



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

10 | 2009

MONATSBERICHT

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

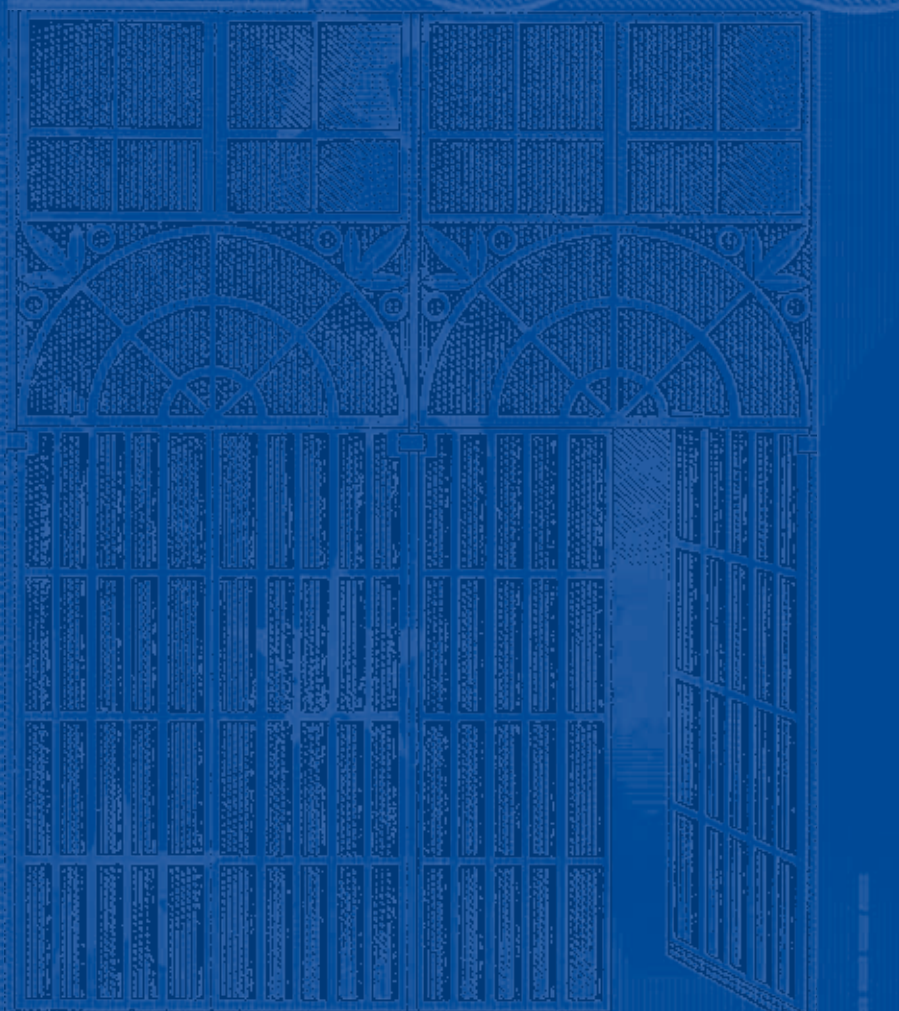
09 | 2009

**10 | 2009**

11 | 2009

12 | 2009

MONATSBERICHT  
OKTOBER





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM



## MONATSBERICHT OKTOBER 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 7. Oktober 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	15	Publikationen der Europäischen Zentralbank seit 2008	V
Preise und Kosten	41	Glossar	XIII
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	50		
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	61		
<b>Kästen:</b>			
1 Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor im Verlauf des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet	19		
2 Ergebnisse der ersten Umfrage über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln	36		
3 Aktuelle Entwicklung des HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie	43		
4 Die Auswirkungen der Abwrackprämie in den Ländern des Euro-Währungsgebiets	51		
5 Der Zusammenhang von Produktion und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet	57		
<b>AUFSÄTZE</b>			
Geldpolitik und Kreditangebot im Euro-Währungsgebiet	69		
Die jüngsten Veränderungen in den Bilanzen des Eurosystems, des Federal Reserve System und der Bank von Japan	89		
Entwicklung des Finanzsektors in den Schwellenländern – Bestandsaufnahme und politische Implikationen	105		

## 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 8. Oktober 2009 beschloss der EZB-Rat auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Die derzeitigen Zinssätze sind nach wie vor angemessen. Die seit der letzten Sitzung Anfang September eingehenden Informationen und Analysen haben die bisherige Einschätzung des EZB-Rats bestätigt. Während die jährliche Preissteigerung nach dem HVPI der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im September noch leicht negativ war, dürfte sie in den kommenden Monaten in den positiven Bereich zurückkehren und über die geldpolitisch relevante Frist moderat positiv bleiben. Gleichzeitig stützen die jüngsten Informationen auch die Einschätzung des EZB-Rats, dass sich die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet stabilisiert und sich allmählich erholen dürfte. Allerdings ist die Unsicherheit nach wie vor hoch. Was die mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen betrifft, so sind diese weiterhin 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 angesichts der sich nach wie vor abschwächenden Geldmengen- und Kreditexpansion die Einschätzung eines mittelfristig geringen Inflationsdrucks. Vor diesem Hintergrund geht der EZB-Rat davon aus, dass die Preisstabilität auf mittlere Frist gewährleistet bleibt, wodurch die Kaufkraft der privaten Haushalte im Euroraum gestützt wird.

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so deuten vorliegende Umfrageindikatoren weiterhin auf eine anhaltende Stabilisierung der Konjunktur hin. So dürfte der Euroraum insbesondere von einer Erholung der Exporte, den laufenden umfangreichen gesamtwirtschaftlichen Konjunkturprogrammen sowie den zur Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen profitieren. Darüber hinaus wird erwartet, dass nach den erheblich negativen Beiträgen zum realen BIP-Wachstum in der ersten Jahreshälfte 2009 vom Lagerzyklus im zweiten Halbjahr positive Wachstumsimpulse ausgehen. Allerdings ist die Unsicherheit nach wie vor hoch, und aufgrund der Volatilität neuer Daten bedarf es einer vorsichtigen Interpretation der

verfügbaren Informationen. Insgesamt wird davon ausgegangen, dass die Erholung recht uneinheitlich bleibt. Auf kurze Sicht wird sie von einer Reihe temporärer Faktoren gestützt, dürfte auf mittlere Sicht jedoch von dem anhaltenden Prozess der Bilanzkorrekturen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euroraums beeinflusst werden.

Nach Auffassung des EZB-Rats bleiben die Risiken für diesen Ausblick weitgehend ausgewogen. Einerseits könnten die laufenden umfangreichen gesamtwirtschaftlichen Konjunkturprogramme sowie andere wirtschaftspolitische Maßnahmen stärkere Auswirkungen haben als erwartet. Auch könnte das Vertrauen schneller zunehmen, die Verschlechterung am Arbeitsmarkt geringer ausfallen als bisher angenommen und die Auslandsnachfrage höher sein als projiziert. Andererseits bestehen weiterhin Bedenken im Zusammenhang mit einer stärkeren oder länger andauernden negativen Rückkopplung zwischen der Realwirtschaft und dem Finanzsektor, erneuten Preissteigerungen bei Öl und anderen Rohstoffen, sich verstärkenden Protektionismusbestrebungen sowie der Möglichkeit einer ungeordneten Korrektur globaler Ungleichgewichte.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so belief sich die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im September auf -0,3 %, nachdem sie im August -0,2 % betragen hatte. Die aktuellen negativen Inflationsraten entsprechen den bisherigen Erwartungen und spiegeln im Wesentlichen Basiseffekte wider, die sich aus der vor einem Jahr zu beobachtenden Entwicklung der weltweiten Rohstoffpreise ergeben. Ebenfalls aufgrund von Basiseffekten werden die jährlichen Preissteigerungsraten den Projektionen zufolge in den nächsten Monaten in den positiven Bereich zurückkehren. Anschließend dürfte die Teuerung über die geldpolitisch relevante Frist positiv bleiben, und es wird erwartet, dass die Preis- und Kostenentwicklung infolge einer nach wie vor verhaltenen Nachfrage im Eurogebiet wie auch in der übrigen Welt insgesamt weiterhin gedämpft verläuft. In diesem Zusammen-

hang gilt es erneut zu betonen, dass die mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin fest auf einem Niveau verankert sind, das mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang steht, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten.

Die Risiken in Bezug auf diese Aussichten sind weiterhin weitgehend ausgewogen. Sie bestehen insbesondere im Zusammenhang mit den Konjunkturaussichten sowie der Entwicklung der Rohstoffpreise. Zudem könnten indirekte Steuern und administrierte Preise aufgrund der in den kommenden Jahren erforderlichen Haushaltskonsolidierung stärker erhöht werden als derzeit angenommen.

Was die monetäre Analyse betrifft, so bestätigen die jüngsten Daten, dass das Wachstum der weit gefassten Geldmenge und der Kreditvergabe gedämpft bleibt. Die Jahreswachstumsraten von M3 sowie der Buchkredite an den privaten Sektor sanken im August weiter auf 2,5 % bzw. 0,1 % und verzeichneten somit historische Tiefstände. Diese parallel verlaufende Abschwächung des Geldmengen- und des Kreditwachstums stützt die frühere Einschätzung des EZB-Rats, dass die Grunddynamik der monetären Expansion moderat ist und der Inflationsdruck auf mittlere Sicht gering sein dürfte.

Die anhaltende Verlangsamung des jährlichen M3-Wachstums geht nach wie vor mit einem Anstieg des jährlichen M1-Wachstums einher, das sich im August weiter auf 13,6 % erhöhte. In der robusten Entwicklung von M1 kommt zum Ausdruck, dass die geringeren Zinsdifferenzen zwischen verschiedenen Arten kurzfristiger Einlagen Umschichtungen bei der Mittelverteilung, insbesondere von kurzfristigen Termineinlagen hin zu täglich fälligen Einlagen, begünstigt haben. Gleichzeitig könnte es aufgrund des steilen Verlaufs der Zinsstrukturkurve verstärkt zu Umschichtungen aus M3 in längerfristige Einlagen und Wertpapiere außerhalb dieses Aggregats gekommen sein.

Insgesamt blieb die Vergabe von Bankkrediten an den nichtfinanziellen privaten Sektor im

August verhalten. Die jüngsten Daten zu den privaten Haushalten lassen darauf schließen, dass sich der Rückgang des Kreditwachstums abgeschwächt hat und niedrige Expansionsraten verzeichnet wurden. Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften hat sich die Kreditgewährung im August nach einigen Monaten mit Rückgängen wieder leicht ausgeweitet. Lässt man die monatlichen Schwankungen außer Acht, so ist das Kreditwachstum weiterhin sehr gedämpft. Dies steht im Einklang mit der Verzögerung, die üblicherweise zwischen dem Konjunkturtrend und der Entwicklung der Kreditgewährung an Unternehmen besteht. In dieser Hinsicht erscheint angesichts des verhaltenen Niveaus der Produktion und des Handels sowie der anhaltenden Unsicherheit hinsichtlich der Aussichten der Unternehmen eine weiterhin schwache Entwicklung bei der Vergabe von Darlehen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den kommenden Monaten wahrscheinlich. Zugleich dürfte die fortgesetzte Verbesserung der Finanzierungsbedingungen die Nachfrage nach Krediten in nächster Zeit stützen. Angesichts der sehr großen Herausforderungen sollten die Banken angemessene Maßnahmen ergreifen, um ihre Eigenkapitalbasis weiter zu stärken, und gegebenenfalls die staatlichen Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors, vor allem hinsichtlich der Rekapitalisierung, voll ausschöpfen.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die derzeitigen Zinssätze nach wie vor angemessen sind. Die seit der letzten Sitzung Anfang September eingehenden Informationen und Analysen haben die bisherige Einschätzung des EZB-Rats bestätigt. Während die jährliche Preissteigerung nach dem HVPI der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im September noch leicht negativ war, dürfte sie in den kommenden Monaten in den positiven Bereich zurückkehren und über die geldpolitisch relevante Frist moderat positiv bleiben. Gleichzeitig stützen die jüngsten Informationen auch die Einschätzung des EZB-Rats, dass sich die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet stabilisiert und sich allmählich erholen dürfte. Allerdings ist die Unsicherheit nach wie vor hoch. Was die mittel- bis längerfristigen

Inflationserwartungen betrifft, so sind diese weiterhin 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 der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Ergebnisse der monetären Analyse bestätigt angesichts der sich nach wie vor abschwächenden Geldmengen- und Kreditexpansion die Einschätzung eines mittelfristig geringen Inflationsdrucks. Vor diesem Hintergrund geht der EZB-Rat davon aus, dass die Preisstabilität auf mittlere Frist gewährleistet bleibt, wodurch die Kaufkraft der privaten Haushalte im Euroraum gestützt wird.

Da die Transmission der Geldpolitik mit einer zeitlichen Verzögerung erfolgt, erwartet der EZB-Rat, dass seine geldpolitischen Maßnahmen nach und nach in vollem Umfang auf die Wirtschaft durchschlagen werden. Mit allen bislang ergriffenen Maßnahmen, einschließlich des jüngsten am 30. September zugeteilten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts mit zwölfmonatiger Laufzeit, wird die Wirtschaft somit fortlaufend und kräftig durch die Geldpolitik gestützt. Sobald sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld aufhellt, wird der EZB-Rat dafür Sorge tragen, dass die ergriffenen Maßnahmen zeitnah rückgängig gemacht werden und die bereitgestellte Liquidität abgeschöpft wird, um jeglicher Gefahr für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht wirksam entgegenzuwirken. Damit wird der EZB-Rat weiterhin sicherstellen, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen fest verankert bleiben. Diese Verankerung ist zur Stützung eines nachhaltigen Wachstums sowie der Beschäftigung unerlässlich und trägt zur Finanzstabilität bei. Dementsprechend wird der EZB-Rat auch in nächster Zeit alle Entwicklungen sehr genau verfolgen.

Für die Finanzpolitik werden ehrgeizige und realistische Ausstiegs- und Konsolidierungsstrategien immer dringlicher. Dabei ist von entscheidender Bedeutung, dass die Regierungen konkrete strukturelle Maßnahmen ergreifen und ihr Bekenntnis zur Gewährleistung tragfähiger Staatsfinanzen überzeugend kommunizieren.

Regierungen sollten ihre Konsolidierungspläne im Einklang mit den Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts ausgestalten und sicherstellen, dass die Konsolidierung so bald wie möglich, spätestens jedoch mit Einsetzen der Konjunkturerholung beginnt. Diese Pläne müssten auch mit einer Stärkung der nationalen Haushaltsrahmen einhergehen. Im Jahr 2011 sollten die Konsolidierungsanstrengungen intensiviert werden; sie müssen den im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegten Richtwert von 0,5 % des BIP pro Jahr deutlich übersteigen. In Ländern mit hohen Defizit- bzw. Schuldenquoten sollte die jährliche strukturelle Anpassung mindestens 1 % des BIP betragen. Angesichts der rasch steigenden staatlichen Ausgabenquoten sowie des projizierten zusätzlichen Ausgabendrucks infolge der höheren Zinslasten und alterungsbedingten Kosten sollten die Strukturmaßnahmen der Länder vorrangig auf der Ausgabenseite ansetzen.

Was die Strukturreformen betrifft, so sind in allen Ländern weitere Anstrengungen von zentraler Bedeutung, um ein nachhaltiges Wachstum und die Beschäftigung zu unterstützen, da die Finanzkrise die Produktionskapazitäten der Volkswirtschaften des Euroraums beeinträchtigt haben dürfte. Insbesondere sind eine angemessene Lohnsetzung, ein hinreichendes Maß an Arbeitsmarktflexibilität und effektive Arbeitsanreize erforderlich. Gleichzeitig sind dringend Maßnahmen zur Verstärkung von Wettbewerb und zur Förderung von Innovationen geboten, um Umstrukturierungen und Investitionen zu beschleunigen und die für die Gewährleistung einer nachhaltigen Erholung erforderlichen Geschäftsmöglichkeiten und Produktivitätsgewinne zu schaffen. Auch eine angemessene Umstrukturierung und Konsolidierung des Bankensektors sollte eine wichtige Rolle spielen. Gesunde Bilanzen, ein solides Risikomanagement sowie transparente und robuste Geschäftsmodelle sind von entscheidender Bedeutung, wenn es um die Stärkung der finanziellen Solidität und Schockresistenz der Banken und somit um die Schaffung der Voraussetzungen für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum und finanzielle Stabilität geht.



Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste befasst sich mit Geldpolitik und Kreditangebot im Euro-Währungsgebiet. Im zweiten Aufsatz werden die jüngsten Veränderungen in den Bilanzen des Eurosystems, des Federal Reserve System und der Bank von Japan behandelt. Gegenstand des dritten Aufsatzes sind die Entwicklung des Finanzsektors in den Schwellenländern und die daraus resultierenden politischen Implikationen.

# WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

## I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

*Den jüngsten Indikatoren zufolge verdichten sich die Anzeichen dafür, dass der starke Rückgang der Wirtschaftsleistung sein Ende erreicht hat; dies gilt vor allem für die großen Schwellenländer, aber auch für eine Reihe fortgeschrittener Volkswirtschaften. Gleichzeitig halten sich die Inflationsraten aufgrund von Basiseffekten im Zusammenhang mit den Rohstoffpreisen und erheblichen ungenutzten Kapazitäten weltweit auf einem niedrigen Niveau. Wenngleich nach wie vor große Unsicherheit herrscht, werden die Risiken für die weltwirtschaftlichen Aussichten als weitgehend ausgewogen betrachtet.*

### I.1 WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN

Den jüngsten Indikatoren zufolge verdichten sich die Anzeichen dafür, dass der starke Rückgang der Wirtschaftsleistung sein Ende erreicht hat, was vor allem für die großen Schwellenländer, aber auch für eine Reihe fortgeschrittener Volkswirtschaften gilt. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) wies im September seinen höchsten Stand seit Dezember 2007 auf und deutet damit auf eine Ausweitung der weltwirtschaftlichen Aktivität hin. Die Produktion im verarbeitenden Gewerbe nahm zwar weiterhin stärker zu als im Dienstleistungssektor, doch stieg sie langsamer als noch im Vormonat.

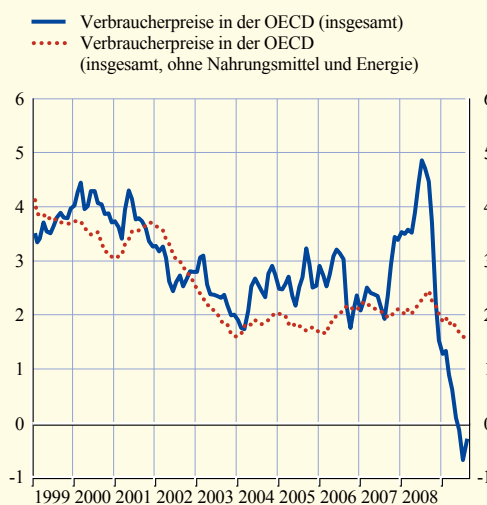
Aufgrund von Basiseffekten im Zusammenhang mit den Rohstoffpreisen und erheblichen ungenutzten Kapazitäten halten sich die Inflationsraten weltweit auf einem niedrigen Niveau. In den OECD-Ländern fiel der VPI insgesamt in den zwölf Monaten bis August 2009 um 0,3 %, verglichen mit einem Rückgang von 0,6 % im Juli. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet lag die jährliche Teuerungsrate nach dem VPI im August 2009 bei 1,5 % (siehe Abbildung 1). Aus dem globalen EMI für die Vorleistungspreise geht hervor, dass die Einkaufspreise im verarbeitenden Gewerbe im September stiegen, während die Kosten im Dienstleistungssektor sanken.

### VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten scheint sich die Konjunktur stabilisiert zu haben. Revidierten Schätzungen des Bureau of Economic Analysis zufolge schrumpfte das reale BIP im zweiten Quartal 2009 auf das Jahr hochgerechnet um 0,7 % und damit nicht so stark wie in der vorherigen Schätzung. Die in diesem Zeitraum verzeichnete Kontraktion, die auf den wesentlich ausgeprägteren Rückgang von 6,4 % im ersten Vierteljahr folgte, war überwiegend auf negative Wachstumsbeiträge vonseiten der Lagerinvestitionen, der privaten Anlageinvestitionen und der privaten Konsumausgaben zurückzuführen. Von den Staatsausgaben und den sinkenden Einfuhren ging zugleich ein positiver Beitrag aus. Was die nähere Zukunft betrifft, so haben sich die Aussichten für das BIP-Wachstum in letzter Zeit verbessert. Während die Finanzierungsbedingungen restriktiv und die Arbeitsmärkte schwach bleiben, deuten die jüngsten Daten auf eine Aufhellung am Wohnimmobilienmarkt und im ver-

Abbildung 1 Entwicklung der internationalen Preise

(Monatswerte; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: OECD.

arbeitenden Gewerbe hin. Außerdem stützen die staatlichen Konjunkturmaßnahmen die Wirtschaft nach wie vor in erheblichem Maße.

Was die Preisentwicklung angeht, so fiel der Verbraucherpreisindex in den zwölf Monaten bis August 2009 um 1,5 %, nachdem sich der Rückgang bis Juli auf 2,1 % belaufen hatte. Die negative Gesamtinflationsrate resultierte weiterhin größtenteils aus den im Vorjahrsvergleich geringeren Energiepreisen. Die jährliche Teuerungsrate ohne Nahrungsmittel und Energie lag im August bei 1,4 % nach 1,5 % im Juli. Auf mittlere Sicht werden sich die mit der Energiepreisentwicklung verbundenen Basiseffekte in den kommenden Monaten allmählich umkehren, und die am Gesamtindex gemessene Inflation dürfte wieder positive Werte aufweisen. Allerdings ist zu erwarten, dass der Preisauftrieb durch die Konjunkturflaute in Grenzen gehalten wird.

Am 23. September 2009 beschloss der Offenmarktausschuss der Federal Reserve, den Zielzinssatz für Tagesgeld unverändert in einem Korridor von 0 % bis 0,25 % zu belassen. In seiner im Anschluss an die Sitzung abgegebenen Erklärung bestätigte der Offenmarktausschuss die verbesserten Wirtschaftsaussichten, indem er darauf verwies, dass – jüngsten Angaben zufolge – die Konjunktur nach ihrem schweren Einbruch wieder angesprungen ist.

## JAPAN

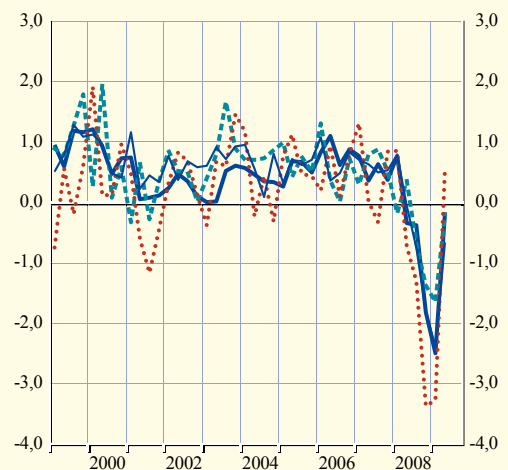
In Japan setzte im zweiten Quartal 2009 eine konjunkturelle Erholung ein, während die jährlichen Inflationsraten zugleich negativ blieben. Der zweiten vorläufigen Schätzung der japanischen Regierung ist zu entnehmen, dass das reale BIP in diesem Zeitraum um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal stieg. Dieser Wert liegt unterhalb der vorangegangenen Schätzung und steht einem Rückgang von 3,3 % in den drei Monaten zuvor gegenüber. Die konjunkturelle Erholung geht in erster Linie von höheren Nettoexporten aus. Der Tankan-Umfrage der Bank von Japan zufolge verbesserte sich das Vertrauen im verarbeitenden Gewerbe im dritten Jahresviertel zwar merklich, hielt sich aber auf einem niedrigen Niveau. Die Aussichten für die Ausgaben und die Ertragslage blieben schwach.

Abbildung 2 Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern

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

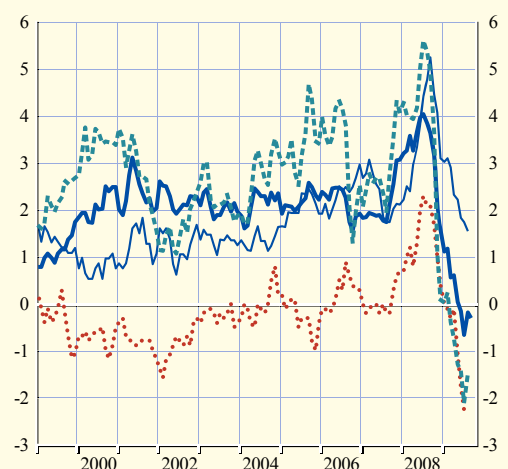
### Produktionswachstum<sup>1)</sup>

(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.

Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise lag im August mit -2,2 % gegenüber dem Vormonat unverändert im negativen Bereich. Dahinter verbergen sich die Produktionslücke und Basiseffekte, die aus der letztjährigen Verteuerung der Energiepreise resultieren. Auch die jährliche VPI-Teuerungsrate ohne Nahrungsmittel und Energie blieb im August stabil (-0,9 %).

Auf ihrer Sitzung am 17. September 2009 beschloss die Bank von Japan, den Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld bei 0,1 % zu belassen.

### VEREINIGTES KÖNIGREICH

Im Vereinigten Königreich verlangsamte sich der Rückgang des realen BIP im zweiten Quartal 2009 und erreichte gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatsabschnitt einen Wert von -0,6 % (nach -2,5 % im ersten Vierteljahr). Von den privaten Konsumausgaben und den Bruttoanlageinvestitionen ging nach wie vor – wenn auch nicht mehr so stark wie im ersten Jahresviertel – ein negativer Wachstumsbeitrag aus, während die Konsumausgaben des Staates, der Außenhandel und insbesondere der Lageraufbau positiv zu Buche schlugen. Die Kurzfristindikatoren deuten auf eine weitere konjunkturelle Aufhellung im dritten Quartal hin. Die Lage am Wohnimmobilienmarkt hat sich in den letzten Monaten verbessert. So nahmen insbesondere die Hypothekenzusagen zu, und die Hauspreise stiegen im Vormonatsvergleich leicht an. Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI sank im August auf 1,6 %, und die Bank of England geht davon aus, dass die Inflation auch in nächster Zeit unter dem Zielwert von 2 % bleiben wird. Am 10. September 2009 beschloss der geldpolitische Ausschuss der Bank of England, den auf die Reserven der Geschäftsbanken zahlbaren Leitzins bei 0,5 % zu belassen. Des Weiteren setzte die englische Zentralbank ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten im Umfang von 175 Mrd GBP fort.

### ANDERE EUROPÄISCHE LÄNDER

In den meisten anderen EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums hat sich die Wirtschaftslage im zweiten Vierteljahr ebenfalls aufgehellt. Während sich der Konjunkturrückgang in den meisten Ländern verlangsamte, verzeichneten einige Staaten ein positives Wachstum. In Schweden stieg das reale BIP im zweiten Jahresviertel 2009 auf Quartalsbasis um 0,2 %, was gegenüber der Abschwächung von 0,9 % in den drei Monaten zuvor eine beachtliche Verbesserung darstellte. In Dänemark verringerte sich das reale BIP dagegen im gleichen Zeitraum um 2,6 %, verglichen mit einer Kontraktion von 1,3 % im Vorquartal. Der stärkere Rückgang des BIP im zweiten Vierteljahr war teilweise Basiseffekten zuzuschreiben, die aus einem einmaligen, im ersten Quartal wirksamen umfangreichen Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen in Verbindung mit der Installation einer Bohrinself resultierten. Die am HVPI gemessene Inflation ist in den letzten Monaten in beiden Ländern insgesamt gesunken und lag im August 2009 bei 1,9 % (Schweden) bzw. 0,7 % (Dänemark). Am 25. September 2009 beschloss die Danmarks Nationalbank, ihren Leitzins um 10 Basispunkte auf 1,25 % herabzusetzen.

In den größten mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten lassen die aktuellen Indikatoren eine leichte konjunkturelle Aufhellung erkennen. In Ungarn und Rumänien schrumpfte das reale BIP im zweiten Vierteljahr 2009 mit -2,0 % bzw. -1,1 % gegenüber dem Vorquartal nicht mehr so stark wie in den drei Monaten zuvor. Indessen stieg das reale BIP in der Tschechischen Republik und in Polen an, und zwar um 0,1 % bzw. 0,5 %. Hinter der sich in jüngster Zeit abzeichnenden Stabilisierung der Wirtschaft verbergen sich zum Teil temporäre Faktoren wie die höhere Auslandsnachfrage, die auf die Impulse der in einigen Euro-Ländern eingeführten Abwrackprämie für die Verschrottung von Altfahrzeugen zurückging. In der Tschechischen Republik waren die Verbraucherpreise im August 2009 verglichen mit dem Vorjahr unverändert. In Ungarn, Polen und Rumänien bewegten sich die jährlichen HVPI-Teuerungsrate dagegen kontinuierlich um Werte zwischen 4 % und 5 %.



Am 28. September 2009 beschloss die Magyar Nemzeti Bank, ihren Leitzins um 50 Basispunkte auf 7,5 % zurückzunehmen.

#### **AUFSTREBENDE VOLKSWIRTSCHAFTEN ASIENS**

In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens hat sich die konjunkturelle Erholung fortgesetzt, scheint sich aber in einigen Ländern zuletzt etwas verlangsamt zu haben. Während finanzpolitische Maßnahmen, die akkommodierende Geldpolitik und höhere Vermögenspreise die Inlandnachfrage stützen, verläuft die Erholung des Außenhandels wesentlich schleppender. Sowohl die Importe als auch die Exporte liegen deutlich unter ihrem Stand vom Sommer 2008. Zudem waren zwar in mehreren Ländern noch negative jährliche Änderungsraten der Verbraucherpreise zu verzeichnen, doch deuten die jüngsten Daten auf eine allmähliche Rückkehr zu positiven Inflationsraten hin.

In China lassen die monatlichen Indikatoren den Schluss zu, dass das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal dieses Jahres robust blieb. Wenngleich sich das Wachstum weitgehend auf die Konjunkturmaßnahmen und die daraus resultierende Zunahme der Infrastrukturinvestitionen stützte, beschleunigte sich auch der Anstieg der privaten Investitionen, was hauptsächlich den verbesserten Aussichten im Immobiliensektor zu verdanken war. Während das Investitionswachstum in China zu höheren Rohstoffimporten führte, erholten sich die Exporte deutlich langsamer. Die akkommodierende Geldpolitik sowie die finanzpolitischen Impulse schlugen sich in einem gestiegenen Kreditwachstum nieder. Im August 2009 war der Kreditbestand 33 % höher als ein Jahr zuvor. Die jährliche Veränderung der Verbraucherpreise nahm weiterhin einen negativen Verlauf, obwohl das Tempo des Rückgangs von -1,8 % im Juli auf -1,2 % im August sank.

#### **LATEINAMERIKA**

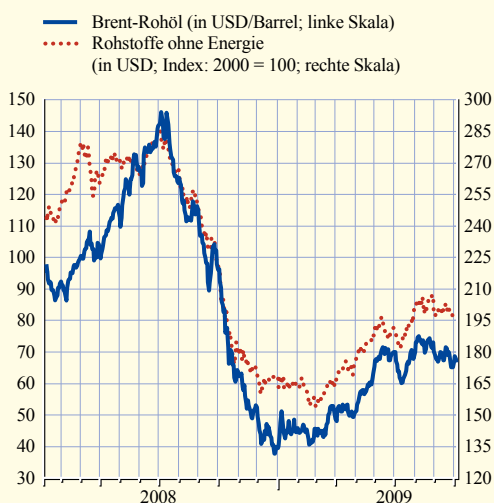
Die wirtschaftliche Lage Lateinamerikas hat sich zwar insgesamt verbessert, doch weist das Wachstum in den großen Volkswirtschaften eine gewisse Heterogenität auf. Gleichzeitig hat der Inflationsdruck in den meisten Ländern weiter nachgelassen.

In Brasilien hat sich die Konjunktur im zweiten Quartal merklich erholt, wobei das reale BIP um 1,9 % gegenüber den drei vorangegangenen Monaten zulegen konnte. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise verlangsamt sich von 4,5 % im Juli auf 4,3 % im August. In Argentinien weitete sich das reale BIP im zweiten Jahresviertel um 1,1 % gegenüber dem Vorjahr aus nach 2,6 % in den ersten drei Monaten des Jahres. Die jährliche Steigerung der Verbraucherpreise beschleunigte sich im Berichtsmonat auf 5,9 %. In Mexiko scheint die Konjunktur nach der scharfen Kontraktion im ersten Halbjahr einen Wendepunkt erreicht zu haben. Die Industrieproduktion sank im Juli auf Jahresstichtag um 7 %, nachdem sie sich in den beiden Monaten zuvor mit zweistelligen Raten verringert hatte. Indessen gab der Inflationsdruck weiter nach, und der jährliche Verbraucherpreisanstieg belief sich im August auf 5,1 % (nach 5,4 % im Juli).

### **1.2 ROHSTOFFMÄRKTE**

Die Ölnotierungen entwickelten sich im September und Anfang Oktober insgesamt weiter stabil (siehe Abbildung 3). Am 7. Oktober 2009 kostete Rohöl der Sorte Brent 68,9 USD je Barrel und war damit 74 % teurer als zu Jahresbeginn. Mittelfristig rechnen die Marktteilnehmer mit höheren Preisen. Dies geht aus den Terminkontrakten zur Lieferung im Dezember 2011 hervor, die zu einem Kurs von etwa 78 USD gehandelt werden.

Abbildung 3 Grundlegende Entwicklungen an den Rohstoffmärkten



Quellen: Bloomberg und HWWI.

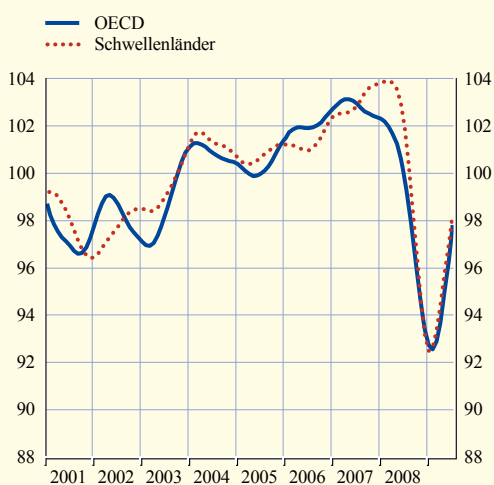
die von ungünstigen Witterungsbedingungen im Mittleren Westen der Vereinigten Staaten beeinflusst wurden. Dagegen schwächten sich die Metallpreise ab, da am Markt die Sorge umging, der Prozess der Lageraufstockung in China, der die Nachfrage in den letzten Monaten gestützt hatte, könne zum Ende gekommen sein. Der Gesamtindex der (in US-Dollar gerechneten) Rohstoffpreise ohne Energie lag Ende September rund 19 % über seinem Stand zu Jahresbeginn.

Die Prognosen für die Ölnachfrage in den Jahren 2009 und 2010 wurden – speziell für Nordamerika und die nicht der OECD angehörenden asiatischen Staaten – wiederholt von der Internationalen Energieagentur nach oben korrigiert. Die erwartete Verbesserung der globalen Nachfragebedingungen hat sich allerdings bisher noch nicht in einem Lagerabbau manifestiert, und die Vorräte befinden sich – vor allem in den Vereinigten Staaten – weiter auf einem Höchststand. Auf der Angebotsseite wurde ein moderater Rückgang der Ölförderung in den Nicht-OPEC-Ländern durch eine höhere Produktion der OPEC-Staaten ausgeglichen.

Die Notierungen für sonstige Rohstoffe blieben im September ebenfalls weitgehend stabil. Nachdem sich die Nahrungsmittelpreise in den vergangenen Monaten deutlich verringert hatten, verbuchten sie nun einen leichten Anstieg. Ausschlaggebend hierfür waren die Preise für Mais,

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.

### 1.3 AUSSICHTEN FÜR DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD

Die jüngsten Außenhandelsdaten lassen erkennen, dass der Welthandel im dritten Quartal offenbar wieder zugenommen hat, wodurch die kurzfristigen Aussichten für die Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des Eurogebiets gestützt werden. Die Vorlaufindikatoren signalisieren darüber hinaus, dass die Weltwirtschaft Anzeichen einer Erholung zeigt. Im Juli deuteten die Frühindikatoren (Composite Leading Indicators, CLIs) der OECD auf eine allgemeine konjunkturelle Erholung in den meisten OECD-Ländern hin (siehe Abbildung 4). Bei den Schwellenländern zeichnete sich anhand der CLIs eine stärkere Belebung ab als in den Monaten zuvor.

Obwohl die globalen Konjunkturaussichten weiterhin mit hoher Unsicherheit behaftet sind, sind

die Risiken nach wie vor weitgehend ausgewogen. Einerseits könnten die laufenden umfangreichen gesamtwirtschaftlichen Konjunkturprogramme sowie andere wirtschaftspolitische Maßnahmen stärkere Auswirkungen haben als erwartet. Auch das Vertrauen könnte schneller zunehmen, und die Lage am Arbeitsmarkt könnte sich weniger stark eintrüben als zuvor angenommen. Andererseits bestehen weiterhin Bedenken im Zusammenhang mit einer stärkeren oder länger andauernden negativen Rückkopplung zwischen Realwirtschaft und Finanzsektor, erneuten Preissteigerungen bei Öl und anderen Rohstoffen, sich verstärkenden Protektionismusbestrebungen sowie der Möglichkeit einer ungeordneten Korrektur globaler Ungleichgewichte.

## 2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

### 2.1 GELDMENGE UND MFI-KREDITE

Die monetären Daten für August deuten auf einen anhaltenden parallel verlaufenden Rückgang der Jahreswachstumsraten von M3 und der Kredite an den privaten Sektor hin; damit bestätigt sich die Abschwächung der Grunddynamik des Geldmengenwachstums. Die Buchkreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor fiel im August zwar positiv aus, war aber moderat. Bisher entwickelte sich das Wachstum der Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften vor dem Hintergrund des Konjunkturzyklus weiterhin analog zu seinem historischen Verlaufsmuster. Was die Refinanzierungsmöglichkeiten der MFIs angeht, so legt die Entwicklung der längerfristigen Einlagen und der Schuldverschreibungen im August den Schluss nahe, dass die Kreditinstitute in der Lage waren, Finanzmittel mit längeren Laufzeiten aufzunehmen. Im Dreimonatszeitraum bis August scheint der Fremdkapitalabbau der MFIs im Euroraum etwas an Dynamik verloren zu haben, wenngleich die MFIs ihre wechselseitigen Positionen weiter verringerten.

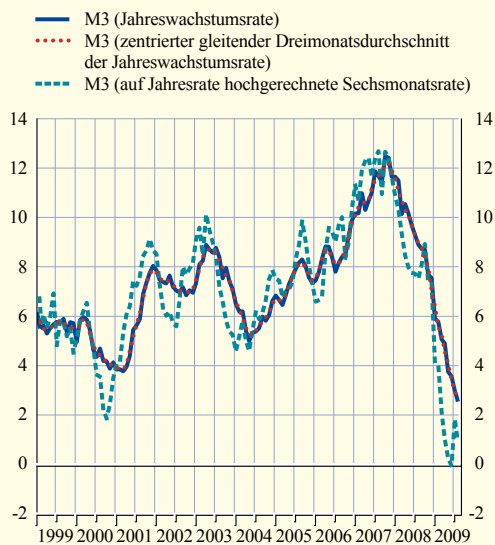
#### WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 sank im August weiter auf 2,5 %, verglichen mit 3,0 % im Juli (siehe Abbildung 5). Gegenüber dem Vormonat blieb M3 im August unverändert, und die kurzfristigen Wachstumsraten dieser Geldmenge scheinen sich auf einem niedrigen Niveau stabilisiert zu haben. Die Zinskonstellation beeinflusste die monetäre Entwicklung weiterhin stark. Zum einen fördert der steile Verlauf der Zinsstrukturkurve Abflüsse zulasten monetärer Anlagen, was zur Folge hat, dass der Rückgang des M3-Wachstums die Abschwächung der Grunddynamik des Geldmengenwachstums überzeichnet. Zum anderen führt die schrumpfende Differenz zwischen den Zinssätzen verschiedener kurzfristiger Einlagen zu Umschichtungen von kurzfristigen Termineinlagen und marktfähigen Finanzinstrumenten in täglich fällige Einlagen.

Die Zwölfmonatsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor war im August ebenfalls weiter rückläufig. Die Veränderung gegenüber dem Vormonat war zwar negativ, doch war dies ausschließlich auf die Entwicklung der Kreditvergabe an nichtmonetäre Finanzinstitute zurückzuführen. Bei den Buchkrediten an den nichtfinanziellen privaten Sektor war im August hingegen ein positives, wenn auch moderates Wachstum zu verzeichnen. Betrachtet man das Verhältnis zwischen den MFI-Buchkrediten und dem aktuellen Stadium des Konjunkturzyklus, so entwickelten sich die Buchkredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bislang dem historischen Verlaufsmuster entsprechend. Darüber hinaus dürfte die verhaltene Kreditvergabe der MFIs an den nichtfinanziellen privaten Sektor vor allem die erhebliche Unsicherheit widerspiegeln, mit der die Geschäfts-, Einkommens- und Wohnungsmarktaussichten noch immer behaftet sind. Diese Faktoren verringern die Kreditnachfrage, wirken sich aber auch auf die Bonitätsbeurteilung durch die Banken sowie auf deren Bereitschaft und Fähigkeit zur Kreditgewährung aus. Dies wird durch

Abbildung 5 M3-Wachstum

(Veränderung in %; saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.



die Ergebnisse der Umfrage über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen (KMUs) im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln bestätigt, die von der EZB in Zusammenarbeit mit der Europäischen Kommission durchgeführt wurde (siehe Kasten 2).

Was die Refinanzierung der Kreditinstitute betrifft, so wurden die Banken durch die liquiditätszuführenden Geschäfte des Eurosystems mit einjähriger Laufzeit reichlich mit kurzfristiger Liquidität versorgt. Dadurch konnten sie sich auf die Verbesserung der längerfristigen Refinanzierung konzentrieren, wobei das Programm des Eurosystems zum Erwerb gedeckter Schuldverschreibungen einen positiven Effekt auf die Refinanzierung über die Begebung längerfristiger Schuldverschreibungen gehabt haben dürfte. Die Situation bei der Refinanzierung spiegelt sich in den wichtigsten Aktiva im Bestand des MFI-Sektors wider, die im August nicht rückläufig waren. Im Dreimonatszeitraum bis August scheint der Fremdkapitalabbau der MFIs im Euroraum etwas an Dynamik verloren zu haben, wenngleich die MFIs ihre wechselseitigen Positionen weiter verringerten.

#### HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Der Rückgang des jährlichen M3-Wachstums im August war durch ein schwächeres Wachstum der sonstigen kurzfristigen Einlagen (M2-M1) wie auch der marktfähigen Finanzinstrumente (M3-M2) bedingt. Durch einen weiteren Anstieg des jährlichen M1-Wachstums (Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen) wurde er allerdings teilweise ausgeglichen.

Die Zwölfmonatsrate von M1 erhöhte sich im August weiter auf 13,6 % gegenüber 12,1 % im Juli (siehe Tabelle 1). Dahinter verbargen sich ein erneut deutlicher monatlicher Zufluss bei den täglich fälligen Einlagen sowie ein gegenüber dem Vormonat gestiegener Bargeldumlauf.

**Tabelle 1** Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % von M3 <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2	2009 Juli	2009 Aug.
<b>M1</b>	<b>46,6</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>5,3</b>	<b>8,0</b>	<b>12,1</b>	<b>13,6</b>
Bargeldumlauf	7,9	7,5	12,4	13,6	13,2	12,5	13,2
Täglich fällige Einlagen	38,8	-0,6	0,8	3,6	6,9	12,1	13,6
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	40,6	19,1	15,8	9,3	3,0	-2,7	-4,1
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	22,1	37,6	29,0	12,9	-0,8	-12,1	-15,1
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	18,5	-1,7	-0,5	4,5	8,6	12,3	13,7
<b>M2</b>	<b>87,2</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>	<b>7,2</b>	<b>5,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	12,8	8,9	4,1	-0,8	-2,5	-6,8	-9,9
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>9,1</b>	<b>8,2</b>	<b>6,0</b>	<b>4,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro- Währungsgebiet</b>		<b>9,1</b>	<b>7,4</b>	<b>5,9</b>	<b>4,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>
Kredite an öffentliche Haushalte		0,6	1,7	5,6	8,4	10,9	11,5
Buchkredite an öffentliche Haushalte		2,1	2,9	2,3	1,5	2,4	3,6
Kredite an den privaten Sektor		10,9	8,6	6,0	3,5	1,8	1,1
Buchkredite an den privaten Sektor		9,1	7,4	4,6	2,2	0,7	0,1
Buchkredite an den privaten Sektor (um Kreditabsatz und Kreditverbriefungen bereinigt)		10,1	8,5	6,1	3,6	1,9	1,3
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>		<b>3,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>

Quelle: EZB.

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

Die jährliche Zuwachsrate der sonstigen kurzfristigen Einlagen sank im August weiter auf -4,1 %, verglichen mit 2,7 % im Vormonat. Die Teilkomponenten dieser Einlagenkategorie entwickelten sich nach wie vor uneinheitlich: Zwar stieg die Wachstumsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (d. h. der kurzfristigen Spareinlagen) im August im Vorjahresvergleich weiter an, doch wurde dies durch einen Rückgang der entsprechenden Rate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (d. h. der kurzfristigen Termineinlagen) mehr als kompensiert, da Letztere erneut deutlich von -12,1 % im Juli auf -15,1 % im Berichtsmonat nachgab.

Die Entwicklung der verschiedenen Arten kurzfristiger Einlagen steht mit dem sich verringern den Abstand zwischen den Zinssätzen dieser Einlagen im Einklang. Dies förderte insbesondere Umschichtungen von kurzfristigen Termineinlagen hin zu täglich fälligen Einlagen und kurzfristigen Spareinlagen. Die Umschichtungen lassen sich dadurch erklären, dass die Zinssätze kurzfristiger Termineinlagen laut den verfügbaren Daten zu den MFI-Zinsen stärker zurückgegangen sind als jene der beiden anderen Einlagenarten. Darüber hinaus könnten verstärkt Mittel in Finanzwerte außerhalb von M3 angelegt worden sein, da die Attraktivität dieser langfristigen Instrumente durch den steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve seit Ende vergangenen Jahres gestiegen ist.

Die Zwölfmonatsrate der marktfähigen Finanzinstrumente verringerte sich im August weiter auf -9,9 % gegenüber -6,8 % im Vormonat. Bei den Teilkomponenten dieser Kategorie sank die Vorjahrsrate der kurzfristigen MFI-Schuldverschreibungen im Bestand des geldhaltenden Sektors (d. h. der Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren) weiter in den negativen Bereich ab und lag bei -43,9 %, verglichen mit -38,6 % im Juli. Im Vormonatsvergleich verringerten Ansässige des Euroraums und Gebietsfremde im August ihre Bestände an diesen Wertpapieren, wohingegen MFIs diese aufstockten. Auch bei den Repogeschäften kam es zu einem erheblichen monatlichen Rückgang der Bestände des geldhaltenden Sektors, der jedoch größtenteils auf das gesunkene Volumen der über einen zentralen Kontrahenten abgewickelten besicherten Interbankgeschäfte zurückzuführen war. Da Letzterer zu den sonstigen Finanzinstituten zählt, wirken sich derartige Transaktionen auf den Bestand an Repogeschäften dieses Sektors aus. Geldmarktfondsanteile waren die einzige Teilkomponente der marktfähigen Finanzinstrumente, bei der im August ein Kapitalzufluss verzeichnet wurde.

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 August weiter auf 3,1 % (gegenüber 3,6 % im Juli). Treibende Kraft hinter diesem Rückgang war der Sektor der privaten Haushalte, wenngleich er weiterhin für fast das gesamte jährliche Wachstum der M3-Einlagen verantwortlich ist. Dagegen nahm der Beitrag der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den letzten Monaten zu. Im August wurde im Vormonatsvergleich ein geringer Zufluss bei den M3-Einlagen der privaten Haushalte verzeichnet. Nachdem die M3-Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um den Jahreswechsel herum mehrfach zurückgegangen waren, erhöhten sie sich im August weiter. Auch die nichtmonetären Finanzinstitute weiteten ihre Bestände an M3-Einlagen im Berichtsmonat aus, während es im Juli noch zu einem erheblichen Abfluss gekommen war.

#### HAUPTGEGENPOSTEN ZU M3

Bei den Gegenposten zu M3 sank die Jahreswachstumsrate der Gesamtkreditvergabe der MFIs an Nicht-MFIs im Euroraum im August auf 2,8 %, verglichen mit 3,3 % im Juli (siehe Tabelle 1). Hinter dieser Entwicklung verbirgt sich jedoch, dass die Vorjahrsrate der Kreditvergabe an öffentliche Haushalte im August weiter auf 11,5 % anstieg (verglichen mit 10,9 % im Juli), während die jährli-

che Wachstumsrate der Kreditgewährung an den privaten Sektor auf 1,1 % zurückging (nach 1,8 % im Vormonat). Dabei ist festzustellen, dass MFIs im August in großem Umfang Schuldverschreibungen des öffentlichen wie auch des privaten Sektors erwarben.

Die jährliche Zuwachsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor – der größten Komponente der Kreditvergabe an diesen Sektor – ging im August weiter auf 0,1 % zurück, verglichen mit 0,7 % im Juli. Gegenüber dem Vormonat war die Kreditvergabe an den privaten Sektor im August negativ, was auf einen erneuten Rückgang der Ausleihungen an finanzielle Unternehmen zurückzuführen war, wohingegen die Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor leicht zunahm.

Die monatlichen Wachstumsraten der Buchkredite an den privaten Sektor wurden in letzter Zeit nur geringfügig durch die im Rahmen von Verbriefungen ausgebuchten Kredite verzerrt. Nachdem Ende 2008 umfangreiche True-Sale-Verbriefungen getätigt worden waren, bei denen die kreditgewährenden Banken Darlehen veräußerten und anschließend die daraus entstandenen Wertpapiere erwarben, um sie als Sicherheiten für die Refinanzierungsgeschäfte mit dem Eurosystem zu nutzen, wurden diese Geschäfte in den letzten Monaten weniger stark in Anspruch genommen. Dies ist vermutlich darauf zurückzuführen, dass die Nachfrage der Banken nach Zentralbankliquidität zurückgegangen ist, nachdem das Eurosystem Ende Juni ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft mit einer Laufzeit von zwölf Monaten durchgeführt hatte, das andere liquide Finanzinstrumente ersetzte. Gleichwohl schlugen sich die Kreditausbuchungen nach wie vor in den Jahreswachstumsraten nieder; so belief sich die Differenz zwischen der bereinigten und der unbereinigten Zwölfmonatsrate im August auf 1,3 Prozentpunkte (nach 1,2 Prozentpunkten im Vormonat).

Die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ging im August abermals zurück, und zwar auf 0,7 % nach 1,6 % im Juli (siehe Tabelle 2). Die Daten für August belegen, dass die Vergabe von Buchkrediten mit längerer, also mehr als fünfjähriger Laufzeit per saldo positiv blieb und den Rückgang des Volumens kurz- und mittelfristiger Buchkredite zum Teil ausglich, obwohl erstmals seit November 2008 im August gegenüber dem Vormonat eine geringfügig positive Vergabe von Buchkrediten mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr verzeich-

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

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2	2009 Juli	2009 Aug.
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>	<b>44,3</b>	<b>12,8</b>	<b>11,3</b>	<b>8,2</b>	<b>4,7</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>
Bis zu 1 Jahr	26,4	11,0	9,0	4,1	-2,4	-8,3	-8,9
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	20,2	18,6	16,0	12,5	9,9	6,1	3,9
Mehr als 5 Jahre	53,4	11,8	10,8	8,8	6,8	5,5	5,0
<b>Private Haushalte<sup>2)</sup></b>	<b>45,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,0</b>	<b>-0,2</b>
Konsumentenkredite <sup>3)</sup>	12,9	4,4	3,2	1,3	-0,3	-1,0	-0,9
Wohnungsbaukredite <sup>3)</sup>	71,4	4,1	2,9	0,7	-0,2	-0,1	-0,4
Sonstige Kredite	15,7	2,6	2,2	1,7	1,6	1,4	1,4
<b>Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen</b>	<b>0,9</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>-8,2</b>
<b>Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute</b>	<b>9,3</b>	<b>22,3</b>	<b>14,5</b>	<b>7,6</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,0</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.

net wurde. Das nach wie vor verhaltene Wachstum kurzfristiger Ausleihungen könnte darauf zurückzuführen sein, dass Unternehmen zur Sicherung der niedrigen Langfristzinsen Bankkredite mit kurzer Laufzeit durch langfristige Bankdarlehen ersetzen; insbesondere Großunternehmen könnten Bankkredite auch verstärkt durch die Emission von Wertpapieren am Markt substituieren.

Die Zwölfmonatsrate der Buchkreditvergabe an private Haushalte verringerte sich im August auf -0,2 % nach 0 % im Juli. Auf Monatsbasis wurde jedoch ein deutlicher Zufluss verzeichnet. Der Rückgang der Jahreswachstumsrate der Buchkredite an die privaten Haushalte wurde weiterhin durch die sinkende Zwölfmonatsrate der Wohnungsbaukredite bestimmt, die im August auf -0,4 % fiel (nach -0,1 % im Juli); darin kam in erster Linie das moderate Wachstum der Wohnimmobilienpreise in vielen Ländern des Euroraums zum Ausdruck. Gleichwohl bestätigen die jüngsten Entwicklungen, dass sich der Abwärtstrend der Kreditvergabe an private Haushalte in den letzten Monaten abgeschwächt hat, was mit dem aktuellen Stadium des Konjunkturzyklus im Einklang steht (siehe Kasten 1).

#### Kasten 1

### KREDITVERGABE AN DEN NICHTFINANZIELLEN PRIVATEN SEKTOR IM VERLAUF DES KONJUNKTURZYKLUS IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Das jährliche Wachstum der Bankkredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor ging in den vergangenen Monaten weiter zurück. Teilweise verbergen sich hinter dieser Entwicklung unterschiedliche Tendenzen in den einzelnen Sektoren. Während die Wachstumsraten bei den Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften weiter rückläufig waren, hat sich die Abwärtsbewegung des Kreditwachstums bei den Ausleihungen an private Haushalte in den allerletzten Monaten abgeschwächt. Solche Unterschiede bezüglich der Wendepunkte bei der Kreditentwicklung in den einzelnen Sektoren im Konjunkturverlauf entsprechen den historischen Gesetzmäßigkeiten.<sup>1</sup> Die verfügbaren Informationen deuten darauf hin, dass sich die Wirtschaft im Euroraum zunehmend stabilisiert, und es wird mit einer allmählichen Erholung gerechnet. Daher dürfte es zum gegenwärtigen Zeitpunkt besonders interessant sein, die empirische Evidenz zur Entwicklung der Kreditvergabe in der Vergangenheit zu betrachten. Vor diesem Hintergrund stellt der vorliegende Kasten einige stilisierte Fakten zur konjunkturellen Dynamik des Kreditwachstums nach Sektoren sowie zur Unsicherheit, mit der diese Fakten behaftet sind, vor.

#### Stilisierte Fakten zur konjunkturellen Dynamik des Kreditwachstums

Seit den frühen Achtzigerjahren scheint das Wachstum der realen Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte stark mit dem Wachstum des realen BIP zu korrelieren (siehe Abbildung A). Gleichzeitig existieren sowohl in Bezug auf die jeweiligen Phasen als auch auf die Amplituden klare Unterschiede zwischen den verschiedenen Datenreihen.

Wie die Tabelle zeigt, deutet die Korrelationsanalyse darauf hin, dass die engste Beziehung zwischen dem Wachstum des realen BIP und der Kreditvergabe an private Haushalte – mit einem Korrelationskoeffizienten von 67 % – bei einem durchschnittlichen Vorlauf („lead“) des Kredit-

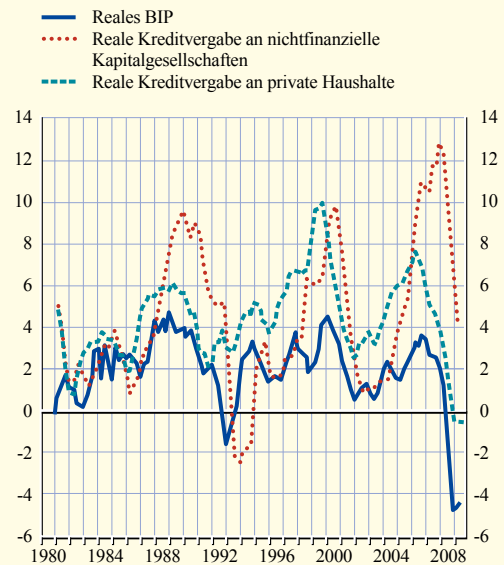
<sup>1</sup> Siehe EZB, Zyklisches Verlaufsmuster der Kreditgewährung an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet, Kasten 6, Monatsbericht Juni 2007.

wachstums von einem Quartal besteht. Bei den Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ist der Zusammenhang bei einer durchschnittlichen Verzögerung („lag“) des Kreditwachstums um drei Quartale – mit einem Korrelationskoeffizienten von 70 % – am stärksten. Diese Verschiebungen gelten auch bei einer genaueren Betrachtung der Wendepunkte. So beträgt der Vorlauf der Kreditvergabe an private Haushalte bei Betrachtung der Gesamtkorrelation ein Quartal und bei Betrachtung des Wendepunkts zwei Quartale. Der Vorlauf der Kreditvergabe an private Haushalte ist in erster Linie auf die Teilkomponente der Wohnungsbaukredite zurückzuführen, während die Konsumentenkredite und sonstigen Kredite an private Haushalte offenbar leicht hinter dem Konjunkturzyklus zurückbleiben.

Die Gesetzmäßigkeiten spiegeln die unterschiedlichen Angebots- und Nachfragefaktoren wider, die sich hinter der Entwicklung der Kredite an private Haushalte und an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verbergen. So könnten die leichten Vorlaufeigenschaften der Kredite an private Haushalte dadurch bedingt sein, dass die rückläufigen Immobilienpreise und Zinsen während eines Wirtschaftsabschwungs in der Regel dazu führen, dass einige private Haushalte wieder Wohnungsbaukredite nachfragen, wenn sich die Erwartung einer wirtschaftlichen Erholung verstärkt. Die Nachlaufeigenschaften der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften hingegen könnten darin begründet sein, dass Unternehmen möglicherweise zunächst ihre internen Finanzierungsmittel ausschöpfen – da sich ihr Cashflow während des Aufschwungs verbessert – bevor sie auf externe Finanzierungsmittel zurückgreifen. Schließlich dürften auch angebotsseitige Faktoren eine Rolle spielen, wie beispielsweise die mögliche Präferenz der Banken, bei einem Wirtschaftsaufschwung zunächst die Kreditvergabe an private Haushalte statt jene an Unternehmen auszuweiten, da Kredite an private Haushalte – und insbesondere Wohnungsbaukredite – besser besichert sind.

**Abbildung A Wachstum der realen Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor und reales BIP-Wachstum**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und Eurostat.  
Anmerkung: Alle Variablen sind mit dem BIP-Deflator deflationiert. Vierteljährliche Daten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2009.

**Stilisierte Fakten zu Krediten an den nichtfinanziellen privaten Sektor im Euro-Währungsgebiet**

Variable	Durchschnittliche Jahreswachstumsrate	Korrelation mit dem realen BIP		Vorlauf/Verzögerung (+/-) des Wendepunkts in Relation zum realen BIP (Quartale)
		Maximale Korrelation (%)	Vorlauf/Verzögerung (+/-) (Quartale)	
Reales BIP	2,0			
Reale Kreditvergabe an private Haushalte	4,5	67	1	2
Reale Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	4,5	70	-3	-3

Quellen: EZB und Eurostat.  
Anmerkung: Die Ergebnisse beziehen sich auf den Zeitraum vom zweiten Quartal 1980 bis zum zweiten Quartal 2009 und basieren auf Jahreswachstumsraten.

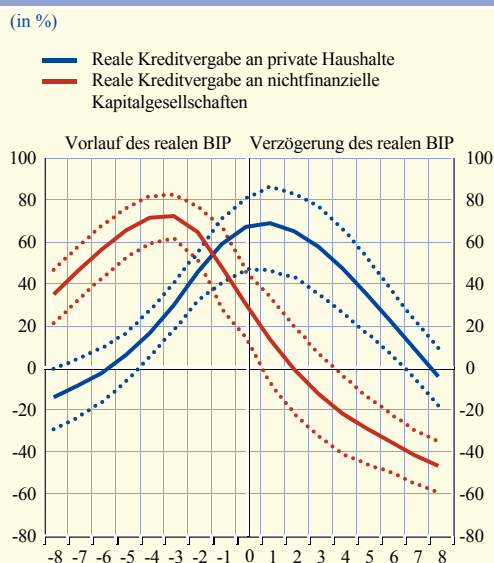
## Unsicherheit im Zusammenhang mit den stilisierten Fakten

Will man die oben vorgestellten Gesetzmäßigkeiten zur Evaluierung einer bestimmten Situation anwenden, ist es wichtig zu wissen, wie häufig und in welchem Maß es zu Abweichungen vom durchschnittlichen Verlauf kommen kann, d. h. mit wie viel Unsicherheit die Gesetzmäßigkeiten behaftet sind. Dazu werden nachfolgend drei Messgrößen vorgestellt: (a) die Konfidenzbänder um die Korrelationskoeffizienten, (b) die rollierenden Korrelationen und (c) die Lead/Lag-Struktur an den Wendepunkten im Zeitverlauf.

Die Konfidenzbänder um die dynamischen Korrelationen in Abbildung B bestätigen, dass die maximale Korrelation zwischen dem realen BIP-Wachstum und dem Wachstum der realen Kreditvergabe an private Haushalte sowie an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften signifikant positiv ist (d. h. bei statistischer Betrachtung signifikant über null liegt).<sup>2</sup> Vergleicht man allerdings den maximalen Korrelationswert mit dem Wert des höheren Konfidenzbands der zeitgleichen Korrelation, so unterscheidet sich die maximale Korrelation zwischen dem realen BIP-Wachstum und dem Wachstum der realen Kreditvergabe an private Haushalte mit einem Quartal Vorlauf statistisch betrachtet nicht von der betreffenden Korrelation im Gleichlauf. Betrachtet man hingegen die maximale Korrelation zwischen dem realen BIP-Wachstum und dem Wachstum der realen Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit einer Verzögerung von drei Quartalen, ist sehr wohl ein statistischer Unterschied zur Korrelation im Gleichlauf erkennbar.<sup>3</sup> Somit kann das Wachstum der realen Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften aus statistischer Sicht durchaus ein nachlaufender Indikator des realen BIP-Wachstums sein, wohingegen sich das Wachstum der realen Kreditvergabe an private Haushalte nicht als entsprechender Vorlaufindikator eignet.

Die rollierenden Korrelationskoeffizienten in Abbildung C deuten darauf hin, dass die Beziehung zwischen dem realen BIP-Wachstum und dem sektoralen Kreditwachstum recht stabil ist; so lag die maximale Korrelation in den einzelnen Zeiträumen seit Anfang der Achtzigerjahre zumeist deutlich über 60%.<sup>4</sup> Der Vorlauf bzw. die Verzögerung des Kreditwachstums, bei dem diese

Abbildung B Korrelationen bei unterschiedlichen Lead/Lag-Verschiebungen: Wachstum der realen Kreditvergabe an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in Relation zum realen BIP-Wachstum



Quellen: EZB und Eurostat.  
Anmerkung: Basierend auf Jahreswachstumsraten vom zweiten Quartal 1981 bis zum zweiten Quartal 2009. Die gepunkteten Linien zeigen die Konfidenzintervalle, berechnet als Korrelationskoeffizient plus/minus Standardfehler (berechnet anhand des Newey-West-Verfahrens zur Ermittlung der optimalen Bandbreite). Siehe auch Fußnote 2 im Text.

2 Die Konfidenzbänder wurden anhand der nichtparametrischen Methode ermittelt, um heteroskedastizitäts- und autokorrelationskonsistente Standardfehler zu erhalten; siehe W. Newey und K. West, Automatic lag selection in covariance matrix estimation, in: Review of Economic Studies, Bd. 61, 1994, S. 631-653.

3 Dies gilt sowohl, wenn als Ober- und Untergrenze des Konfidenzintervalls ein Wert von plus/minus einem Standardfehler angesetzt wird, als auch bei Verwendung eines Werts von plus/minus zwei Standardfehlern.

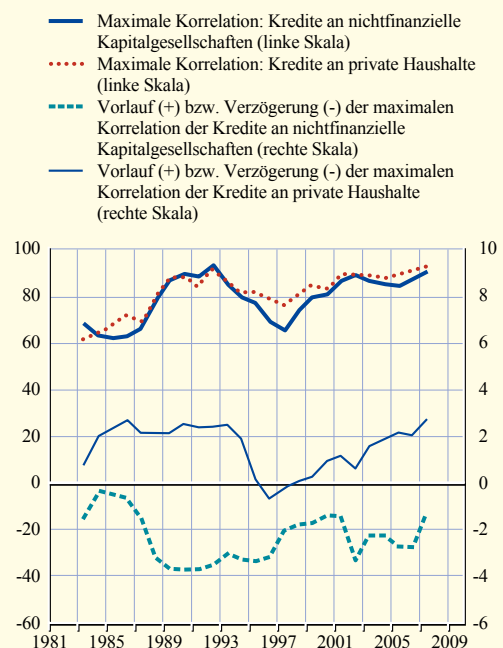
4 Der für die rollierenden Korrelationen angesetzte Zeitraum beträgt drei Jahre; dies entspricht der durchschnittlichen Zyklusdauer der zugrunde gelegten Datenreihen zum Jahreswachstum von einem Höchststand zum nächsten. Zur Veranschaulichung der durchschnittlichen Entwicklung im Zeitverlauf wurden Fünfjahresdurchschnitte verwendet.

maximale Korrelation zu verzeichnen war, dürfte sich jedoch im Verlauf der Zeit stärker verändert haben. In der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre scheint sich das Wachstum der realen Kreditvergabe an private Haushalte in einem engeren zeitlichen Gleichlauf mit dem realen BIP-Wachstum entwickelt zu haben, während es im übrigen Betrachtungszeitraum vorausgelaufen sein dürfte. Das Wachstum der realen Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften hingegen scheint dem realen BIP-Wachstum durchweg mit Verzögerung gefolgt zu sein. Diese Statistiken legen den Schluss nahe, dass die Beziehung zwischen Kreditwachstum und realem BIP-Wachstum zeitweise erheblich vom durchschnittlichen Muster abweichen kann.

Untermuert wird dieses Ergebnis dadurch, dass die Lead/Lag-Beziehung an Wendepunkten im Zeitverlauf variiert (siehe Abbildung D). So wiesen die Wendepunkte im Wachstum der realen Kreditvergabe an private Haushalte in der Regel knapp zwei Quartale Vorlauf gegenüber den entsprechenden Höchst- und Tiefständen des realen BIP-Wachstums auf, wobei jedoch Schwankungen zwischen -1 (d. h. einer Verzögerung von einem Quartal) und +5 (einem Vorlauf von fünf Quartalen) zu verzeichnen waren.<sup>5</sup> Ähnlich folgten die Wendepunkte des Wachstums der realen Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Schnitt mit rund drei Quartalen Verzögerung auf die entsprechenden Höchst- und Tiefstände des realen BIP-Wachstums, die Spannweite aber reichte von -5 bis +3. In beiden Fällen gab es außerdem Wendepunkte im realen BIP-Wachstum, die nicht mit Höchst- bzw. Tiefständen beim Kreditwachstum zusammenhingen (z. B. Ende des vergangenen und Mitte des laufenden Jahrzehnts). Es gibt keine eindeutigen Belege dafür, dass die Schwere wirtschaftlicher Abschwünge bzw. die Stärke entsprechender Aufschwünge mit der Abweichung von der durchschnittlichen Lead/Lag-Struktur bei Wendepunkten zusammenhängt. Betrachtet man die Talsohlen, so wurden die größten Abweichungen Anfang der Neunzigerjahre gemessen, d. h. während der stärksten Rezession, die im Zeitraum von den frühen Achtzigerjahren bis hin zum jüngsten Wirtschaftsabschwung im Euroraum verzeichnet wurde; in dieser Zeit betrug der Vorlauf des Wendepunkts bei der Kreditvergabe an private Haushalte fünf Quartale und die entsprechende Verzögerung der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

**Abbildung C** Rollierende Korrelation: Wachstum der realen Kreditvergabe an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in Relation zum realen BIP-Wachstum

(in %; in Quartalen)



Quellen: EZB und Eurostat.  
Anmerkung: Alle Variablen sind mit dem BIP-Deflator deflationiert. Basierend auf Jahreswachstumsraten vom zweiten Quartal 1981 bis zum zweiten Quartal 2009. Fünfjahresdurchschnitte von Dreijahreszeiträumen.

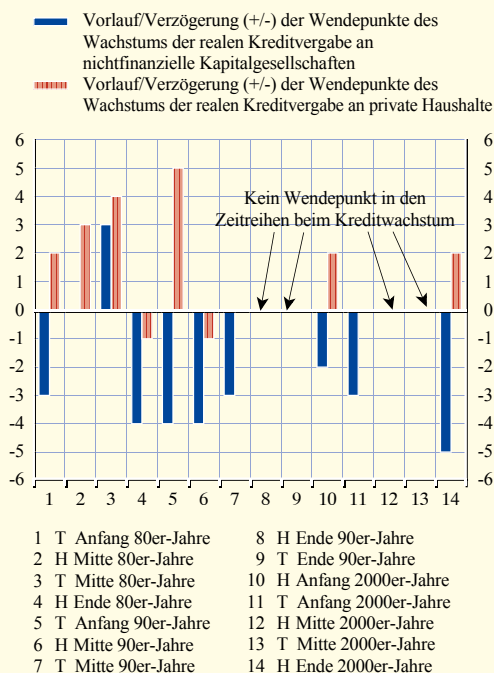
<sup>5</sup> Die Wendepunkte wurden anhand des sogenannten Bry-Boschan-Algorithmus ermittelt; siehe G. Bry und C. Boschan, Cyclical analysis of time series: selected procedures and computer programs, Technical Paper Nr. 20 des NBER, 1971. Dieser Algorithmus wird in der Regel auf Niveauindikatoren angewandt, um klassische Konjunkturphasen wie Expansion und Rezession zu ermitteln. Er liefert aber auch im Hinblick auf Wachstumsraten häufig sinnvolle Ergebnisse. Zu sehr ähnlichen Resultaten kommt man, wenn die Wendepunkte mittels einer einfachen Daumenregel auf Basis von Annahmen bezüglich der Dauer von Aufschwung- und Schwächephasen oder mithilfe eher formaler Modellierungsansätze wie den Markov-Switching-Modellen berechnet werden.

vier Quartale. Dagegen scheint es in den stärksten Aufschwungsphasen, etwa Ende der Achtzigerjahre und Anfang des laufenden Jahrzehnts (als das jährliche reale BIP-Wachstum nahezu 5 % betrug), nicht zu außergewöhnlichen Abweichungen von der üblichen Lead/Lag-Struktur der entsprechenden Höchststände der Kreditvariablen gekommen zu sein.

Insgesamt deuten die durchschnittlichen historischen Gesetzmäßigkeiten darauf hin, dass das jährliche Wachstum der realen Kreditvergabe an private Haushalte einen leichten Vorlauf gegenüber dem realen BIP-Wachstum aufweist, während das Wachstum der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften dem realen BIP-Wachstum deutlich hinterherläuft. Somit würde die Einschätzung einer konjunkturellen Stabilisierung im Euroraum und die Erwartung einer allmählichen Erholung mit der aktuellen Wachstumsmäßigung bei der Kreditvergabe an private Haushalte im Einklang stehen. Gleichzeitig wäre jedoch zu erwarten, dass sich die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bis mindestens Anfang 2010 weiter abschwächt. Allerdings sind diese durchschnittlichen Gesetzmäßigkeiten mit einem Maß an Unsicherheit behaftet, das angesichts der weiterhin angespannten Lage an den Finanzmärkten derzeit besonders hoch ist.

Abbildung D Zusammenhang zwischen Wendepunkten beim Wachstum der realen Kreditvergabe an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und dem realen BIP-Wachstum

(in Quartalen)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Die Wendepunkte basieren auf dem Bry-Boschan-Algorithmus. „H“ steht für „Höchststand“ und „T“ steht für „Tiefststand“.

Bei den übrigen Gegenposten zu M3 beschleunigte sich das Jahreswachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im August auf 3,8 % gegenüber 3,2 % im Vormonat. Insbesondere die längerfristigen Einlagen (d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren und solche mit einer Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten) haben vom steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve profitiert, weshalb ihnen zumindest ein Teil der aus kurzfristigen Termineinlagen abgeflossenen Gelder zugute kam. Überdies erwarb der geldhaltende Sektor im August weiterhin längerfristige Schuldverschreibungen, was darauf schließen lässt, dass die Kreditinstitute in der Lage sind, sich über dieses Instrument langfristig bei den Nichtbanken zu refinanzieren. Neben Renditeüberlegungen, die für die Nutzung dieses Instruments sprechen, dürfte auch ein stimulierender Effekt, der vom Programm des Eurosystems zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen ausgeht, eine Rolle gespielt haben, da die Emission gedeckter Schuldverschreibungen, die in der Regel lange Laufzeiten haben, deutlich zugenommen hat.

Trotz eines relativ umfangreichen monatlichen Zuflusses sank die jährliche Wachstumsrate von Kapital und Rücklagen im August auf 9,5 % (nach 10,1 % im Juli).



Schließlich wurden bei den Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets im August erneut Mittelzuflüsse (im Umfang von 43 Mrd €) verbucht, wodurch sich der jährliche Zufluss auf 165 Mrd € erhöhte (gegenüber 127 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis Juli; siehe Abbildung 6). Damit setzte sich der seit Mai zu beobachtende Trend fort, im Zuge dessen die MFIs ihre Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen außerhalb des Eurogebiets im Vorjahresvergleich stärker reduziert haben als ihre Forderungen gegenüber Gebietsfremden. Bis zu einem gewissen Grad spiegelt dieser Abbau der Forderungen und der Verbindlichkeiten die weltweite Verringerung von Interbankpositionen im grenzüberschreitenden Geschäftsverkehr im Zuge des Fremdkapitalabbaus wider.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die monetären Daten für August auf einen anhaltenden parallel verlaufenden Rückgang der Jahreswachstumsraten von M3 und der Kredite an den privaten Sektor hindeuten; hierin bestätigt sich die Abschwächung der Grunddynamik des Geldmengenwachstums. Die nach wie vor verhaltene Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor zeigt, dass die Geschäfts-, Einkommens- und Wohnungsmarktaussichten weiterhin mit erheblicher Unsicherheit behaftet sind. Diese Unsicherheit wirkt sich nicht nur auf die Nachfrage nach MFI-Krediten, sondern auch auf die Bereitschaft und die Fähigkeit der Banken zur Kreditgewährung aus. Betrachtet man die Daten für August insbesondere in Verbindung mit jenen der beiden Vormonate, so lassen sie auch vermuten, dass der Abbau von Fremdkapital in den MFI-Bilanzen etwas an Dynamik verloren hat, wenngleich die MFIs ihre wechselseitigen Positionen weiter verringerten.

## 2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

*Insgesamt verzeichnete die Emission von Wertpapieren im Juli 2009 ein nachhaltiges Wachstum, das sich allerdings gegenüber der seit November 2008 robusten Zunahme abschwächte. Im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wurde die nach wie vor kräftige Emissionsdynamik im Juli vor allem von der Begebung langfristiger Schuldtitel getragen. Dieser anhaltende Anstieg der Emission von Schuldverschreibungen durch den Unternehmenssektor dürfte bis zu einem gewissen Grad die Substitution von Bankkrediten durch marktbasiertere Fremdfinanzierung widerspiegeln, deren Kosten seit Ende 2008 rascher zurückgegangen sind als die Kreditzinsen der Banken.*

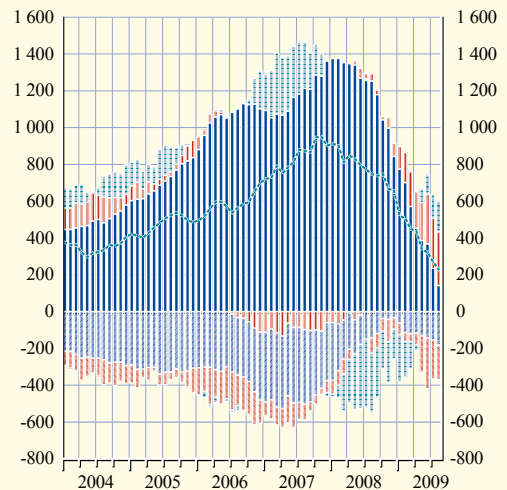
### SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen ging leicht von 11,9 % im Juni auf 11,7 % im Juli 2009 zurück (siehe Tabelle 3), was bestä-

**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.

Tabelle 3 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet

Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €) 2009 Juli	Jahreswachstumsraten <sup>1)</sup>					
		2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2	2009 Juni	2009 Juli
<b>Schuldverschreibungen:</b>	<b>14 061</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>10,6</b>	<b>12,0</b>	<b>11,9</b>	<b>11,7</b>
MFIs	5 447	8,2	5,7	5,9	5,8	4,8	4,2
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	2 153	22,9	23,7	31,1	32,7	30,0	31,0
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	763	4,1	5,0	7,7	10,0	11,4	12,6
Öffentliche Haushalte	5 698	2,4	5,6	9,6	12,1	13,3	13,2
<i>Darunter:</i>							
Zentralstaaten	5 344	2,4	5,7	9,9	12,2	13,6	13,4
Sonstige öffentliche Haushalte	353	3,0	2,9	5,9	9,6	9,7	9,5
<b>Börsennotierte Aktien:</b>	<b>3 815</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>
MFIs	509	2,8	4,9	7,2	8,7	9,8	9,5
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	278	2,6	2,6	3,1	3,4	4,3	4,0
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	3 027	0,0	-0,1	0,0	0,8	1,5	1,6

Quelle: EZB.

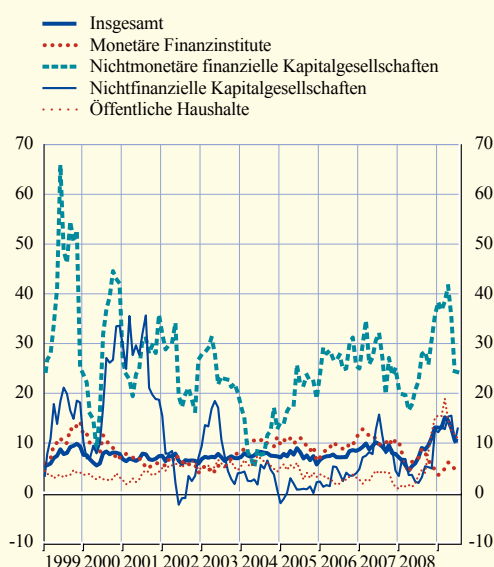
1) Einzelheiten finden sich im „Technischen Hinweis“ zu den Abschnitten 4.3 und 4.4 unter „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.

tigt, dass sich die Zunahme der Emission von Schuldverschreibungen auf hohem Niveau stabilisiert. Diese Entwicklung zeichnet sich auch in der saisonbereinigten annualisierten Sechsmonatsrate der Begebung von Schuldtiteln ab, die eine leichte Mäßigung des in den letzten Monaten anhaltend kräftigen Wachstums der insgesamt emittierten Schuldverschreibungen signalisiert (siehe Abbildung 7). Dieses Gesamtbild verdeckt jedoch gewisse Unterschiede bei den verschiedenen Laufzeiten und Emittenten.

Was die Laufzeiten angeht, so setzte sich der rasche Rückgang der jährlichen Wachstumsrate der Begebung kurzfristiger Schuldverschreibungen von ihrem allerdings immer noch hohen Niveau fort; der entsprechende Wert sank von 19,9 % im Vormonat auf 18,7 % im Juli. Gleichzeitig blieb der Zuwachs bei der Emission langfristiger Schuldtitel mit 10,8 % kräftig und weitgehend unverändert. Die Begebung längerfristiger Schuldverschreibungen lässt sich weiter in Titel mit variablen und solchen mit festen Zinssätzen aufgliedern. In den letzten Monaten bevorzugten die Emittenten eindeutig langfristige Schuldverschreibungen mit festen Zinssätzen, die rund 70 % des Umlaufs an langfristigen Papieren ausmachten. Die Jahreswachstumsrate der Emission festverzinslicher langfristiger Schuldverschreibungen stieg deutlich von 5,4 % zu Jahresbeginn auf 10,3 % im Juli 2009 an. Zugleich verringerte sich die jährliche Zuwachsrate variabel verzinslicher langfristiger Titel weiter auf 12,5 %.

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

(auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

Aus den Angaben zur Emissionstätigkeit in den einzelnen Sektoren geht hervor, dass die jährliche Zuwachsrates der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen im Berichtsmonat 12,6 % erreichte. Dabei handelte es sich um die höchste Wachstumsrate seit Juni 2003. Der monatliche Nettoabsatz dieser Unternehmen deutet darauf hin, dass sich deren Schwierigkeiten bei der Beschaffung kurzfristiger Finanzierungsmittel bis Juli 2009 fortsetzten. Daher wurde die kräftige Dynamik bei der Begebung von Unternehmensschuldverschreibungen vor allem von langfristigen Titeln getragen.

Der steigende Nettoabsatz langfristiger Papiere verweist zusammen mit den zur Jahreswende 2008/2009 erreichten Rekordvolumina auf ein neu erwachtes Interesse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften am europäischen Markt für Unternehmensschuldverschreibungen. Als Anreiz zur Emission von Industrieobligationen könnten zwei Faktoren eine bedeutende Rolle gespielt haben. Erstens sind die Zinsaufschläge in den letzten Monaten rasch zurückgegangen. Dadurch haben sich die Finanzierungskosten von Schuldtiteln erheblich verringert, und die Unternehmen konnten sich relativ günstige Finanzierungsmittel beschaffen. Seit Ende 2008 sind die Kosten für marktbasiertere Fremdfinanzierung stärker gesunken als die Kosten der Finanzierung über Bankkredite. So gingen zum Beispiel die realen Kosten marktbasierter Fremdfinanzierung viel schneller zurück als die MFI-Kreditzinsen. Zweitens könnte die rege Emission von Schuldverschreibungen auch die geringere Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln widerspiegeln, die sich aus der Verschärfung der Kreditkonditionen der Banken ergibt (siehe hierzu Kasten 2, der die Ergebnisse einer aktuellen Umfrage über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln darstellt). Seit November 2008 hat die zunehmende Begebung von Unternehmensschuldverschreibungen einen allmählichen Umbau der Laufzeitenstruktur bewirkt, wobei nichtfinanzielle Unternehmen verstärkt auf längerfristige Finanzierungen zurückgreifen. Im November 2008 wiesen noch 17 % der von nichtfinanziellen Unternehmen gehaltenen ausstehenden marktbasiertere Schuldtitel eine kurze Laufzeit auf. Im Juli 2009 war dieser Anteil auf 11 % gesunken.

Im Finanzsektor ließ die Jahreswachstumsrate der von monetären Finanzinstituten begebenen Schuldverschreibungen von 4,8 % im Juni weiter auf 4,2 % im Juli nach. Hauptursache dieser Verlangsamung war ein rascher Rückgang der jährlichen Zuwachsrates der Emission kurzfristiger Schuldtitel von 4,5 % im Juni auf 1,8 % im Juli. Doch auch bei den langfristigen Schuldverschreibungen war im Juli eine weitere leichte Wachstumsabschwächung zu beobachten; hier ging die jährliche Wachstumsrate der Emission gegenüber dem Vormonat um 0,2 Prozentpunkte auf 4,6 % zurück.

Dagegen zog die Jahreswachstumsrate der Emission von Schuldverschreibungen durch nichtmonetäre Finanzinstitute im Juli 2009 geringfügig auf 31 % an und lag damit 1 Prozentpunkt über dem Stand vom Juni. Diese Entwicklung wird durch eine Stabilisierung der saisonbereinigten annualisierten Sechsmonatsrate im Juli 2009 bestätigt, die zuvor mehrere Monate lang stark rückläufig gewesen war. Wie bei den anderen Emittentengruppen konzentrierte sich die Emissionsaktivität der nichtmonetären Finanzinstitute weiterhin auf Titel mit längeren Laufzeiten.

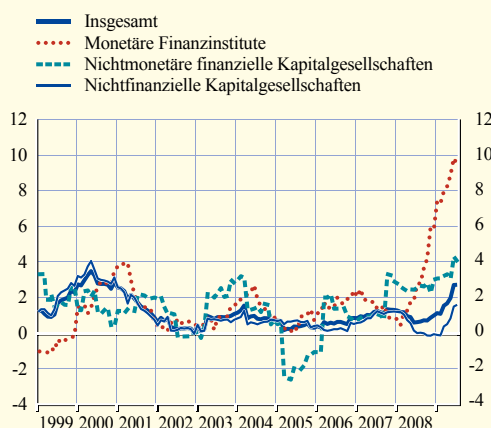
Die jährliche Zuwachsrates der von öffentlichen Haushalten emittierten Schuldverschreibungen schließlich blieb im Berichtsmonat auf hohem Niveau und war mit 13,2 % weitgehend unverändert gegenüber dem Vormonat. Eine starke Beschleunigung des jährlichen Wachstums der Begebung kurzfristiger Schuldverschreibungen wurde durch eine Verlangsamung bei länger laufenden Papieren mehr als ausgeglichen. Die sehr dynamische Emission staatlicher Schuldtitel spiegelt den nach wie vor enormen Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors im Euroraum wider.

## BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien blieb im Juli 2009 unverändert bei 2,7 % (siehe Abbildung 8). Die Zwölfmonatsrate der von MFIs begebenen Aktien war mit 9,5 % nach wie vor hoch, was auf die anhaltenden Bemühungen vieler Banken im Euroraum zurückzuführen ist, ihre Bilanzen durch eine Stärkung der Eigenkapitalbasis zu verbessern. Darüber hinaus ist bemerkenswert, dass die jährliche Zuwachsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen börsennotierten Aktien im Juli 2009 weiter auf 1,6 % anstieg, was möglicherweise durch die positive Aktienmarktentwicklung der vergangenen Monate begünstigt wurde.

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.

## 2.3 GELDMARKTSÄTZE

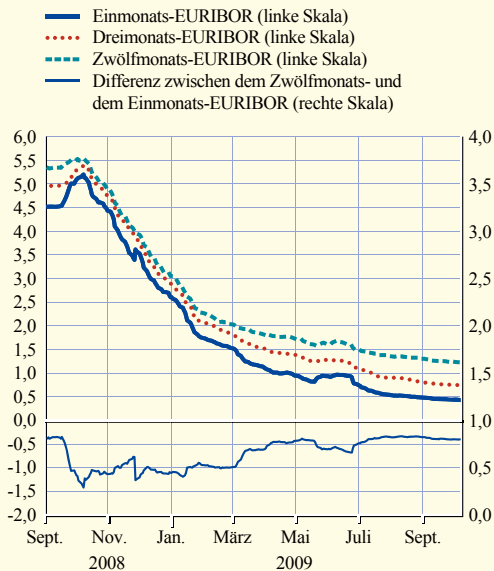
Während die Zinsen am unbesicherten Geldmarkt im September und Anfang Oktober 2009 nachgaben, wurde bei den besicherten Zinssätzen ein leichter Anstieg verzeichnet. Folglich verringerte sich der Abstand zwischen den Sätzen am unbesicherten und am besicherten Geldmarkt bei dreimonatiger Laufzeit in diesem Zeitraum ebenfalls leicht. Das Eurosystem stellte dem Finanzsystem im September erneut reichlich Liquidität zur Verfügung. Dabei kamen bei den Haupt- und den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften mit Laufzeiten von bis zu einem Jahr Mengentender mit vollständiger Zuteilung zum Einsatz. Der Zuteilungsbetrag im zweiten Refinanzierungsgeschäft mit einjähriger Laufzeit am 30. September war deutlich niedriger als die Summe, die im Rahmen des ersten Geschäfts im Juni zugeteilt worden war. Darüber hinaus führte das Eurosystem im Rahmen des am 6. Juli 2009 initiierten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen weiterhin entsprechende endgültige Käufe durch.

Die Zinsen am unbesicherten Geldmarkt gingen im September und Anfang Oktober 2009 weiter zurück, wenngleich sich das Tempo gegenüber den Vormonaten verringerte. Die EURIBOR-Zinssätze für Einmonats-, Dreimonats-, Sechsmonats- und Zwölfmonatsgeld lagen am 7. Oktober bei 0,43 %, 0,74 %, 1,01 % bzw. 1,23 %. Im Vergleich zu dem am 2. September verzeichneten Niveau gab der Einmonats-EURIBOR um 5 Basispunkte nach, während der Rückgang bei den Laufzeiten im Drei- bis Zwölfmonatsbereich 7 Basispunkte betrug. Die Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR – eine Messgröße für den Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt – verkleinerte sich somit geringfügig und belief sich am 7. Oktober auf 79 Basispunkte, verglichen mit 82 Basispunkten am 2. September (siehe Abbildung 9).

Die aus dem EONIA-Swap-Index abgeleiteten besicherten Geldmarktsätze erhöhten sich im September leicht und trugen so dazu bei, dass sich der Abstand zwischen den unbesicherten und den besicherten Zinssätzen verringerte. Im Dreimonatsbereich lag diese Differenz am 7. Oktober bei 27 Basispunkten und folglich 14 Basispunkte unter dem Stand vom 2. September.

Abbildung 9 Geldmarktsätze

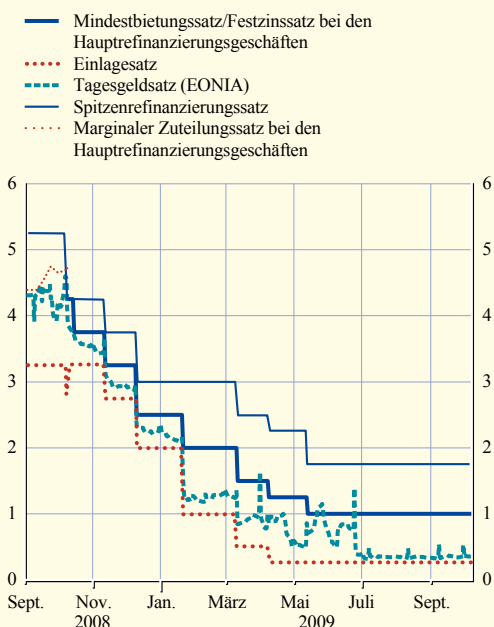
(in % p. a.; Differenz in Prozentpunkten; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 10 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p. a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

Die aus den Preisen für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2009, März 2010 und Juni 2010 abgeleiteten Zinssätze beliefen sich am 7. Oktober auf 0,785 %, 0,965 % bzw. 1,225 % und lagen damit 8, 9 bzw. 15 Basispunkte unter ihrem Stand vom 2. September.

Der EONIA hielt sich im September und Anfang Oktober weitgehend stabil rund 10 Basispunkte über dem Zinssatz von 0,25 % für die Einlagefazilität – außer am 8. und am 30. September, als er auf 0,54 % bzw. 0,53 % anstieg (siehe Abbildung 10). Der 8. September war der letzte Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode; an diesem Tag wickelte das Eurosystem eine liquiditätsabsorbierende Feinststeuerungsoperation in Höhe von 195,1 Mrd € mittels eines Zinstenders mit einem Höchstbietungssatz von 1,00 %, einem marginalen Zuteilungssatz von 0,80 % und einem gewichteten Durchschnittssatz von 0,73 % ab. Am 30. September erhöhte sich der EONIA hauptsächlich aufgrund des Kalendereffekts am Quartalsende auf 0,53 %. Dieser Anstieg kehrte sich jedoch am darauffolgenden Tag wieder um, sodass der EONIA am 7. Oktober bei 0,34 % lag.

Das Volumen der ausstehenden Offenmarktgeschäfte, welches aufgrund der aktuellen Liquiditätssteuerung des Eurosystems derzeit ausschließlich vom Bietungsverhalten der Geschäftspartner bestimmt wird, ging bis zum 30. September, also dem Tag, an dem das zweite längerfristige Refinanzierungsgeschäft mit einjähriger Laufzeit durchgeführt wurde, zurück. Am 1. Oktober belief sich der Umfang der auf Euro lautenden ausstehenden Refinanzierungsgeschäfte auf 742,7 Mrd € und lag damit deutlich unter dem Rekordhoch von 896,5 Mrd € am 25. Juni, das sich im Gefolge des am Vortag abgewickelten ersten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts mit einer Laufzeit von zwölf Monaten im Volumen von 442,5 Mrd € ergeben hatte. Seitdem hat sich die Laufzeitenstruktur merklich verlängert, wobei die Liquiditätsbereitstellung nur noch zu rund 10 % über die Hauptrefinanzierungsgeschäfte erfolgt.

In den am 1., 8., 15., 22. und 29. September getätigten Hauptrefinanzierungsgeschäften teilte

die EZB 72,1 Mrd €, 93,3 Mrd €, 87,8 Mrd €, 85,0 Mrd € bzw. 66,8 Mrd € zu. Was die längerfristigen Geschäfte betrifft, so führte die EZB im September 2009 drei zusätzliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von einem, drei bzw. sechs Monaten sowie das zweite der drei im Mai angekündigten Refinanzierungsgeschäfte mit einjähriger Laufzeit durch. Bei dem Geschäft mit einmonatiger Laufzeit teilte die EZB am 8. September 10,6 Mrd € zu; in den Geschäften mit drei- bzw. sechsmonatiger Laufzeit, die am 9. September getätigt wurden, waren es 3,2 Mrd € bzw. 3,7 Mrd €. Im zweiten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft mit zwölfmonatiger Laufzeit, das am 30. September abgewickelt wurde, belief sich die zugeteilte Summe auf 75,2 Mrd € und fiel somit niedriger aus, als die Marktteilnehmer erwartet hatten.

Im Einklang mit den sinkenden Zuteilungsbeträgen bei den Offenmarktgeschäften ging auch der Liquiditätsüberschuss an den Geldmärkten im Euroraum im Verlauf des Monats allmählich zurück. Dies spiegelte sich in der tagesdurchschnittlichen Nutzung der Einlagefazilität wider, die sich von 136,7 Mrd € in der am 8. September endenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode auf 105,8 Mrd € in der am 7. Oktober endenden Reserveperiode verringerte.

Zudem stellte das Eurosystem 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 2., 9., 16., 23. und 30. September Geschäfte mit unterschiedlichen Laufzeiten durchgeführt. Die EZB ermöglichte den Geschäftspartnern des Eurosystems darüber hinaus nach wie vor die Refinanzierung in Schweizer Franken über Devisenswapgeschäfte. Am 24. September beschloss der EZB-Rat im Einvernehmen mit der Federal Reserve, die liquiditätszuführenden Geschäfte in US-Dollar mit einer Laufzeit von sieben Tagen bis Januar 2010 fortzusetzen. Alle anderen liquiditätszuführenden Geschäfte in US-Dollar wurden eingestellt. Am selben Tag entschied der EZB-Rat, seine Swap-Vereinbarung mit der Schweizerischen Nationalbank zu verlängern und die einwöchigen liquiditätszuführenden Geschäfte in Schweizer Franken ebenfalls bis Januar 2010 fortzuführen.

Schließlich führte das Eurosystem im Rahmen seines Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen, das am 6. Juli auf den Weg gebracht wurde, weiterhin entsprechende Käufe durch. Der Gesamtwert der vom 6. Juli bis zum 7. Oktober erworbenen Papiere belief sich auf rund 17 Mrd €, verglichen mit einem angekündigten Gesamtvolumen von 60 Mrd €.

## 2.4 ANLEIHEMÄRKTE

*Die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet gaben im September und Anfang Oktober trotz des anhaltenden Höhenflugs der Preise risikoreicher Anlagen leicht nach. Innerhalb des Euroraums blieben die Renditeabstände der Staatsanleihen aufgrund niedriger Liquiditätsprämien und eines geringen wahrgenommenen Kreditrisikos weitgehend unverändert. Hierin wie auch in der weiteren Einengung der Renditeabstände von Unternehmens- zu Staatsanleihen scheint sich teilweise eine Aufhellung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten widerzuspiegeln. Das niedrige Niveau der Geldmarktsätze hat jedoch anscheinend viele Marktteilnehmer zu einer Erhöhung der Risikoposition ihrer Anleiheportfolios veranlasst. Die implizite Volatilität an den Anleihemärkten veränderte sich im Euroraum kaum, schwächte sich in den Vereinigten Staaten allerdings leicht ab.*

Am 7. Oktober rentierten zehnjährige Staatsanleihen im Euroraum bei 3,5 % und in den USA bei 3,2 %. Sie lagen damit 7 bzw. 22 Basispunkte unter ihrem Stand von Ende August (siehe Abbildung 11). Die Differenz zwischen den Nominalzinsen zehnjähriger Staatsanleihen der Vereinigten

Staaten und des Euroraums belief sich daher auf rund -28 Basispunkte. In Japan gingen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ebenfalls zurück und lagen am 7. Oktober bei 1,3 %. Die Unsicherheit am Markt bezüglich der kurzfristigen Entwicklung der Anleiherenditen blieb im Eurogebiet gemessen an der aus Optionen abgeleiteten impliziten Volatilität weitgehend unverändert und verringerte sich in den Vereinigten Staaten leicht auf den vor der Insolvenz von Lehman Brothers beobachteten Stand.

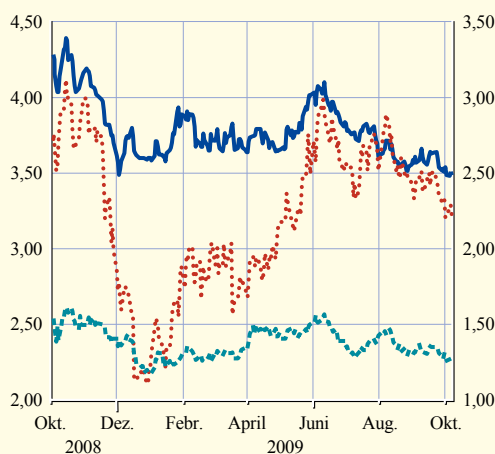
Anfang Oktober befanden sich die Renditeabstände von Staatsanleihen des Eurogebiets gegenüber zehnjährigen deutschen Staatsanleihen in der Nähe ihres Stands von Ende August. Wenngleich diese Renditeabstände im September für alle Länder zurückgingen, vergrößerten sie sich in den letzten Tagen des Berichtszeitraums wieder geringfügig. Das Niveau der Renditeabstände von Staatsanleihen des Euroraums dürfte nicht nur auf die sich in den letzten Monaten abschwächenden Unterschiede zwischen den Liquiditätsprämien zurückzuführen sein, sondern auch auf das niedrige Kreditrisiko der Staatsanleihen, das sich näherungsweise an den CDS-Prämien ablesen lässt. Die insgesamt vergleichsweise verhaltene Entwicklung der langfristigen Zinssätze könnte zudem teilweise der starken Nachfrage nach Staatsanleihen seitens der Banken geschuldet sein. Das niedrige Niveau der Geldmarktsätze dürfte viele Marktteilnehmer dazu veranlasst haben, die Risikoposition ihrer Anleiheportfolios zu erhöhen.

Die Renditen fünfjähriger inflationsindexierter Staatsanleihen des Eurogebiets verringerten sich um 21 Basispunkte auf 0,7 % am 7. Oktober, während die zehnjährigen realen Renditen um 16 Basispunkte auf 1,3 % nachgaben (siehe Abbildung 12). Die realen fünfjährigen Terminzinsen in fünf Jahren gingen um 11 Basispunkte auf 1,9 % zurück. Die jüngste Entwicklung an den Staatsanleihemärkten des Euroraums – insbesondere die Rückkehr der Liquiditätsprämien auf den vor der Insolvenz von Lehman Brothers beobachteten Stand – deutet auf eine weitere Normalisierung der Preisbildung bei inflationsindexierten Instrumenten hin.

**Abbildung 11 Renditen langfristiger Staatsanleihen**

(in % p. a.; Tageswerte)

- Euro-Währungsgebiet (linke Skala)
- Vereinigte Staaten (linke Skala)
- Japan (rechte Skala)

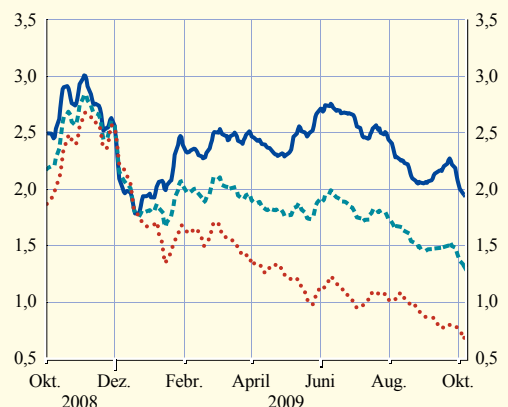


Quellen: Bloomberg und Reuters.  
Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegende Restlaufzeit.

**Abbildung 12 Nullkuponrenditen inflationsindexierter Anleihen im Euro-Währungsgebiet**

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

- Fünfjähriger Terminzins inflationsindexierter Anleihen in fünf Jahren
- Fünfjähriger Kassazins inflationsindexierter Anleihen
- Zehnjähriger Kassazins inflationsindexierter Anleihen



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

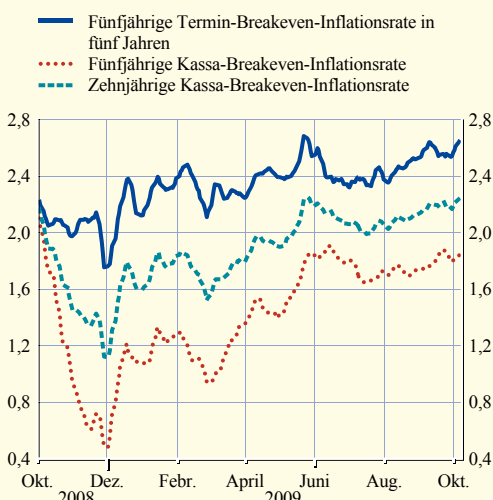
Marktbasierten Messgrößen zufolge bleiben die langfristigen Inflationserwartungen im Eurogebiet fest verankert. Am 7. Oktober lagen die fünf- und die zehnjährigen Kassa-Breakeven-Inflationsraten mit 1,8 % bzw. 2,2 % leicht über ihrem Niveau von Ende August. Die implizite fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren erhöhte sich um 4 Basispunkte auf 2,6 % (siehe Abbildung 13).

Die Terminzinsstruktur im Euroraum veranschaulicht, wie sich die Gesamtentwicklung der langfristigen Anleiherenditen in Veränderungen der Zinserwartungen (und der betreffenden Risikoprämien) für unterschiedliche Laufzeithorizonte zerlegen lässt (siehe Abbildung 14). Die auf der Grundlage der Zinsstruktur von Staatsanleihen ermittelte implizite Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Eurogebiet nahm Anfang Oktober gegenüber Ende August einen steileren Verlauf an. Grund hierfür ist in erster Linie eine Abwärtskorrektur der Zinserwartungen im mittleren Laufzeitenbereich der Terminzinsstrukturkurve.

Die Zinsaufschläge von Unternehmensanleihen im Euroraum gingen gegenüber ihrem Stand von Ende August weiter zurück, und zwar besonders stark bei Investment-Grade-Anleihen des Finanzsektors mit niedriger Bonität und Non-Investment-Grade-Anleihen. In der höchsten Ratingklasse blieben die Zinsaufschläge auf einem Niveau, das den Anfang 2008 beobachteten Werten entsprach, während sie bei Hochzinsanleihen auf den vor der Insolvenz von Lehman Brothers verzeichneten Stand zurückkehrten. Wie bei den Aktienkursen deutet die fortgesetzte Einengung der Renditeabstände von Unternehmens- zu Staatsanleihen in einem Umfeld außergewöhnlich niedriger Kurzfristzinsen auf eine weitere Zunahme des Anlegervertrauens und der Risikoneigung hin.

Abbildung 13 Nullkupon-Breakeven-Inflationsraten im Euro-Währungsgebiet

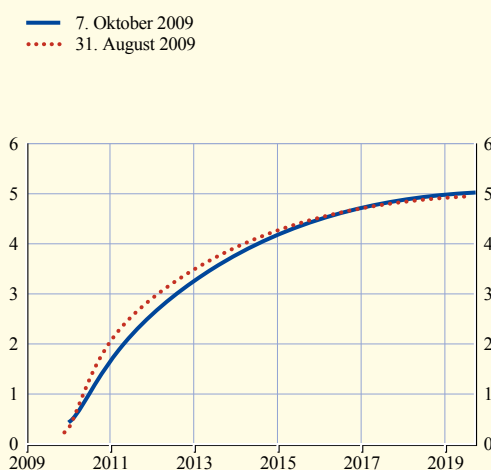
(in % p. a.; gleitender Fünftagesdurchschnitt der Tageswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

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.



## 2.5 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

Die meisten MFI-Zinssätze für neue Kredite und Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gaben im August 2009 erneut nach, wobei die kurzfristigen Zinssätze für Konsumentenkredite eine bemerkenswerte Ausnahme bildeten. Der seit November 2008 beobachtete Abwärtstrend der MFI-Zinsen steht mit der Rücknahme der EZB-Leitzinsen und der Abnahme der Geldmarktsätze und Anleihenrenditen in diesem Zeitraum im Einklang. Der Umfang der Zinsweitergabe, der sich hierin widerspiegelt, entspricht weitgehend den Erfahrungswerten der Vergangenheit.

Im August 2009 lagen die kurzfristigen MFI-Zinssätze für Kredite und Einlagen im Neugeschäft größtenteils unter ihrem Vormonatsstand, worin das beständige – jedoch noch nicht abgeschlossene – Durchwirken der seit November 2008 erheblich gesunkenen Geldmarktsätze auf diese Zinsen zum Ausdruck kam (siehe Abbildung 15).

Die durchschnittlichen MFI-Zinsen für kleine kurzfristige Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gaben im August um 15 Basispunkte nach, während die Zinssätze für große kurzfristige Kredite an diese Unternehmen im Durchschnitt um 6 Basispunkte zurückgingen. Die Durchschnittssätze für Überziehungskredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verringerten sich um 10 Basispunkte. Gleichzeitig erhöhten sich die Durchschnittssätze für kurzfristige Konsumentenkredite an private Haushalte im August den zweiten Monat in Folge, und zwar um weitere 28 Basispunkte, während die durchschnittlichen Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte leicht nachgaben. Lässt man die Volatilität der Zinsen für kurzfristige Konsumentenkredite außer Acht, so könnte dies vor dem Hintergrund der sich verschlechternden Lage am Arbeitsmarkt und der Unsicherheit bezüglich der künftigen Einkommenssituation auf eine Erhöhung der Kreditrisikoprämien hindeuten.

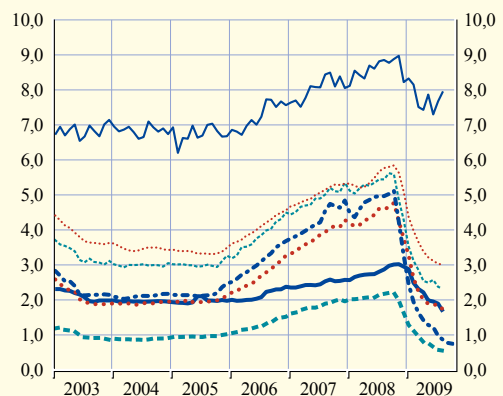
Der im August 2009 beobachtete Rückgang der kurzfristigen Kreditzinsen spiegelte eine weitgehend ähnliche Entwicklung der entsprechenden Geldmarktsätze wider. So verringerte sich der Dreimonats-EURIBOR um weitere 11 Basispunkte. Der Abstand zwischen den kurzfristigen MFI-Zinsen und den kurzfristigen Geldmarktsätzen blieb dementsprechend zwar weitgehend unverändert, dürfte sich im Zuge einer Weitergabe der Marktziinsänderungen jedoch verringern (siehe Abbildung 16).

Längerfristig betrachtet gaben die Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit variabler Verzinsung oder einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr im Zeitraum von Oktober 2008 bis August 2009 um 284 Basispunkte nach. Die entsprechenden Zinsen für kleine und große Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gingen um 310 bzw. 327 Basispunkte zurück.

Abbildung 15 Kurzfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Geldmarktsatz

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

- Einlagen privater Haushalte mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten
- ... Einlagen privater Haushalte mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr
- - - Täglich fällige Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften
- Konsumentenkredite an private Haushalte mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr
- ... Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr
- - - Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio € mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr
- ... Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld

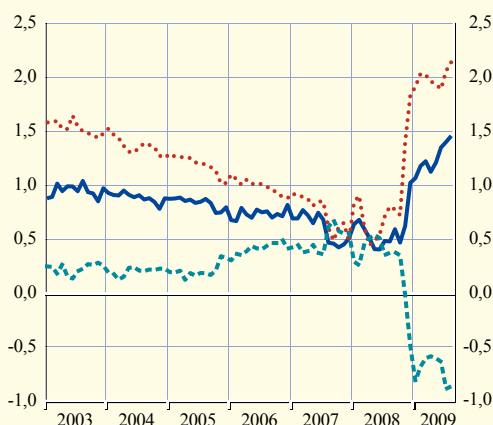


Quelle: EZB.

**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
- ..... Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr
- - - - Einlagen privater Haushalte mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr



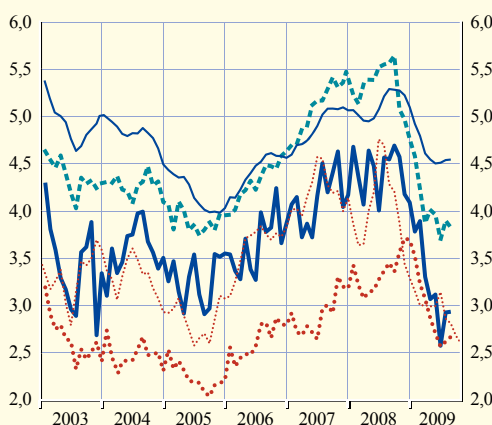
Quelle: EZB.

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)

- 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
- Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren und bis zu 10 Jahren
- ..... Rendite fünfjähriger Staatsanleihen



Quelle: EZB.

Dem stand eine Abnahme des Dreimonats-EURIBOR um 425 Basispunkte gegenüber. Aufgrund von Sorgen bezüglich der Aussichten für die Bilanzen der Kreditnehmer und der Unsicherheit im Zusammenhang mit ihrem Einkommen sowie ihrer Schuldendienstfähigkeit erhöhen sich die Kreditrisikoprämien. In diesem Umfeld scheinen sich die Kredit- und Einlagenzinsen im Kundengeschäft mit einer gewissen Verzögerung an die Leitzinssenkungen angepasst zu haben, die weitgehend mit den Erfahrungen der Vergangenheit im Einklang steht.

Im August verringerten sich alle langfristigen Kreditzinsen, sowohl für private Haushalte als auch für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. So sanken die Zinsen für kleine und große Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften um 9 bzw. 7 Basispunkte. Die Rendite fünfjähriger Staatsanleihen gab demgegenüber um 5 Prozentpunkte nach.

Legt man einen längeren Betrachtungszeitraum zugrunde, so belief sich die von August 2008 bis August 2009 bei den langfristigen MFI-Zinsen für Kredite an private Haushalte verzeichnete Abnahme auf rund die Hälfte des Rückgangs der Staatsanleiherenditen, der im gleichen Zeitraum 160 Basispunkte betrug. Die Zinssätze für kleine langfristige Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sanken von August 2008 bis August 2009 um 126 Basispunkte. Zwar dürfte diese Entwicklung in erster Linie auf die normalerweise verzögerte Anpassung der Bankzinsen im Kundengeschäft an Veränderungen der Marktzinsen zurückzuführen sein, sie könnte jedoch auch auf eine Erhöhung der Kreditrisikoprämien hindeuten. Die MFI-Zinssätze für großvolumige langfristige

Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verringerten sich hingegen von August 2008 bis August 2009 mit 174 Basispunkten erheblich.

Die Ertragslage der Banken im Euroraum hängt unter anderem von der Differenz zwischen Kredit- und Einlagenzinsen bei den Beständen sowie im Neugeschäft ab. Beide Größen blieben von Februar bis August 2009 weitgehend unverändert. Dies ist in der Regel ein Beleg dafür, dass die Banken ihre Kredit- und Einlagenzinsen in einem weitgehend ähnlichen Umfang an die jüngsten Leitzinssenkungen angepasst haben.

## 2.6 AKTIENMÄRKTE

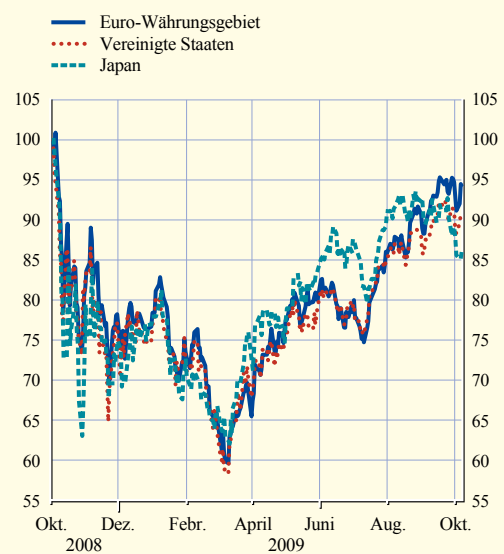
*Im September und Anfang Oktober zogen die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet und in den USA – insbesondere die Notierungen des nichtfinanziellen Sektors – zumeist weiter an. Die implizite Aktienkursvolatilität blieb indessen weitgehend unverändert. Das für den nichtfinanziellen Sektor im Eurogebiet in zwölf Monaten erwartete Gewinnwachstum pro Aktie erhöhte sich deutlich und kehrte sich erstmals seit November 2008 ins Positive. Alles in allem scheint in diesen Entwicklungen eine optimistischere Einschätzung der Wachstumsaussichten seitens der Marktteilnehmer zum Ausdruck zu kommen. Unbeschadet dieser allgemein positiven Signale ist nicht auszuschließen, dass die Nachfrage nach risikoreichen Anlageformen von der Liquiditätslage an den Finanzmärkten angeregt wurde.*

Von Ende August bis zum 7. Oktober setzte sich der seit März zu verzeichnende Höhenflug der Aktienkurse im Euroraum und in den USA weitgehend fort, obwohl es in der letzten Septemberwoche zu einer Korrektur kam. Die Notierungen im Euro-Währungsgebiet (gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index) und die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten (gemessen am Standard-&-Poor's-500-Index) legten von Ende August bis zum 7. Oktober jeweils um 4 % zu (siehe Abbildung 18). In Japan wiesen die Aktienkurse gemessen am Nikkei 225 im selben Zeitraum ein Minus von 7 % auf. Zwar waren die Kursgewinne der vergangenen Monate bei Finanztiteln am stärksten ausgeprägt, aber auch im nichtfinanziellen Sektor waren im Berichtszeitraum erhebliche Kurssteigerungen zu vermelden. An der aus Optionen abgeleiteten impliziten Volatilität lässt sich ablesen, dass die Unsicherheit über die kurzfristige Aktienmarktentwicklung im Eurogebiet, in den Vereinigten Staaten und in Japan nahezu unverändert blieb (siehe Abbildung 19). Wenngleich diese Unsicherheit zuletzt wieder den vor der Verschärfung der Finanzkrise im September 2008 verzeichneten Werten entsprach, war sie nach wie vor beträchtlich höher als vor Beginn der Spannungen an den Kreditmärkten Mitte 2007.

Die Entwicklung an den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet spiegelte offenbar die optimisti-

Abbildung 18 Aktienindizes

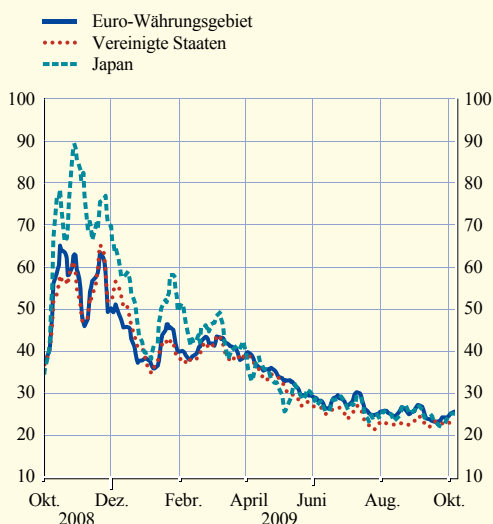
(Index: 1. Oktober 2008 = 100; Tageswerte)



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.

der verbrauchernahen Dienstleistungen und in der Grundstoffbranche ein starker Rückgang um 17,7 % bzw. 11,6 % verbucht. Für den auf Jahresfrist erwarteten Gewinn pro Aktie wird eine Verbesserung um 11,5 % (verglichen mit 5,6 % im August) prognostiziert. Der deutliche Anstieg des erwarteten Gewinnwachstums ist hauptsächlich auf die verbesserten Perspektiven für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (für sie erhöhte sich das erwartete Gewinnwachstum auf 6,4 % nach -0,7 % im Vormonat), insbesondere im Bereich der verbrauchernahen Dienstleistungen sowie der Industrie- und Konsumgüter, zurückzuführen. Dabei ist anzumerken, dass sich das für den nichtfinanziellen Sektor erwartete Gewinnwachstum pro Aktie im September erstmals seit November 2008 ins Positive kehrte. Im Finanzsektor wird für die kommenden zwölf Monate mit einer Steigerung um 24,7 % gerechnet (nach 22,1 % im August). Das Kurs-Gewinn-Verhältnis im Euroraum legte im September insbesondere im Finanzsektor weiter zu und stieg erstmals seit Juli 2007 über seinen historischen Durchschnittswert.

Unbeschadet der positiven Anzeichen, die aus den jüngsten Datenveröffentlichungen und Gewinnerwartungen hervorgehen, ist nicht auszuschließen, dass der anhaltende Höhenflug der Kurse risikoreicher Anlagen bis zu einem gewissen Grad durch die Liquiditätslage an den Finanzmärkten ange regt wurde. Das niedrige Niveau der Geldmarktzinsen könnte einige Anleger dazu veranlasst haben, einen größeren Teil ihrer Mittel in risikoreichere Anlageformen zu investieren.

scheren Konjunkturaussichten wider. Eine Reihe makroökonomischer Daten fiel nach allgemeiner Einschätzung der Marktteilnehmer sogar positiver aus als zuvor angenommen. Darüber hinaus wirkten sich die anhaltende Zunahme des Anlegervertrauens sowie die weiter abnehmende Risikoscheu nach wie vor günstig auf die Aktienkurse in allen Sektoren aus. Im September waren insbesondere auch bei den Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften deutliche Gewinne zu verzeichnen. Im Euroraum wurden im Gesundheitswesen und in der Industrie die höchsten Kursgewinne gemeldet (jeweils 6 %).

Während das tatsächliche Gewinnwachstum börsennotierter Unternehmen im Eurogebiet im September gedämpft blieb, verzeichnete das erwartete Gewinnwachstum einen Anstieg, was in erster Linie deutlich besseren Perspektiven für den nichtfinanziellen Sektor zuzuschreiben war. Das tatsächliche monatliche Gewinnwachstum pro Aktie der im Dow Jones Euro STOXX vertretenen Unternehmen lag im September bei -3,7 % (nach -3,9 % im August). Bei den Unternehmen des Finanzsektors fiel es mit 0,6 % positiv aus. Im Gegensatz dazu wurde im Bereich

## ERGEBNISSE DER ERSTEN UMFRAGE ÜBER DEN ZUGANG KLEINER UND MITTLERER UNTERNEHMEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET ZU FINANZMITTELN

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse der ersten Umfrage über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln vorgestellt.<sup>1</sup> Die Befragung wurde vom 17. Juni bis zum 23. Juli 2009 von der EZB in Zusammenarbeit mit der Europäischen Kommission durchgeführt. An ihr nahmen 6 000 kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) sowie Großunternehmen im Euroraum teil.<sup>2</sup> Die Erhebung liefert Angaben zu den Veränderungen der Finanzierungsbedingungen von KMUs und Großunternehmen in den vergangenen sechs Monaten, also in etwa im ersten Halbjahr 2009. Da die Umfrage erstmals durchgeführt wurde, sollten die nachfolgend beschriebenen Ergebnisse mit Vorsicht interpretiert werden.

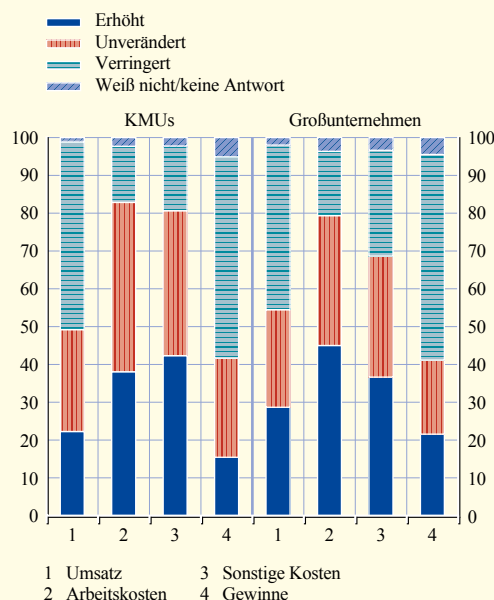
### Finanzlage von KMUs im Euro-Währungsgebiet im ersten Halbjahr 2009

Per saldo<sup>3</sup> berichtete rund ein Viertel der befragten KMUs im Euroraum (27 %), dass sich ihr Umsatz in der ersten Jahreshälfte 2009 verringert habe (siehe Abbildung A). Die Einschätzung der Großunternehmen fiel hingegen etwas weniger negativ aus (15 %). Zugleich teilten im Ergebnis 23 % der KMUs mit, dass ihre Arbeitskosten gestiegen seien, und 25 % meldeten eine Zunahme der sonstigen Kosten (z. B. Material- und Energiekosten). Diese Kosten- und Umsatzentwicklung wirkte sich negativ auf die Gewinne der Firmen (Einnahmenüberschuss nach Steuern) aus. So gaben per saldo 38 % der KMUs sowie ein etwas geringerer Anteil der Großunternehmen (33 %) bekannt, dass ihre Gewinne im ersten Halbjahr 2009 rückläufig gewesen seien. Kleine und mittlere Unternehmen waren demzufolge im Berichtszeitraum offenbar etwas stärker vom Wirtschaftsabschwung betroffen.

Die Umfrageergebnisse bestätigen die schwache Gesamtnachfrage in der ersten Jahreshälfte 2009. Das dringlichste Problem der KMUs im Eurogebiet war in diesem Zeitraum die Kundenakquise (diese Antwort wählten 27 % der Befragten).

Abbildung A Veränderung ausgewählter Indikatoren der Finanzlage von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet in den vergangenen sechs Monaten

(in % der Antwortenden)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln.

1 Siehe Europäische Zentralbank, Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area, September 2009.  
 2 KMUs umfassen Kleinstunternehmen (1-9 Angestellte), kleine Unternehmen (10-49 Angestellte) und mittelgroße Unternehmen (50-249 Angestellte). Großunternehmen sind Firmen mit 250 Angestellten und mehr.  
 3 Der prozentuale Saldo der befragten Unternehmen, die einen Anstieg (Rückgang) melden, wird berechnet als Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die von einem Anstieg (Rückgang) berichten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen Rückgang (Anstieg) melden.

Danach folgte der Zugang zu Finanzmitteln, der von 17 % der KMUs, insbesondere den kleineren Firmen, als größte Schwierigkeit angesehen wurde. Den Wettbewerb nannten 14 % der KMUs als dringlichstes Problem, aber auch die Produktionskosten (vor allem Arbeitskosten) und das Fehlen qualifizierter Arbeitskräfte wurden angeführt (mit jeweils 9 %).

### Außenfinanzierungsbedarf der KMUs im Euro-Währungsgebiet im ersten Halbjahr 2009

Annähernd die Hälfte der Unternehmen (49 % der KMUs und 46 % der großen Firmen) berichtete, dass ihr Bedarf an Bankkrediten in der ersten Jahreshälfte 2009 unverändert geblieben sei (siehe Abbildung B). Dabei war der Anteil der KMUs, deren Bedarf an Bankkrediten nach eigenen Angaben gestiegen ist, etwas höher als der Anteil der KMUs mit einem geringeren Bedarf. Im Ergebnis benötigten damit 11 % der KMUs mehr Bankkredite, verglichen mit 5 % bei den Großunternehmen. Im Hinblick auf Handelskredite meldeten per saldo 4 % der KMUs einen höheren Bedarf, während sich der entsprechende Anteil bei den großen Firmen auf 0 % belief.

Als wichtigster Faktor, der zum gestiegenen Finanzierungsbedarf beitrug, wurden die Anlageinvestitionen genannt. Hierzu teilten per saldo 8 % der KMUs und 9 % der Großunternehmen mit, dass dieser Faktor ihren Bedarf an Außenfinanzierungsmitteln in den letzten sechs Monaten erhöht habe. Daneben scheinen auch vermehrt Fremdmittel für den Lagerbestand und das Betriebskapital benötigt worden zu sein.

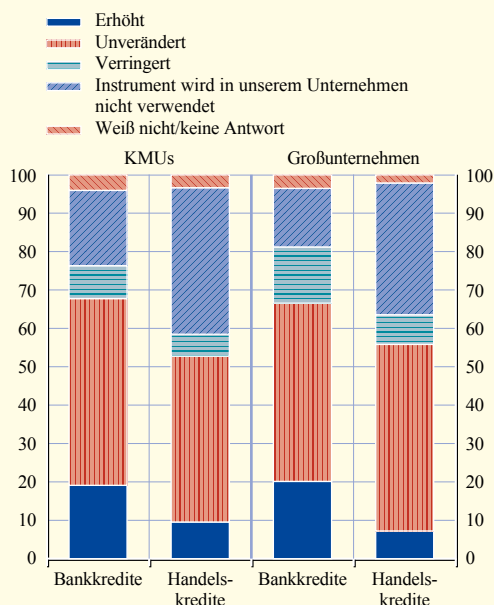
### Anträge auf Außenfinanzierungsmittel

Im ersten Halbjahr 2009 berichtete eine Minderheit der Unternehmen (28 % der KMUs und 34 % der Großunternehmen), dass sie einen Bankkredit, d. h. entweder ein neues Darlehen oder die Verlängerung eines bestehenden Kredits, beantragt hätten. Der Hauptgrund dafür, kein Darlehen beantragt zu haben, waren ausreichend verfügbare Innenfinanzierungsmittel; dies gaben 37 % der KMUs und 38 % der Großunternehmen an. Lediglich 5 % der KMUs teilten mit, dass sie keinen Kreditantrag gestellt hätten, weil sie von einer Ablehnung ausgegangen seien.

Von den KMUs, die im ersten Halbjahr 2009 einen Bankkredit beantragten, wurden der Umfrage zufolge 77 % der gewünschte Kreditbetrag ganz oder teilweise bewilligt (siehe Abbildung C). 12 % der KMUs erhielten hingegen eine Absage der Bank. Größeren und älteren Unternehmen wurden dabei eher Kredite gewährt. So wurden bei den Großunternehmen lediglich 5 % der Kreditanträge abgelehnt. Bei den Handelskrediten und sonstigen Instrumenten der Fremdfinanzierung

Abbildung B Veränderung des Außenfinanzierungsbedarfs von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet in den vergangenen sechs Monaten

(in % der Antwortenden)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln.

zeichnet sich ein ähnliches Bild ab. Den meisten Unternehmen, die im ersten Halbjahr entsprechende Anträge gestellt hatten, wurde die beantragte Summe in voller Höhe gewährt.

### Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln für KMUs im Euro-Währungsgebiet im ersten Halbjahr 2009

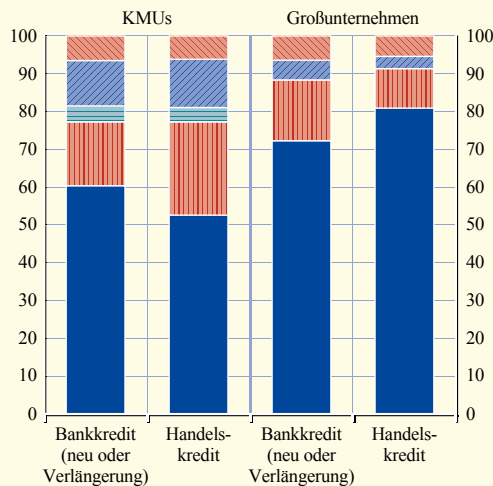
Die Unternehmen, die im ersten Halbjahr 2009 Außenfinanzierungsmittel jeglicher Art beantragt hatten, wurden auch gefragt, ob sich die Verfügbarkeit der verschiedenen externen Finanzierungsinstrumente in dieser Zeit verbessert oder verschlechtert habe. Insgesamt teilten 33 % dieser KMUs mit, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten (Neugeschäft und Verlängerung bestehender Kredite) im Berichtszeitraum verschlechtert habe, wobei der Anteil bei Großunternehmen mit 41 % höher ausfiel (siehe Abbildung D). Bei Handelskrediten meldeten hingegen per saldo etwas mehr KMUs (20 %) als große Firmen (15 %) eine Verschlechterung.

Die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln hängt von verschiedenen Faktoren ab, etwa den allgemeinen Konjunkturaussichten, der spezifischen Situation eines Unternehmens und der Einstellung der Darlehensgeber. Ein erheblicher Anteil von per saldo 54 % der KMUs im Eurogebiet war der Auffassung, dass sich die allgemeinen Konjunkturaussichten negativ auf die Verfügbarkeit von Finanzmitteln ausgewirkt hätten, während ein geringerer Prozentsatz von insgesamt 27 % der KMUs meinte, dass ihre firmenspezifische Situation sich im ersten Halbjahr 2009 eingetrübt habe (siehe Abbildung E). Außerdem teilten per saldo 10 % bzw. 6 % der KMUs mit, dass sich ihr

**Abbildung C** In den vergangenen sechs Monaten gestellte Anträge auf Außenfinanzierungsmittel durch Unternehmen im Euro-Währungsgebiet und deren Bescheid

(in % der Unternehmen, die Außenfinanzierungsmittel beantragten)

- Beantragt und vollständig gewährt
- Beantragt und teilweise gewährt
- Beantragt, jedoch wegen zu hoher Kosten nicht in Anspruch genommen
- Beantragt, jedoch abgelehnt
- Weiß nicht/keine Antwort

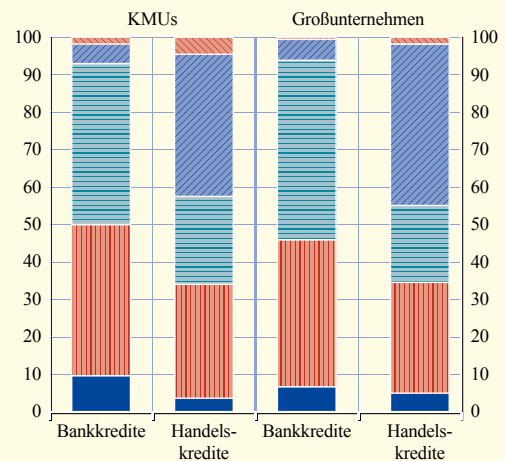


Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln.

**Abbildung D** Veränderung der Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln für Unternehmen im Euro-Währungsgebiet in den vergangenen sechs Monaten

(in % der Unternehmen, die Außenfinanzierungsmittel beantragten)

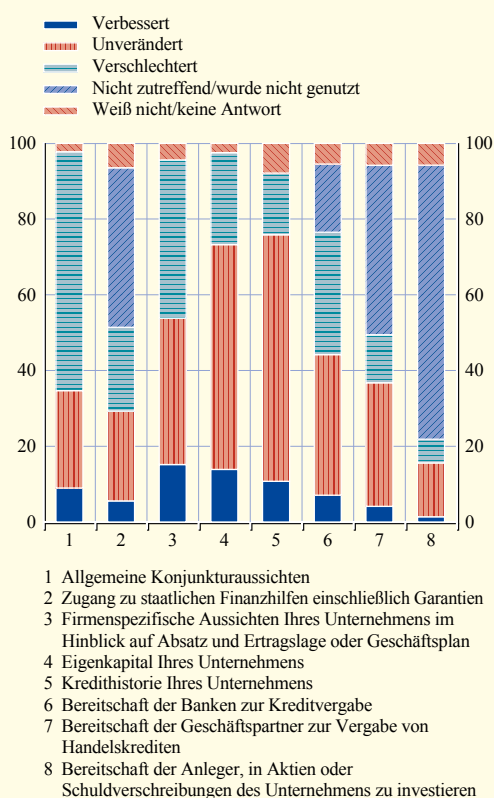
- Verbessert
- Unverändert
- Verschlechtert
- Instrument wird in unserem Unternehmen nicht verwendet
- Weiß nicht/keine Antwort



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln.

**Abbildung E Faktoren, die sich auf die Verfügbarkeit von Finanzmitteln der KMUs im Euro-Währungsgebiet auswirkten: Veränderung in den vergangenen sechs Monaten**

(in % der Antwortenden)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln.

zu haben. Insgesamt war der Anteil der KMUs, der von zunehmenden zinsunabhängigen Finanzierungskosten (z. B. Entgelte, Gebühren und Provisionen) berichtete, mit 33 % deutlich höher als jener, der steigende Zinsen angab. Überdies meldete ein erheblicher Anteil der KMUs höhere Sicherheitenanforderungen (32 %) und gestiegene nicht preisliche Konditionen, z. B. Zusatz- und Nebenvereinbarungen sowie Informationspflichten (32 %). Per saldo berichteten nur wenige KMUs, dass sich das Volumen des gewährten Kredits oder der Kreditlinie verringert oder die Kreditlaufzeit verkürzt habe (5 % bzw. 2 %). Indessen blieben die nicht preislichen Konditionen aus Sicht der meisten Firmen im ersten Halbjahr 2009 unverändert.

### Erwartungen bezüglich des Zugangs zu Finanzmitteln

Mit Blick auf die nähere Zukunft erwartet die Mehrzahl der KMUs, dass ihr Zugang zu Finanzmitteln bei den verschiedenen Finanzierungsinstrumenten (Bankkredite, Handelskredite usw.) im zweiten Halbjahr 2009 weitgehend unverändert bleiben wird. Dabei war der Anteil der KMUs, die eine Verschlechterung ihres Zugangs zu Finanzmitteln erwarten, nur geringfügig höher als der Anteil derjenigen, die von einer Verbesserung ausgehen. So rechnen per saldo 2 % der KMUs

Eigenkapital bzw. ihre Kredithistorie in den vergangenen sechs Monaten verschlechtert hätten. Insgesamt geht daraus hervor, dass die allgemeinen Konjunkturaussichten in der ersten Jahreshälfte 2009 der wichtigste Faktor für die geringere Verfügbarkeit von Finanzmitteln war. Betrachtet man die angebotsseitigen Effekte auf die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln, so meldeten insgesamt 25 % der KMUs, dass die Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe in den letzten sechs Monaten abgenommen habe, während 37 % der Meinung waren, dass diese unverändert geblieben sei. Je kleiner die Firmen waren, desto höher war der Anteil der Unternehmen, die von einer Verschlechterung berichteten. Die Bereitschaft von Geschäftspartnern, Handelskredite zur Verfügung zu stellen, oder von Anlegern, in Aktien und Schuldverschreibungen zu investieren, war der Umfrage zufolge ebenfalls rückläufig, wenn auch nicht in dem Maße wie die Finanzierungsbereitschaft der Banken.

### Konditionen für Bankkredite

Bei den Konditionen für Bankkredite berichteten per saldo 5 % der KMUs, dass sich das Zinsniveau in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres erhöht habe. Die zinsunabhängigen Konditionen scheinen bei der geringeren Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln allerdings eine größere Rolle gespielt



damit, dass sich die Verfügbarkeit von Innenfinanzierungsmitteln in der zweiten Jahreshälfte 2009 verringern wird; bei den Bankkrediten liegt die entsprechende Zahl bei 4 %. Große Firmen sind in ihren Erwartungen dagegen etwas optimistischer. Betrachtet man die Wachstumsaussichten für die nächsten zwei bis drei Jahre, so gehen die KMUs davon aus, dass ihr durchschnittlicher Umsatzzuwachs insgesamt geringer ausfallen wird als in den vergangenen drei Jahren. Unterdessen waren annähernd 40 % der KMUs der Auffassung, dass sie im Hinblick auf ihr angestrebtes mittelfristiges Wachstum unbeschränkten Zugang zu den benötigten Finanzierungsmitteln haben werden.

## 3 PREISE UND KOSTEN

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsrate im September bei -0,3 % nach -0,2 % im August. Die aktuellen negativen Inflationsraten entsprechen den bisherigen Erwartungen und spiegeln im Wesentlichen Basiseffekte wider, die sich aus der vor einem Jahr zu beobachtenden Entwicklung der weltweiten Rohstoffpreise ergeben. Auch aufgrund dieser Basiseffekte dürften die jährlichen Inflationsraten den Projektionen zufolge in den nächsten Monaten in den positiven Bereich zurückkehren. Auf längere Sicht wird davon ausgegangen, dass die Teuerungsraten positiv bleiben und die Preis- und Kostenentwicklung infolge einer innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets weiterhin verhaltenen Nachfrage insgesamt gedämpft bleibt. Die Risiken in Bezug auf die Inflationsaussichten sind nach wie vor weitgehend ausgewogen.

### 3.1 VERBRAUCHERPREISE

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im September bei -0,3 % nach -0,2 % im August (siehe Tabelle 4). Sie fiel damit etwas niedriger aus als vorhergesagt. Für September liegt zwar noch keine offizielle Schätzung zur Aufgliederung des HVPI vor, doch die verfügbaren Informationen deuten darauf hin, dass die niedrigere Teuerungsrate hauptsächlich auf einen unerwartet starken Rückgang der Jahresänderungsrate der Energiepreise zurückzuführen war.

Aus der detaillierten Aufschlüsselung für August geht hervor, dass der Anstieg der HVPI-Gesamtinflation im Vergleich zum Juli, als sie -0,7 % betragen hatte, nahezu vollständig mit der jährlichen Änderungsrate der Energiepreise zusammenhing, die sich von -14,4 % im Juli auf -10,2 % im August erhöhte. Diese Zunahme war zu mehr als der Hälfte einem starken Basiseffekt geschuldet, der sich aus der Ölpreisentwicklung im Jahr 2008 ergab. Zudem spielte der Anstieg der Energiepreise gegenüber dem Vormonat eine Rolle, der insbesondere durch die Entwicklung der Preise für flüssige Kraftstoffe und Heizöl bedingt war. Die jährliche Änderungsrate der Gas- und Strompreise blieb hingegen rückläufig, da sie der Ölpreisentwicklung mit einer zeitlichen Verzögerung folgt.

Bei den anderen HVPI-Komponenten waren im August keine größeren Ausschläge zu verzeichnen. Die Jahresänderungsrate der im HVPI für das Eurogebiet enthaltenen Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel ging leicht von -1,1 % im Juli auf -1,2 % im August zurück. Insgesamt ist die jähr-

Tabelle 4 Preisentwicklung

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

	2007	2008	2009 April	2009 Mai	2009 Juni	2009 Juli	2009 Aug.	2009 Sept.
<b>HVPI und seine Komponenten</b>								
Gesamtindex <sup>1)</sup>	2,1	3,3	0,6	0,0	-0,1	-0,7	-0,2	-0,3
Energie	2,6	10,3	-8,8	-11,6	-11,7	-14,4	-10,2	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	3,0	3,5	1,6	0,7	0,0	-1,1	-1,2	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	2,8	6,1	1,2	1,0	1,1	0,8	0,6	.
Industrieerzeugnisse ohne Energie	1,0	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	0,6	.
Dienstleistungen	2,5	2,6	2,5	2,1	2,0	1,9	1,8	.
<b>Weitere Preisindikatoren</b>								
Industrielle Erzeugerpreise	2,7	6,1	-4,8	-5,9	-6,5	-8,4	-7,5	.
Ölpreise (in €/Barrel)	52,8	65,9	39,0	42,8	49,5	46,5	51,1	46,9
Rohstoffpreise ohne Energie	7,5	2,0	-25,4	-24,5	-23,5	-22,8	-16,2	-16,7

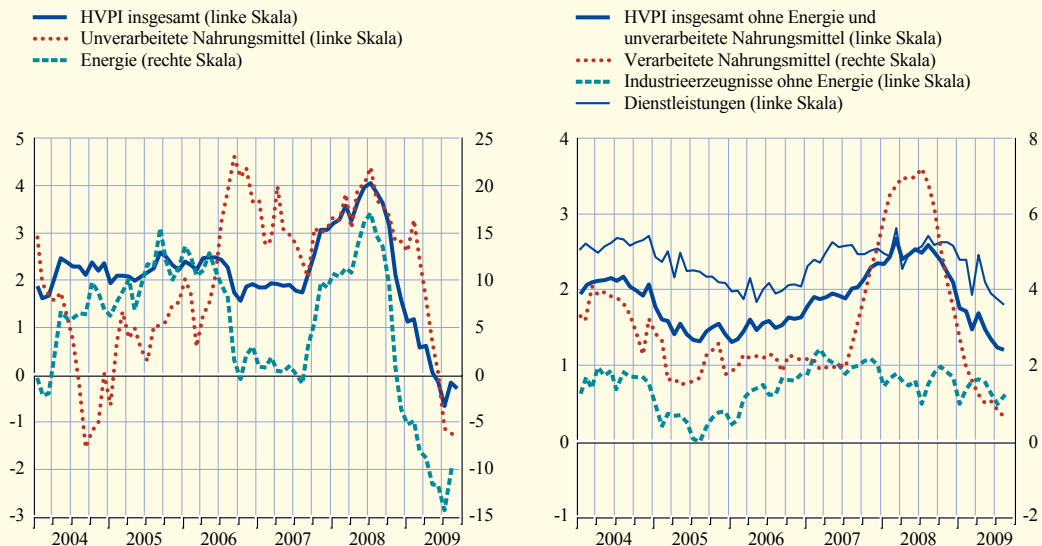
Quellen: Eurostat, EZB und auf Thomson Financial Datastream basierende EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Rohstoffpreisindex ohne Energie wird anhand der Struktur der Einfuhren des Eurogebiets von 2004 bis 2006 gewichtet.

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

Abbildung 20 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

liche Preisänderungsrate bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln gegenüber den Mitte 2008 verzeichneten Höchstständen deutlich gesunken, was teilweise mit dem anhaltenden Rückgang der Jahresänderungsrate der Fleischpreise im Gefolge der Umkehr des Nahrungsmittelpreisschocks am Weltmarkt zusammenhing. Die jährliche Teuerungsrate der verarbeiteten Nahrungsmittel verringerte sich von 0,8 % im Juli auf 0,6 % im August und erreichte damit ihren niedrigsten Stand seit 1999. Dies war in erster Linie mit der weiteren Abschwächung des Preisauftriebs bei Getreideerzeugnissen, Milchprodukten und Ölen gegenüber den im vergangenen Jahr verzeichneten hohen Wachstumsraten verbunden.

Im Vorjahrsvergleich erhöhten sich die Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie im August leicht auf 0,6 % nach 0,5 % im Juli. Dieser geringfügige Anstieg war in erster Linie auf die Entwicklung der Bekleidungspreise zurückzuführen, die von saisonalen Preisnachlässen bestimmt wurde. Insgesamt war die Jahresteuersrate der Industrieerzeugnisse ohne Energie im vergangenen Jahr leicht rückläufig. Haupttriebfeder waren dabei die Gebrauchsgüterpreise – insbesondere bei PKWs – und in geringerem Maße die Preise für Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer, die vor allem die Preisentwicklung bei Bekleidung und Schuhen widerspiegeln.

Im Dienstleistungsbereich sank die Teuerungsrate vor allem aufgrund geringerer Preisanstiege bei ferienbezogenen Leistungen (z. B. Restaurants, Beherbergung und Personenbeförderung im Luftverkehr) weiter von 1,9 % im Juli auf 1,8 % im August. Maßgeblich für die Abnahme bei dieser Teilkomponenten waren eine schwache Konsumnachfrage sowie ein verzögertes Durchwirken vorangegangener Rohstoffpreisrückgänge.

Die Teuerungsrate nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie blieb im August unverändert bei 1,3 %, da sich Entwicklungen bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie und bei den Dienstleistungen ausglich. Die jüngsten Preisbewegungen bei Dienstleistungen und Industrieerzeugnissen ohne Energie werden in Kasten 3 ausführlicher erörtert.

Kasten 3

**AKTUELLE ENTWICKLUNG DES HVPI OHNE NAHRUNGSMITTEL UND ENERGIE**

Die in letzter Zeit aufgetretenen Schwankungen der HVPI-Gesamtinflation waren vornehmlich eine Folge der Entwicklung der Indexpreise für (verarbeitete und unverarbeitete) Nahrungsmittel und Energie, die stark von externen Faktoren beeinflusst werden. Der HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie hingegen, der in gewichteter Betrachtung rund 70 % des Gesamtindex ausmacht, hat sich deutlich weniger volatil gezeigt. Dies ist auf die recht gleichmäßige Preisentwicklung seiner beiden Komponenten (Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen) zurückzuführen, die in höherem Maße von wirtschaftlichen Fundamentaldaten beeinflusst werden. Derzeit ist eine Betrachtung der weniger volatilen HVPI-Komponenten besonders aufschlussreich, wenn es darum geht, die inflationstreibenden Kräfte zu untersuchen.

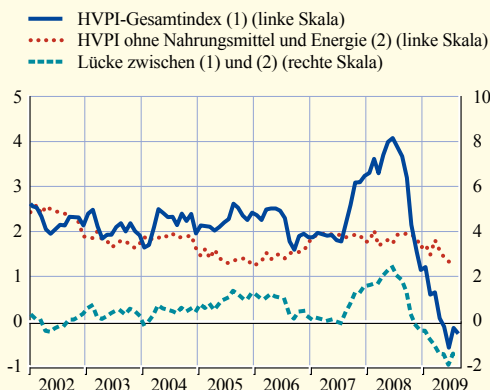
Die negative Lücke zwischen den Jahresänderungsraten des HVPI-Gesamtindex und des HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie hat sich seit Jahresbeginn 2009 nach und nach vergrößert; im Juli 2009 lag sie bei fast -2 Prozentpunkten (siehe Abbildung A). Dieser bislang größte Negativabstand ist auf die ungewöhnlich starken Änderungen der im HVPI erfassten Nahrungsmittel- und Energiepreise seit Mitte 2007 zurückzuführen.<sup>1</sup> Während die HVPI-Gesamtinflation im Verlauf des Sommers 2009 ein negatives Vorzeichen aufwies, aber in den kommenden Monaten den Erwartungen zufolge in den positiven Bereich zurückkehren dürfte, folgt die Jahresänderungsrate des HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie seit Mitte 2008 einem Abwärtstrend, ohne dass auf kurze Sicht Anzeichen für eine Kehrtwende erkennbar sind.

Die Entwicklung der Preise der beiden weniger volatilen Indexkomponenten (Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen) wird im Großen und Ganzen von denselben Kräften gesteuert. Zwar geht von externen Faktoren ein gewisser Einfluss aus, aber in Bezug auf die Verbraucherpreisentwicklung ohne Nahrungsmittel und Energie spielen binnenwirtschaftliche Faktoren wie Löhne und Gewinnaufschläge eine wesentliche Rolle. Die Lohnentwicklung hängt üblicherweise von der Situation am Arbeitsmarkt, der Produktivität sowie der zurückliegenden und der erwarteten Inflationsrate ab. Maßgeblich für den Gewinnaufschlag sind die inländische Nachfrage und Wettbewerbsfaktoren.

Der außenwirtschaftliche Einfluss auf die Entwicklung der im HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie erfassten Preise erfolgt durch die Transmission veränderter Preise für importierte Vorleistungen in der inländischen Produktionskette. Die genannten Indexpreise hängen auch von der Preisentwicklung bei direkt zum Endverbrauch importierten Waren und Dienstleis-

**Abbildung A HVPI-Gesamtindex und HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

<sup>1</sup> Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Aktuelle Entwicklung bei ausgewählten Messgrößen der Kerninflation für das Euro-Währungsgebiet, Kasten 4, Monatsbericht Juni 2009.

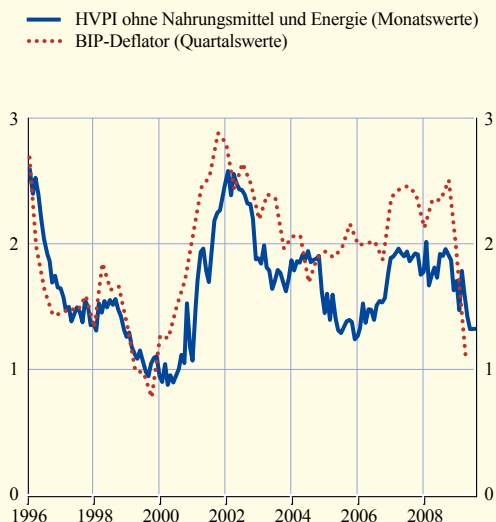
tungen ab. Hier haben die allgemein moderate Entwicklung der Rohstoffpreise, der global nachlassende Preisauftrieb und die jüngste Aufwertung des Euro den außenwirtschaftlichen Preisdruck verringert und sich somit dämpfend auf die Entwicklung der Verbraucherpreise ohne Nahrungsmittel und Energie ausgewirkt. Abgesehen vom Einfluss der externen Faktoren resultierte der seit Mitte 2008 verzeichnete gemäßigte Verlauf der HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie allerdings vor allem aus einer Abschwächung des inländischen Nachfragedrucks. Verdeutlichen lässt sich dies anhand der engen Beziehung zwischen dem genannten Index und der Entwicklung der Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators, eines zusammenfassenden Indikators der Entwicklung der Lohnstückkosten und der Gewinnentwicklung (siehe Abbildung B).

Die Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators hatte im Schlussquartal 2008 mit 2,5 % ihr bislang höchstes Niveau erreicht, bevor sie im zweiten Quartal 2009 deutlich auf 1,1 % fiel. Dies war fast ausschließlich die Folge des stark sinkenden Beitrags des Wachstums des Stückgewinns, das sich im ersten Jahresviertel 2009 aufgrund des drastischen Einbruchs der Binnennachfrage ins Negative gekehrt hatte (siehe Abbildung C). Der Inflationsbeitrag des Wachstums der Lohnstückkosten hingegen blieb im selben Zeitraum besonders hoch, was sich zum Teil daraus ergab, dass verschiedene Lohnvereinbarungen bereits getroffen waren, bevor sich die wirtschaftliche Lage 2008 verschlechterte. Zudem spiegelte diese Entwicklung einen merklichen Produktivitätsrückgang wider, da die Beschäftigung zeitverzögert auf die Verringerung des BIP reagierte. Im zweiten Vierteljahr 2009 begann sich das Wachstum der Lohnstückkosten jedoch zu verlangsamen, da das Produktivitätswachstum weniger stark zurückging und sich der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer abschwächte.

Die jüngste Entwicklung der Gewinnaufschläge ist eine Folge der eingetrübten Wirtschaftslage, die von einer beträchtlichen Unterauslastung und einer schwachen Verbrauchernachfrage gekennzeichnet ist. Tatsächlich werden Preissenkungen im hohem Maße durch abwärtsgerichtete Nach-

**Abbildung B BIP-Deflator und HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie**

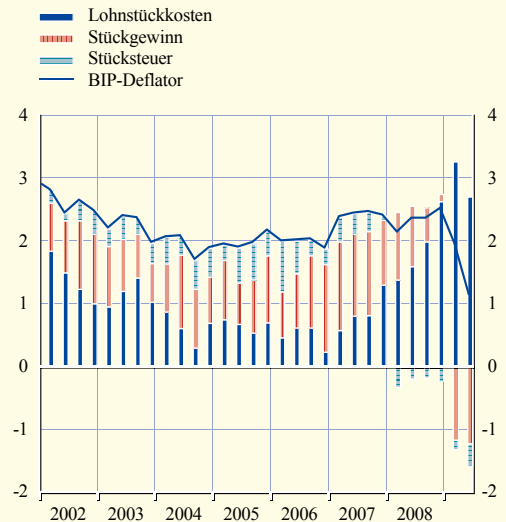
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

**Abbildung C Aufgliederung des BIP-Deflators**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat.

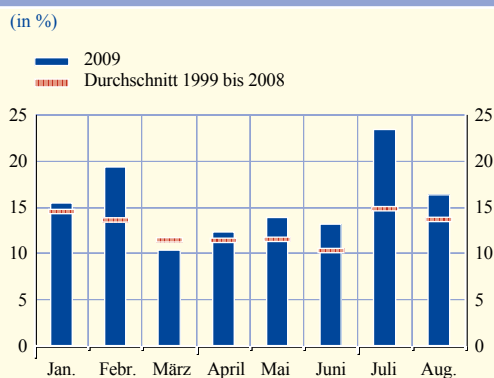
frageschocks bestimmt.<sup>2</sup> Dies steht im Einklang damit, dass – verglichen mit dem durchschnittlichen Anteil der Posten mit Preisrückgängen in den zurückliegenden zehn Jahren – der Anteil der im HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie erfassten Positionen mit Preisrückgängen in jährlicher Betrachtung 2009 fast durchgängig relativ hoch war (siehe Abbildung D). Dies bedeutet, dass die Preise einer Reihe von HVPI-Positionen – beispielsweise Pkw oder Personenbeförderung im Luftverkehr – seit mehreren Monaten in Folge negative Jahresraten aufweisen, was in der Vergangenheit eher selten vorkam.

Die aktuell sinkenden HVPI-Preise für Pkw lassen sich vornehmlich durch die schwache inländische Nachfrage und den starken Wettbewerb erklären. Die Preise für Dienstleistungen im Luftverkehr unterliegen einem kombinierten Einfluss binnen- und außenwirtschaftlicher Faktoren. Die Jahresänderungsrate der im HVPI erfassten Preise für die Personenbeförderung im Luftverkehr ist seit Mitte 2008 stark rückläufig und kehrte sich im März 2009 ins Negative. In der zweiten Jahreshälfte 2008 war diese Entwicklung hauptsächlich die Folge von Ölpreissenkungen, die auf die Verbraucherpreise anscheinend zeitverzögert durchgewirkt haben. In jüngerer Zeit dürfte allerdings die Nachfrageschwäche eine wesentliche Rolle gespielt haben, die in einem sehr stark vom Wettbewerb geprägten Umfeld insbesondere die Preise ferienbezogener Dienstleistungen beeinflusst hat.

Für die nähere Zukunft deutet die erwartete Entwicklung der Antriebskräfte der Teuerung nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie darauf hin, dass der leichte Abwärtstrend dieser Messgröße andauern wird, wobei Ausmaß und Dauer wesentlich von Zeitpunkt und Stärke des Aufschwungs abhängen. In der gegenwärtigen Lage dürfte sich der von binnenwirtschaftlichen Faktoren ausgehende Abwärtsdruck auf die Inflation jedoch fortsetzen. Insbesondere angesichts der sich verschlechternden Arbeitsmarktsituation dürfte eine gedämpfte Lohnentwicklung zur Verringerung des Kostendrucks beitragen. Vor dem Hintergrund des erwarteten Anstiegs der HVPI-Gesamtinflation aufgrund starker Basiseffekte lässt dies darauf schließen, dass sich die Lücke zwischen der HVPI-Gesamtinflation und der Teuerung nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie in naher Zukunft schließen wird.

<sup>2</sup> Siehe auch: EZB, Das Preissetzungsverhalten im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht November 2005.

Abbildung D Anteil der im HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie erfassten Positionen mit negativen Jahreswachstumsraten



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Anteile werden unter Verwendung der Ausgabengewichte der im HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie enthaltenen Positionen ermittelt.

### 3.2 INDUSTRIELLE ERZEUGERPREISE

Der Inflationsdruck in der Wertschöpfungskette ist nach wie vor sehr moderat. Allerdings erhöhte sich die Jahresänderungsrate der industriellen Erzeugerpreise (ohne Baugewerbe) von -8,4 % im Juli auf -7,5 % im August. Diese Entwicklung war vorwiegend auf die Energiekomponente zurückzuführen, in der sich im August positive Basiseffekte und gestiegene Energiepreise niederschlugen. In der Folge stieg die Jahresänderungsrate der Energiekomponente im August auf -16,9 % nach -19,9 %

im Juli. Ohne Energie (und Baugewerbe) war die jährliche Änderungsrate der Erzeugerpreise erneut leicht rückläufig. Sie betrug im August -4,2 %, verglichen mit -4,1 % im Vormonat, wobei sich die einzelnen Teilkomponenten unterschiedlich entwickelten. So erhöhte sich die jährliche Teuerungsrate der Vorleistungsgüter aufgrund von Preissteigerungen bei den industriellen Rohstoffen geringfügig von -7,5 % im Juli auf -7,4 % im August. In den nachgelagerten Stufen der Produktionskette hingegen ging die Jahresänderungsrate der Preise für Investitionsgüter im August weiter auf -0,2 % zurück, während sie bei den Preisen für Konsumgüter auf -2,6 % sank (siehe Abbildung 21).

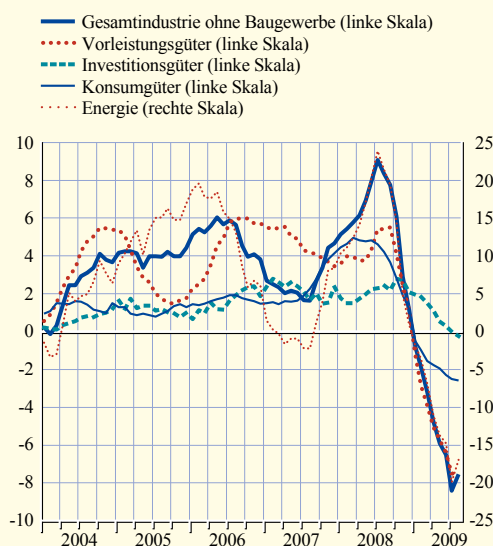
Aus den Ergebnissen der Umfragen zum Preissetzungsverhalten der Unternehmen in den vergangenen Monaten geht ebenfalls hervor, dass sich der Abwärtsdruck auf die Preise derzeit abschwächt (siehe Abbildung 22). Betrachtet man den Einkaufsmanagerindex, so stiegen im September im verarbeitenden Gewerbe sowohl der Index der Inputpreise als auch der Verkaufspreisindex, was auf ein Nachlassen des abwärts gerichteten Preisdrucks hindeutet. Im Dienstleistungssektor hingegen gingen die Indizes gegenüber dem Vormonat leicht zurück, worin sich möglicherweise ein verstärkter Wettbewerb widerspiegelt. In beiden Sektoren bleiben die Indizes unter dem Wert von 50 Punkten, was zeigt, dass die Preise im Vergleich zum Vormonat unter Abwärtsdruck stehen.

### 3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Das Arbeitskostenwachstum, das Ende 2008 einen Spitzenwert erreicht hatte, war im zweiten Quartal 2009 insgesamt weiter rückläufig, worin sowohl ein langsames Lohnwachstum als auch ein Rückgang der geleisteten Arbeitsstunden zum Ausdruck kamen. Diese beiden Variablen hatten divergierende

Abbildung 21 Industrielle Erzeugerpreise

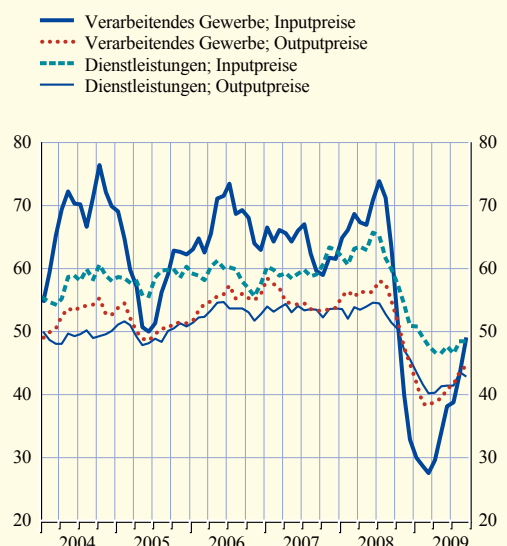
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung 22 Umfragen zu Input- und Outputpreisen der Erzeuger

(Diffusionsindizes; Monatswerte)



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

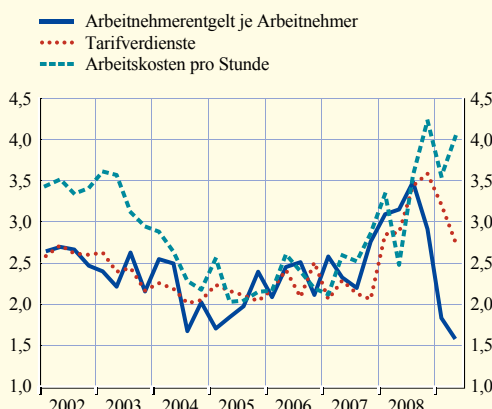
Entwicklungen des jährlichen Wachstums der Tarifverdienste, des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Arbeitskosten pro Stunde zur Folge (siehe Abbildung 23 und Tabelle 5).

Die Jahreswachstumsrate der Tariflöhne fiel im Eurogebiet von 3,2 % im ersten Vierteljahr 2009 auf 2,8 % im zweiten Quartal. Diese Abnahme dürfte mit der schwächeren Verhandlungsposition der Arbeitnehmer infolge des ausgeprägten Konjunkturabschwungs, des Anstiegs der Arbeitslosigkeit und des deutlichen Rückgangs der Inflationsrate zusammenhängen. Da die Tarifverdienste die in den Tarifabschlüssen vereinbarten Lohnzuwächse abbilden, reagiert dieser Indikator tendenziell mit zeitlicher Verzögerung auf wirtschaftliche Veränderungen. Tatsächlich erhöhten sich die Tarifverdienste im zweiten Jahresviertel 2009 im Vorjahrsvergleich stärker als in sämtlichen Quartalen zwischen 1997 und 2007. Die verfügbaren Angaben weisen jedoch darauf hin, dass sich der jährliche Zuwachs der Tariflöhne zu Beginn des dritten Quartals 2009 weiter verlangsamt haben könnte.

Die jährliche Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer sank im zweiten Jahresviertel 2009 weiter auf 1,6 % nach 1,8 % im vorangegangenen Quartal. Diese Entwicklung war über das gesamte Eurogebiet hinweg zu beobachten und spiegelte ein moderateres Lohnwachstum, kürzere Arbeitszeiten sowie Einschnitte bei flexiblen Lohnbestandteilen wider. Mit 1,6 % lag die Zwölfmonatsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Euroraum im zweiten Quartal 2009 auf dem niedrigsten Stand seit Beginn der Währungsunion und rund 1 Prozentpunkt unter ihrem seit 1999 verzeichneten Durchschnitt. Eine Aufschlüsselung nach Sektoren ergibt, dass dieses schwächere Wachstum maßgeblich durch die Entwicklung in der Industrie (ohne Baugewerbe) und bei den nicht marktbestimmten Dienstleistungen bedingt war. In der Industrie kehrte sich die jährliche Änderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer ins Negative, während sie bei den marktbestimmten Dienstleistungen zunahm, nachdem sie im ersten Jahresviertel auf ein Rekordtief gefallen war (siehe Abbildung 24).

Abbildung 23 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Tabelle 5 Arbeitskostenindikatoren

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

	2007	2008	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2
Tarifverdienste	2,1	3,2	2,9	3,4	3,6	3,2	2,8
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	2,5	3,4	2,5	3,6	4,2	3,6	4,0
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,5	3,2	3,1	3,5	2,9	1,8	1,6
<i>Nachrichtlich:</i>							
Arbeitsproduktivität	1,0	-0,1	0,3	0,0	-1,7	-3,7	-3,1
Lohnstückkosten	1,5	3,2	2,8	3,5	4,6	5,8	4,8

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.



Die jährliche Steigerungsrate der Arbeitskosten pro Stunde im Euro-Währungsgebiet blieb im zweiten Quartal 2009 mit 4,0 % auf einem hohen Niveau und legte somit gegenüber dem vorangegangenen Vierteljahr leicht zu. Dieses weiterhin robuste Wachstum scheint nach wie vor mit den verschiedenen Maßnahmen einiger Euro-Länder zur Verringerung der je Beschäftigten geleisteten Arbeitsstunden zusammenzuhängen, die häufig einer unverhältnismäßig geringen Kürzung des Arbeitnehmerentgelts gegenüberstehen.<sup>1</sup> Da diese Maßnahmen in der Industrie am stärksten zum Einsatz kommen, stiegen die Arbeitskosten pro Stunde dort im zweiten Quartal 2009 mit 5,3 % im Vorjahrsvergleich stärker an als im Baugewerbe (4,5 %) und im Dienstleistungsbereich (3,2 %). Hinzu kommt, dass Ostern 2009 ins zweite Quartal (anstatt wie 2008 ins erste Vierteljahr) fiel, wodurch sich die geleisteten Arbeitsstunden im Vergleich zum Vorjahr verringerten und die Arbeitskosten pro Stunde in diesem Quartal entsprechend höher waren.

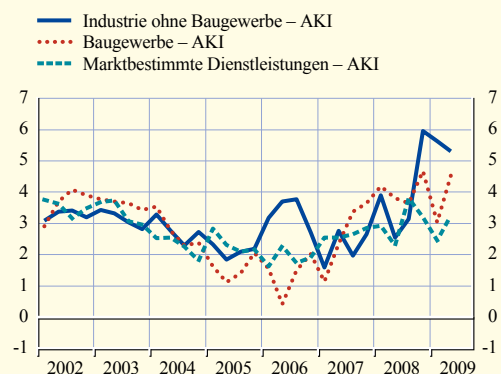
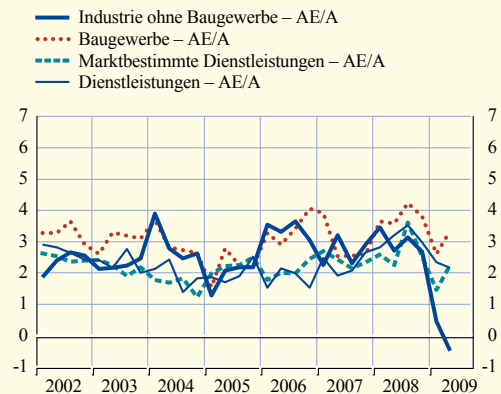
Gemessen an der Produktion je Erwerbstätigen war der Rückgang der Arbeitsproduktivität im zweiten Jahresviertel 2009 mit -3,1 % im Vorjahrsvergleich geringer als im ersten Quartal (-3,7 %). Dieser geringere Produktivitätsverlust wirkte sich zusammen mit der Wachstumsabschwächung beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer leicht dämpfend auf die jährliche Zunahme der Lohnstückkosten aus, die sich von 5,8 % im ersten Quartal 2009 auf 4,8 % im darauffolgenden Vierteljahr verringerte. Gleichwohl bleibt die Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten verglichen mit dem seit Beginn der Währungsunion verzeichneten Durchschnitt (1,8 %) weiterhin sehr hoch.

### 3.4 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Auf kurze Frist werden die Aussichten für die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI weiterhin vor allem durch Basiseffekte im Zusammenhang mit der Energiepreisentwicklung im Jahr 2008 geprägt sein. Auch aufgrund dieser Basiseffekte dürften die jährlichen Inflationsraten den Projektionen zufolge in den nächsten Monaten in den positiven Bereich zurückkehren. Auf längere Sicht wird davon ausgegangen, dass die Teuerungsraten positiv bleiben und die Preis- und Kostenentwicklung infolge einer innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets weiterhin verhaltenen Nachfrage insgesamt gedämpft bleibt.

**Abbildung 24 Entwicklung der Arbeitskosten nach Sektoren**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: AE/A bezieht sich auf das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und AKI auf den Arbeitskostenindex (auf Stundenbasis).

<sup>1</sup> Siehe auch EZB, Arbeitsmarktanpassungen während des aktuellen Konjunkturabschwungs, Kasten 6, Monatsbericht Juni 2009.

Die Risiken in Bezug auf die Preisentwicklung sind nach wie vor weitgehend ausgewogen. Sie bestehen insbesondere im Zusammenhang mit den Konjunkturaussichten sowie der Entwicklung der Rohstoffpreise. Zudem könnten indirekte Steuern und administrierte Preise aufgrund der in den kommenden Jahren erforderlichen Haushaltskonsolidierung stärker erhöht werden als derzeit angenommen.

## 4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Nach den im die Jahreswende beobachteten deutlich negativen Wachstumsraten schwächte sich die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet im zweiten Quartal 2009 nur geringfügig ab. Vorliegende Umfrageindikatoren deuten nach wie vor auf eine anhaltende Stabilisierung der Konjunktur hin. So dürfte der Euroraum von einer Erholung der Exporte, den laufenden umfangreichen gesamtwirtschaftlichen Konjunkturprogrammen sowie den zur Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen profitieren. Darüber hinaus wird erwartet, dass der Lagerzyklus nach den erheblich negativen Beiträgen der ersten Jahreshälfte 2009 im zweiten Halbjahr einen positiven Beitrag zum realen BIP-Wachstum leistet. Insgesamt wird davon ausgegangen, dass die Erholung recht uneinheitlich bleibt. Auf kurze Sicht wird sie von einer Reihe temporärer Faktoren gestützt, dürfte auf mittlere Sicht jedoch von dem anhaltenden Prozess der Bilanzkorrekturen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euro-raums beeinträchtigt werden. Die Risiken für diesen Ausblick bleiben weitgehend ausgewogen. Gleichwohl ist die Unsicherheit nach wie vor hoch, und aufgrund der anhaltenden Volatilität neu eingehender Daten bedarf es einer vorsichtigen Interpretation der verfügbaren Informationen.

### 4.1 DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

Das Tempo des Konjunkturrückgangs im Euro-Währungsgebiet verlangsamte sich im zweiten Quartal 2009 merklich. Der am 7. Oktober veröffentlichten zweiten Schätzung von Eurostat zufolge schrumpfte das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euroraums im zweiten Jahresviertel um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, verglichen mit einer Verringerung um 2,5 % im ersten Vierteljahr 2009 (siehe Abbildung 25).

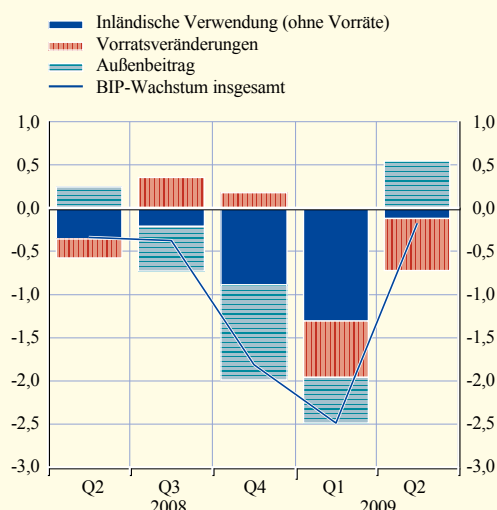
Die zweite Schätzung von Eurostat bestätigt, dass der Rückgang des realen BIP im zweiten Jahresviertel einem stark negativen Beitrag der Vorratsveränderungen und einem geringfügig negativen Wachstumsimpuls der Binnennachfrage zuzuschreiben ist; dies wurde durch einen positiven Beitrag des Außenhandels weitgehend ausgeglichen. Mit den für das zweite Quartal veröffentlichten Daten wurde im Hinblick auf das vierteljährliche BIP-Wachstum im Eurogebiet erstmals seit Anfang 2008 eine Aufwärtsbewegung verzeichnet. Dies untermauert die Einschätzung, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum im Frühjahr tendenziell stabilisiert hat, nachdem sie in den drei vorangegangenen Quartalen rückläufig gewesen war.

Nach dem deutlichen Rückgang in den beiden Vorquartalen wurde bei den privaten Konsumausgaben im zweiten Jahresviertel 2009 wieder ein Wachstum verzeichnet. Der zweiten Schätzung von Eurostat zufolge erhöhten sie sich im zweiten Vierteljahr um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal.

Auf Umfragen beruhende Indikatoren des privaten Konsums deuten unverändert auf eine Stim-

Abbildung 25 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

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



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

mungsaufhellung unter den Verbrauchern hin. Tatsächlich ist das Verbrauchervertrauen im Euroraum im September den sechsten Monat in Folge gestiegen (siehe Abbildung 26), lag jedoch im dritten Quartal insgesamt nach wie vor unter seinem langfristigen Durchschnitt.

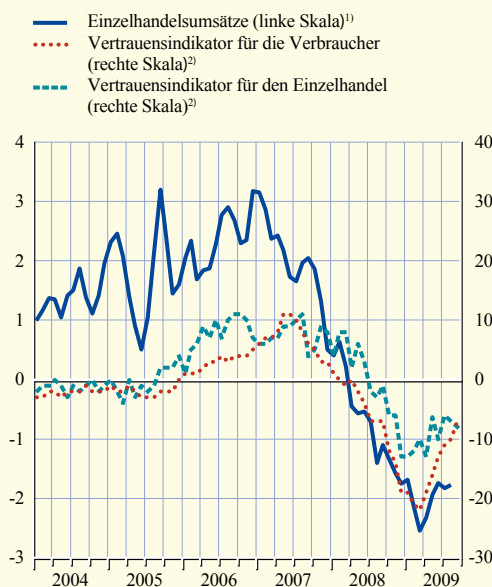
Legt man quantitative Daten zu den privaten Konsumausgaben zugrunde, so deutet die jüngste Entwicklung im Einzelhandel darauf hin, dass der seit Mitte 2008 beobachtete Abwärtstrend die Talsohle erreicht hat. Die Einzelhandelsumsätze (einschließlich des Absatzes von Kraftstoffen) verringerten sich im August wie bereits im Juli um 0,2 % gegenüber dem Vormonat.

Die Einführung staatlicher Subventionen für Konsumenten, die ihre Altfahrzeuge im Gegenzug für den Kauf von Neuwagen verschrotten lassen, belebte den privaten Konsum im zweiten Quartal 2009 relativ stark. Monatsdaten für Juli und August lassen darauf schließen, dass diese Subventionen die Nachfrage weiterhin gestützt haben. Vor diesem Hintergrund werden in Kasten 4 die Auswirkungen der Abwrackprämie auf die Wirtschaftstätigkeit untersucht.

Insgesamt ist festzustellen, dass die jüngsten Ergebnisse der Verbraucherumfragen zwar auf eine Stimmungsverbesserung unter den Konsumenten hindeuten, die aktuellen Daten zum Einzelhandel und zum Pkw-Absatz jedoch die Einschätzung untermauern, dass die privaten Konsumausgaben auch in der zweiten Jahreshälfte 2009 relativ gedämpft bleiben werden.

Abbildung 26 Einzelhandelsumsätze und Vertrauensindikatoren für den Einzelhandel und die Verbraucher

(Monatswerte)



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

1) Veränderung gegen Vorjahr in %; gleitender Dreimonatsdurchschnitt; arbeitsmäßig bereinigt. Kraftstoffe ausgenommen.  
2) Salden in %; saison- und mittelwertbereinigt.

#### Kasten 4

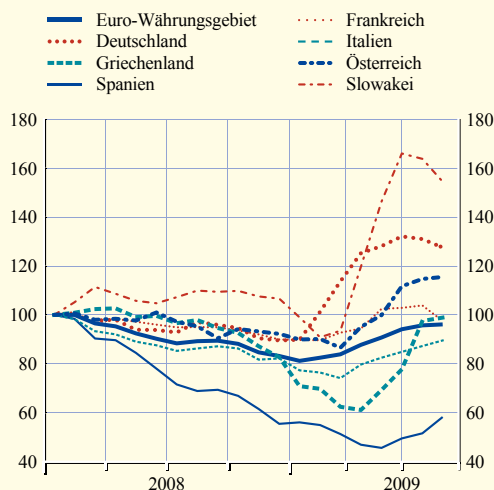
#### DIE AUSWIRKUNGEN DER ABWRACKPRÄMIE IN DEN LÄNDERN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Um die Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen auf die Realwirtschaft einzudämmen, hat sich die Finanzpolitik in den letzten Monaten auf kurzfristige Maßnahmen konzentriert. In vielen Ländern des Euroraums wurden spezielle Abwrackprämien eingeführt, um die Produktion in der Automobilindustrie zu fördern. Der vorliegende Kasten bietet einen Überblick über die in verschiedenen Euro-Ländern ergriffenen Maßnahmen und erörtert ihre möglichen Folgen für die Wirtschaft.

Die Automobilindustrie, die sich durch enge Verflechtungen mit anderen wichtigen Wirtschaftszweigen entlang der Wertschöpfungskette auszeichnet, stellt einen beträchtlichen Anteil an der Wirtschaft des Eurogebiets dar. Seit Anfang 2008 verzeichnet die Branche, die mit am stärksten von den Finanzmarkturbulenzen und dem schwerwiegenden Wirtschaftsabschwung in Mitleidenschaft gezogen wurde, insbesondere bei den Nutzfahrzeugen eine Nachfrageschwäche. Im Euro-Währungsgebiet wurden bzw. werden derzeit in elf Ländern Abwrackprämien eingeführt, um die

**Abbildung A Pkw-Neuzulassungen in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets**

(Indizes gleitender Dreimonatsdurchschnitte; Januar 2008 = 100; saisonbereinigt und arbeitstäglich bereinigt)



Quellen: ACEA/A.A.A. und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Daten beziehen sich auf August 2009.

Jahres Deutschland, Österreich und die Slowakei, was auf relativ hohe Anreize in diesen Ländern zurückzuführen ist. Die durch diese finanzpolitischen Stimulierungsmaßnahmen gestiegene Nachfrage nach Neuwagen war jedoch nicht groß genug, um den Rückgang der Pkw-Nachfrage insgesamt im Euro-Währungsgebiet auszugleichen. Hierfür war vor allem die sinkende Auslandsnachfrage nach Neuwagen verantwortlich. Die Produktion von Kraftwagen und Kraftwagenteilen verringerte sich im ersten Halbjahr 2009 weiterhin deutlich und sank im zweiten Quartal 2009 im Euroraum um 31,1 % gegenüber dem Vorjahr. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Wirksamkeit der Abwrackprämien teilweise dadurch begrenzt wurde, dass einige Privathaushalte selbst ohne Abwrackprämie ihr altes Auto hätten ersetzen müssen und somit lediglich unerwartete Mehreinnahmen realisiert haben dürften.

Auf makroökonomischer Ebene gibt es Hinweise darauf, dass sich die Zunahme der Pkw-Neuzulassungen im ersten Halbjahr 2009 im gesamten Euroraum günstig auf den privaten Verbrauch ausgewirkt hat. Besonders deutlich war dieser Effekt in einer Reihe von Ländern, die solche Maßnahmen bereits relativ frühzeitig einführten, insbesondere in Deutschland, Frankreich, Italien und Österreich. In Ländern wie Griechenland, Spanien und den Niederlanden, in denen diese Maßnahmen erst kürzlich eingeführt bzw. weiter ausgebaut wurden, dürfte sich im zweiten Halbjahr ein gewisser positiver Einfluss zeigen. Angesichts des hohen Importanteils bei der Pkw-Nachfrage und der Tatsache, dass die Anreize zur Verschrottung von Fahrzeugen so gestaltet wurden, dass sie keine ausländischen Automobilhersteller benachteiligen, ist auch zu erwarten, dass die Zunahme der Pkw-Neuzulassungen in den einzelnen Ländern zu einem Anstieg der Einfuhren von Pkw aus anderen Ländern geführt hat. Solche Auswirkungen wurden bereits in Deutschland beobachtet, wo die Pkw-Einfuhren zwischen Januar und Mai 2009 um 11,5 % anstiegen. Dies war vor allem auf

Auswirkungen des Abschwungs abzumildern.<sup>1</sup> Die ersten entsprechenden Programme starteten im Dezember 2008; die meisten davon sollen Ende dieses Jahres, in einigen Fällen erst im September 2010 auslaufen. Die Auszahlung dieser Prämien ist in der Regel an die Verschrottung von Altfahrzeugen und/oder den Kauf von Neu- bzw. Jahreswagen geknüpft, die im Allgemeinen umweltfreundlicher sind. Die damit verbundene Haushaltsbelastung dürfte sich für 2009 und 2010 im Euroraum insgesamt auf weniger als 0,1 % des BIP belaufen.

Die Maßnahmen scheinen insofern erfolgreich gewesen zu sein, als sie die Nachfrage nach Neuwagen kurzfristig gestützt haben. Aus Abbildung A geht hervor, dass die Zahl der Pkw-Neuzulassungen im Eurogebiet im Jahresverlauf 2009 stark angestiegen ist, nachdem letztes Jahr noch ein Rückgang verzeichnet worden war. Die größte Zunahme verzeichneten in den ersten acht Monaten des laufenden

<sup>1</sup> Nähere Einzelheiten finden sich in: ACEA (European Automobile Manufacturers' Association), Overview of vehicle scrapping schemes in the EU, 26. August 2009, [www.acea.be/images/uploads/files/20090826\\_Fleet\\_renewal\\_schemes.pdf](http://www.acea.be/images/uploads/files/20090826_Fleet_renewal_schemes.pdf).

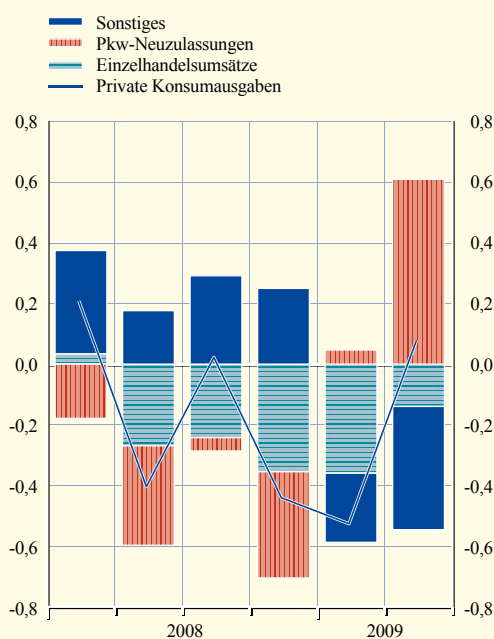
den Import von relativ kleinen und kostengünstigeren Fahrzeugen aus Frankreich, Italien, der Slowakei und Rumänien zurückzuführen.<sup>2</sup> Insgesamt dürften die kurzfristigen Auswirkungen auf das reale BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet im ersten Halbjahr 2009 – wenn auch relativ gering – so doch positiv sein.

In der Tat haben die Abwrackprämien auch unmittelbare und zukünftige negative Effekte auf die Konjunktur, die bei der Beurteilung der Gesamtwirkung dieser Maßnahmen zu berücksichtigen sind. Erstens dämpfen die direkten Auswirkungen des Pkw-Kaufs auf das Budget der privaten Haushalte sowie der verzerrende Einfluss auf die relativen Preise die Nachfrage nach sonstigen größeren Anschaffungen (wie etwa neuen Möbeln, aber auch Fahrzeugreparaturen). Soweit mit dem Kauf eines Neuwagens der Verzicht auf andere größere Anschaffungen verbunden ist, sind die Auswirkungen der Maßnahmen auf den privaten Verbrauch und die Gesamtkonjunktur geringer als der unmittelbare Einfluss auf den Absatz von Neufahrzeugen. Die Tragweite dieses Verdrängungseffekts wird aus Abbildung B ersichtlich, in der das vierteljährliche Wachstum der realen privaten Konsumausgaben sowie die Beiträge des Einzelhandelsumsatzes (ohne den Absatz von Kraftwagen und Krafträdern), des Automobilabsatzes (gemessen an den Pkw-Neuzulassungen) und sonstiger Ausgaben dargestellt sind. In der ersten Jahreshälfte 2009 wurde der positive Beitrag der Pkw-Verkäufe offenbar durch einen entsprechenden negativen Beitrag der sonstigen Anschaffungen weitgehend ausgeglichen.<sup>3</sup>

Zweitens dürfte die Nachfrage nach Neuwagen negativ beeinflusst werden, sobald die Abwrackprämien auslaufen. Die Prämien verringern die Kosten des aktuellen gegenüber dem zukünftigen Erwerb von PKW und führen damit zu einem Vorzieheffekt. Je mehr Fahrzeugkäufe infolge der Subventionen vorgezogen und bereits in diesem Jahr getätigt werden, desto stärker wird das Auslaufen dieser Maßnahmen zu spüren sein. In Umfragen für Deutschland gibt rund die Hälfte der Befragten an, dass sie aufgrund der Abwrackprämie bereits in diesem Jahr einen Neuwagen erworben haben. In Anbetracht dessen ist für Anfang 2010 mit einer deutlichen Abschwächung der Pkw-Nachfrage zu rechnen.<sup>4</sup> In dem Maße, wie die Abwrackprämie das durchschnittliche Alter des Fahrzeugbestands verringert hat, wird sie auch noch mittelfristig die Nachfrage nach Neuwagen beeinträchtigen. Haben die privaten Haushalte zur

**Abbildung B Private Konsumausgaben und ihre Hauptkomponenten im Euro-Währungsgebiet**

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



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Siehe Destatis, Erste Bilanz nach Einführung der Umweltprämie, Pressemitteilung Nr. 302, 17. August 2009.

3 Bei diesen Berechnungen besteht eine wichtige Einschränkung darin, dass die Maßnahmen zur Fahrzeugverschrottung die Struktur des Automobilabsatzes offenbar zugunsten kleinerer und günstigerer Fahrzeuge verändert haben.

4 Siehe Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Die Konjunktur im Inland, in: Konjunkturbericht 2009-2, September 2009, S. 51-53.

Finanzierung des Fahrzeugkaufs ihre Ersparnisse reduziert oder höhere Kredite aufgenommen, so sind darüber hinaus in dem Maße negative Auswirkungen auf das zukünftige Wachstum der privaten Konsumausgaben insgesamt zu erwarten, als die Privathaushalte ihre Verschuldung abbauen und wieder verstärkt sparen müssen.

Aus einer eher gesamtpolitischen Perspektive heraus betrachtet ist schließlich zu bedenken, dass finanzpolitische Maßnahmen zugunsten eines bestimmten Wirtschaftszweigs zu einer Verzerrung der relativen Preise führen, die notwendigen strukturellen Anpassungen verhindern, die Forderung von Lobbygruppen nach Einführung weiterer Subventionen verstärken und die internationalen Wettbewerbsbedingungen verzerren können. Darüber hinaus verringert eine durch finanzielle Anreize für private Haushalte geförderte vorzeitige Verschrottung von Fahrzeugen, die noch in fahrtüchtigem Zustand sind, das volkswirtschaftliche Vermögen eines Landes.

Insgesamt ist festzustellen, dass die Abwrackprämien in den Ländern des Euroraums die Fahrzeugproduktion in der ersten Jahreshälfte 2009 offenbar maßgeblich gestützt haben und auch in der zweiten Jahreshälfte noch stützen dürften (wobei der größte Einfluss auf die vierteljährlichen Zuwachsraten wohl im zweiten Quartal verzeichnet wurde). Die positive Wirkung auf die Gesamtkonjunktur im Euro-Währungsgebiet wird jedoch aller Voraussicht nach im laufenden Jahr relativ begrenzt bleiben und sich im kommenden Jahr möglicherweise ins Negative kehren. Grundsätzlich sollten derartige Maßnahmen angesichts ihrer verzerrenden Effekte mit Vorsicht umgesetzt werden, da sie dem effizienten Funktionieren einer freien Marktwirtschaft entgegenstehen und den notwendigen Strukturwandel verzögern können, wodurch auf längere Sicht das Gesamteinkommen und die Beschäftigungsaussichten negativ beeinflusst werden.

Im Einklang mit der Entwicklung in vorangegangenen Rezessionsphasen waren die Bruttoanlageinvestitionen eine der Haupttriebfedern des gegenwärtigen Konjunkturabschwungs. Im zweiten Jahresviertel 2009 gingen sie um 1,5 % gegenüber dem Vorquartal zurück. Die Abnahme fiel damit jedoch deutlich geringer aus als im Schlussquartal 2008 und im ersten Vierteljahr 2009, als ein Minus von 3,5 % bzw. 5,4 % verzeichnet worden war. Die zweite Schätzung von Eurostat bestätigt, dass für die Verringerung der Gesamtinvestitionen zum größten Teil die Investitionen ohne Bauten (hauptsächlich Vermögenswerte zur Herstellung von Waren bzw. Erbringung von Dienstleistungen) verantwortlich waren, während die Bauinvestitionen weniger stark abnahmen.

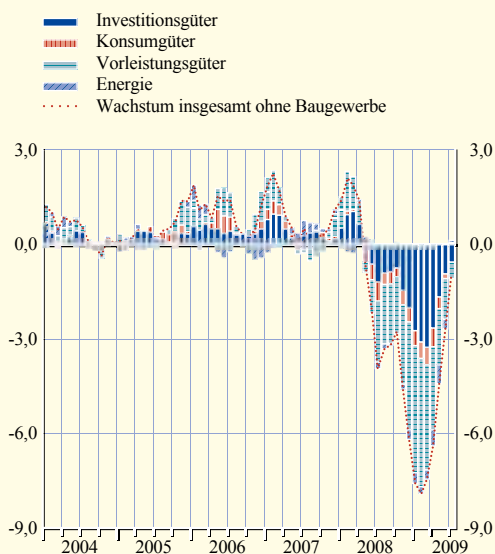
Das Investitionswachstum dürfte auch in der zweiten Jahreshälfte 2009 negativ bleiben. In Anbetracht der gedämpften Endnachfrage ist davon auszugehen, dass die Investitionsentscheidungen von der Konjunktorentwicklung weder positiv noch negativ beeinflusst werden. Indessen wird vom Außenfinanzierungsbedarf vor dem Hintergrund der projizierten weiteren Abschwächung der Gewinnentwicklung voraussichtlich ein Abwärtsdruck auf die Investitionen ausgehen. Andererseits dürften sich die in den vergangenen Quartalen rückläufigen realen Finanzierungskosten zunehmend förderlich auf die Investitionstätigkeit auswirken.

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

Der zweiten Schätzung von Eurostat zufolge ging die reale Wertschöpfung im zweiten Quartal 2009 in der Industrie weiter zurück, während die vierteljährliche Wachstumsrate im Dienstleistungssektor nach zwei aufeinanderfolgenden Quartalen negativen Wachstums wieder in den positiven Bereich zurückkehrte.

Abbildung 27 Beiträge zum Wachstum der Industrieproduktion

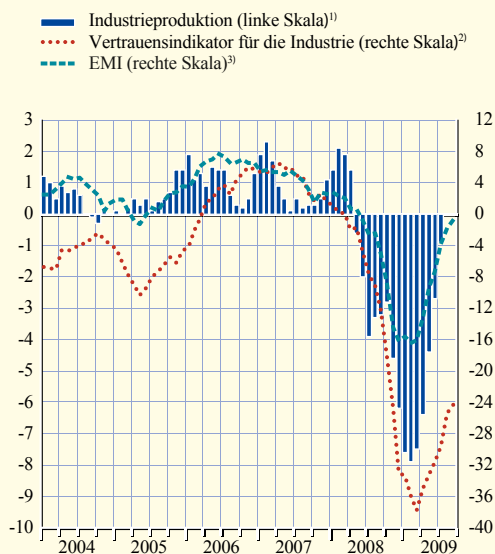
(Wachstum in % und Beiträge in Prozentpunkten; Monatswerte; saisonbereinigt)



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

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.  
1) Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %.  
2) Salden in %.  
3) Einkaufsmanagerindex; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten.

Die monatlichen Indikatoren lassen darauf schließen, dass sich die Konjunktur im dritten Jahresviertel 2009 etwas stabilisierte, während sich die Erzeugung in der Industrie des Eurogebiets (ohne Baugewerbe) im Juli um 0,3 % gegenüber dem Vormonat verringerte (siehe Abbildung 27). Bereinigt um die monatliche Volatilität scheint die Produktion in den letzten Monaten stabilere Werte erreicht zu haben. Dabei ist zu beachten, dass die Indikatoren der kurzfristigen Entwicklungen – wie zum Beispiel die monatlichen Veränderungsrate bei saisonbereinigten Zeitreihen wie der Industrieproduktion – derzeit mit noch größerer Vorsicht als in ruhigeren Konjunkturzeiten zu interpretieren sind.

Branchenumfragen deuten ebenfalls auf eine anhaltende Verbesserung der Industrieproduktion hin, allerdings ausgehend von einem niedrigen Niveau (siehe Abbildung 28). Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe stieg im September weiter an und erreichte nahezu 50 Punkte (ein Indexwert von über 50 weist auf einen Produktionsanstieg, ein Wert von unter 50 auf einen Produktionsrückgang hin). Der Anstieg im September spiegelt Verbesserungen in allen Komponenten wider, lediglich bei der Beschäftigung wurde ein unverändert niedriges Niveau verzeichnet. Andere Branchenumfragen, wie etwa die der Europäischen Kommission, bestätigen im Allgemeinen die EMI-Daten.

## ARBEITSMARKT

Die Lage an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets hat sich in den letzten Monaten weiter verschlechtert. Wie die zweite Schätzung von Eurostat bestätigt, nahm die Beschäftigung im Euroraum im zweiten Quartal des laufenden Jahres zum vierten Mal in Folge gegenüber dem Vorquartal



**Tabelle 6 Beschäftigungswachstum**

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

	Vorjahresraten		Quartalsraten				
	2007	2008	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2
Gesamtwirtschaft	1,8	0,8	0,1	-0,3	-0,3	-0,7	-0,5
<i>Darunter:</i>							
Landwirtschaft und Fischerei	-1,5	-1,4	-1,1	-0,6	0,3	-0,7	-0,8
Industrie	1,4	-0,8	-0,3	-1,0	-1,3	-1,7	-1,5
Ohne Baugewerbe	0,3	-0,2	-0,1	-0,6	-1,0	-1,5	-1,5
Baugewerbe	3,9	-2,2	-0,9	-2,0	-2,1	-2,1	-1,5
Dienstleistungen	2,1	1,4	0,3	0,0	0,0	-0,4	-0,1
Handel und Verkehr	2,0	1,3	0,1	-0,2	-0,4	-0,8	-0,5
Finanzierung und Unternehmensdienstleister	4,1	2,2	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,6
Öffentliche Verwaltung <sup>1)</sup>	1,2	1,1	0,6	0,1	0,6	0,1	0,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

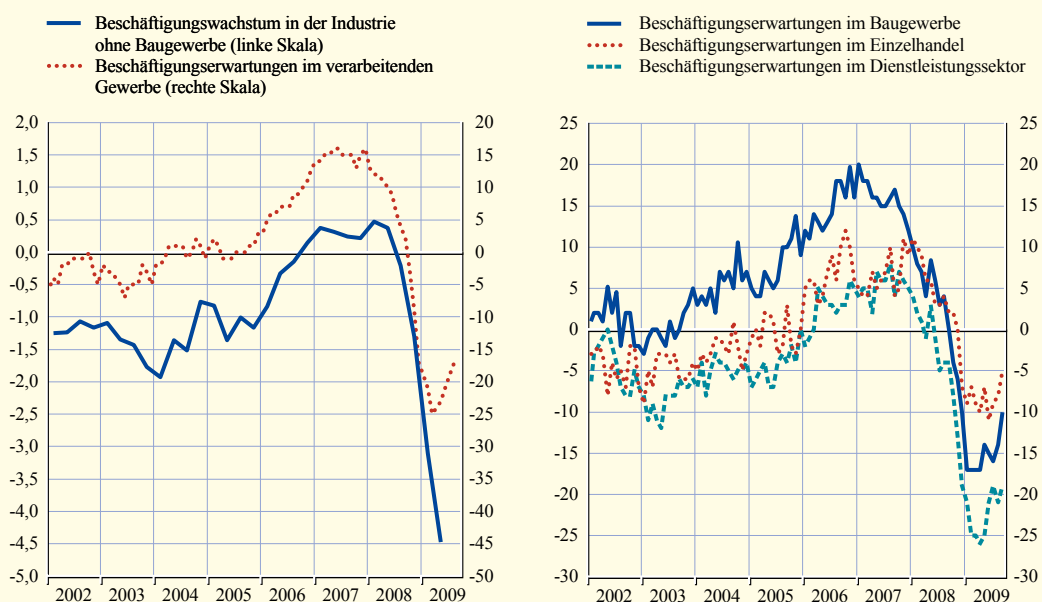
1) Umfasst auch Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen.

ab, und zwar um 0,5 % (siehe Tabelle 6). Der Beschäftigungsrückgang im zweiten Jahresviertel ging in erster Linie von der Industrie aus, während die Beschäftigung im Dienstleistungssektor weitgehend unverändert blieb.

Branchenumfragen weisen darauf hin, dass sich die Beschäftigung im dritten Quartal 2009 weiter verringerte (siehe Abbildung 29). Der EMI-Umfrage zufolge wurde bei den Beschäftigungsabsich-

**Abbildung 29 Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen**

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



Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.  
Anmerkung: Die Salden sind mittelwertbereinigt.

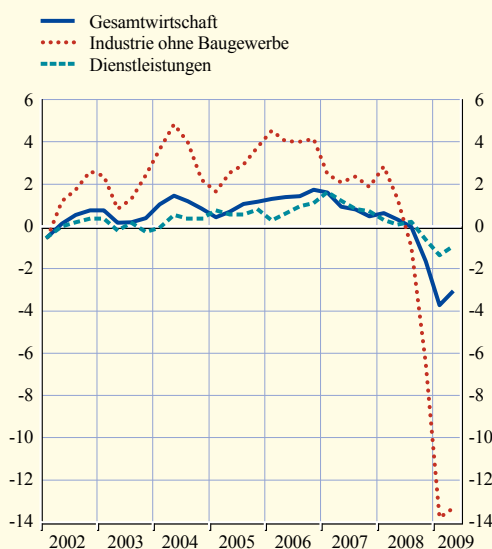
ten im September sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor nach wie vor ein sehr niedriges Niveau verzeichnet. Die entsprechenden aktuellen Umfragen der Europäischen Kommission lassen ebenfalls auf gedämpfte Beschäftigungsaussichten schließen.

Aufgrund des Konjunkturrückgangs und der relativ stabilen Beschäftigungsentwicklung in den vergangenen zwölf Monaten sank die Arbeitsproduktivität (gemessen als Produktion je Erwerbstätigen) im zweiten Quartal 2009 erneut, und zwar um 3,1 % gegenüber dem Vorjahr (siehe Abbildung 30). Dies war in erster Linie der Industrie zuzuschreiben, während dem Dienstleistungssektor ein verhältnismäßig geringer Anteil zukam. Die kurzfristige Entwicklung lässt darauf schließen, dass sich die Arbeitsproduktivität im Euroraum im zweiten Jahresviertel verbesserte. Verantwortlich hierfür war in erster Linie die Tatsache, dass sich die Wirtschaft stabilisiert hat. Für die zweite Hälfte des laufenden Jahres wird eine allmähliche Erholung der Produktivität erwartet, die aus einem weiteren Beschäftigungsabbau und einer sukzessiven Konjunkturbelebung resultieren dürfte.

Die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich im August gegenüber dem Vormonat um 0,1 Prozentpunkte auf 9,6 % (siehe Abbildung 31). Die Arbeitslosenquote für den Euroraum verzeichnet derzeit den höchsten Stand seit Anfang 1999. In Kasten 5 wird der Zusammenhang zwischen Veränderungen der Produktion und der Arbeitslosigkeit im Eurogebiet seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion genauer analysiert.

Abbildung 30 Arbeitsproduktivität

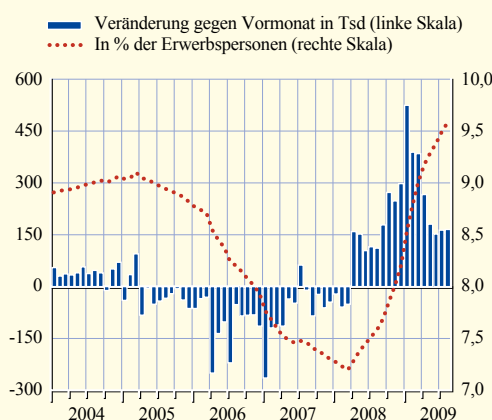
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung 31 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Kasten 5

DER ZUSAMMENHANG VON PRODUKTION UND ARBEITSLOSIGKEIT IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Im Zeitraum von der Einführung des Euro bis zum Frühjahr 2008 wies die Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet einen Abwärtstrend auf und war im März 2008 mit 7,2 % so niedrig wie seit 25 Jahren nicht mehr. Mit dem Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen und dem damit verbundenen scharfen Wirtschaftsabschwung stieg die Zahl der Arbeitslosen wieder deutlich an. Im August 2009

lag die Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet bei 9,6 % und erreichte damit ihren höchsten Stand seit zehn Jahren. Im vorliegenden Kasten wird der Zusammenhang zwischen Veränderungen der Produktion und der Arbeitslosigkeit im Eurogebiet seit der Einführung des Euro untersucht, wobei auch auf die unterschiedlichen Erfahrungen der Euro-Länder eingegangen wird.

Der Zusammenhang zwischen der gleichzeitigen Veränderung des Wirtschaftswachstums und der Arbeitslosigkeit ist in der Fachliteratur weithin bekannt und wird oft als das „Okunsche Gesetz“ bezeichnet. Dem Okunschen Gesetz zufolge, das eher eine empirische Faustregel als einen theoretisch begründeten Zusammenhang darstellt, ist ein Rückgang der Produktion von 2 bis 3 Prozentpunkten mit einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Arbeitslosenquote von 1 Prozentpunkt verbunden.<sup>1</sup>

### Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

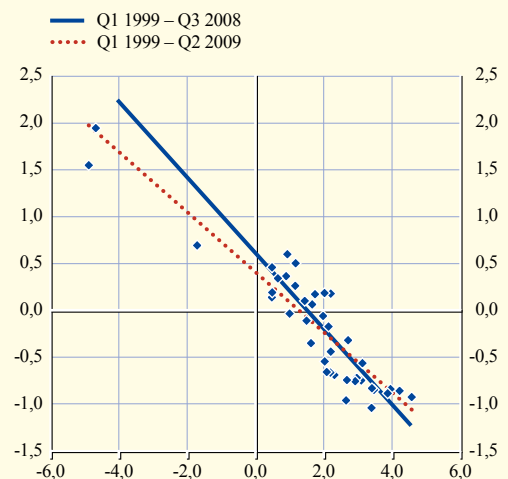
In Abbildung A wird auf Basis von Quartalswerten für den Zeitraum vom Beginn der WWU im Jahr 1999 bis zum zweiten Quartal 2009 die jährliche Veränderung der Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet in Prozentpunkten der gleichzeitigen prozentualen Veränderung des BIP im Vorjahresvergleich gegenübergestellt. Die Daten bis zum dritten Quartal 2008 lassen darauf schließen, dass ein Anstieg (bzw. ein Rückgang) des BIP im Euroraum von 1 Prozentpunkt mit einem gleichzeitigen Rückgang (bzw. Anstieg) der Arbeitslosenquote im Eurogebiet von 0,4 Prozentpunkten verbunden ist.<sup>2</sup> Dies lässt sich an der für diesen Zeitraum geschätzten fett gedruckten Trendlinie in Abbildung A ablesen. Die Einbeziehung der drei letzten Werte und damit des schwerwiegendsten Abschwungs im Beobachtungszeitraum würde den geschätzten Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Arbeitslosigkeit und des BIP erheblich beeinflussen. Werden diese Werte berücksichtigt, beträgt der geschätzte Koeffizient nur noch 0,3 (siehe gepunktete Linie in Abbildung A).

Infolge des jüngsten Wirtschaftsabschwungs schrumpfte das BIP im Euro-Währungsgebiet zwischen dem zweiten Quartal 2008 und dem zweiten Quartal 2009 um rund 4,8 %, wäh-

**Abbildung A Zusammenhang zwischen Veränderungen der Produktion und der Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet seit Einführung des Euro**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten; Quartalswerte)

x-Achse: Veränderung des BIP im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr in %  
y-Achse: Veränderung der Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr in Prozentpunkten



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1 Okun zufolge beträgt der Zusammenhang zwischen der Veränderung des BIP und der Arbeitslosigkeit für die Vereinigten Staaten im Zeitraum von 1948 bis 1960 auf Basis von Quartalswerten -0,3. Siehe A. M. Okun, Potential GNP: Its Measurement and Significance, in: Proceedings of the Business and Economic Statistics Section, American Statistical Association, 1962, S. 98-104.  
2 Eine einfache Regression nach dem Kleinst-Quadrate-Verfahren quantifiziert den Zusammenhang als  $\Delta U = -0,40 \Delta BIP (-10,4) + 0,60 (6,4)$ , wobei  $\Delta U$  die absolute Veränderung der harmonisierten Arbeitslosenquote des Euroraums gegenüber dem Vorjahr in Prozentpunkten darstellt und  $\Delta BIP$  die Veränderung des euroraumweiten BIP gegenüber dem Vorjahr misst; die t-Statistik ist in Klammern angegeben;  $R^2 = 0,75$  aus 39 Werten im Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum dritten Quartal 2008.

rend sich die Arbeitslosigkeit um 1,9 Prozentpunkte erhöhte. Dies ist teilweise auf die in mehreren Ländern ergriffenen Maßnahmen zur Verringerung der Arbeitsstunden je Beschäftigten zurückzuführen, wenngleich es zwischen den einzelnen Ländern beträchtliche Unterschiede gibt.

### Entwicklung in den einzelnen Ländern

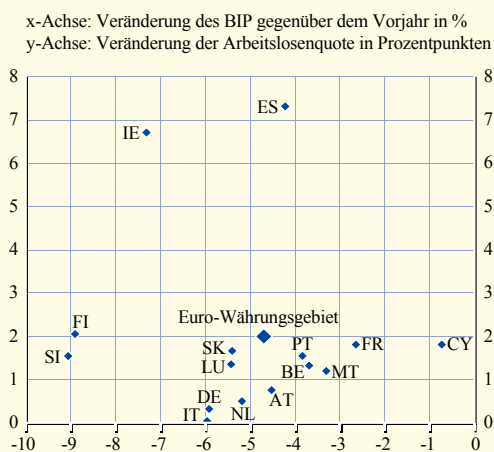
Abbildung B zeigt den Anstieg der Arbeitslosenquoten in Prozentpunkten sowie die gleichzeitige prozentuale Veränderung des BIP (jeweils gegenüber dem Vorjahr) für den Euro-Raum insgesamt und für die Mitgliedstaaten im Zeitraum vom zweiten Quartal 2008 bis zum zweiten Quartal 2009. Wenngleich die Abbildung nicht zuletzt wegen der unterschiedlich raschen Anpassung der Arbeitslosigkeit in den einzelnen Euro-Ländern mit Vorsicht interpretiert werden sollte, scheinen die nationalen

Arbeitsmärkte im Eurogebiet doch recht unterschiedlich auf den jüngsten Abschwung reagiert zu haben. In einigen Ländern des Euroraums erhöhte sich die Arbeitslosigkeit trotz eines relativ starken BIP Rückgangs eher geringfügig, insbesondere in Deutschland, Italien und den Niederlanden. In anderen Ländern (vor allem in Spanien und Irland) kam es dagegen offensichtlich zu einem überproportional starken Anstieg der Arbeitslosenquoten im Vergleich zum Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets. Gemessen am Rückgang des jeweiligen BIP nahm die Arbeitslosigkeit im Beobachtungszeitraum auch in Zypern und Frankreich relativ deutlich zu.

Für die Divergenz zwischen den Ländern kommen viele Gründe in Betracht. So dürften Differenzen in der Arbeitsmarktpolitik und den Arbeitsmarktinstitutionen der einzelnen Euro-Länder einen Einfluss darauf haben, wie zügig die Anpassung der Arbeitsmärkte erfolgt. Unterschiedliche Ausprägungen im Niveau und Abdeckungsgrad des Kündigungsschutzes (d. h., gelten die Kündigungsschutzbestimmungen für alle Arbeitnehmer oder sind bestimmte Gruppen wie etwa junge Arbeitskräfte davon ausgenommen?), verschiedene Anteile an befristeten und unbefristeten Arbeitsverträgen sowie unterschiedliche staatliche Programme bei vorübergehenden Produktionsschwankungen (staatlich subventionierte Kurzarbeit, Befreiung der Arbeitgeber von bestimmten Sozialabgaben usw.) beeinflussen zweifellos die Arbeitsmarktanpassung in den einzelnen Ländern.<sup>3</sup> Weiterer Spielraum für Abweichungen in der Arbeitsmarktentwicklung ergibt sich aus Differenzen zwischen den Lohnsetzungsinstitutionen, die sich auf den Anpassungsgrad der Löhne bei Produktionsschocks auswirken. Darüber hinaus liegen Hinweise darauf vor, dass eine Verringerung der Arbeitsmarktflexibilität durch diese Institutionen die Arbeitslosigkeit nachhaltiger beeinflussen kann.<sup>4</sup>

**Abbildung B Produktionseinbußen und Anstieg der Arbeitslosigkeit im Zeitraum vom zweiten Quartal 2008 bis zum zweiten Quartal 2009**

(in Prozentpunkten; Veränderung in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Angaben für Griechenland sind nicht verfügbar. Die Daten für Luxemburg beziehen sich auf den Zeitraum vom ersten Quartal 2008 bis zum ersten Quartal 2009.

<sup>3</sup> Siehe auch EZB, Arbeitsmarktanpassungen während des aktuellen Konjunkturabschwungs, Kasten 6, Monatsbericht Juni 2009.

<sup>4</sup> Siehe O. Blanchard und J. Wolfers, The role of shocks and institutions in the rise of European unemployment: the aggregate evidence, in: Economic Journal, Bd. 100, Royal Economic Society, 2000, S. C1-33.

Die politisch Verantwortlichen in zahlreichen Ländern des Euroraums haben erhebliche Anstrengungen unternommen, um die Beschäftigung im Zuge des aktuellen Konjunkturrückgangs zu stützen, wobei verschiedene Formen von Kurzarbeit zum Einsatz kamen. Soweit derartige Maßnahmen der Umverteilung von Arbeitskräften von weniger produktiven zu produktiveren Sektoren entgegenstehen oder die notwendige Umstrukturierung von Unternehmen des Euroraums in Reaktion auf neue ökonomische Herausforderungen erschweren, kann ein zu langer Einsatz dieser Programme das Produktivitätswachstum und die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums auf längere Sicht beeinträchtigen. Daher würden verstärkte Anstrengungen zur Umsetzung weiterer Strukturreformen an den Arbeitsmärkten des Eurogebiets dazu beitragen, die Wettbewerbsfähigkeit zu stärken und damit die längerfristigen Aussichten für das Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet zu verbessern. Zu diesen Maßnahmen gehören weitere Reformen der Kündigungsschutzbestimmungen, sobald die Wirtschaft wieder auf einen stabilen Erholungspfad zurückgekehrt ist. Damit soll die Segmentierung der Arbeitsmärkte überwunden und die branchenübergreifende Mobilität der Arbeitnehmer gefördert werden. Weitere Zielsetzungen sind die Reform der Steuer- und Sozialleistungssysteme im Sinne verbesserter Arbeitsanreize sowie die Flexibilisierung der Lohnsetzungssysteme.

#### 4.3 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Nach den um den Jahreswechsel herum beobachteten deutlich negativen Wachstumsraten schwächte sich die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum der zweiten Schätzung von Eurostat zufolge im zweiten Quartal 2009 nur geringfügig ab, und zwar um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal. Vorliegende Umfrageindikatoren deuten nach wie vor auf eine anhaltende Stabilisierung der Konjunktur hin. So dürfte das Eurogebiet von einer Erholung der Exporte, den laufenden umfangreichen gesamtwirtschaftlichen Konjunkturprogrammen sowie den zur Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen profitieren. Darüber hinaus wird erwartet, dass der Lagerzyklus nach den erheblich negativen Beiträgen in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres im zweiten Halbjahr einen positiven Beitrag zum realen BIP-Wachstum leistet. Insgesamt wird davon ausgegangen, dass es weiterhin zu einer recht uneinheitlichen Erholung kommen wird. Auf kurze Sicht wird sie von einer Reihe temporärer Faktoren gestützt, dürfte auf mittlere Sicht jedoch von dem anhaltenden Prozess der Bilanzkorrekturen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euroraums beeinträchtigt werden.

Die Risiken für diesen Ausblick bleiben weitgehend ausgewogen. Einerseits könnten die laufenden umfangreichen gesamtwirtschaftlichen Konjunkturprogramme sowie andere wirtschaftspolitische Maßnahmen stärkere Auswirkungen haben als erwartet. Auch könnte das Vertrauen schneller zunehmen, die Verschlechterung am Arbeitsmarkt geringer ausfallen als zuvor angenommen und die Auslandsnachfrage höher sein als projiziert. Andererseits bestehen weiterhin Bedenken im Zusammenhang mit einer stärkeren oder länger andauernden negativen Rückkoppelung zwischen der Realwirtschaft und dem Finanzsektor, erneuten Preissteigerungen bei Öl und anderen Rohstoffen, sich verstärkenden Protektionismusbestrebungen sowie einer möglichen ungeordneten Korrektur globaler Ungleichgewichte. Gleichzeitig sind die Aussichten weiterhin mit einer höheren Unsicherheit als üblich behaftet.

## 5 WECHSELKURS- UND ZAHLUNGSBILANZENTWICKLUNG

### 5.1 WECHSELKURSE

Nachdem der Wechselkurs des Euro im Sommer eine Phase der Stabilisierung verzeichnet hatte, festigte er sich in nominaler effektiver Rechnung im September vor allem infolge der Aufwertung der Gemeinschaftswährung gegenüber dem Pfund Sterling und dem US-Dollar. Diese Entwicklung ging mit einer weiter nachlassenden Wechselkursvolatilität im Verhältnis zu einer ganzen Reihe von Währungen einher.

#### EFFEKTIVER WECHSELKURS DES EURO

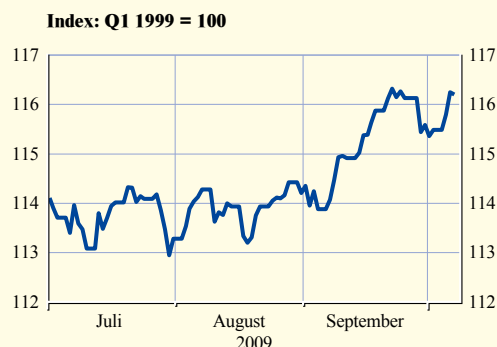
Der nominale effektive Wechselkurs des Euro – gemessen an den Währungen der 21 wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – stieg im September des laufenden Jahres an, nachdem im Sommer eine Phase der Stabilisierung verzeichnet worden war. Am 7. Oktober lag er 1,8 % über seinem Stand von Ende Juni und 2,8 % über seinem Durchschnitt des Jahres 2008. Die Aufwertung der Gemeinschaftswährung von Ende Juni bis zum 7. Oktober war in erster Linie durch die Entwicklung der bilateralen Wechselkurse des Euro in Relation zum Pfund Sterling und zum US-Dollar bedingt, die nur zum Teil durch Kursverluste gegenüber dem japanischen Yen und den Währungen einiger EU-Mitgliedstaaten ausgeglichen wurde (siehe Abbildung 32).

#### US-DOLLAR/EURO

In den vergangenen drei Monaten hat der Euro in Relation zur US-amerikanischen Währung leicht angezogen (siehe Abbildung 33). Der US-Dollar gab zudem gegenüber einer größeren Anzahl an Währungen nach, was offenbar die Folge der niedrigen Zinsen in den Vereinigten Staaten und der abnehmenden Risikowahrnehmung weltweit war; dies führte zu gewissen Portfolioumschichtungen zulasten des US-Dollar, der seit dem Beginn der weltweiten Finanzkrise als sicherer Hafen gedient hatte. Gleichzeitig ging die implizite Volatilität des USD/EUR-Wechselkurses weiter zurück und näherte sich ihrem durchschnittlichen Niveau der vergangenen zehn Jahre. Am 7. Oktober 2009 notierte der Euro bei 1,47 USD und damit 4,0 % über seinem Stand von Ende Juni 2009; dies entspricht etwa seinem Durchschnitt des Jahres 2008.

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

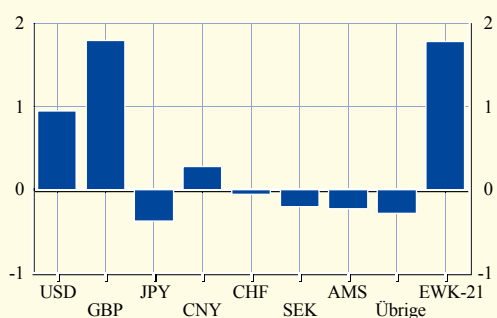
(Tageswerte)



#### Beiträge zur Veränderung des effektiven Wechselkurses<sup>2)</sup>

30. Juni bis 7. Oktober 2009

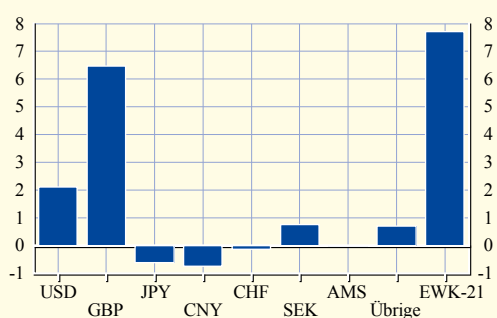
(in Prozentpunkten)



#### Beiträge zur Veränderung des effektiven Wechselkurses<sup>2)</sup>

3. Januar 2005 bis 7. Oktober 2009

(in Prozentpunkten)



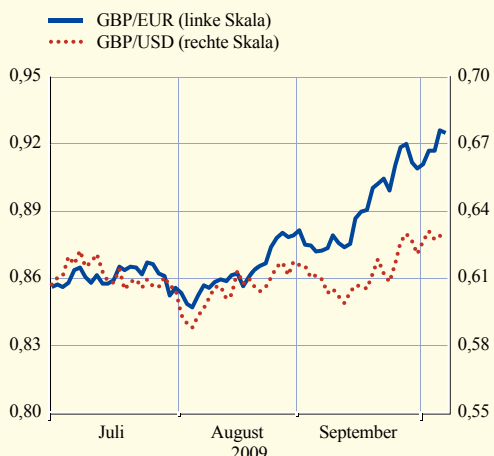
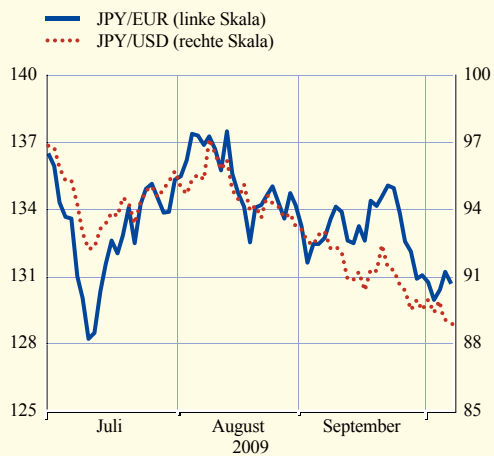
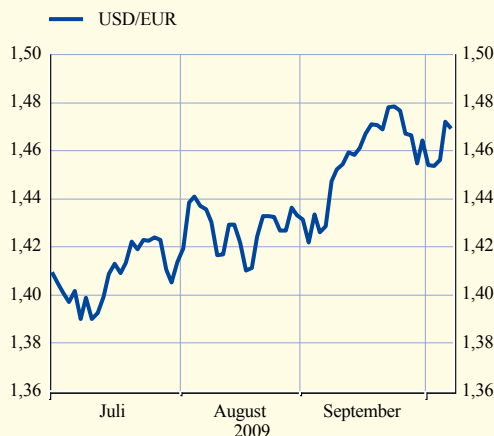
Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen der 21 wichtigsten 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 Pfund Sterling und der schwedischen Krone). 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.

Abbildung 33 Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

### JAPANISCHER YEN/EURO

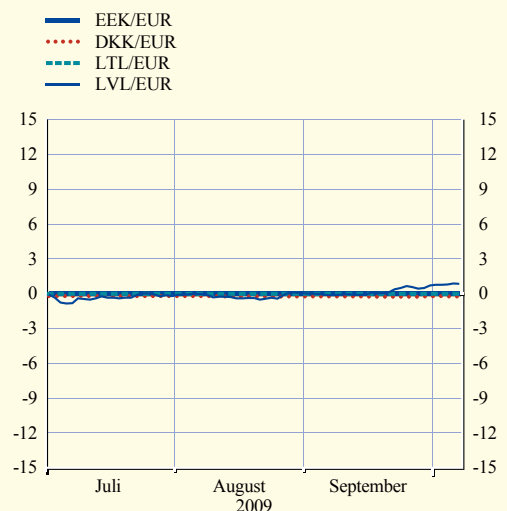
Der Euro bewegte sich in den vergangenen drei Monaten gegenüber dem japanischen Yen in einer Spanne von 128 JPY bis 138 JPY, wobei er Berichten zufolge von der insgesamt veränderten Risikoeinschätzung an den Finanzmärkten beeinflusst wurde. In jüngster Zeit könnten Erwägungen der Marktteilnehmer über die Linie der japanischen Behörden in Bezug auf den Wechselkurs des Yen ebenfalls eine Rolle gespielt haben. Zugleich nahm die implizite Volatilität für dieses Währungspaar erneut ab, blieb aber über ihrem historischen Durchschnitt. Am 7. Oktober wurde der Euro mit 130,7 JPY gehandelt und lag damit 3,6 % unter seinem Stand von Ende Juni bzw. 14,2 % unter seinem Durchschnitt des vergangenen Jahres.

### WÄHRUNGEN DER EU-MITGLIEDSTAATEN

Von Ende Juni bis zum 7. Oktober blieben die meisten am WKM II teilnehmenden Währungen gegenüber dem Euro weitgehend stabil und wurden weiterhin zu oder nahe bei ihrem jeweiligen Leitkurs gehandelt (siehe Abbildung 34). Der

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 Standardschwankungsbreite von  $\pm 15\%$ .

lettische Lats gab jedoch im September nach und tendierte zum schwächeren Ende des einseitig festgelegten Schwankungsbandes von  $\pm 1$  %. Dies geschah vor dem Hintergrund von Bedenken an den Märkten, ob die Bedingungen, an die internationale Finanzhilfen gebunden sind, erfüllt werden können.

Was die Währungen der anderen, nicht am WKM II teilnehmenden EU-Mitgliedstaaten anbelangt, so verzeichnete der Euro in Relation zum Pfund Sterling in den vergangenen drei Monaten deutliche Kursgewinne. Am 7. Oktober notierte er 8,5 % über seinem Niveau von Ende Juni. Die jüngste Entwicklung des Wechselkurses der Gemeinschaftswährung zum Pfund Sterling wurde Berichten zufolge von der Unsicherheit der Marktteilnehmer bezüglich der Konjunkturaussichten im Vereinigten Königreich bestimmt. Unterdessen wertete der Euro im Verhältnis zum polnischen Zloty, zum ungarischen Forint und zur tschechischen Krone nicht mehr so stark ab, nachdem er gegenüber diesen Währungen seit Anfang März 2009 nahezu ununterbrochen an Wert verloren hatte. Am 7. Oktober lag der Euro in Relation zum polnischen Zloty 5,3 %, zum ungarischen Forint 1,3 % und zur tschechischen Krone 0,8 % unter seinem Stand von Ende Juni. Die Gemeinschaftswährung schwächte sich in diesem Zeitraum auch gegenüber der schwedischen Krone ab (um 4,2 %), was anscheinend den nachlassenden Bedenken an den Märkten bezüglich der wirtschaftlichen Aussichten in bestimmten baltischen Staaten zuzuschreiben war.

#### ANDERE WÄHRUNGEN

Der Euro gab von Ende Juni bis zum 7. Oktober ungeachtet gewisser Schwankungen gegenüber dem Schweizer Franken um 0,8 % nach, nachdem an den Märkten Meldungen über angebliche Interventionen der Schweizerischen Nationalbank an den Devisenmärkten bekannt geworden waren. In derselben Zeitspanne kam es zu Kursverlusten des Euro gegenüber dem australischen Dollar (um 4,9 %), dem südkoreanischen Won (um 4,6 %) und dem kanadischen Dollar (um 4,5 %).

## 5.2 ZAHLUNGSBILANZ

*Beim Warenhandel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets verdichten sich die Anzeichen einer Stabilisierung, da die Exporte die Importe überstiegen. Dementsprechend verringerte sich in den letzten Monaten das über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanzdefizit des Euroraums und belief sich bis Juli 2009 auf 108,7 Mrd € (1,2 % des BIP). In der Kapitalbilanz lassen die Auswirkungen der weltweiten Finanzkrise allmählich nach. Die Mittelrückführung hat sich abgeschwächt, und die finanziellen Transaktionen mit der übrigen Welt scheinen auf eine geringere Präferenz der Investoren für sichere und liquide Anlagen hinzudeuten.*

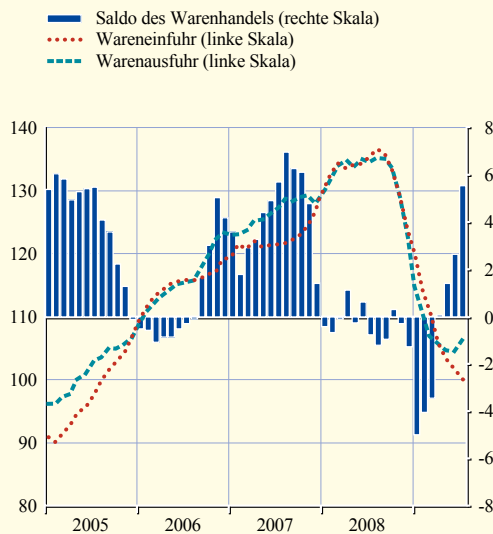
#### WARENHANDEL, DIENSTLEISTUNGSVERKEHR UND LEISTUNGSBILANZ

Nach der deutlichen Kontraktion um den Jahreswechsel herum verdichten sich beim Warenhandel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets vor allem auf der Exportseite die Anzeichen einer Stabilisierung. Im Dreimonatszeitraum bis Juli 2009 wurde bei der Warenausfuhr der erste – wenn auch relativ geringe – Anstieg seit September 2008 verzeichnet; im Vergleich zur vorangegangenen Dreimonatsperiode legten die Ausfuhren um 0,2 % zu (siehe Abbildung 35). Die Exporttätigkeit wurde durch eine stärkere Auslandsnachfrage und eine allmähliche Reaktivierung der internationalen Versorgungsketten gestützt, da die Konjunktur in wichtigen Exportmärkten die Talsohle erreichte und viele Unternehmen ihre Vorräte angesichts der verbesserten Wirtschaftsaussichten aufstockten. Die Stabilisierung der Importe konnte mit der Entwicklung der Exporte nicht Schritt halten. Die Wareneinfuhr war nach wie vor rückläufig, wenngleich sich das Tempo verringerte und der Rückgang in den drei Monaten bis Juli 2009 bei 5,0 % gegenüber dem Dreimonatsabschnitt davor lag.



**Abbildung 35 Warenhandel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets**

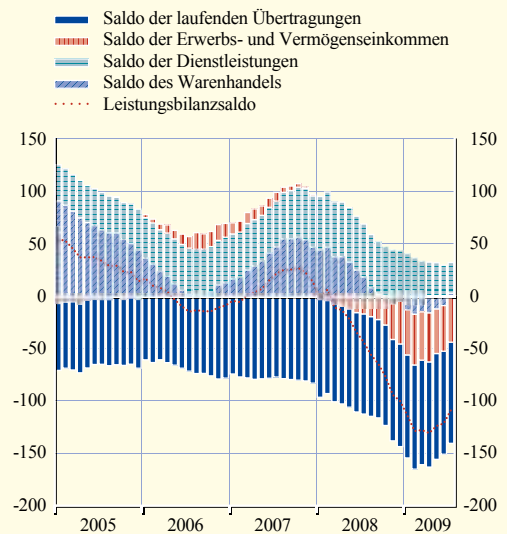
(in Mrd €; gleitende Dreimonatsdurchschnitte; Monatswerte; saison- und arbeitstäglich bereinigt)



Quelle: EZB.

**Abbildung 36 Hauptposten der Leistungsbilanz**

(in Mrd €; über 12 Monate kumulierte Ströme; Monatswerte; saison- und arbeitstäglich bereinigt)



Quelle: EZB.

Aufgrund dieser Veränderungen beim Warenhandel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets haben sich der Saldo des Warenhandels und somit auch die Leistungsbilanz schrittweise verbessert (siehe Abbildung 36). Im Juli 2009 wies der über zwölf Monate kumulierte Saldo des Warenhandels erstmals seit Oktober 2008 wieder einen Überschuss auf. Gleichzeitig verringerte sich das kumulierte Leistungsbilanzdefizit auf 108,7 Mrd € (rund 1,2 % des BIP), obgleich es immer noch deutlich höher war als ein Jahr zuvor.

Der Dienstleistungsverkehr blieb im Dreimonatszeitraum bis Juli 2009 schwach; im Vergleich zu den vorangegangenen drei Monaten gingen hier die Ausgaben und Einnahmen um 4,9 % bzw. 3,7 % zurück. Diese gedämpfte Entwicklung spiegelt die Tatsache wider, dass weltweit die Erholung im Dienstleistungsbereich zuletzt hinter derjenigen im verarbeitenden Gewerbe zurückblieb. Da Dienstleistungen im Gegensatz zu Waren nicht gelagert werden können, kam ihnen die aktuelle Aufstockung der Lager durch die Unternehmen nicht zugute. Dies ist zum Teil auch der Grund dafür, dass der Dienstleistungsverkehr zum Jahreswechsel weitaus weniger stark zurückging als der Warenhandel, was zu ungünstigeren Basiseffekten führte. Darüber hinaus haben bestimmte fiskalpolitische Maßnahmen, wie z. B. Abwrackprämien für Altfahrzeuge in einer Reihe von Ländern des Eurogebiets, den Warenhandel mehr gestärkt als den Dienstleistungsverkehr.

Was die sonstigen Teilsalden der Leistungsbilanz betrifft, so war das über zwölf Monate kumulierte Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen im Juli 2009 merklich größer als ein Jahr zuvor, da die Einnahmen im Rahmen von Investitionstätigkeiten stärker sanken als die Ausgaben. Schließlich weitete sich der Passivsaldo bei den laufenden Übertragungen im Zwölfmonatszeitraum bis Juli geringfügig aus (siehe Tabelle 7).

Den verfügbaren Indikatoren zufolge wird sich die allmähliche Erholung der Warenausfuhr des Euroraums in nächster Zeit fortsetzen. Nach sechs Anstiegen in Folge stabilisierte sich der Ein-

Tabelle 7 Hauptposten der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigte Werte)

	2009		Gleitende Dreimonatsdurchschnitte bis				Über 12 Monate kumulierte Werte bis	
	2009 Juni	2009 Juli	2008 Okt.	2009 Jan.	2009 April	2009 Juli	2008 Juli	2009 Juli
<i>In Mrd €</i>								
<b>Leistungsbilanz</b>	-4,3	6,6	-9,1	-18,2	-9,6	0,7	-44,0	-108,7
Saldo des Warenhandels	2,5	11,2	0,3	-5,0	0,1	5,5	18,2	2,7
Ausfuhr	104,5	108,8	133,1	114,3	105,4	105,6	1578,0	1375,2
Einfuhr	102,0	97,6	132,8	119,3	105,3	100,1	1559,8	1372,5
Saldo der Dienstleistungen	1,0	2,7	2,7	3,0	1,8	2,2	50,5	29,2
Einnahmen	37,1	37,3	42,6	41,6	39,1	37,6	505,1	482,7
Ausgaben	36,0	34,6	39,9	38,6	37,3	35,4	454,6	453,4
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-2,7	-1,6	-3,9	-7,1	-2,9	-0,8	-17,1	-44,0
Saldo der laufenden Übertragungen	-5,2	-5,7	-8,2	-9,2	-8,5	-6,3	-95,6	-96,6
<b>Kapitalbilanz <sup>1)</sup></b>	-7,4	-34,1	29,4	32,3	33,3	-5,0	135,1	269,9
Direktinvestitionen und Wertpapier- anlagen zusammengenommen (netto)	35,7	-17,6	62,9	-3,7	44,8	27,0	-43,2	392,8
Nettodirektinvestitionen	-9,2	5,3	-15,4	-25,0	-11,2	0,3	-144,2	-154,2
Nettowertpapieranlagen	44,9	-23,0	78,3	21,3	56,0	26,7	101,0	547,0
Aktien und Investmentzertifikate	0,4	18,9	-17,0	-7,6	16,3	9,3	-16,1	2,9
Schuldverschreibungen	44,5	-41,9	95,3	29,0	39,7	17,4	117,0	544,0
Anleihen	53,8	-66,6	19,5	18,7	29,2	14,4	146,3	245,5
Geldmarktpapiere	-9,4	24,8	75,8	10,2	10,5	2,9	-29,3	298,5
<i>Veränderung gegenüber der Vorperiode in %</i>								
<b>Warenhandel und Dienstleistungen</b>								
Ausfuhr	-0,3	3,2	0,0	-11,3	-7,3	-0,8	7,1	-10,8
Einfuhr	1,3	-4,2	-0,3	-8,5	-9,7	-5,0	8,6	-9,4
<b>Warenhandel</b>								
Ausfuhr	1,1	4,1	-0,7	-14,1	-7,8	0,2	6,7	-12,9
Einfuhr	1,4	-4,3	-1,5	-10,1	-11,7	-5,0	8,9	-12,0
<b>Dienstleistungen</b>								
Einnahmen	-3,8	0,5	2,5	-2,4	-6,0	-3,7	8,4	-4,4
Ausgaben	1,1	-3,9	4,0	-3,2	-3,4	-4,9	7,7	-0,3

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.

kaufsmangerindex (EMI) für Auftragseingänge im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes im Euroraum im September auf einem Wert, der knapp über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten liegt (siehe Abbildung 37). Dies steht weitgehend im Einklang mit der Umfrage der Europäischen Kommission zur Auftragslage der Exporteure im Eurogebiet, die sich im September – ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau – verbesserte, wenn auch weniger stark als im Vormonat. Gestützt durch eine verstärkte inländische Endnachfrage und einen zusätzlichen Bedarf an importierten Vorleistungen aufgrund gestiegener Exporte wird außerdem erwartet, dass sich die Wareneinfuhr aus Drittländern allmählich erholt.

Abbildung 37 Einkaufsmangerindex für  
Auftragseingänge im Exportgeschäft des  
Euro-Währungsgebiets

(Diffusionsindex; Monatswerte)



Quelle: Markt.

## KAPITALBILANZ

Nach der Verschärfung der Finanzkrise im Herbst 2008 kam es in der Kapitalbilanz des Euro-Währungsgebiets zu erheblichen Veränderungen. Aufgrund der gestiegenen Präferenz der Investoren für sichere und liquide Anlagen war im Euroraum ein deutlicher Anstieg der Nettozuflüsse bei den Geldmarktpapieren zu verzeichnen (siehe Abbildung 38). Diese Entwicklung wurde in erster Linie durch die Mittelrückführung Gebietsansässiger, aber auch durch den gestiegenen Erwerb von Geldmarktpapieren des Euroraums durch Gebietsfremde begünstigt. Zugleich führten beide Investorengruppen ihre in Aktien und Investmentzertifikaten angelegten Mittel zurück.

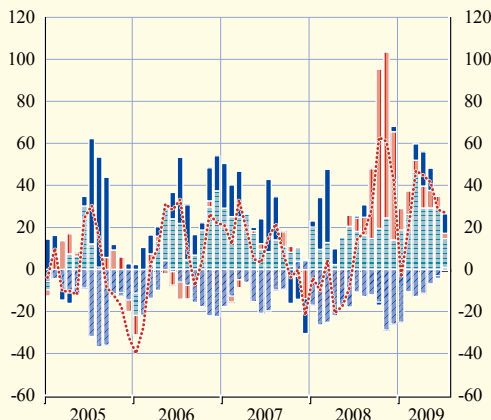
In den letzten Monaten haben die Auswirkungen der weltweiten Finanzkrise auf die Kapitalbilanz jedoch allmählich nachgelassen. Angesichts günstigerer weltwirtschaftlicher Aussichten und der verbesserten Lage an den Finanzmärkten scheinen Sicherheitsüberlegungen und kurzfristige, mit einem geringen Risiko behaftete Vermögenswerte an Bedeutung verloren zu haben.

In der Folge verringerte sich die Mittelrückführung über alle Hauptkomponenten der Kapitalbilanz hinweg. Darüber hinaus sanken bei den Geldmarktpapieren des Euroraums sowohl der Erwerb durch Gebietsfremde als auch die Nettozuflüsse im Vergleich zu den gegen Ende des letzten Jahres verzeichneten Höchstständen deutlich. Bezogen auf den gleitenden Dreimonatsdurchschnitt beliefen sich die Mittelzuflüsse bei den Geldmarktpapieren im Juli 2009 per saldo auf 2,9 Mrd €, verglichen mit 78,9 Mrd € im November 2008. Gleichzeitig kam es im zweiten Quartal 2009 wieder zu moderaten Nettozuflüssen bei den Aktien und Investmentzertifikaten, nachdem diese in den drei vorangegangenen Jahresvierteln nahezu völlig zum Erliegen gekommen waren. Dies spiegelte möglicherweise positivere Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Unternehmensgewinne im Euroraum wider.

Abbildung 38 Hauptposten der Kapitalbilanz

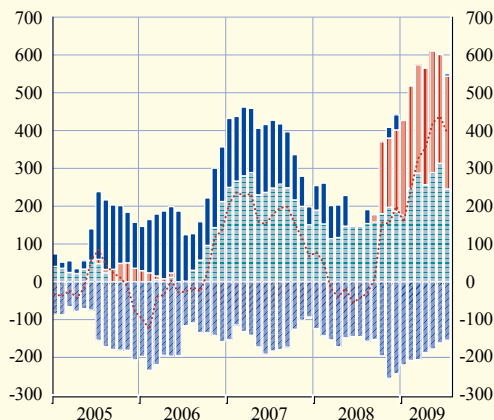
(in Mrd €; Nettoströme; gleitende Dreimonatsdurchschnitte; Monatswerte)

- Aktien und Investmentzertifikate
- Geldmarktpapiere
- Anleihen
- Direktinvestitionen
- ⋯ Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengefasst



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

- Aktien und Investmentzertifikate
- Geldmarktpapiere
- Anleihen
- Direktinvestitionen
- ⋯ Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengefasst



Quelle: EZB.

Im Gegensatz zu den Wertpapieranlagen gab es bei den Direktinvestitionen zuletzt sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite einige Anzeichen von Schwäche, nachdem sie sich zu Jahresbeginn spürbar erholt hatten. Da die Direktinvestitionen durch Ansässige des Euroraums im Ausland stärker zurückgingen als diejenigen durch Gebietsfremde im Euro-Währungsgebiet, wurden diesbezüglich im Dreimonatszeitraum bis Juli 2009 erstmals seit Dezember 2007 durchschnittlich geringfügige Nettozuflüsse verzeichnet.

Insgesamt gaben die Nettozuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengekommen im gleitenden Dreimonatsdurchschnitt seit März 2009 kontinuierlich nach. Damit sanken die über zwölf Monate kumulierten Mittelzuflüsse im Juli 2009 auf per saldo 392,8 Mrd €. Im Zwölfmonatszeitraum bis Juli 2008 beliefen sich die kumulierten Nettokapitalabflüsse des Euro-Währungsgebiets auf 43,2 Mrd €.



## AUFSÄTZE

# GELDPOLITIK UND KREDITANGEBOT IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET



Der vorliegende Aufsatz befasst sich mit dem Einfluss der Geldpolitik auf das Kreditangebot im Euro-Währungsgebiet. Obgleich die Entwicklung der Kreditvergabe in der Regel von zahlreichen Faktoren abhängt, die sich gleichzeitig auf die Nachfrage nach Bankkrediten und auf deren Angebot auswirken, liegt der Fokus dieses Artikels darauf, die Bedeutung angebotsseitiger Faktoren für die Gesamtkreditvergabe und die Wechselwirkung dieser Faktoren mit der Geldpolitik herauszuarbeiten. Die in diesem Artikel vorgestellten Ergebnisse legen den Schluss nahe, dass sich geldpolitische Entscheidungen sowohl in der Fähigkeit und Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe, als auch in den von den Banken angebotenen Kreditzinsen niederschlagen können. Die umfangreichen Leitzinssenkungen der EZB und die Einführung unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen im Verlauf der jüngsten Finanzkrise sollten ebenfalls vor diesem Hintergrund und unter Berücksichtigung der besonderen Bedeutung des Bankensektors im Finanzsystem des Eurogebiets betrachtet werden.

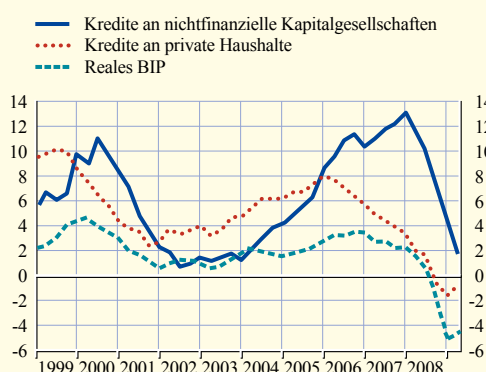
## I EINLEITUNG

In den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften stellen Bankkredite, und allgemeiner die Kreditvergabe durch MFIs insgesamt, eine der wichtigsten Außenfinanzierungsquellen der privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften dar. Dies ist insbesondere im Euroraum der Fall, wo in den vergangenen Jahren rund 85 % des gesamten Außenfinanzierungsbedarfs des privaten Sektors durch Bankkredite gedeckt wurden.<sup>1</sup> Daher ist es entscheidend, dass die Versorgung kreditwürdiger Schuldner mit Bankkrediten stets funktioniert, um ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum sowie eine wirksame und reibungslose Transmission der Geldpolitik zu ermöglichen. Im Rahmen ihrer geldpolitischen Analyse verfolgt die EZB deshalb sorgsam die Entwicklung der Bankkreditvergabe und etwaige Anzeichen von Angebotsverknappungen bei Bankkrediten. So wurde auch der starke Rückgang der realen jährlichen Wachstumsrate der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euro-Währungsgebiet in den vergangenen Quartalen genau beobachtet (siehe Abbildung 1). Die Abschwächung des Kreditwachstums ging wie

<sup>1</sup> Weitere Einzelheiten zur Bedeutung der Bankfinanzierung im Finanzsystem des Eurogebiets finden sich in: EZB, Die Rolle der Banken im geldpolitischen Transmissionsprozess, Monatsbericht August 2008, und EZB, Die Außenfinanzierung privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften: Ein Vergleich zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten, Monatsbericht April 2009.

Abbildung 1 Reale Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte sowie reales BIP-Wachstum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und Eurostat.

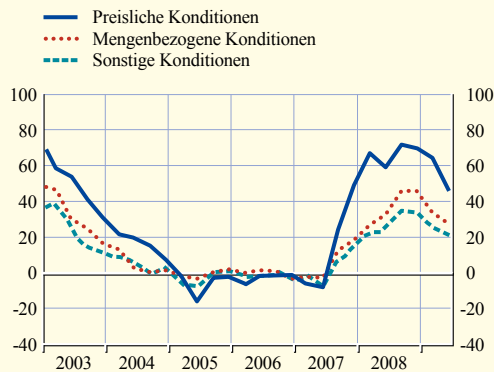
Anmerkung: Inflationsbereinigt mit dem BIP-Deflator.

schon in der Vergangenheit mit einer drastischen konjunkturellen Eintrübung einher. Angesichts der beispiellosen Schocks, von denen der Finanzsektor im Verlauf der Finanzkrise seit Mitte 2007 getroffen wurde, ist allerdings nicht auszuschließen, dass auch eine angebotsseitig bedingte Verknappung der Kreditvergabe zur weiteren Verschärfung des Wirtschaftsabschwungs beigetragen hat.

Banken können ihr Kreditangebot verringern, indem sie die Kreditzinsen erhöhen, das Kreditvolumen einschränken oder beide Maßnahmen kombinieren. Die vom Eurosystem durchgeführte Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-

**Abbildung 2** Änderung der Konditionen der Banken im Euro-Währungsgebiet für die Vergabe von Unternehmenskrediten

(prozentualer Saldo)

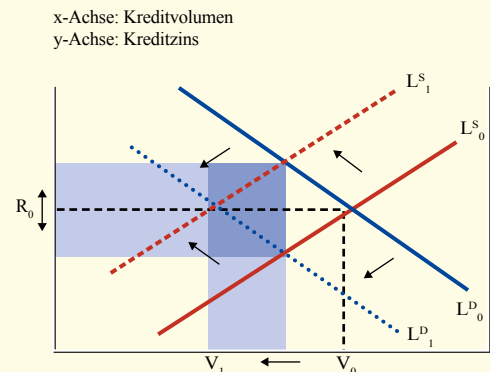


Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet.  
Anmerkung: Die preislichen Konditionen beziehen sich auf die Margen für durchschnittliche und für risikoreichere Kredite. Die mengenbezogenen Konditionen beziehen sich auf die Höhe der Kredite bzw. Kreditlinien und die Sicherheitserfordernisse. Die sonstigen Konditionen beziehen sich auf Zusatz- und Nebenvereinbarungen, Kreditnebenkosten und Kreditlaufzeiten. Die für die drei Kategorien ausgewiesenen prozentualen Salden berechnen sich als einfacher Durchschnitt der Nettoverschärfung der in die jeweilige Kategorie fallenden Konditionen.

raum liefert qualitative Informationen darüber, inwiefern die Banken ihre Kreditrichtlinien über ihre preislichen und mengenbezogenen Konditionen verschärfen (siehe Abbildung 2). Die Umfrageergebnisse zeigen, dass die Verschärfung der Kreditrichtlinien seit der zweiten Jahreshälfte 2007 insgesamt vorwiegend über eine Erhöhung der Margen erfolgte. Allerdings scheinen auch strengere Anforderungen im Hinblick auf das Kreditvolumen sowie andere mengenbezogene Konditionen eine nicht zu vernachlässigende Rolle gespielt zu haben.

Die Angebots- und Nachfrageeffekte, die der Kreditentwicklung zugrunde liegen, sind im Allgemeinen recht schwierig auszumachen, vor allem da sich sowohl angebots- als auch nachfrageseitige Entwicklungen auf die Kreditzinsen und das Kreditvolumen der Banken auswirken. Dies wird in stark stilisierter Form in Abbildung 3 dargestellt, die die Reaktion der Kreditzinsen sowie des Kreditvolumens auf eine Verringerung des Angebots wie auch der Nachfrage aufzeigt. In einer solchen Situation bewirken diese beiden gegenläufigen Faktoren eine verminderte Kreditvergabe an die Wirtschaft, wobei

**Abbildung 3** Kreditangebot und Kreditnachfrage



Anmerkung: Bei  $L^S$  handelt es sich um die Kreditangebotskurve, bei  $L^D$  um die Kreditnachfragekurve.

der Nettoeffekt auf die Kreditzinsen von der relativen Stärke der beiden Faktoren abhängt. Nachfolgend wird untersucht und beurteilt, inwiefern sich Verschiebungen der Kreditangebotskurve ( $L^S$ ) auf das Kreditvolumen und die Kreditzinssätze auswirken.

In der Praxis ist eine genaue Kenntnis und fortlaufende Analyse des Finanzsystems sowie der Kreditvergabeentscheidungen der Finanzintermediäre erforderlich, um das Funktionieren der Bankkreditvergabe überwachen und Beeinträchtigungen der Kreditversorgung erkennen zu können. In der Regel dürfte die Entscheidung einer Bank, die Kreditnachfrage ihrer Kunden zu bedienen, von einer Vielzahl von Faktoren abhängen. Zunächst muss die Bank in der Lage sein, die von den Kreditnehmern nachgefragte Summe zu refinanzieren. Dies hängt von der Höhe der verleihbaren Mittel in ihren Einlagenbeständen und ihrem Zugang zu großvolumiger Finanzierung ab, aber auch vom Eigenkapitalbetrag, den sie dem Kredit zuweisen kann und der wiederum regulatorischen Anforderungen und der disziplinierenden Wirkung der Marktkräfte unterliegt. Zweitens basiert die Entscheidung der Bank auf einer Ertrags-

Risiko-Abwägung, die die Opportunitätskosten der Kreditvergabe und mögliche Informationsasymmetrien zwischen Banken und ihren Kunden einbezieht. Dazu muss die Bank unter anderem zahlreiche unterschiedliche Faktoren gewichten, darunter ihre Einschätzung der Rückzahlungswahrscheinlichkeit (die beispielsweise vom Wert der Sicherheiten, den unternehmensspezifischen Perspektiven sowie den allgemeinen Konjunkturaussichten abhängt), ihre alternativen Investitionsmöglichkeiten sowie alternative Finanzierungsquellen des potenziellen Kreditnehmers. Letztere werden wiederum von der Wettbewerbsintensität im Bankensektor sowie im Finanzsystem insgesamt, vom Bankmodell des Kreditgebers (z. B. inwiefern die Bank langfristige Kreditbeziehungen pflegt), vom Bestehen informationsbedingter Friktionen und von der Risikoaversion der Bank bestimmt. All diese Aspekte können sich potenziell auf die Kreditentscheidung der Bank auswirken, d. h. darauf, in welcher Höhe und zu welchem Preis sie zur Kreditvergabe bereit ist.

Die Geldpolitik kann viele der Faktoren beeinflussen, die den Kreditentscheidungen der Banken zugrunde liegen. In der Fachliteratur wird die Transmission der Geldpolitik auf die Bankkreditvergabe – soweit sie über den Effekt auf die Bankzinsen durch den sogenannten Zinskanal hinausgeht – in der Regel als „Kreditkanal“ des Transmissionsmechanismus bezeichnet. Darin kommen zum einen die Auswirkungen von Leitzinsänderungen auf die Finanzierungs- und Eigenkapitalpositionen der Banken (Kreditkanal im engeren Sinne) und zum anderen ihre Auswirkungen auf den Wert der gestellten Sicherheiten und das Reinvermögen der Schuldner (Kreditkanal im weiteren Sinne) zum Ausdruck. Außerdem kann die Geldpolitik die Risikowahrnehmung und Risikobereitschaft der Banken und somit auch ihr Risikoverhalten beeinflussen, was sich wiederum in ihren Richtlinien für die Kreditvergabe niederschlagen kann.<sup>2</sup>

2 In der Fachliteratur wird dieser Kanal des geldpolitischen Transmissionsmechanismus häufig als „risk-taking channel“ (Risikoneigungskanal) bezeichnet; siehe beispielsweise C. Borio und H. Zhu, *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism*, Working Paper Nr. 268 der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2008.

Obgleich sich geldpolitische Schritte in erster Linie über den traditionellen Zinskanal auf die Nachfrage nach Bankkrediten auswirken dürften, sollten die Zentralbanken in der Lage sein, auch die angebotsseitigen Folgen möglichst genau zu identifizieren und zu verfolgen. Aus geldpolitischer Sicht ist es wichtig zu wissen, ob die Gesamtkreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor von Veränderungen der Kreditnachfrage oder des Kreditangebots bestimmt wird. Abhängig davon, ob die Zentralbank auf das Kreditangebot, die Kreditnachfrage oder beide Faktoren einzuwirken gedenkt, wird sie sich womöglich verschiedener Mittel und Maßnahmen bedienen müssen. Außerdem gilt es, die Ursachen von Kreditangebotschocks zu ermitteln. Die Zentralbanken können sehr unterschiedlich auf Angebotsverknappungen reagieren, je nachdem, ob die Banken aufgrund einer Bonitätsverschlechterung der Kreditnehmer oder aufgrund mangelnder Refinanzierungsmöglichkeiten am Markt ihre Kreditvergabe einschränken (bzw. ihre Kreditrichtlinien verschärfen). Im ersten Fall würde eine Leitzinssenkung die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ankurbeln, was über die Zeit das Reinvermögen der Unternehmen und die Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe erhöhen würde. Im zweiten Fall dürften die Banken durch die Bereitstellung der erforderlichen Liquidität in die Lage versetzt werden, die Kreditnachfrage rentabler Unternehmen zu bedienen.

Wenn der Bankensektor in Krisenzeiten unter Druck gerät und das Kreditangebot von negativen Schocks getroffen wird, ist es besonders dringlich, die Wechselwirkungen zwischen Geldpolitik und Kreditangebot genau zu beobachten. In solchen Fällen muss die Zentralbank wissen, in welchem Ausmaß sich geldpolitische Schritte auf das Kreditangebot auswirken können, um Schocks auf das Kreditangebot abzufedern und die Banken in die Lage zu versetzen, ihre Rolle als Finanzintermediär für die Wirtschaft wahrzunehmen. Die Bandbreite geldpolitischer Aktionen kann von Anpassungen des Leitzinsniveaus bis hin zu verschiedenen Sondermaßnahmen reichen. Zu den Sondermaßnahmen zählen zum einen die Liquiditätsversorgung der Banken über



Refinanzierungsoperationen mit vollständiger Zuteilung, die Ausweitung des betreffenden Sicherheitenrahmens, die Verlängerung der Laufzeiten von Liquiditätssteuerungsgeschäften sowie der Erwerb von Bankaktiva und (verbrieften) Bankschulden. Zum anderen wäre auch die direkte Bereitstellung von Mitteln an die Realwirtschaft über den Erwerb von Schuldtiteln des privaten nichtfinanziellen Sektors oder über die Finanzierung zwischengeschalteter staatlich geförderter Banken, die dann als Katalysator für die Gewährung von Krediten an kleine und mittlere Unternehmen agieren, möglich.

Vor diesem Hintergrund liegt das Hauptaugenmerk des vorliegenden Aufsatzes auf dem Angebot an Bankkrediten. Dabei werden zunächst theoretische Argumente für die Beziehung zwischen Geldpolitik und Kreditentscheidungen der Banken aufgezeigt. Anschließend werden aktuelle empirische Erkenntnisse zum Kreditkanal und zum Risikoneigungskanal der geldpolitischen Transmission im Euroraum vorgestellt, die auf Mikrodaten und den Ergebnissen der vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Eurogebiet basieren. Zudem wird untersucht, wie sich die Finanzkrise sowie die jüngsten Finanzinnovationen auf die Transmission der Geldpolitik auf das Kreditangebot ausgewirkt haben. Zuletzt erfolgt eine abschließende Zusammenfassung aus geldpolitischer Sicht.

## 2 THEORETISCHE BETRACHTUNG DES KREDITKANALS

Nachfolgend wird auf die theoretischen Mechanismen eingegangen, die den Auswirkungen der Geldpolitik auf die Bankkreditvergabe zugrunde liegen und die sich dadurch auch in der Realwirtschaft bemerkbar machen.<sup>3</sup>

Wie in Abbildung 4 dargestellt, kann die Geldpolitik – durch die Banken – über verschiedene Kanäle auf die Wirtschaft wirken. So kann sie

beispielsweise auf dem Wege des klassischen Zinskanals über das Bankensystem die Gesamtnachfrage beeinflussen.<sup>4</sup> Die Banken bestimmen die Weitergabe der Leitzinsen an die Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte.<sup>5</sup> Eine geldpolitische Straffung, die eine Erhöhung der Kreditzinsen bewirken kann, verringert die Kreditnachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte und führt somit letztlich durch eine Dämpfung der Investitionen und des Konsums zu einer niedrigeren gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Dieser Mechanismus, der den wichtigsten geldpolitischen Transmissionskanal darstellen dürfte, ist jedoch nicht der Hauptgegenstand des vorliegenden Artikels.

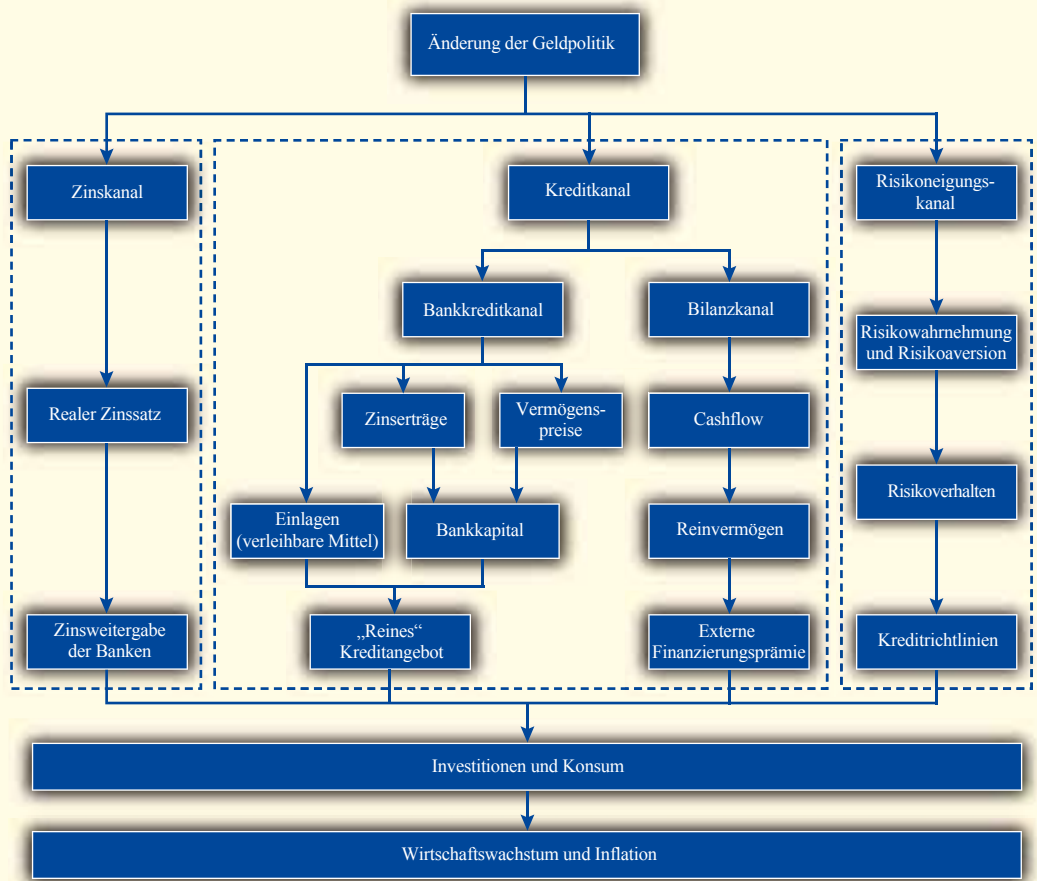
Die Geldpolitik kann auch über den sogenannten Kreditkanal auf die Fähigkeit und den Anreiz der Banken zur Kreditvergabe Einfluss nehmen. In einem friktionsfreien Finanzsystem würden alle Projekte mit einem positiven Nettobarwert unabhängig vom Reinvermögen der Kreditnehmer bzw. Kreditgeber finanziert werden. Da die Finanzmärkte aber Friktionen aufweisen, etwa durch Informationsasymmetrien und unvollständige Verträge, werden die Kreditgeber jedoch – z. B. aufgrund von Moral-Hazard-Problemen – nicht immer bereit sein, Projekte mit positivem Nettobarwert zu finanzieren. In solchen Fällen hängt die Kreditversorgung auch vom Reinvermögen der Kreditnehmer und/oder Kreditgeber

3 Ein umfassender Überblick findet sich in: EZB, Die Rolle der Banken im geldpolitischen Transmissionsprozess, Monatsbericht August 2008.

4 Die Wirkungsweise des Zinskanals basiert auf der Annahme, dass einige Preise und Nominallohne kurzfristig unflexibel (starr) sind. Neue Einblicke in den allgemeinen geldpolitischen Transmissionsmechanismus im Euroraum gewähren beispielsweise J. Boivin, M. P. Giannoni und B. Mojon, Macroeconomic dynamics in the euro area, in: D. Acemoglu, K. Rogoff und M. Woodford (Hrsg.), NBER Macroeconomics Annual 2008, National Bureau of Economic Research, 2008. Die Ergebnisse verschiedener um den Beginn des Jahrzehnts vom Monetary Transmission Network des Eurosystems durchgeführter Studien sind zusammengefasst in: I. Angeloni, A. K. Kashyap und B. Mojon (Hrsg.), Monetary policy transmission in the euro area, Cambridge University Press, 2003.

5 Siehe EZB, Jüngste Entwicklung bei der Zinsweitergabe im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht August 2009.

Abbildung 4 Die wichtigsten bankrelevanten Kanäle der geldpolitischen Transmission



Quelle: EZB.

ab, das dem Einfluss der Geldpolitik unterliegt.<sup>6</sup> Dies wirkt sich wiederum auf die Realwirtschaft und die Inflation aus, insbesondere im Eurogebiet, wo die Banken der größte Anbieter externer Finanzierungsmittel für den nichtfinanziellen privaten Sektor sind.

Der Kreditkanal der geldpolitischen Transmission besteht aus zwei Teilkanälen (siehe Abbildung 4). Zum einen wirken sich Leitzinsänderungen über den Bankkreditkanal auf die Passivseite der Bankbilanzen aus. Dies hat wiederum über Veränderungen in den Kreditportfolios der Banken Anpassungen auf der Aktivseite zur Folge.<sup>7</sup> Da sich die Banken vorwiegend über

6 Siehe B. S. Bernanke und M. Gertler, Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 9, Nr. 4, Herbst 1995, S. 27-48, und B. S. Bernanke, The Financial Accelerator and the Credit Channel, Beitrag anlässlich der Konferenz „The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century“, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2007. Siehe auch J. E. Stiglitz und B. Greenwald, Towards a New Paradigm in Monetary Economics, Cambridge University Press, 2003.

7 Siehe beispielsweise B. S. Bernanke und A. Blinder, Credit, money, and aggregate demand, in: American Economic Review, Bd. 78, Nr. 2, Mai 1988, S. 901-921; D. W. Diamond und R. G. Rajan, Money in a Theory of Banking, in: American Economic Review, Bd. 96, 2006, S. 30-53; sowie J. C. Stein, An Adverse-Selection Model of Bank Asset and Liability Management with Implications for the Transmission of Monetary Policy, in: RAND Journal of Economics, Nr. 29, 1998, S. 466-486.

kurzfristige Schuldtitel und Einlagen refinanzieren, bewirkt eine geldpolitische Straffung tendenziell eine Kreditverknappung, weil sie den Zugang der Banken zu Finanzierungsmitteln beeinträchtigt. Dieser Effekt basiert auf der Annahme, dass die Banken ihre Finanzierung über kurzfristige Schuldtitel und Einlagen nicht vollständig durch andere Finanzierungsquellen ersetzen können bzw. dass sie nicht über ausreichende Liquiditätspuffer verfügen.<sup>8</sup>

Außerdem kann sich durch einen Anstieg der Kurzfristzinsen die externe Finanzierungsprämie der Banken (d. h. der von externen Investoren verlangte über den risikofreien Satz hinausgehende Betrag) erhöhen, da sich hierdurch potenziell der Wert ihrer Aktiva verringert und ihre Risikolast steigt. Dies würde sich ebenfalls auf das Kreditangebot auswirken.<sup>9</sup> In dieser Hinsicht umfasst der Bankkreditkanal auch die Wirkung der Geldpolitik über ihren Einfluss auf die Eigenkapitalposition der Banken; diese kann auch als Bankkapitalkanal bezeichnet werden.<sup>10</sup> Die geldpolitischen Zinssätze schlagen sich über Bewertungseffekte in den Bankbilanzen und die Auswirkung auf die Rentabilität der Banken insgesamt in deren Eigenkapitalposition nieder, sodass die Banken gezwungen werden, ihr Kreditangebot anzupassen, um ihre Ziele bezüglich Verschuldungsgrad und Kapitalquoten sowie regulatorische Eigenkapitalanforderungen zu erfüllen. Daher hängt der Einfluss der Geldpolitik auf das Angebot an Bankkrediten von der Liquiditäts- und Eigenkapitalausstattung der

Banken sowie vom Umfang und der Laufzeitenstruktur ihrer Verbindlichkeiten ab.<sup>11</sup>

Der zweite Mechanismus des Kreditkanals der geldpolitischen Transmission ist der sogenannte Bilanzkanal, der über eine Veränderung der Bonität der Kreditnehmer wirkt (siehe Abbildung 4). Leitzinsänderungen können sich über ihren Einfluss auf Cashflows und Sicherheitenwerte im Reinvermögen der Kreditnehmer niederschlagen. Zwischen der externen Finanzierungsprämie der Kreditnehmer und ihrem Reinvermögen besteht eine inverse Relation. Wenn Kreditnehmer nur wenig Kapital in die Finanzierung eines Projekts einbringen können, kann sich ihr Interessenskonflikt mit den Anbietern von Außenfinanzierungsmitteln verschärfen, was eine höhere externe Finanzierungsprämie zur Folge hat. Hinzu kommt, dass sich das Reinvermögen der Kreditnehmer in der Regel prozyklisch entwickelt (da Erträge und Vermögenspreise tendenziell prozyklisch sind) und sich die externe Finanzierungsprämie folglich antizyklisch verhält. Dadurch wird der Einfluss von Veränderungen der Kurzfristzinsen auf die Verfügbarkeit von Krediten und somit auf Investitionen, Konsum und Produktion verstärkt; dieser Mechanismus wird als Finanzakzelerator bezeichnet.<sup>12</sup> Dementsprechend hängen die Auswirkungen der Geldpolitik auf das Angebot an Bankkrediten vom Reinvermögen des Kreditnehmers (Eigenkapitalquote, Liquiditätskennzahl, Größe und Sachanlagen) ab.<sup>13</sup>

8 Siehe T. Adrian und H. Shin, Money, Liquidity and Monetary Policy, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Bd. 99, Nr. 2, 2009.

9 Siehe Bernanke, 2007, a. a. O.

10 Das Funktionieren des Bankkapitalkanal basiert unter anderem auf der Annahme eines unvollkommenen Markts für Bankeigenkapital (da es für die Banken, vor allem in Zeiten restriktiverer Finanzierungsbedingungen, angesichts unvollständiger Informationen schwieriger ist, neues Kapital aufzunehmen); siehe beispielsweise S. Van den Heuvel, Does bank capital matter for monetary transmission?, in: Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, Mai 2002, S. 259-265; R. P. Kishan und T. P. Opiela, Bank capital and loan asymmetry in the transmission of monetary policy, in: Journal of Banking & Finance, Bd. 30, 2006, S. 259-285; sowie Y. Altunbas, G. de Bondt und D. Marqués, Bank capital, bank lending, and monetary policy in the euro area, in: Kredit und Kapital, Bd. 37, Nr. 4, 2004, S. 443-464.

11 Siehe beispielsweise A. K. Kashyap und J. Stein, What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy?, in: American Economic Review, Bd. 90, Nr. 3, Juni 2000, S. 407-428. Siehe auch W. J. Den Haan, S. Sumner und G. Yamashiro, Bank Loan Portfolios and the Monetary Transmission Mechanism, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 54, 2007, S. 904-924

12 Siehe B. S. Bernanke, M. Gertler und S. Gilchrist, The financial accelerator in a quantitative business cycle framework, in: J. Taylor und M. Woodford (Hrsg.), Handbook of Macroeconomics, Amsterdam, 1999; J. E. Stiglitz und A. Weiss, Credit rationing in markets with imperfect information, in: American Economic Review, Bd. 71, Nr. 3, Juni 1981, S. 393-410; sowie B. Holmström und J. Tirole, Financial intermediation, loanable funds, and the real sector, in: The Quarterly Journal of Economics, Bd. 112, Nr. 3, 1997, S. 663-691.

13 Siehe B. S. Bernanke, M. Gertler, und S. Gilchrist, The Financial Accelerator and the Flight to Quality, in: Review of Economics and Statistics, Bd. 78, 1996, S. 1-15, sowie A. Ashcraft und M. Campello, Firm balance sheets and monetary policy transmission, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 54, 2007, S. 1515-1528.

Zwischen (Unternehmens-) Bilanzkanal und Bankkreditkanal besteht ein Zusammenhang. Durch geldpolitische Straffungen verringert sich das Reinvermögen der Kreditnehmer, wodurch wiederum das Reinvermögen der Banken sinkt, da ihre Kreditportfolios ein höheres Kreditrisiko aufweisen. Außerdem kann ein Rückgang des Angebots an Bankkrediten das Reinvermögen der Kreditnehmer durch höhere Kapitalkosten und/oder eine Abnahme des tatsächlich gewährten Kreditvolumens beeinträchtigen.

In jüngerer Zeit wird zudem das Konzept des „Risikoneigungskanals“ der geldpolitischen Transmission vorgebracht.<sup>14</sup> Niedrige Kurzfristzinsen können über verschiedene Mechanismen die Risikobereitschaft der Banken steigern. Erstens können risikoreiche Anlagen in einem Umfeld niedriger Zinssätze (Leitzinsen und Staatsanleiherenditen) für alle Anleger – einschließlich Banken – an Attraktivität gewinnen. Dieser Effekt lässt sich durch Portfoliooptimierungsmodelle im Rahmen einer Mittelwert-Varianz-Analyse sowie durch Modelle, die die Gewohnheitsbildung („habit formation“) berücksichtigen, belegen. In wirtschaftlichen Wachstumsphasen kann die Risikoaversion der Anleger abnehmen, da sich ihr Konsum gegenüber dem normalen Niveau erhöht. Eine geldpolitische Lockerung kann die Risikoaversion der Anleger verringern, indem sie die realwirtschaftliche Aktivität stützt.<sup>15</sup> Zweitens legen Finanzintermediäre in Phasen niedriger Zinssätze und reichlich vorhandener Liquidität womöglich ein übermäßig großzügiges Kreditvergabeverhalten an den Tag und finanzieren Projekte mit suboptimalem Nettobarwert, da es aufgrund von Informa-

tionsasymmetrien, die im Bankensektor weit verbreitet sind, zu Interessenkonflikten kommen kann.<sup>16</sup> Tatsächlich ist der Tagesgeldsatz eine wichtige Bestimmungsgröße der Liquiditätsversorgung der Banken, da diese ihre Bilanzen (bzw. ihren Verschuldungsgrad) in Zeiten günstiger Finanzierungsbedingungen (über kurzfristige Schuldtitel) ausweiten und umgekehrt.<sup>17</sup> Daher kann sich in einem Umfeld niedriger Zinsen die Risikobereitschaft der Banken über diese Kanäle erhöhen.<sup>18</sup>

Insgesamt gibt es somit aus theoretischer Sicht mehrere Mechanismen, über die die Geldpolitik die Bereitschaft und Fähigkeit der Banken zur Kreditvergabe an Unternehmen und Privathaushalte beeinflussen kann. Da die Banken im Eurogebiet der größte Anbieter externer Finanzierungsmittel für Unternehmen und private Haushalte sind, können sich Veränderungen des Kreditangebots der Banken in der Wirtschaftstätigkeit niederschlagen. Daher kann die Transmission geldpolitischer Impulse über den Kredit- und den Risikoneigungskanal potenziell die Effekte verstärken, die sich durch die Auswirkungen auf die Nachfrage über den Zinskanal für die Produktion und Inflation ergeben.

14 Siehe C. Borio und H. Zhu, 2008, a. a. O.

15 Siehe J. Campbell und J. Cochrane, By force of habit: a consumption-based explanation of aggregate stock market behaviour, in: Journal of Political Economy, Bd. 107, 1999, S. 205-251; S. Manganelli und G. Wolswijk, Market discipline, financial integration and fiscal rules – what drives spreads in the euro area government bond market?, Working Paper Nr. 745 der EZB, 2007; sowie B. S. Bernanke und K. N. Kuttner, What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy?, in: The Journal of Finance, Bd. 60, Nr. 3, Juni 2005, S. 1221-1257. Mit der Suche nach profitablen Anlagen in einem Umfeld niedriger Zinssätze beschäftigt sich R.G. Rajan, Has Finance Made the World Riskier?, Working Paper Nr. 11728 des NBER und Beitrag anlässlich des Symposiums der Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, 2005.

16 Siehe F. Allen und D. Gale, Understanding Financial Crises, Oxford University Press, 2007, sowie F. Allen und D. Gale, Asset price bubbles and monetary policy, in: M. Desai und Y. Said (Hrsg.), Global Governance and Financial Crises, 2004. Wenn sie keine Agency-Probleme hätten, würden die Banken im Falle von Liquiditätsüberschüssen Mittel an ihre Anteilseigner oder die Zentralbank zurückgeben. Siehe auch G. Dell'Ariccia und R. Marquez, Lending Booms and Lending Standards, in: Journal of Finance, Bd. 61, Nr. 5, 2006, S. 2511-2546, und Diamond und Rajan, 2006, a. a. O.

17 Siehe H. Shin, Risk and liquidity, 2008 Clarendon Lectures in Finance, Oxford University Press, erscheint in Kürze, sowie M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud und H. Shin, The Fundamental Principles of Financial Regulation, in: Geneva Reports on the World Economy, Bd. 11, 2009.

18 Auch durch die Verbriefung von Krediten erhöht sich die Liquidität der Banken, und es entstehen Investitionsmöglichkeiten mit attraktiven Renditen. Gleichzeitig kann es zu einem weniger gründlichen Screening und Monitoring verbriefteter Kredite kommen. Daher wirken sich niedrige Zinssätze im Falle einer regen Verbriefungstätigkeit möglicherweise stärker auf das Risikoverhalten der Banken aus (siehe Rajan, 2005, a. a. O.).

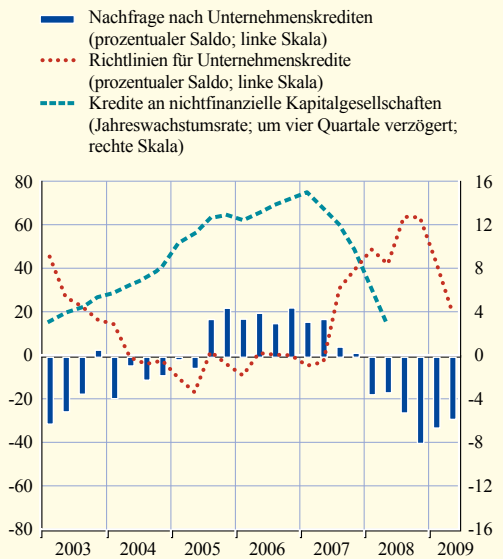
### 3 EMPIRISCHE BELEGE FÜR DEN KREDIT- UND DEN RISIKONEIGUNGSKANAL IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Dieser Abschnitt gibt einen Überblick über die empirischen Belege für die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Gewährung von Bankkrediten und letztendlich auf die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum. Genauer gesagt liefert er Indizien für die oben dargestellten unterschiedlichen Kanäle der geldpolitischen Transmission; hierbei liegt der Fokus auf dem Eurogebiet.

Die empirischen Befunde werden in drei Unterkapiteln behandelt. Zuerst werden die Effekte der Geldpolitik auf die Bilanzen der Banken und auf das Kreditangebot untersucht. Anschließend wird analysiert, welche Auswirkungen die Geldpolitik auf die Bilanzen der Kreditnehmer und das Kreditangebot hat. Als drittes werden die Folgen von Veränderungen des Kreditangebots für die Konjunktur und die Inflation beurteilt. Die Ergebnisse tragen dazu bei, eine der größten Herausforderungen der Zentralbanken bei der Einschätzung der Auswirkungen der Geldpolitik auf die Kreditvergabe zu meistern, nämlich angebotsseitige Effekte so exakt wie möglich von nachfrageseitigen Effekten zu trennen. Empirisch ist es schwierig, Angebotseffekte auf der Grundlage aggregierter Zeitreihen zu ermitteln. Daher werden in der empirischen Literatur oft individuelle bankspezifische Merkmale herangezogen, um Faktoren herauszufiltern, die das Kreditangebot unmittelbar beeinflussen. Dagegen wird in der Regel davon ausgegangen, dass die Kreditnachfrage nicht mit der Situation einzelner Banken, sondern vielmehr mit makroökonomischen Faktoren zusammenhängt. Neben der Verwendung solcher mikroökonomischer Belege wird im vorliegenden Aufsatz auch auf Ergebnisse aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet zurückgegriffen. Diese geben Auskunft darüber, wie die Banken im Euroraum die Kreditangebots- und -nachfragebedingungen einschätzen, was wiederum die Identifizierung von angebotsseitigen Effekten auf Ebene des Euro-raums insgesamt erleichtert. Die Abbildungen 5 und 6, die auch Informationen aus der erwähnten Umfrage enthalten, zeigen, dass die Kredit-

Abbildung 5 Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

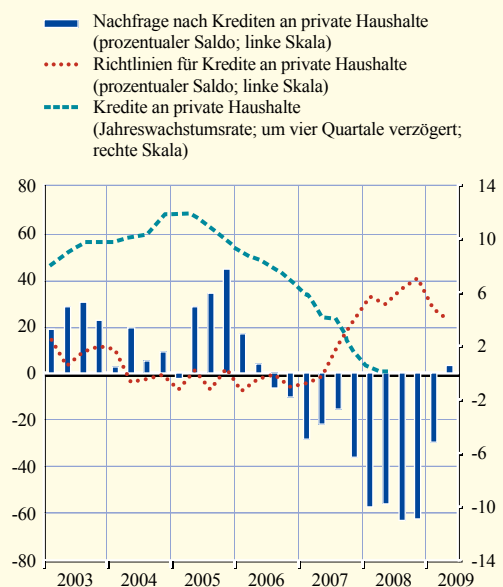
(Veränderung gegen Vorjahr in %; prozentualer Saldo)



Quelle: EZB.

Abbildung 6 Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; prozentualer Saldo)



Quelle: EZB.

vergabe der Banken in der Regel in hohem Maße positiv mit Veränderungen der Kreditnachfrage und negativ mit Veränderungen der Kreditrichtlinien der Banken (welche weitgehend deren Angebotsbedingungen widerspiegeln) korreliert. Die Verwendung dieser Daten zur Identifikation angebotsseitiger Effekte unterliegt jedoch einigen allgemeinen Einschränkungen, da es sich hierbei ausschließlich um qualitative und somit naturgemäß um subjektive Informationen handelt; daher kann es eine endogene Verbindung zwischen den Antworten zur Kreditnachfrage und jenen zum Kreditangebot geben.<sup>19</sup> Darüber hinaus ist der Zeithorizont der Daten, die aus der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken zur Verfügung stehen, nach wie vor beschränkt, da die Umfrage erstmals im vierten Quartal 2002 durchgeführt wurde.

#### AUSWIRKUNGEN DER GELDPOLITIK AUF DIE BANKBILANZEN UND DAS KREDITANGEBOT

Inwieweit sich die Geldpolitik auf das Angebot an Bankkrediten auswirkt, wird in der Regel anhand des Kredit- und des Risikoneigungskanals des geldpolitischen Transmissionsmechanismus analysiert (siehe Abschnitt 2). Daher ist es zweckdienlich, zwischen dem „traditionellen“ Bankkreditkanal (der über die Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln funktioniert), einem Bankkapitalkanal (der über die Effekte auf die Rentabilität und die Eigenkapitalposition der Banken wirkt), dem Bilanzkanal (der mit dem Reinvermögen der Kreditnehmer zusammenhängt) und dem Risikoneigungskanal (der über die Risikowahrnehmung der Banken arbeitet) zu unterscheiden. Nachfolgend werden die empirischen Belege für das Euro-Währungsgebiet in Bezug auf diese vier Kanäle dargestellt.

Betrachtet man zuerst den „traditionellen“ Bankkreditkanal, bei dem unterstellt wird, dass sich eine Veränderung der Leitzinsen, die die Verbindlichkeiten der Banken beeinflusst, auf die

Kreditvergabefähigkeit der Banken auswirkt, so sind die empirischen Befunde für den Euroraum recht uneinheitlich.<sup>20</sup> Erste Hinweise auf die Bedeutung des Bankkreditkanals in Euro-Ländern lieferten die Ergebnisse von Untersuchungen des Monetary Transmission Network des Eurosystems (MTN).<sup>21</sup> Diese stehen in gewissem Gegensatz zur empirischen Evidenz für die Vereinigten Staaten: Das MTN fand heraus, dass die Banken in vielen Ländern des Eurogebiets aufgrund der Merkmale des Bankensektors bis zu einem gewissen Grad vor den Auswirkungen der Geldpolitik auf ihre Finanzierung und damit auch auf ihre Kreditvergabefähigkeit geschützt sind. So wurde festgestellt, dass die teilweise existierende staatliche Beteiligung an nationalen Bankensektoren, umfassende Einlagensicherungssysteme, das Vorhandensein von Banknetzwerken und die zentrale Rolle langfristiger Kreditbeziehungen die Bedeutung des Bankkreditkanals in vielen Euro-Ländern abgeschwächt haben. Den Ergebnissen des MTN zufolge steht lediglich der Liquiditätsgrad der Banken in enger Beziehung zur Geldpolitik, da weniger liquide Banken eher geneigt sind, ihre Kreditvergabe als Reaktion auf eine geänderte Geldpolitik anzupassen. In letzter Zeit hatte auch die steigende Bedeutung nicht einlagenbasierter Refinanzierungsquellen, etwa die Finanzierung über den Kapitalmarkt (z. B. durch die Begebung gedeck-

20 Für die Vereinigten Staaten hingegen wurde das Wirken des Bankkreditkanals in vorangegangenen Untersuchungen auf der Grundlage mikroökonomischer Modelle belegt. So kam man zu dem Ergebnis, dass die Geldpolitik zu Verteilungseffekten zwischen Banken mit unterschiedlich stark ausgeprägter Informationsintransparenz (gemessen etwa anhand von Größe, Liquidität und Eigenkapital) führte. Siehe beispielsweise J. Peek und E. S. Rosengren, Bank lending and the transmission of monetary policy, in: J. Peek und E. S. Rosengren, (Hrsg.), Is Bank Lending Important for the Transmission of Monetary Policy?, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series 39, 1995, S. 47-68, sowie Kashyap und Stein, 2000, a. a. O. Eine ähnliche Studie, bei der ein anderer Modellansatz zugrunde gelegt wurde, stammt von J. C. Driscoll, Does bank lending affect output? Evidence from the U.S. states, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 51, 2004, S. 451-471. Vergleichbare Ergebnisse finden sich auch in: A. Ashcraft, New evidence on the lending channel, in: Journal of Money, Credit, and Banking, Bd. 38, Nr. 3, 2003, S. 751-776.

21 Siehe insbesondere M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martínez Pagés, P. Sevestre und A. Worms, Financial systems and the role of banks in monetary policy, in: I. Angeloni, A. K. Kashyap und B. Mojon (Hrsg.), Monetary Policy Transmission in the Euro Area, Cambridge University Press, Cambridge, 2003, und die darin zitierten Veröffentlichungen.

19 Zieht man die Antworten der Umfrageteilnehmer zu den Faktoren heran, die zu einer Verschärfung der Kreditrichtlinien geführt haben, so gilt diese Einschränkung insbesondere für die Risikofaktoren, welche die Beurteilung der Bonität der Kreditnehmer reflektieren.

ter Schuldverschreibungen) sowie die rapide Ausweitung des Verbriefungsmarktes im Euroraum, tendenziell eine weitere Schwächung des Bankkreditkanals zur Folge. Vor diesem Hintergrund wird in Kasten 1 die Rolle von Finanzinnovationen für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus untersucht, wobei auch die Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen berücksichtigt werden. Während die Untersuchungen des MTN hauptsächlich auf Basis von Datenstichproben aus der Zeit vor der Einführung des Euro durchgeführt wurden, fanden jedoch jüngere Studien, die Daten aus der Phase seit Beginn der dritten Stufe der WWU verwendeten, Belege dafür, dass der Bankkreditkanal in den Ländern des Euro-Währungsgebiets durchzufunktioniert.<sup>22</sup>

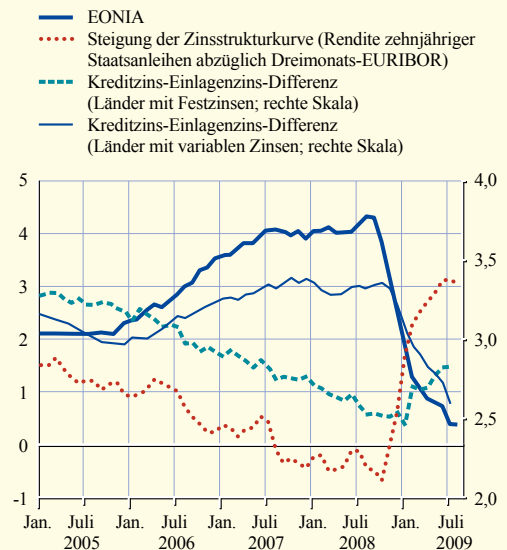
Betrachtet man den Bankkapitalkanal als Bestandteil eines umfassender definierten Bankkreditkanals, so existiert für den Euroraum eine gewisse empirische Evidenz dafür, dass Banken mit einer geringen Eigenkapitalausstattung empfindlicher auf Veränderungen der Geldpolitik reagieren als Banken mit einer soliden Eigenkapitaldecke.<sup>23</sup> Eine aktuelle Studie untersuchte die Bedeutung der Geldpolitik für die Rentabilität der Banken im Eurogebiet. Dabei wurde zwischen den unterschiedlichen Elementen der

22 Unter Verwendung des Ansatzes von Driscoll (a. a. O.) für ein Panel von Euro-Ländern kommen die Studien zu dem Schluss, dass Geldnachfrageschocks einen erheblichen Effekt auf die Kreditvergabe der Banken (und – im Gegensatz zu den Ergebnissen von Driscoll – auch auf die Wirtschaftstätigkeit) haben; siehe L. Crappiello, A. Kadareja, C. Kok Sorensen und M. Protopapa, Do bank loans and credit standards have an effect on output? A panel approach for the euro area, Working Paper der EZB, erscheint in Kürze, sowie M. Čihák und P. K. Brooks, From subprime loans to subprime growth? Evidence for the euro area, Working Paper Nr. 09/69 des Internationalen Währungsfonds, 2008.

23 Siehe beispielsweise Y. Altunbas, G. de Bondt und D. Marqués-Ibáñez, a. a. O., sowie L. Gambacorta und P. E. Mistrulli, Does bank capital affect lending behaviour?, in: Journal of Financial Intermediation, Bd. 13, Nr. 4, 2004, S. 436-457; Belege für die Vereinigten Staaten finden sich z. B. in: R. P. Kishan und T. P. Opiela, Bank capital and loan asymmetry in the transmission of monetary policy, in: Journal of Banking and Finance, Bd. 30, 2006, S. 259-285, sowie T. Bayoumi und O. Melander, Credit Matters: Empirical Evidence on U.S. Macro-Financial Linkages, Working Paper Nr. 08/169 des Internationalen Währungsfonds, 2008; für Japan siehe beispielsweise W. Watanabe, Prudential Regulation and the 'Credit Crunch': Evidence from Japan, in: Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 39, Nr. 2-3, 2007, S. 639-665.

Abbildung 7 Differenz zwischen Kredit- und Einlagenzinsen der MFIs und Zinsstrukturkurve

(in % p. a.; in Prozentpunkten)



Quellen: EZB und Reuters.

Anmerkung: Die Kategorie „Länder mit Festzinsen“ umfasst Länder, in denen mehr als 50 % der Hypothekenkredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren vergeben werden; dazu zählen Belgien, Deutschland, Frankreich und die Niederlande. Die übrigen Länder des Euro-Währungsgebiets fallen in die Kategorie „Länder mit variablen Zinsen“. Siehe auch EZB, Differences in MFI interest rates across euro area countries, September 2006.

Bankerträge unterschieden.<sup>24</sup> Die Untersuchung ergab, dass die Art und Weise, wie sich die Geldpolitik über ihren Effekt auf die kurzfristigen Zinssätze und den Verlauf der Zinsstrukturkurve auf die Nettozinserträge der Banken auswirkt, erheblich vom Geschäftsmodell der jeweiligen Bank abhängt. So fand man heraus, dass traditionelle Banken, also Banken, deren Geschäfte sich durch eine Laufzeiteninkongruenz auszeichnen (d. h. bei denen langfristige Ausleihungen einer kurzfristigen Refinanzierung gegenüberstehen), am stärksten von der Geldpolitik beeinflusst werden. Es spielt also eine Rolle, ob Banken in erster Linie variabel verzinsliche oder festverzinsliche Kredite vergeben. Zwischen den einzelnen Euro-Ländern gibt es erheb-

24 Siehe H. S. Hempell und C. Kok Sorensen, Does monetary policy affect bank profitability and bank loan supply? Empirical evidence for the euro area, Working Paper Series der EZB, erscheint in Kürze.

## Kasten

**DER EINFLUSS VON FINANZINNOVATIONEN AUF DAS KREDITANGEBOT DER BANKEN VOR DEM HINTERGRUND DER FINANZMARKTTURBULENZEN – EINE BESTANDSAUFNAHME**

In den Jahren vor den Spannungen an den Kreditmärkten nahmen der Umfang und die Komplexität von Verbriefungsaktivitäten außerordentlich stark zu. Gleichzeitig fanden strukturierte Finanzprodukte in immer mehr Ländern Zuspruch. Während Verbriefungen in den Vereinigten Staaten bereits seit über 50 Jahren eine gängige Methode zur Refinanzierung darstellen, ist im Euro-Währungsgebiet erst seit einigen Jahren ein nennenswerter Einsatz dieses Finanzinstruments festzustellen.<sup>1</sup> Die weltweit stark steigende Zahl an Verbriefungsgeschäften spiegelte einen breiter angelegten Trend von Finanzinnovationen hin zur Strukturierung und zum Handel von Kreditrisiken wider.<sup>2</sup> Diese Entwicklungen erleichterten den Handel mit Kreditrisiken. Der dargestellte Trend brachte auch die Schaffung von Kreditderivaten und den vermehrten Einsatz von Verbriefungen im Zusammenspiel mit traditionellen Formen des Kreditrisikotransfers wie beispielsweise Konsortialkrediten mit sich. Diese Neuerung der Methoden zur Kreditrisikoübertragung geht auf eine Reihe von Faktoren zurück, so etwa die Globalisierung der Finanzmärkte, Verbesserungen im Bereich der Informationstechnologie und der Preismodelle sowie die Entwicklung hin zu einem zunehmend markt-basierten Finanzsystem. In Europa trugen der Wegfall des Wechselkursrisikos zwischen den Euro-Ländern, die zunehmende Finanzmarktintegration und ein verstärkt markt-basiertes Finanzsystem dazu bei, dass der Markt für Verbriefungen immer größer und liquider wurde.

Die jüngste Finanzmarktkrise hat auch den Verbriefungsmarkt erheblich in Mitleidenschaft gezogen. Zwar sind die Verbriefungsaktivitäten am Primärmarkt nach wie vor robust, jedoch wird ein Großteil der so verbrieften Instrumente weiterhin in den Bilanzen der ursprünglich kreditgebenden Banken verbucht. Der Primärmarkt von für den Markt bestimmten Verbriefungen entwickelte sich über weite Teile des Jahres 2008 hinweg sowie in der ersten Jahreshälfte 2009 sehr verhalten und kam beinahe zum Erliegen, während am Sekundärmarkt nach wie vor eine gewisse Geschäftstätigkeit zu verzeichnen ist. So deuten die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet aus den letzten Quartalen darauf hin, dass sich der erschwerte Zugang zum Verbriefungsmarkt auf die Bereitschaft und die Fähigkeit der Banken, Kredite zu vergeben, auswirkt. Dies wird aller Voraussicht nach auch in der näheren Zukunft der Fall sein. Ursächlich hierfür sind Verwerfungen an der Anlegerbasis, die während der Finanzkrise herbe Verluste erlitt, das hohe Maß an Unsicherheit und ein außerordentlich großes Kreditangebot im Vorfeld der Krise.

Die beschriebenen Entwicklungen im Bereich der Verbriefungsgeschäfte haben zu wesentlichen Veränderungen geführt, die sowohl die Finanzstruktur der meisten Industrieländer als auch die Rolle der Banken dort betreffen. So hat der Einsatz von Verbriefungen vor der Finanzkrise die Funktionsweise der Kreditmärkte verändert und die fundamentale Bedeutung der traditionell von Finanzintermediären vorgenommenen Fristentransformation geschwächt. Die Rolle der Banken hat sich dahingehend gewandelt, dass ihre Aufgabe nicht länger nur darin besteht, Kredite zu vergeben und in ihrem Bestand zu halten. Vielmehr basiert ihr Geschäftsmodell heute auf der Ver-

1 Hintergrundinformationen zu Verbriefungsgeschäften im Euroraum finden sich in: EZB, Verbriefungen im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Februar 2008.

2 D. Marqués-Ibáñez und M. Scheicher, Securitisation: Causes and Consequences, in: A. Berger, P. Molyneux und J. Wilson (Hrsg.), Handbook of Banking, Oxford University Press, erscheint in Kürze.



gabe, der Bündelung und dem Weiterverkauf von Krediten. Dies hat sich auch auf den Anreiz und die Fähigkeit der Banken zur Kreditvergabe ausgewirkt. Aus makroökonomischer Sicht haben Verbriefungen die Kreditmärkte erheblich verändert und damit auch die Kreditdynamik beeinflusst. Gesamtwirtschaftlich betrachtet führten Verbriefungen zu einer allgemeinen Zunahme des aggregierten Kreditangebots. Dies hängt mit den Merkmalen der Verbriefungsgeschäfte zusammen, durch die zuvor illiquide Teile des Kreditspektrums freigesetzt wurden, was eine stärkere Mittelmobilisierung seitens der Anleger begünstigte. Indem die Banken Kredite vollständig aus ihren Bilanzen ausgliederten, war es ihnen zudem in vielen Fällen möglich, eine Entlastung des regulatorischen Eigenkapitals zu erzielen, was ebenfalls zur Ausweitung ihres Kreditangebots beitrug. Aus mikroökonomischer Sicht erhielten Banken durch die Verbriefung eines Teils ihrer Aktiva Zugang zu zusätzlichen Refinanzierungsmitteln, die wiederum für die Vergabe weiterer Kredite verwendet werden konnten. Jüngste Studien lassen darauf schließen, dass die Ausweitung des Kreditangebots in den vergangenen Jahren teilweise durch Verbriefungen getrieben war. Insbesondere gibt es Belege dafür, dass das Kreditwachstum in den Bereichen, in denen die Zahl der Verbriefungen zunimmt, stärker ist, und dass Banken, die am Markt für Verbriefungen besonders aktiv sind, offenbar mehr Kredite vergeben.<sup>3</sup>

Überdies könnten sich Verbriefungsgeschäfte auf die von den Banken übernommene Aufsichtsfunktion ausgewirkt haben.<sup>4</sup> Dadurch, dass bestimmte Instrumente aus den Bankbilanzen ausgegliedert und an den Markt gebracht wurden, dürfte der Anreiz für Finanzintermediäre, die Darlehensnehmer zu prüfen, geschwächt worden sein. Diese Annahme steht im Einklang mit jüngsten Belegen, die darauf hindeuten, dass Verbriefungen zu einer Lockerung der Kreditrichtlinien geführt haben könnten.<sup>5</sup> Da Banken durch Verbriefungsgeschäfte in höherem Maße von der marktbasierter Refinanzierung abhängen, könnten Verbriefungen die Verbindung zwischen der Kreditvergabe von Banken, der Refinanzierung von Kreditinstituten und systemischen Entwicklungen an den Finanzmärkten verstärken. Dementsprechend dürfte der Anreiz und die Fähigkeit der Banken, Kredite auszureichen, in größerem Umfang von den Konditionen an den Finanzmärkten abhängen als in der Vergangenheit, als sich die Banken fast ausschließlich über Bankeinlagen finanzierten. Dies ist vorwiegend darauf zurückzuführen, dass Einlagen in der Regel eine stabilere Verzinsung aufweisen und definitionsgemäß weniger auf die Finanzmarktbedingungen ausgerichtet sind als handelbare Finanzinstrumente. Insgesamt dürften Verbriefungsaktivitäten unter extremeren Umständen beträchtliche Auswirkungen darauf haben, inwieweit der Bankensektor in der Lage ist, Kredite zu vergeben.

Es ist davon auszugehen, dass der Markt für Verbriefungen nach seiner Stabilisierung in Zukunft jedoch anders ausgestaltet sein wird als vor der Krise. Insbesondere wird damit gerechnet, dass die Komplexität und der Hebel der Instrumente drastisch reduziert werden und der Markt ein höheres Maß an Regulierung erfährt. In diesem Zusammenhang sind mehr Transparenz und klarer ausgerichtete Anreize für einen effizienten Verbriefungsmarkt von entscheidender Bedeutung.

3 Siehe A. Sufi und A. Mian, The consequences of mortgage credit expansion: evidence from the U.S. mortgage default crisis, in: The Quarterly Journal of Economics, Bd. 124, Nr. 4, 2009, sowie Y. Altunbas, L. Gambacorta und D. Marqués-Ibáñez, Securitisation and the bank lending channel, in: European Economic Review, erscheint in Kürze.

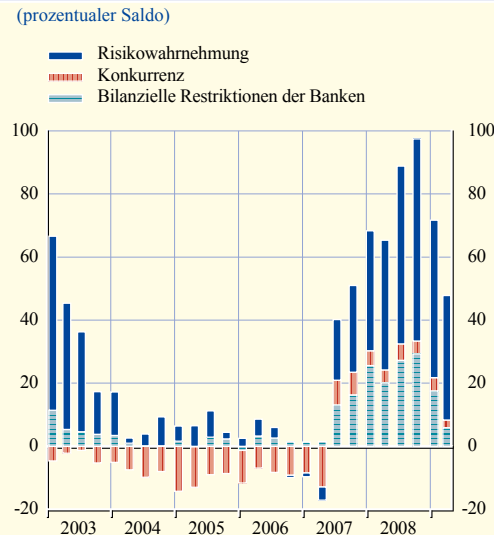
4 Siehe B. Holmström und J. Tirole, Financial intermediation, loanable funds, and the real sector, in: The Quarterly Journal of Economics, Bd. 112, Nr. 3, 1997, S. 663-691, sowie A. Ashcraft und T. Schuermann, The seven deadly frictions of subprime mortgage credit securitization, in: The Investment Professional, Herbst 2008.

5 Siehe B. Keys, T. Mukherjee, A. Seru und V. Vig, Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans 2001-2006, in: The Quarterly Journal of Economics, Bd. 125, Nr. 1, 2010.

liche Unterschiede, was die übliche anfängliche Zinsbindung bei Bankkrediten anbelangt. So wurde festgestellt, dass sich eine Senkung der Leitzinsen und ein steilerer Verlauf der Zinsstrukturkurve in Ländern, in denen Banken Darlehen hauptsächlich mit festen langfristigen Zinssätzen vergeben, positiv auf den Nettozinsvertrag der Banken auswirken, während in Ländern, in denen Banken zum größeren Teil variabel oder kurzfristig verzinsliche Kredite ausreichen, das Gegenteil der Fall ist (siehe Abbildung 7). Da sich eine Senkung der Leitzinsen in den Vermögenspreisen niederschlägt, hat sie außerdem tendenziell günstige Bewertungseffekte in den Handelsbüchern der Banken zur Folge. Des Weiteren beeinflussen leitzinsbedingte Vermögenspreisänderungen durch ihren Effekt auf den Wert der Sicherheiten und die Cashflows der Kreditnehmer wiederum das Niveau der Abschreibungen in den Kreditbüchern der Banken sowie die erforderliche Kreditrisikoversorge.

Geldpolitisch bedingte Veränderungen der Bankbilanzen sowie sonstige Schocks, die die Solidität der Banken beeinträchtigen, können zur Folge haben, dass diese ihr Kreditangebot anpassen. Das kann sowohl im gewährten Kreditvolumen als auch in ihren Kreditkonditionen zum Ausdruck kommen. Wie aus Abbildung 8 hervorgeht, haben bilanzielle Restriktionen der Banken in bestimmten Zeiträumen per saldo zu einer deutlichen Verschärfung der Kreditrichtlinien beigetragen; dies war insbesondere während der jüngsten Finanzkrise zu beobachten.<sup>25</sup> So liefert eine aktuelle Studie,<sup>26</sup> die Informationen aus der Umfrage zum Kreditgeschäft in einem Panel-Schätzansatz für verschiedene Länder verwendete, Belege für die Bedeutung von Bilanz-

Abbildung 8 Faktoren, die zur Änderung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten beitragen



Quellen: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der Faktor „Risikowahrnehmung“ umfasst branchen- oder firmenspezifische Faktoren, die Konjunkturaussichten allgemein sowie die Werthaltigkeit der geforderten Sicherheiten. Der Faktor „Konkurrenz“ betrifft die Konkurrenz durch andere Banken, Nichtbanken und die Marktfinanzierung. Der Faktor „Bilanzielle Restriktionen der Banken“ bezieht sich auf die Eigenkapitalkosten der Banken, ihren Zugang zur Marktfinanzierung und ihre Liquiditätsposition. Die für die drei Kategorien ausgewiesenen prozentualen Salden berechnen sich als einfacher Durchschnitt der in die jeweilige Kategorie fallenden Faktoren.

restriktionen für die Kreditvergabe der Banken. Diese der Umfrage zum Kreditgeschäft entnommenen Faktoren können als „reine“ Kreditangebotseffekte betrachtet werden, da sie sich ausschließlich auf die individuellen Gegebenheiten der jeweiligen Banken beziehen. Dagegen hängen die Umfragedaten zur Wahrnehmung von Risiken, welche zu einer Verschärfung der Kreditrichtlinien beitragen, mit der Bonität der Kreditnehmer zusammen (d. h. mit dem oben beschriebenen Bilanzkanal der Unternehmen) und stehen damit nur indirekt mit der Situation der einzelnen Banken in Verbindung.

Angebotsseitige Beschränkungen im engeren Sinn, genauer gesagt die „Eigenkapitalkosten der Banken“, scheinen im Firmenkundenkreditgeschäft besonders bedeutsam zu sein. Sie haben selbst unter Berücksichtigung verschiedener Nachfragefaktoren (einschließlich der in der Umfrage zum Kreditgeschäft enthaltenen Ein-

25 Empirische Belege für die Bedeutung von Kapitalengpässen für die Kreditbereitstellung gemessen an der Verschärfung der Kreditrichtlinien der Banken für den Euroraum finden sich in: A. Maddaloni, J. L. Peydró und S. Scopel, Does monetary policy affect bank credit standards?, Beitrag anlässlich der zwölften Jahreskonferenz des CEPR/ESI zum Thema „Evolving Financial System and the Transmission Mechanism of Monetary Policy“, Basel, September 2008, sowie Hempell und Kok Sørensen, 2009, a. a. O. Zu den Vereinigten Staaten siehe beispielsweise T. Bayoumi und O. Melander, 2008, a. a. O.

26 Siehe H. S. Hempell und C. Kok Sørensen, The impact of supply constraints on bank lending in the euro area, Working Paper der EZB, erscheint in Kürze.

schätzung der Nachfrage) signifikante negative Auswirkungen auf die Zuwachsraten der an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften vergebenen Bankkredite.<sup>27</sup> Die Schätzungen zur Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften legen nahe, dass eine Nettoverschärfung der Kreditrichtlinien aufgrund der Eigenkapitalkosten der Banken zu einem leichten Rückgang der vierteljährlichen Wachstumsrate der Bankkreditvergabe an diese Unternehmen führen würde. Zudem hat eine höhere Einschätzung der branchen- und firmenspezifischen Risiken (laut Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken) negative Konsequenzen für die Gesamtkreditvergabe der Banken an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, und zwar auch unter Berücksichtigung der von den Banken wahrgenommenen Veränderungen der Kreditnachfrage, wie sie in der besagten Umfrage aus den Antworten auf eine separate Frage hervorgeht. Dies stützt die Annahme, dass die genannten Effekte der Angebotsseite der Bankkreditvergabe zuzuschreiben sind, in der sich die Auswirkungen des Bilanzkanals der Kreditnehmer und eine höhere Risikoaversion der Banken widerspiegeln.

Bei der Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte ist der Einfluss „reiner“ angebotsseitiger Beschränkungen unter Verwendung ähnlicher Schätztechniken weniger eindeutig. Hier deuten die empirischen Belege vielmehr auf eine in erster Linie nachfragebedingte Entwicklung hin, insbesondere wenn Informationen über die Kreditnachfrage einbezogen werden, die in einer separaten Frage in der Umfrage zum Kreditgeschäft erhoben wurden. Betrachtet man die jüngsten Entwicklungen während der Finanzmarkturbulenzen, so scheint die Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Wohnungsbaukrediten außerdem darauf hinzuweisen, dass der angebotsseitige Druck hier geringer war als bei den Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (siehe Abbildung 5 und 6).

27 Dieser Befund entspricht den Ergebnissen der oben genannten Studien über die Bedeutung des Eigenkapitals für die Kreditvergabeentscheidungen der Banken.

## AUSWIRKUNGEN DER GELDPOLITIK AUF DIE BILANZEN DER KREDITNEHMER UND DAS KREDITANGEBOT

Betrachtet man den Bilanzkanal, bei dem angenommen wird, dass sich die Geldpolitik über das bilanzielle Reinvermögen der Kreditnehmer auf die Bankkreditvergabe auswirkt, so weisen aktuelle empirische Befunde auf Basis der Analyse von Kreditanträgen von Unternehmen auf die Existenz dieses Mechanismus hin.<sup>28</sup> Anhand solcher Daten über Kreditanträge lässt sich untersuchen, ob und wieso Banken Kredite vergeben, und sie sind hilfreich für die Unterscheidung zwischen angebots- und nachfrageseitigen Effekten. Die empirischen Befunde legen nahe, dass die Banken eher zur Kreditvergabe an Unternehmen mit einem hohen Verschuldungsgrad und einer geringen Liquidität bereit sind, wenn die Leitzinsen sinken. Die daraus resultierende Ausweitung des Kreditvolumens kann sich positiv auf die Wirtschaftstätigkeit auswirken, da Banken als Anbieter von Außenfinanzierungsmitteln gerade im Euro-Währungsgebiet eine zentrale Rolle spielen. Gehören Firmen, die stärker von Kapitalrestriktionen betroffen sind, Sektoren mit höherer Produktivität an (z. B. Biotechnikunternehmen), kann die veränderte Zusammensetzung der Kreditportfolios der Banken das Wirtschaftswachstum sogar noch mehr ankurbeln.<sup>29</sup> Somit kann die Geldpolitik die Konjunktur nicht nur durch eine Veränderung der Kreditvolumina, sondern auch durch eine geänderte Zusammensetzung der Bankkredite beeinflussen.

Beim Bilanzkanal der geldpolitischen Transmission bedeuten niedrigere Leitzinsen nicht, dass die Banken größere Risiken eingehen, da das Reinvermögen der Kreditnehmer z. B. aufgrund der höheren Sicherheitenwerte in der Tendenz steigt, wenn die kurzfristigen Zinsen sinken. Somit vergeben die Banken Kredite an Firmen

28 Siehe G. Jiménez, S. Ongena, J. L. Peydró und J. Saurina, Identifying loan supply and balance-sheet channels with loan applications, Beitrag anlässlich der vierten Konferenz der Banca d'Italia und des CEPR zum Thema „Money, Banking and Finance: Corporate Governance, Capital Structure and Firm Performance“, Rom, Oktober 2009.

29 Siehe K. Matsuyama, Credit Traps and Credit Cycles, in: American Economic Review, Bd. 97, Nr. 1, 2007, S. 503-516.

mit einer verbesserten Finanzlage und folglich geringerem Risiko.

Allerdings deuten aktuelle empirische Untersuchungen, bei denen das Risiko anhand von Ex-ante-Kreditrichtlinien oder von Ausfallwahrscheinlichkeiten bemessen wird, darauf hin, dass niedrige Kurzfristzinsen Banken auch dazu veranlassen können, Kredite mit einem höheren tatsächlichen Risiko zu gewähren (als „Risikoneigungskanal“<sup>30</sup> bezeichneter Mechanismus; siehe Abschnitt 2). Sind die kurzfristigen Zinssätze niedrig, so tendieren Banken dazu, ihre Kreditrichtlinien zu lockern, sodass ihre Ausleihungen tendenziell ein hohes Ausfallrisiko haben. Darüber hinaus gehen Banken mit recht niedrigem Eigenkapital vermehrt Kreditrisiken ein, wobei der Zinsabstand der betreffenden Kredite die hohen Risiken nicht entsprechend widerspiegelt.<sup>30</sup> Der Einfluss niedriger Kurzfristzinsen kann auch verstärkt werden, wenn sich Banken in großem Stil im Verbriefungsgeschäft engagieren. Alle genannten Effekte sind auch unter Berücksichtigung von Verbesserungen bei Risiko und Wert der Sicherheiten der Kreditnehmer nachweisbar. Dies deutet darauf hin, dass Banken höhere Risiken eingehen, wenn die kurzfristigen Zinssätze niedrig sind.<sup>31</sup>

30 Siehe G. Jiménez, S. Ongena, J. L. Peydró und J. Saurina, Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?, Beitrag anlässlich der Tagung der American Finance Association, San Francisco, 2009; V. Ioannidou, S. Ongena und J. L. Peydró, Monetary policy, risk-taking and pricing: evidence from a natural experiment, Beitrag anlässlich des Summer Institute des NBER, Cambridge, Massachusetts, 2009; A. Maddaloni und J. L. Peydró, Bank risk-taking, securitisation, supervision and low interest rates, Beitrag anlässlich der Konferenz zum Thema „The Financial Crisis“, New Haven, Connecticut, 2009; Maddaloni et al., 2009, a. a. O.; sowie Marqués-Ibáñez et al., 2009, a. a. O. Sie alle zeigen, dass das Bankrisiko für die Geldpolitik von Bedeutung ist. Wenn die kurzfristigen Zinssätze sinken, verringern sich nicht nur die Kreditspreads, sondern auch die entsprechenden Abstände bei Aktien und Anleihen. Zu den Auswirkungen der kurzfristigen Zinsen auf die Preise von Aktien siehe beispielsweise Bernanke und Kuttner, 2005, a. a. O.; zu den Effekten auf die Preise von Anleihen siehe Manganelli und Wolszijk, 2007, a. a. O. Wie in Abschnitt 2 erläutert können niedrige Zinssätze eine Suche nach profitablen Anlagen bedingen (siehe Rajan, 2005, a. a. O.). Verbriefte Kredite können eine Anlageform mit attraktiven Renditen sein, doch aufgrund eines geringeren Screening und Monitoring verbrieft Kredite durch Banken könnte das Zusammenwirken von niedrigen Leitzinsen und einer hohen Verbriefung zu einer Lockerung der Kreditrichtlinien der Banken führen (siehe A. Mian und A. Sufi, 2009, a. a. O.).

31 Siehe Maddaloni und Peydró, 2009, a. a. O.

## AUSWIRKUNGEN DES KREDITANGBOTS DER BANKEN AUF DIE KONJUNKTUR

Der letzte Abschnitt dieses Artikels untersucht die Zusammenhänge zwischen dem Bankensektor und der Realwirtschaft. Dabei werden insbesondere die Auswirkungen von Restriktionen des Kreditangebots auf die Konjunktur und die Inflation beleuchtet. Wenn Kredit- und Risikoneigungskanal wirksam sind, dann sollte das Kreditangebot der Banken letztlich auf Konjunktur und Inflation durchschlagen. Dies wäre dann der Fall, wenn Unternehmen und Verbraucher Bankkredite nicht vollständig durch andere Finanzierungsquellen wie beispielsweise Anleihen oder Aktien ersetzen können. Zwar wurden die theoretischen Mechanismen bereits eingehend dargestellt und analysiert, doch stellen die empirische Evidenz, die diese theoretischen Annahmen stützt, und die Einschätzung der wirtschaftlichen Bedeutung dieser Effekte für Experten nach wie vor eine Herausforderung dar.

Es gibt verschiedene empirische Ansätze, die zur Analyse der Auswirkungen herangezogen werden können. Zwei neuere auf panelökonometrischen Verfahren beruhende Studien zum Euro-Währungsgebiet, in denen makroökonomische Länderdaten ausgewertet wurden, kamen zu dem Ergebnis, dass ein verändertes Kreditangebot die realwirtschaftliche Aktivität in der Region in nicht unerheblichem Maße beeinflusst.<sup>32</sup> Diese Ergebnisse behalten auch dann ihre Gültigkeit, wenn man die Angaben über die Kreditrichtlinien der Banken aus der Umfrage zum Kreditgeschäft berücksichtigt.

Die Richtlinien für die Kreditvergabe können auch direkt als Messgröße für das Kreditangebot in einer Volkswirtschaft herangezogen werden.<sup>33</sup> In der Tat haben die Kreditrichtlinien aus den Umfragen zum Kreditgeschäft eine gewisse Prognosekraft in Bezug auf die Entwicklung des

32 Siehe Cappiello et al., a. a. O., sowie Čihák und Brooks, 2008, a. a. O.

33 Belege für die Vereinigten Staaten finden sich beispielsweise in: Bayoumi und Melander, 2008, a. a. O., sowie A. Swiston, A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit is Due, Working Paper Nr. 08/161 des Internationalen Währungsfonds, 2008.

Kredit- und Wirtschaftswachstums. Dies konnte für die Vereinigten Staaten, für die längere Zeitreihen verfügbar sind, und kürzlich auch für den Euroraum belegt werden,<sup>34</sup> was darauf hindeutet, dass die Kreditrichtlinien für Darlehensnehmer die tatsächliche Kreditvergabe der Banken beeinflussen und sich damit auch auf die Konjunktur auswirken.

Umfrageergebnisse zu den Faktoren, die für das Kreditangebot eine Rolle spielen, tragen auf einfache und anschauliche Art und Weise dazu bei, die verschiedenen Mechanismen des geldpolitischen Transmissionsprozesses voneinander abzugrenzen. So gibt die Auswertung der Antworten zu den bilanziellen Restriktionen der Banken und deren Risikoeinschätzung im Hinblick auf die Sicherheiten und die Bonitätsentwicklung der Kreditnehmer Aufschluss über die Transmissionsmechanismen im Zusammenhang mit dem Bankkreditkanal und dem Bilanzkanal. Letztlich liefert die Umfrage auch Anhaltspunkte über die relative Wirkung auf die Realwirtschaft und die Preise und gibt klar Auskunft über die gemeldete Nachfrage nach Unternehmenskrediten und Krediten an private Haushalte.

Vektorautoregressive Modelle (VAR-Modelle) stellen einen nützlichen Rahmen für die empirische Analyse dieser Mechanismen dar.<sup>35</sup> Anhand der daraus abgeleiteten Impuls-Antwort-Folgen lässt sich der dynamische Einfluss, der sich aufgrund eines Schocks im Zusammenhang mit einer Variablen ergibt, anschaulich darstellen und untersuchen, ob eine Verringerung des Kredit-

angebots die Wirtschaftstätigkeit dämpft. Abbildung 9 zeigt, wie das BIP und ein Preisindex auf eine in der Umfrage zum Kreditgeschäft festgestellte allgemeine Verschärfung der Kreditrichtlinien reagieren. In diesem Zusammenhang impliziert eine Verschärfung der Kreditrichtlinien eine Verschärfung aller Aspekte von Kreditkonditionen (Kreditmargen, Kreditvolumen, Laufzeiten und Sicherheitenerfordernisse). Das BIP geht infolge der verschärften Angebotsbedingungen zurück. Bei Beschränkungen des Kreditangebots an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Restriktionen von Hypothekarkrediten sind ähnliche Effekte zu beobachten, wohingegen die Auswirkungen im Bereich der Konsumentenkredite nicht signifikant sind. Letzteres könnte darauf zurückzuführen sein, dass diesem Segment des Kreditmarktes in den meisten Ländern des Eurogebiets nur eine relativ geringe Bedeutung zukommt, wenngleich es in den vergangenen Jahren beträchtliche Wachstumsraten aufwies.<sup>36</sup> Der Effekt von Angebotsrestriktionen auf das BIP ist nach etwa einem Jahr am stärksten und ist nach rund drei Jahren wieder abgeklungen.

Restriktionen bezüglich des Kreditangebots wirken sich auch auf die Preisdynamik aus. Abbildung 9 verdeutlicht, dass Kreditbeschränkungen bei allen Darlehenskategorien dazu führen, dass die Inflation zurückgeht.<sup>37</sup> Im Vergleich zu den Auswirkungen auf das BIP dauert es bei den Preisen länger, bis der Effekt in vollem Umfang durchschlägt.

Der Panel-VAR-Ansatz kann auch dazu beitragen, die relative Bedeutung des Bilanz- und des Bankkreditkanals zu bestimmen. Diese Transmissionsmechanismen wurden anhand der Umfrageergebnisse identifiziert, die sich darauf beziehen, ob die Banken ihre Richtlinien aufgrund von bilanziellen Restriktionen und/oder infolge ihrer Risikoeinschätzung bezüglich der Kreditnehmer verändert haben. Die in Abbildung 10 dargestellten Impuls-Antwort-Folgen legen den Schluss nahe, dass sich die Wirksamkeit der beiden Kanäle im Euro-Währungsgebiet bei Wohnungs-

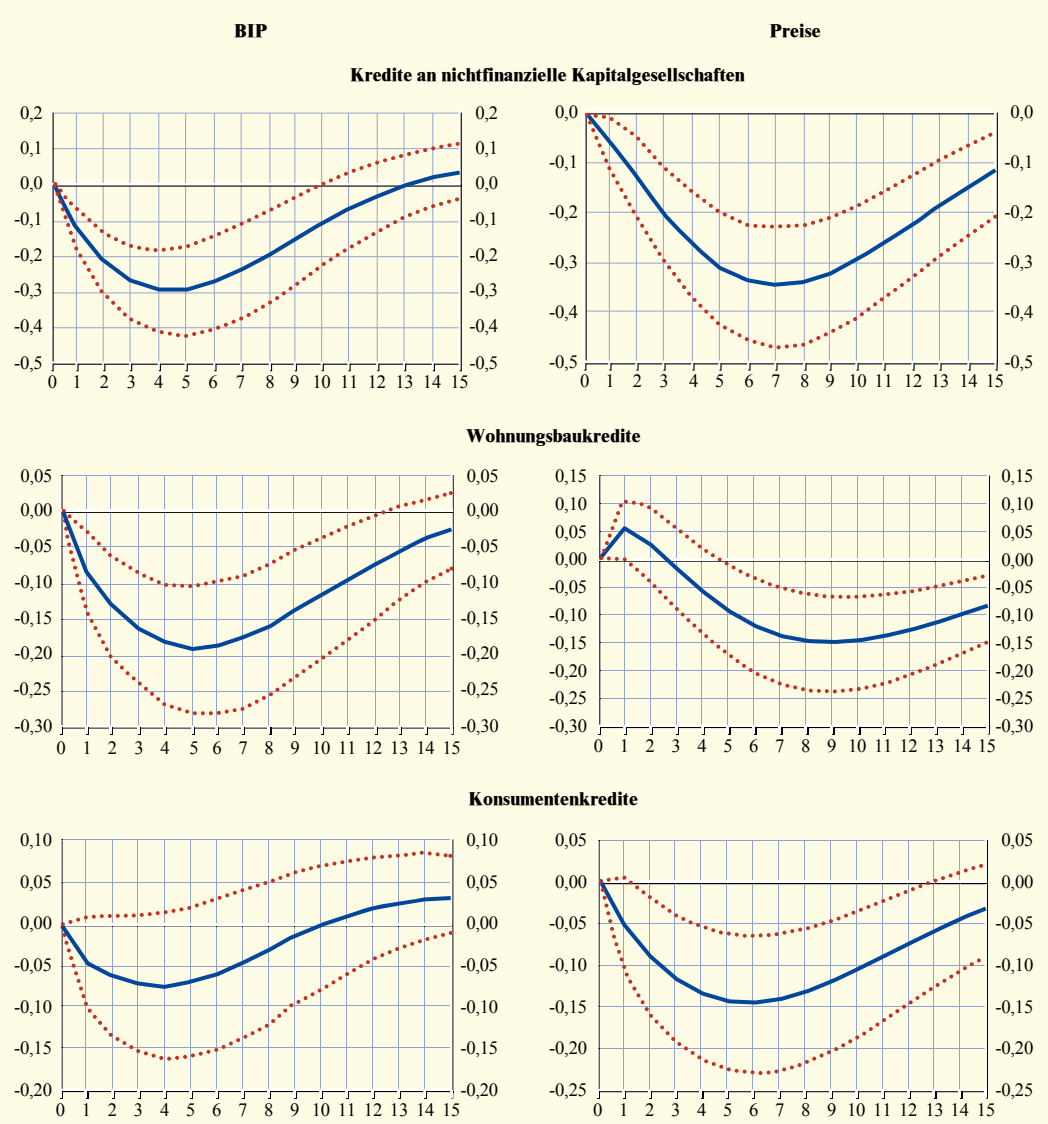
34 Belege für die Vereinigten Staaten finden sich in: C. Lown und D. P. Morgan, *The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey*, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Bd. 38, Nr. 6, September 2006, S. 1575-1597. Belege für das Eurogebiet finden sich in: G. de Bondt, A. Maddaloni, J. L. Peydró und S. Scopel, *The bank lending survey matters: first empirical evidence for euro area credit and output*, Working Paper der EZB, erscheint in Kürze.

35 Siehe M. Ciccarelli, A. Maddaloni und J. L. Peydró, *Trusting the Bankers: a New Look at the Credit Channel of Monetary Transmission*, Beitrag anlässlich der C.R.E.D.I.T.-Konferenz, Venedig, September 2009. Das Panel-VAR-Modell für das Euro-Währungsgebiet umfasst das BIP, Preise, kurzfristige Zinsen, die Kreditnachfrage (näherungsweise anhand der in der Umfrage zum Kreditgeschäft ermittelten Veränderung des Nachfragevolumens bestimmt) und die Kreditangebotsbedingungen (näherungsweise anhand der in der Umfrage zum Kreditgeschäft ermittelten Veränderung der Kreditrichtlinien bestimmt).

36 Der Anteil der Konsumentenkredite am Gesamtvolumen der ausstehenden Kredite im Euro-Währungsgebiet liegt bei unter 10 %.

37 Als Preisindex wird der BIP-Deflator verwendet.

Abbildung 9 Reaktion des BIP und der Preise auf Beschränkungen des Kreditangebots

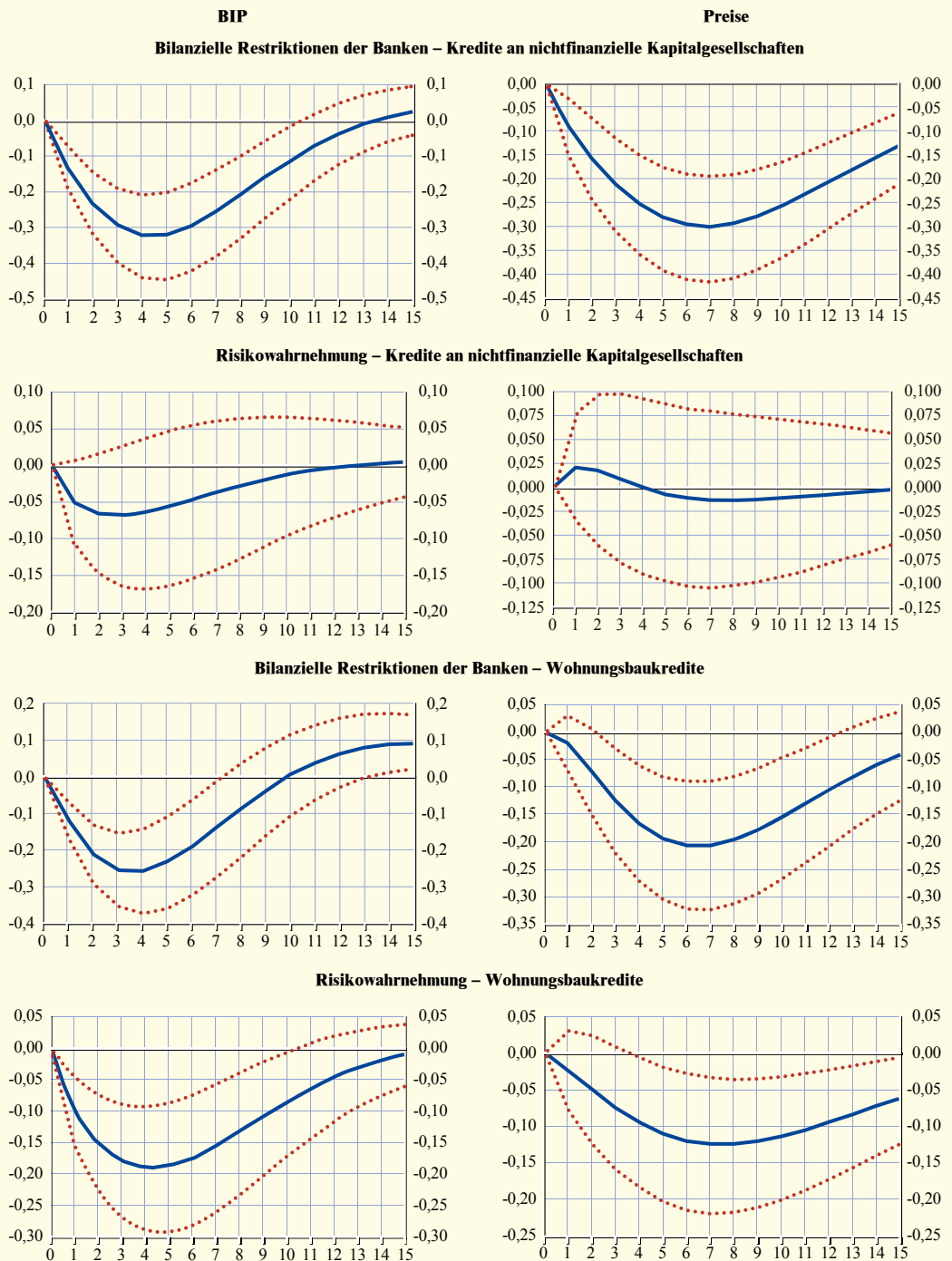


Quelle: Ciccarelli et al., 2009.  
Anmerkung: Die Grafiken zeigen die Reaktion des logarithmierten realen BIP und eines BIP-Deflators auf Kreditangebotschocks in der Größenordnung einer Standardabweichung. Das Kreditangebot wird anhand der vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft ermittelt, und zwar aus den Antworten auf die Fragen zu den Richtlinien für die Vergabe von Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte und von Konsumentenkrediten. Die Konfidenzbänder sind wie bei Bayesianischen Verfahren üblich auf 68 % festgelegt.

baukrediten an private Haushalte und bei Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften etwas unterscheidet. Bei Hypothekarkrediten sind beide Kanäle aktiv, und ihre Größe ist vergleichbar. Im Fall von Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften scheint nur der Bankkreditkanal Einfluss auf die Konjunktur zu haben.

Insgesamt deuten die empirischen Belege darauf hin, dass die verschiedenen in Abschnitt 2 diskutierten Kreditkanäle Teil des monetären Transmissionsprozesses im Euroraum sind. Insbesondere der Bankkreditkanal – einschließlich des Bankkapitalkanals – ist von größerer Relevanz, als frühere, zu Beginn des Jahrhunderts durchge-

**Abbildung 10** Reaktion des BIP und der Preise auf Beschränkungen des Kreditangebots aufgrund bilanzieller Restriktionen der Banken und der Risikowahrnehmung



Quelle: Ciccarelli et al., 2009.

Anmerkung: Die Grafiken zeigen die Reaktion des logarithmierten realen BIP und eines BIP-Deflators auf Kreditangebotschocks in der Größenordnung einer Standardabweichung. Das Kreditangebot wird anhand der vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft ermittelt, und zwar aus den Antworten auf die Fragen zu bilanziellen Restriktionen und zur Risikowahrnehmung (was die Kreditnehmer betrifft) im Hinblick auf Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sowie Wohnungsbaukredite an private Haushalte. Die Konfidenzbänder sind wie bei Bayesianischen Verfahren üblich auf 68 % festgelegt.

fürte Studien vermuten ließen. Darüber hinaus gibt es zunehmend Hinweise darauf, dass beim monetären Transmissionsmechanismus im Eurogebiet ein Bilanzkanal vorhanden ist. Abschließend ist aufgrund von jüngsten empirischen Belegen anzunehmen, dass geldpolitische Impulse über den sogenannten Risikoneigungskanal verstärkt werden.

Während der aktuellen Finanzkrise und insbesondere nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers dürften Kreditangebotsfraktionen die Kreditrichtlinien der Banken beeinflusst und sich dabei negativ auf die Kreditvergabe und die Konjunktur ausgewirkt haben. Bislang stützen allerdings nur wenige empirische Studien diese Beurteilung, da für den genannten Zeitraum bisher nur wenige Beobachtungen vorliegen. Gleichzeitig wurde der Beeinträchtigung des Kreditangebots durch geldpolitische Entscheidungen begegnet, indem die Leitzinsen erheblich gesenkt und Sondermaßnahmen ergriffen wurden. Dazu gehören beispielsweise längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit bis zu einjähriger Laufzeit, die Ausweitung des Sicherheitenrahmens und der Erwerb gedeckter Schuldverschreibungen. Diese geldpolitischen Maßnahmen dürften in der Tat dazu beigetragen haben, dass die Kreditrichtlinien den jüngsten Umfragen zum Kreditgeschäft zufolge weniger stark verschärft wurden.<sup>38</sup> Allerdings könnte in einigen Schuldnersegmenten im Eurogebiet nach wie vor eine Verknappung des Kreditangebots vorliegen. Dementsprechend ist es erforderlich, dass die Banken die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen an die Kreditnehmer weitergeben und ihre Rekapitalisierungsmöglichkeiten voll ausschöpfen. Schließlich ist es unumgänglich, dass es zu weiteren Marktanpassungen kommt, wenngleich das erforderliche Maß solcher Anpassungen in den verschiedenen Regionen und Marktsegmenten unterschiedlich sein kann.

#### 4 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Im vorliegenden Aufsatz wurden aktuelle Ergebnisse zu den Auswirkungen der Geldpolitik auf das Angebot an Bankkrediten und auf die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum vorgestellt. Darüber hinaus liefert er neue empirische Belege auf Basis von Informationen aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet. Diese neue Datenquelle bietet die Möglichkeit, das Verhältnis zwischen Kreditangebot und Kreditnachfrage besser zu entflechten; bislang war eine empirische Beurteilung anhand der verfügbaren quantitativen aggregierten Daten schwierig. Die empirischen Befunde geben Hinweise darauf, dass der Kreditkanal im Euroraum in der Zeit der Finanzmarkturbulenzen seit Mitte 2007 an Bedeutung gewonnen hat.

Betrachtet man den Bankkreditkanal, so ist festzustellen, dass die derzeitigen Finanzmarktspannungen die Refinanzierung der Banken über Einlagen und über die Märkte enorm beeinträchtigt hat. Was die marktbasierende Finanzierung betrifft, so hat das Verbriefungsgeschäft, das eine wichtige Refinanzierungsquelle der Banken darstellt, in den vergangenen zwei Jahren erheblich gelitten. Außerdem hat die Verschlechterung der Eigenkapitalposition der Banken, die unter anderem aus deren deutlich gesunkener Ertragskraft resultierte, die Bankbilanzen zusätzlich belastet. Alles in allem scheinen die genannten Probleme, die sich auf die Bankbilanzen und die Refinanzierungskosten der Banken auswirkten, die Bereitstellung von Bankkrediten an private Haushalte und an den Unternehmenssektor in der aktuellen Krise beeinflusst zu haben. Überdies hat die Verschlechterung der Bonität der Kreditnehmer die Qualität der Kreditnachfrage erheblich beeinträchtigt und die Fähigkeit und Bereitschaft der Banken zur Kreditgewährung weiter gemindert. Dies wird besonders an den risikobezogenen Informationen der Umfrage zum Kreditgeschäft deutlich.

Gleichzeitig deuten die empirischen Ergebnisse darauf hin, dass die Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Bedingungen und der Wirtschaftsaussichten die Kreditnachfrage stark

<sup>38</sup> Siehe EZB, Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2009, Kasten 2, Monatsbericht August 2009.



in Mitleidenschaft gezogen hat. Je nach der verwendeten Methodik legen die empirischen Befunde nahe, dass die derzeit schwache Entwicklung der Gesamtkreditvergabe der Banken im Eurogebiet vor allem auf die besonders niedrige Kreditnachfrage seitens der Realwirtschaft zurückzuführen ist. Dies schließt jedoch die Möglichkeit nicht aus, dass – zumindest in einigen Schuldnersegmenten – auch Beschränkungen bei der Kreditverfügbarkeit vorhanden sind.

Die Geldpolitik der EZB in den vergangenen zwei Jahren seit dem Ausbruch der Finanzkrise ist vor diesem Hintergrund zu sehen. Unter Wahrung der Preisstabilität als vorrangiges Ziel haben die von der EZB seit Mitte 2007 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen insbesondere durch die mehrfache Senkung der Leitzinsen die Kreditnachfrage gestärkt. Außerdem wurde das Kreditangebot in erster Linie durch „Sondermaßnahmen“ gestützt; dies geschah etwa durch die Bereitstellung von Finanzierungsmitteln an das Bankensystem über langfristige Liquiditätsgeschäfte mit voller Zuteilung und den Erwerb von auf Euro lautenden gedeckten Schuldverschreibungen. Die genannten geldpolitischen Maßnahmen sind eingedenk der Tatsache zu sehen, dass das Bankensystem eine herausragende Rolle bei der Bereitstellung von Finanzierungsmitteln an Unternehmen und private Haushalte im Euroraum spielt. Es ist daher wichtig, dass die Banken im Eurogebiet die Möglichkeit nutzen, die vom Eurosystem bereitgestellte Liquidität an die Endkreditnehmer weiterzureichen. Dies dürfte wiederum den Konsum und die Investitionen in nächster Zeit fördern.

# DIE JÜNGSTEN VERÄNDERUNGEN IN DEN BILANZEN DES EUROSISTEMS, DES FEDERAL RESERVE SYSTEM UND DER BANK VON JAPAN

AUFSÄTZE

Die jüngsten Veränderungen in den Bilanzen des Eurosystems, des Federal Reserve System und der Bank von Japan

*Seit dem Beginn der Finanzmarkturbulenzen im August 2007 haben sich der Umfang und die Zusammensetzung der Zentralbankbilanzen im Zuge der außergewöhnlichen geldpolitischen Geschäfte deutlich verändert. Im vorliegenden Aufsatz werden die aktuellen Entwicklungen unter Verwendung vereinfachter Versionen der Bilanzen des Eurosystems, des Federal Reserve System (nachfolgend als Federal Reserve bezeichnet) und der Bank von Japan erläutert. Die massive Ausweitung und die zunehmende Komplexität der Bilanzen dieser drei Zentralbanken – insbesondere im Gefolge der Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 – belegen die starken Reaktionen der Notenbanken auf die gravierende Verschlechterung der finanziellen und wirtschaftlichen Bedingungen.*

## I EINLEITUNG

Aus einer Zentralbankbilanz lassen sich Einzelheiten darüber ablesen, wie die Notenbank ihre geldpolitischen Instrumente einsetzt. Daher gibt die Bilanz auch Aufschluss darüber, wie die Geldpolitik umgesetzt wird. Die Veränderungen in den Bilanzen, die seit dem Ausbruch der Finanzmarktunruhen aufgetreten sind, zeigen, dass die Zentralbanken zum einen ihr bestehendes Instrumentarium auf innovative Art eingesetzt haben und zum anderen neue Instrumente eingeführt haben, um Liquiditätengpässe zu verringern und das reibungslose Funktionieren der Geldmärkte sicherzustellen, was entscheidend für die Transmission der Geldpolitik ist. Da die Zentralbanken ihre Rolle als Finanzintermediäre an den Geldmärkten ausgebaut und andere Kreditmärkte während der Spannungen an den Finanzmärkten – besonders nach der Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 – entscheidend gestützt haben, haben sich der Umfang und die Komplexität ihrer Bilanzen deutlich erhöht.

In diesem Aufsatz werden die Entwicklungen in den Bilanzen des Eurosystems, der Federal Reserve und der Bank von Japan beschrieben und miteinander verglichen.<sup>1</sup> Aufgrund der unterschiedlichen geldpolitischen Handlungsrahmen und Rechnungslegungsgrundsätze der Zentralbanken basiert die Gegenüberstellung nicht auf den detaillierten Finanzausweisen, sondern auf vereinfachten Versionen (nachfolgend als vereinfachte Bilanzen bezeichnet).

Von Juni 2007 bis Dezember 2008 sind die Gesamtaktiva des Eurosystems und der Federal Reserve beträchtlich angestiegen, und zwar um 90 % bzw. 160 %. Dies war eine Folge der als Reaktion auf die Finanzmarkturbulenzen ergriffenen Maßnahmen. Im Zuge der verbesserten Lage an den Geldmärkten in der ersten Hälfte des Jahres 2009 nahmen die gesamten Aktiva des Eurosystems um rund 20 % und die der Federal Reserve um 10 % ab. Die starke Nachfrage nach dem ersten Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems mit einer Laufzeit von einem Jahr, das am 24. Juni 2009 durchgeführt wurde, hatte jedoch eine erneute Vergrößerung der Bilanz des Eurosystems zur Folge, sodass der Höchststand nahezu erreicht wurde. Die Bilanz der Bank von Japan hingegen war im Jahr 2007 aufgrund des erheblichen Anstiegs des Banknotenumlaufs Ende der Neunzigerjahre schon relativ groß; das Volumen der in Umlauf befindlichen Banknoten blieb damit über seinem langfristigen Trend. Von Juni 2007 bis März 2009, als infolge der Unruhen an den Finanzmärkten ein Rekordwert verzeichnet wurde, weitete sich die Bilanz der Bank von Japan deshalb lediglich um 25 % aus.

Zum beträchtlichen Wachstum und der gestiegenen Komplexität der Bilanzen der drei Zentralbanken während der Finanzmarktspannungen haben mehrere Faktoren beigetragen. Vor dem September vergangenen Jahres erhöhten das Eurosystem und die Federal Reserve die Anzahl ihrer Refinanzierungsgeschäfte, insbesondere bei den längeren Laufzeiten, und leiteten liquiditätszuführende Geschäfte in Fremdwährung ein. Die Bank von Japan griff zugleich auf Instrumente

<sup>1</sup> Der Aufsatz beschäftigt sich mit dem Zeitraum bis Ende August 2009.

zurück, die während der Finanzkrise in Japan in den Neunzigerjahren entwickelt worden waren und deswegen bereits unkonventionelle Elemente enthielten, wie beispielsweise längere Laufzeiten und ein breiteres Spektrum an notenbankfähigen Sicherheiten. In der Phase, in der sich die Unruhen an den Finanzmärkten verstärkten und die Zinsen nahezu null Prozent erreichten, konzentrierten sich alle drei Zentralbanken zunehmend auf die Transmission der Geldpolitik in die Realwirtschaft. Dadurch war es unumgänglich, bedeutende Kreditmärkte durch den endgültigen Ankauf von Vermögenswerten oder spezielle Kreditfazilitäten zu stützen. In Abschnitt 2 wird das Konzept der vereinfachten Bilanzen vorgestellt, und in Abschnitt 3 werden die Veränderungen in den Bilanzen der drei Zentralbanken genauer untersucht.

## **2 VEREINFACHTE BILANZEN: GRUNDGEDANKE UND DEFINITION**

Das Eurosystem, die Federal Reserve und die Bank von Japan verfügen über unterschiedliche geldpolitische Handlungsrahmen und divergierende Rechnungslegungsvorschriften, was sich in der Struktur ihrer Bilanzen niederschlägt. Um einen Vergleich der Bilanzen zu vereinfachen und die Aussagekraft zu erhöhen, basiert die Gegenüberstellung daher auf einer vereinfachten Version der Bilanzen (im Kasten wird die Erstellung der vereinfachten Bilanzen genauer erörtert).

In der vereinfachten Bilanz werden verschiedene im Finanzausweis aufgeführte Positionen in aggregierter und saldierter Form ausgewiesen, um die Umsetzung der Geldpolitik zu verdeutlichen und eine Liquiditätsanalyse zu erleichtern. Gleichzeitig werden der Zusammenhang zwischen Umfang und Art des geldpolitischen Instruments, sowohl in Landes- als auch in Fremdwährung, sowie die wichtigsten autonomen Liquiditätsfaktoren dargestellt.

Die drei Hauptkategorien der Positionen in der vereinfachten Bilanz sind a) autonome Liquiditätsfaktoren, b) liquiditätszuführende Geschäfte in Fremdwährung, die während der Finanzmarkturbulenzen eingeführt wurden, um inländische

Geschäftspartner mit Fremdwährung versorgen zu können, und c) geldpolitische Instrumente, die zur Steuerung der inländischen Geldmarktsätze und (seit September 2008) zur Stützung bestimmter Segmente des Kreditmarkts eingesetzt wurden (siehe Tabelle 1). Alle diese Posten werden sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite der Bilanz aufgeführt.

Unter die autonomen Liquiditätsfaktoren fallen Bilanzpositionen wie der Banknotenumlauf und die Einlagen der öffentlichen Haushalte, auf welche die Zentralbanken kaum oder gar keinen Einfluss nehmen können, die aber kurzfristig Auswirkungen auf die Zinsen oder Liquiditätsbedingungen haben können. Im Rahmen dieses Aufsatzes umfassen die autonomen Liquiditätsfaktoren auf der Aktivseite der Bilanz die Nettofremdwährungsposition (d. h. auf Fremdwährung lautende Vermögenswerte, die für Devisenmarktinterventionen oder zu Investitionszwecken gehalten werden) und im Fall des Eurosystems heimische Aktiva, die von den NZBen gehalten werden und nicht für die Durchführung der Geldpolitik bestimmt sind. Auf der Passivseite enthalten sie den Banknotenumlauf, die Einlagen der öffentlichen Haushalte (d. h. Guthaben der (Haupt-)Kassen auf Girokonten bei den NZBen) und einen Restposten mit der Bezeichnung „sonstige autonome Faktoren (netto)“.

Die liquiditätszuführenden Geschäfte in Fremdwährung, die als Reaktion auf die Spannungen an den Finanzmärkten durchgeführt wurden, bestehen aus Swap- und Repogeschäften, mit deren Hilfe die Zentralbanken den inländischen Interbankenmärkten Fremdwährung zur Verfügung stellen. Die Fremdwährung für diese Operationen wird über Swap-Vereinbarungen mit Partnerzentralbanken beschafft.

Auch die geldpolitischen Instrumente werden sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite der vereinfachten Bilanz ausgewiesen. Kurz- und langfristige Repogeschäfte, Kreditfazilitäten und Wertpapierportfolios werden auf der Aktivseite aufgeführt, während die Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten zur Erfüllung der

Tabelle 1 Vereinfachte Bilanzen des Eurosystems, der Federal Reserve und der Bank von Japan (Stand: Ende August 2009)

Aktiva			Passiva		
<b>a) Eurosystem<sup>1</sup> (in Mrd €)</b>					
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>					
Nettofremdwährungsposition	392	(317)	Banknotenumlauf	767	(633)
Heimische Aktiva <sup>2</sup>	341	(131)	Einlagen öffentlicher Haushalte	136	(70)
			Sonstige autonome Faktoren (netto)	189	(27)
<b>Liquiditätszuführende Geschäfte in Fremdwährung</b>					
Repogeschäfte in USD	31	(0)	Verbindlichkeiten gegenüber der Federal Reserve	31	(0)
DKK-Swapgeschäfte	0	(0)	Verbindlichkeiten gegenüber der Schweizerischen Nationalbank	19	(0)
SEK-Swapgeschäfte	3	(0)			
<b>Geldpolitische Instrumente</b>					
Bestand an gedeckten Schuldverschreibungen	9	(0)	Girokonten	203	(182)
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	78	(313)	Liquiditätsabschöpfende Geschäfte	0	(0)
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	634	(150)	Einlagefazilität	143	(1)
Feinsteuerungsoperationen	0	(0)			
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0	(1)			
<b>Insgesamt</b>	<b>1 488</b>	<b>(913)</b>		<b>1 488</b>	<b>(913)</b>
<b>b) Federal Reserve<sup>3</sup> (in Mrd USD)</b>					
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>					
Nettofremdwährungsposition	38	(34)	Banknotenumlauf	870	(775)
			Einlagen öffentlicher Haushalte	13	(4)
			Sonstige autonome Faktoren (netto)	76	(49)
<b>Liquiditätszuführende Geschäfte in Fremdwährung</b>					
Swap-Vereinbarungen zwischen Zentralbanken	60	(0)			
<b>Geldpolitische Instrumente</b>					
Heimische Aktiva	1 485	(790)	Girokonten	862	(16)
Repogeschäfte	0	(20)	Reverse-Repogeschäfte	0	(0)
Term Auction Facility	221	(0)	Zusätzliches Finanzierungskonto des US-Schatzamts	200	(0)
Sonstige Ausleihungen	217	(0)			
<b>Insgesamt</b>	<b>2 021</b>	<b>(845)</b>		<b>2 021</b>	<b>(845)</b>
<b>c) Bank von Japan<sup>1</sup> (in 100 Mrd JPY)</b>					
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>					
Fremdwährungsposition	54	(57)	Banknotenumlauf	762	(758)
			Einlagen öffentlicher Haushalte	29	(42)
			Sonstige autonome Faktoren (netto)	139	(-59)
<b>Liquiditätszuführende Geschäfte in Fremdwährung</b>					
Repogeschäfte in USD	8	(0)	Verbindlichkeiten gegenüber der Federal Reserve	8	(0)
<b>Geldpolitische Instrumente</b>					
Heimische Aktiva	596	(578)	Girokonten	119	(97)
Repogeschäfte	399	(204)	Reverse-Repogeschäfte	0	(0)
Sonstige Ausleihungen	0	(0)	Verkauf von Wechseln der Bank von Japan	0	(0)
<b>Insgesamt</b>	<b>1 056</b>	<b>(838)</b>		<b>1 056</b>	<b>(838)</b>

Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis des Eurosystem-Wochenausweises (wöchentliche Daten); statistische Veröffentlichung H.4.1 der Federal Reserve, Tabelle 9 „Consolidated statement of condition of all Federal Reserve banks“ (zuvor Tabelle 8) und „Wednesday Historical Levels“, Tabelle 16 (wöchentliche Daten); „Bank of Japan Accounts“ und „Monetary Base and the Bank of Japan’s transactions“ (monatliche Daten).

1) Stand vom 28. August 2009 (Zahlen mit Stand vom 29. Juni 2007 in Klammern).

2) Die Unterposition „Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte“ lag am 29. Juni 2007 bei 37 Mrd € und am 28. August 2009 bei 36 Mrd €.

3) Stand vom 26. August 2009 (Zahlen mit Stand vom 27. Juni 2007 in Klammern).

**VEREINFACHTE BILANZEN: DIE ZUGRUNDE LIEGENDE METHODIK**

Die vereinfachten Bilanzen enthalten die in den Finanzausweisen der Zentralbanken aufgeführten Informationen in standardisierter (d. h. teilweise aggregierter und saldierter) Form; der jeweilige Saldierungsgrad hängt von der Gliederungstiefe des entsprechenden Finanzausweises ab. So bietet beispielsweise der Finanzausweis des Eurosystems sehr detaillierte Angaben zu nicht mit der Geldpolitik in Zusammenhang stehenden Konten. Das Verhältnis der in der vereinfachten Bilanz ausgewiesenen Gesamtaktiva zu den im Finanzausweis aufgeführten Gesamtaktiva beträgt ungefähr 4:5 für das Eurosystem und die Bank von Japan und knapp 1:1 für die Federal Reserve.

In der vereinfachten Bilanz werden Aktiva und Passiva in drei Hauptkategorien unterteilt, nämlich die autonomen Liquiditätsfaktoren, liquiditätszuführende Geschäfte in Fremdwährung und geldpolitische Instrumente.

**Autonome Liquiditätsfaktoren**

Auf der Aktivseite der vereinfachten Bilanz umfassen die autonomen Liquiditätsfaktoren den Posten „Nettofremdwährungsposition“, unter dem alle auf Fremdwährung lautenden Konten aufgeführt werden, einschließlich Gold und Sonderziehungsrechten, aber ohne die liquiditätszuführenden Geschäfte in Fremdwährung, wobei Forderungen und Verbindlichkeiten gegengerechnet werden. Die vereinfachte Bilanz des Eurosystems weist auf der Aktivseite einen zusätzlichen autonomen Faktor auf, nämlich die „heimischen Aktiva“. Dazu gehören Wertpapiere in Euro und Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte, die von Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets zu Investitionszwecken auf eigenes finanzielles Risiko gehalten werden. Für diese Portfolios gelten auf Ebene des Eurosystems vereinbarte Höchstgrenzen, um sicherzustellen, dass sie die Durchführung der einheitlichen Geldpolitik nicht beeinträchtigen.

Die auf der Passivseite der vereinfachten Bilanz ausgewiesenen liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren setzen sich aus Banknoten und Einlagen öffentlicher Haushalte zusammen. Der Restposten „sonstige autonome Faktoren (netto)“ wird als Differenz zwischen der Summe aller Verbindlichkeiten und der Summe aller Forderungen im Finanzausweis, die nicht in der vereinfachten Bilanz ausgewiesen werden, berechnet. Diese saldierten Posten stehen allesamt nicht mit der Durchführung der Geldpolitik in Zusammenhang.

Ende 2008 wurde die Zusammensetzung des wöchentlichen Finanzausweises des Eurosystems durch eine Umgruppierung von Bilanzpositionen verändert; die zuvor unter Position A9 („sonstige Aktiva“) aufgeführten Wertpapieranlagen der Zentralbanken finden sich teilweise nun unter Position A7 („Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet“). Zwar wurde durch diese Umgruppierung der Umfang des wöchentlichen Finanzausweises nicht tangiert, aber die vereinfachte Bilanz des Eurosystems wurde dadurch ausgeweitet, da Position A7 im Gegensatz zu A9 nicht saldiert unter „sonstige autonome Faktoren (netto)“ aufgeführt wird. Die daraus resultierende Niveauverschiebung in Höhe von 157,4 Mrd € bei den „heimischen Aktiva“ in der vereinfachten Bilanz vom 2. Januar 2009 ist zum Teil auf die tatsächliche Ausweitung der Wertpapieranlagen in der Zeit von Mitte 2007 bis Ende 2008 zurückzuführen. Vor der Umgrup-

pierung von Bilanzpositionen wurden diese im wöchentlichen Finanzausweis unter „sonstige Aktiva“ erfasst.<sup>1</sup>

### Liquiditätszuführende Geschäfte in Fremdwährung

Für gewöhnlich führen Zentralbanken ihre Fremdwährungsgeschäfte in ihren Finanzausweisen unter den gleichen auf Fremdwährung lautenden Aktiv- und Passivposten auf. Allerdings werden die als Reaktion auf die Finanzmarktunruhen getätigten Transaktionen separat in der für die Zwecke dieses Aufsatzes verwendeten vereinfachten Bilanz dargestellt. Im Rahmen dieser Transaktionen stellt die Federal Reserve den anderen Zentralbanken Liquidität in US-Dollar zur Verfügung und erwirbt so eine unter „Swap-Vereinbarungen zwischen Zentralbanken“ ausgewiesene Forderung. Für die bereitgestellten US-Dollar erhält die amerikanische Notenbank Liquidität in Euro (Yen) und legt diese beim Eurosystem (der Bank von Japan) an. Diese Einlage in Euro (Yen) wird auf der Passivseite der Bilanz des Eurosystems (der Bank von Japan) unter „Verbindlichkeiten gegenüber der Federal Reserve“ ausgewiesen.<sup>2</sup> Die von der US-Notenbank bereitgestellte Liquidität in US-Dollar wird aktuell vom Eurosystem zur Durchführung liquiditätszuführender Operationen in amerikanischer Währung mit seinen Geschäftspartnern in Form von Repogeschäften verwendet. Der Posten „Repogeschäfte in USD“ auf der Aktivseite der vereinfachten Bilanz des Eurosystems bezeichnet die Forderung in US-Dollar, die das Eurosystem gegenüber seinen Geschäftspartnern im Rahmen der Repogeschäfte erwirbt. Analog dazu werden die von der Bank von Japan durchgeführten Repogeschäfte in US-Dollar in ihrer Bilanz ebenfalls als Aktivposten aufgeführt.

Bis Januar 2009 nahm das Eurosystem auch liquiditätszuführende Operationen in US-Dollar in Form von Swap-Vereinbarungen vor. Im Rahmen dieser Swapgeschäfte stellte das Eurosystem seinen Geschäftspartnern Liquidität in US-Dollar zur Verfügung und erhielt dafür Euro, wobei der entsprechende Betrag den Girokonten der Geschäftspartner (mittels Abbuchung) belastet wurde. Bei den EUR/CHF-Devisenswapgeschäften mit der Schweizerischen Nationalbank verhält es sich ebenso: Die Schweizerische Nationalbank erhält Liquidität in Euro im Austausch gegen Schweizer Franken und legt diese beim Eurosystem an. Diese Euro-Einlagen werden auf der Passivseite unter „Verbindlichkeiten gegenüber der Schweizerischen Nationalbank“ ausgewiesen. Das Eurosystem unterhält auch mit der Danmarks Nationalbank und der Sveriges Riksbank wechselseitige Währungsabkommen. Im Rahmen der EUR/DKK- und der EUR/SEK-Devisenswapgeschäfte erhalten Kreditinstitute in Dänemark und in Schweden Liquidität in Euro gegen Landeswährung. Das Eurosystem legt die auf dänische bzw. schwedische Kronen lautende Liquidität bei den entsprechenden Zentralbanken an und erwirbt somit Forderungen in Fremdwährung, die in der vereinfachten Bilanz des Eurosystems unter „DKK-Swapgeschäfte“ bzw. „SEK-Swapgeschäfte“ aufgeführt werden.

### Geldpolitische Instrumente

Am deutlichsten unterscheiden sich die vereinfachten Bilanzen der drei im vorliegenden Aufsatz untersuchten Zentralbanken in den unter „geldpolitische Instrumente“ aufgeführten Positionen. Beim Eurosystem wird in der vereinfachten Bilanz die Liquidität ausgewiesen, die im Rahmen

1 Siehe Pressemitteilung vom 7. Januar 2009 unter [www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2009/html/fs081231.de.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2009/html/fs081231.de.html).

2 Die Terminpositionen bei Swapgeschäften werden außerbilanziell verbucht.

von Hauptrefinanzierungsgeschäften mit einwöchiger Laufzeit, längerfristigen Refinanzierungsgeschäften mit ein-, drei-, sechs- bzw. zwölfmonatiger Laufzeit, Feinststeuerungsoperationen und der Spitzenrefinanzierungsfazität für Übernachtliquidität bereitgestellt wird. Zur Besicherung dieser Geschäfte steht den derzeit rund 2 200 Geschäftspartnern eine umfangreiche Palette zur Verfügung, die sowohl private als auch öffentliche Schuldverschreibungen umfasst. Darüber hinaus gehört zu den geldpolitischen Instrumenten des Eurosystems noch der Bestand an gedeckten Schuldverschreibungen, der seit Juli 2009 aufgebaut wurde und eindeutig getrennt von den Wertpapierportfolios, die von Zentralbanken des Eurogebiets gehalten werden („heimische Aktiva“), ausgewiesen wird.

Während beim Eurosystem und weniger stark auch bei der Bank von Japan Refinanzierungsgeschäfte tendenziell bereits vor Beginn der Finanzmarkturbulenzen einen Großteil der in der vereinfachten Bilanz ausgewiesenen Gesamtaktiva ausgemacht haben, entfiel bei der US-Notenbank auf derartige Geschäfte nur ein relativ geringer Prozentsatz der Aktiva insgesamt, wobei Repogeschäfte dort üblicherweise nur dann zum Tragen kommen, wenn es gilt, vorübergehenden Schwankungen im Liquiditätsbedarf des Bankensystems zu begegnen.

Sowohl die Federal Reserve als auch die japanische Zentralbank setzen zur Durchführung ihrer Geldpolitik aktiv ihre Wertpapierportfolios (heimische Aktiva) ein, die daher für die Zwecke dieses Aufsatzes in der vereinfachten Bilanz unter „geldpolitische Instrumente“ ausgewiesen werden. Zu den derzeit im Bestand der US-Notenbank befindlichen Papieren gehören US-Schatzwechsel, Schatzanweisungen und Anleihen, Schuldverschreibungen von US-Regierungsstellen und – seit Januar 2009 – durch US-Regierungsstellen hypothekarisch besicherte Wertpapiere. Vor Ausbruch der Finanzmarktunruhen tendierte die Federal Reserve dazu, die Größe ihres Wertpapierportfolios auf die Höhe des Banknotenumlaufs hin auszurichten. Zu den aktuell von der Bank von Japan gehaltenen Aktiva zählen Staatsanleihen, Abzinsungspapiere des japanischen Finanzministeriums (Treasury Discount Bills) und der Bestand an von Finanzinstituten erworbenen Aktien (pecuniary trusts) sowie seit Februar bzw. März 2009 Commercial Paper und Unternehmensanleihen. Der Bestand an japanischen Staatsanleihen wird unter dem Wert der ausgegebenen Banknoten gehalten.

Ferner findet sich auf der Aktivseite der vereinfachten Bilanz der Federal Reserve die Sonderrefinanzierungsfazität der US-Notenbank, die sogenannte Term Auction Facility, die als Reaktion auf die Finanzmarkturbulenzen eingeführt wurde. Verglichen mit den regelmäßigen Repogeschäften der US-Notenbank kann hier eine größere Anzahl an Geschäftspartnern (fast 7 000 gegenüber 18 Partnern bei den regulären Repogeschäften) an den Operationen teilnehmen, wobei eine erweiterte Palette an Sicherheiten zugrunde gelegt wird. Bei der Federal Reserve setzt sich die Position „sonstige Ausleihungen“ in der vereinfachten Bilanz aus den im Finanzausweis aufgeführten „sonstigen Krediten“ und dem dortigen „Nettobestand an Wertpapieren“ zusammen und schließt einen Großteil der von der Federal Reserve vorgenommenen Maßnahmen zur Kreditlockerung ein (siehe auch Abschnitt 3.1). Im Fall der Bank von Japan umfasst der Posten „sonstige Ausleihungen“ auch die im Januar 2009 eingeführten besonderen liquiditätszuführenden Geschäfte gegen Unternehmensanleihen und die komplementäre Kreditfazilität, mittels deren Geschäftspartner auf Anfrage Übernachtkredite in Anspruch nehmen können.

Zu den auf der Passivseite der vereinfachten Bilanz ausgewiesenen geldpolitischen Instrumenten gehören die Girokonten der Kreditinstitute und einige andere liquiditätsabschöpfende geldpoli-

tische Instrumente. Die Einlagen auf Girokonten dienen zur Erfüllung der Mindestreservepflicht und beinhalten auch die Überschussreserven, d. h. die Giro Guthaben, die das Mindestreserve-Soll übersteigen. Das Eurosystem bietet eine ständige Einlagefazilität, die es den Geschäftspartnern ermöglicht, Liquidität bis zum nächsten Geschäftstag anzulegen. Die Position „liquiditätsabschöpfende Geschäfte“ in der vereinfachten Bilanz des Eurosystems umfasst die Hereinnahme von Termineinlagen, die im Gegensatz zu den von der Federal Reserve und der Bank von Japan durchgeführten Reverse-Repogeschäften keine Übertragung von Sicherheiten an die Geschäftspartner einschließt. Das „zusätzliche Finanzierungskonto des US-Schatzamts“ enthält Einlagen des US-Schatzamts bei der Federal Reserve und ist Bestandteil des im September 2008 aufgelegten Programms zur partiellen Absorption der durch die neuen Kreditfazilitäten bereitgestellten Überschussliquidität. Die Position „Verkauf von Wechseln der Bank von Japan“ schließlich umfasst die von der japanischen Zentralbank begebenen Wechsel.

Mindestreservepflicht oder zu Transaktionszwecken sowie liquiditätsabschöpfende Geschäfte (z. B. Termineinlagen und Reverse-Repogeschäfte), Einlagefazilitäten und sonstige liquiditätsabsorbierende Instrumente auf der Passivseite verzeichnet werden.

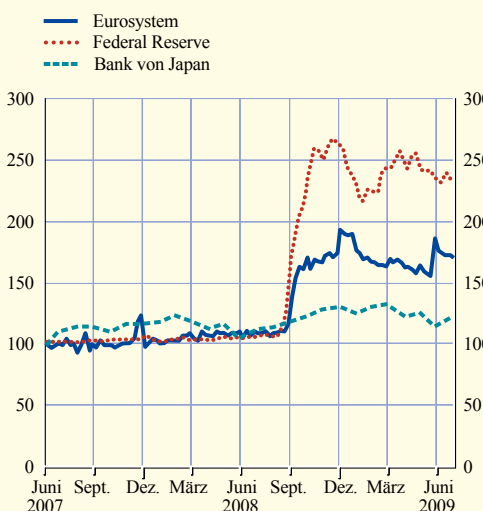
### 3 VERÄNDERUNGEN IN DEN BILANZEN SEIT JUNI 2007

In der ersten Phase der Turbulenzen an den Finanzmärkten, die bis September 2008 andauerte, änderte sich der Umfang der Zentralbankbilanzen kaum (siehe Abbildung 1). Liquiditätszuführungen wurden durch den Verkauf von Aktiva der Zentralbanken oder durch Reduzierung des Volumens von Refinanzierungsgeschäften gegen Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode ausgeglichen, um sicherzustellen, dass keine Überschussliquidität im Bankensystem verblieb. Nachdem sich die Finanzmarktspannungen im Schlussquartal 2008 jedoch verschärft hatten, ergriff das Eurosystem eine Reihe erweiterter Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe, und die US-Notenbank führte ein Programm zur Kreditlockerung ein; beide Schritte führten zu einer deutlichen Ausweitung der jeweiligen Bilanzen. Die verbesserte Situation an den Geldmärkten in der ersten Jahreshälfte 2009 hatte eine Verringerung der Gesamtaktiva des Eurosystems und der Federal Reserve zur Folge. Die starke Nachfrage nach dem Refinanzierungsgeschäft mit einjähriger Laufzeit, das am 24. Juni 2009 erfolgte, resultierte jedoch

wieder in einer Vergrößerung der Bilanz des Eurosystems. Die Bilanz der Bank von Japan war schon vor dem Ausbruch der Finanzmarktunruhen aufgrund des hohen Banknotenumlaufs, der durch das über dem Trend liegende Wachstum Ende der Neunzigerjahre verursacht worden war, relativ groß, sodass die Ausweitung in den vergangenen zwei Jahren geringer ausfiel.

Abbildung 1 Gesamtaktiva in der vereinfachten Bilanz

(Juni 2007 = 100)



Quellen: Eurosystem, Federal Reserve, Bank von Japan und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der Anstieg der Gesamtaktiva des Eurosystems am 2. Januar 2009 ist auf eine Umgruppierung von Bilanzpositionen zurückzuführen. Die Ausweitung der Wertpapieranlagen in den Vorjahren spiegelte sich auf der Aktivseite der vereinfachten Bilanz wider (siehe Kasten).



In Tabelle 2 sind die Gesamtkтива gemessen am BIP bzw. am Banknotenumlauf für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan dargestellt. Vor der Umsetzung der Maßnahmen zur Bekämpfung der Turbulenzen unterschieden sich die Bilanzen der drei Zentralbanken in ihrem Umfang im Verhältnis zum BIP und zum Banknotenumlauf. Die Federal Reserve verfügte über die kleinste Bilanz in Relation zum BIP wie auch zum Banknotenumlauf. Das Eurosystem wies im Verhältnis zum Banknotenumlauf und die japanische Notenbank im Verhältnis zum BIP die größte Bilanz auf. Für diese Differenzen sind zumindest teilweise verschiedene Faktoren verantwortlich, beispielsweise Unterschiede in den Finanzmarktstrukturen, den geldpolitischen Handlungsrahmen und der Konjunkturlage. Die Ausweitung der Zentralbankaktiva seit Oktober 2008 hat dazu geführt, dass die Bilanz der Federal Reserve gemessen an den in Umlauf befindlichen Banknoten die größte, im Verhältnis zum BIP jedoch nach wie vor die kleinste ist. In den folgenden Abschnitten werden die Einflussgrößen erläutert, die zum Anstieg der Aktiva der Zentralbanken beitragen.

### 3.1 AUSWIRKUNGEN LIQUIDITÄTSZUFÜHRENDER INSTRUMENTE

Grund für den deutlich größeren Umfang und die veränderte Zusammensetzung der vereinfachten Bilanzen waren die Maßnahmen, die von den Zentralbanken ergriffen wurden, um den Spannungen an den Geldmärkten zur Gewährleistung einer reibungslosen Durchführung der Geldpolitik entgegenzuwirken.

#### EUROSYSTEM

In der Anfangsphase der Finanzmarkturbulenzen hatten die wichtigsten Änderungen in der Liquiditätssteuerung des Eurosystems, nämlich die Erhöhung der Zuteilungsbeträge und die häufigeren längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs), keinen Einfluss auf den Umfang der vereinfachten Bilanz. Es änderte sich hierdurch lediglich die Relation zwischen LRGs und den einwöchigen Refinanzierungsgeschäften, wobei die LRGs vor den Finanzmarktunruhen ein Drittel

**Tabelle 2 Gesamtktiva in der vereinfachten Bilanz gemessen am BIP und am Banknotenumlauf**

	Eurosystem	Federal Reserve	Bank von Japan
Gemessen am BIP (in %)			
Juni 2007	10	6	16
Höchststand	19	15	23
Stichtag für			
Höchststand	02.01.09	17.12.08	31.03.09
August 2009	16	14	22
Gemessen am Banknotenumlauf (in %)			
Juni 2007	144	109	111
Höchststand	231	266	144
Stichtag für			
Höchststand	02.01.09	17.12.08	31.03.09
August 2009	194	232	139

Quellen: Eurosystem, Federal Reserve, Bank von Japan und EZB-Berechnungen.

und im September 2008 zwei Drittel des gesamten Refinanzierungsvolumens ausmachten.

Im Oktober 2008 leitete das Eurosystem eine Reihe erweiterter Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe ein, die im Mai 2009 durch verschiedene zusätzliche Instrumente ergänzt wurden. Erstens führte das Eurosystem nun alle Refinanzierungsgeschäfte zu einem festen Zinssatz durch, wobei sämtliche Gebote der Geschäftspartner berücksichtigt wurden. Diese geldpolitische Änderung ging mit einer vorübergehenden Ausweitung des bereits umfangreichen Verzeichnisses notenbankfähiger Sicherheiten für Offenmarktgeschäfte einher, die den zweiten Baustein des erweiterten Ansatzes zur Unterstützung der Kreditvergabe bildete. Als dritte Maßnahme wurden die Anzahl und Häufigkeit von LRGs mit Laufzeiten von einem bis sechs Monaten erhöht. Diese drei Aspekte des erweiterten Programms zur Unterstützung der Kreditvergabe führten zu einer deutlichen Vergrößerung der Bilanz des Eurosystems. Das Volumen der LRGs wuchs von 150 Mrd € im Juni 2007 auf mehr als 600 Mrd € Ende 2008; dies hatte nahezu eine Verdoppelung des Gesamtvolumens der Refinanzierung zur Folge, das am 2. Januar 2009 einen Höchstwert von 850 Mrd € erreichte (siehe Abbildung 2 a)). Das Volumen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) stieg ebenfalls von

durchschnittlich 190 Mrd € in der ersten Phase der Finanzmarkturbulenzen auf 340 Mrd € Anfang Dezember 2008; anschließend war es wieder rückläufig.

In der ersten Jahreshälfte 2009 verringerte sich im Zuge der Entspannung am Geldmarkt die Nachfrage nach LRGs mit Laufzeiten von einem, drei und sechs Monaten schrittweise auf 400 Mrd €. Dennoch behielt das Eurosystem die außergewöhnlichen Liquiditätsmaßnahmen bei, um die Kreditvergabe der Banken an die Realwirtschaft zu fördern. Darüber hinaus führte es am 24. Juni 2009 sein erstes LRG mit einjähriger Laufzeit durch, das als Erweiterung der oben genannten dritten Maßnahme zur Unterstützung der Kreditvergabe eingeführt wurde. Aufgrund des sehr großen Interesses der Geschäftspartner an dieser Operation wurde insgesamt ein Betrag von 442 Mrd € zugeteilt, wodurch sich der Umfang der Eurosystem-Bilanz erneut deutlich erhöhte. Das Refinanzierungsvolumen insgesamt erreichte Ende Juni 2009 einen Wert von 900 Mrd €.

Im Juli 2009 kam der vierte Baustein des erweiterten Programms des Eurosystems zur Unterstützung der Kreditvergabe zum Tragen, nämlich der Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen. In den ersten zwei Monaten wurde ein Bestand im Wert von 9 Mrd € erworben, und bis Ende Juni 2010 dürfte das Gesamtvolumen auf 60 Mrd € steigen. Diese Maßnahme hatte eine wichtige Änderung in der Bilanz des Eurosystems zur Folge: Die Position „Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet“ wurde in zwei Unterpositionen unterteilt, nämlich den Bestand an gedeckten Schuldverschreibungen, der zu geldpolitischen Zwecken verwendet wird, und die Wertpapieranlagen der Zentralbanken des Euroraums, bei denen es sich um einen autonomen Faktor handelt.

## FEDERAL RESERVE

Die regelmäßigen Repogeschäfte der Federal Reserve, die üblicherweise zur Korrektur vorübergehender Schwankungen im Liquiditätsbedarf des Bankensystems genutzt werden, beliefen sich in

der ersten Jahreshälfte 2007 auf durchschnittlich 30 Mrd USD. Anfang 2008 führte die US-Notenbank ein Programm zur Durchführung von Repogeschäften mit einmonatiger Laufzeit ein, wodurch das Gesamtvolumen dieser Operationen im Mai 2008 auf 130 Mrd USD anstieg. Da die nach der Insolvenz von Lehman Brothers aufgelegten Kreditprogramme hohe Überschussreserven generierten, stellte die Federal Reserve ihre regulären Repogeschäfte im Januar 2009 ein (siehe Abbildung 2 b)). Im Dezember 2007 führte sie die sogenannte Term Auction Facility (TAF) ein. Damit sollten längerfristige Mittel zur Verfügung gestellt werden, deren maximale Laufzeit im Jahr 2008 auf drei Monate angehoben wurde. Das ausstehende Volumen der TAF erreichte im März 2009 einen Höchstwert von knapp 500 Mrd USD und ist seither auf rund 220 Mrd USD gesunken.

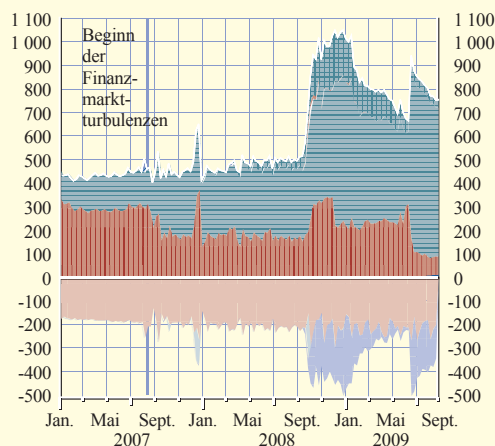
Neben den regelmäßigen Repogeschäften und der TAF haben Änderungen im Wertpapierportfolio den Bilanzumfang und die Bilanzzusammensetzung der Federal Reserve während der Finanzmarkturbulenzen beeinflusst. Zunächst verkaufte die US-Notenbank von Juni 2007 bis September 2008 Staatsanleihen im Wert von rund 300 Mrd USD, um die über die TAF und die anderen neuen Kreditprogramme zugeführte Liquidität auszugleichen. Im Rahmen ihrer Politik der Kreditlockerung ging die Federal Reserve jedoch dazu über, im September 2008 Schuldverschreibungen und im Januar 2009 hypothekarisch besicherte Wertpapiere von US-Regierungsstellen zu erwerben. Dieses Portfolio belief sich im August 2009 auf insgesamt 740 Mrd USD. Außerdem begann sie im April dieses Jahres wieder mit dem Ankauf von Staatsanleihen, sodass ihr Portfolio Ende August 2009 um 270 Mrd USD angewachsen war.

Auch der Posten „sonstige Ausleihungen“ trug maßgeblich zur starken Ausweitung der Bilanz der US-Notenbank bei. Zu dieser Bilanzposition zählt das sogenannte Diskontfenster, das den Einlagenkreditinstituten als ständige Kreditfazilität zur Verfügung steht. Nachdem die Federal Reserve den Abstand zwischen dem Zinssatz für das Diskontfenster und ihrem Zielzinssatz für Tagesgeld im August 2007 von 100 auf

Abbildung 2 Geldpolitische Instrumente

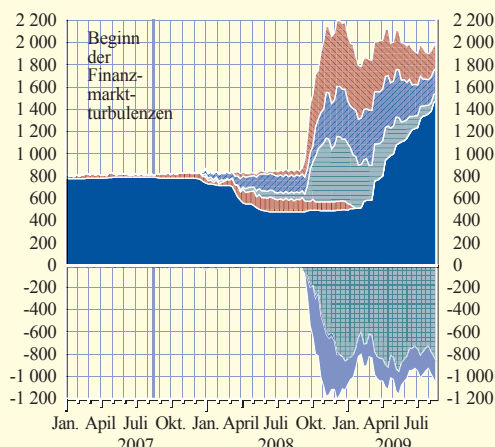
a) Eurosystem (in Mrd €)

- Bestand an gedeckten Schuldverschreibungen
- Hauptrefinanzierungsgeschäfte
- Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte
- Feinsteueringoperationen
- Spitzenrefinanzierungsfazilität
- Repogeschäfte in USD
- DKK-Swapgeschäfte
- SEK-Swapgeschäfte
- Girokonten
- Liquiditätsabschöpfende Geschäfte
- Einlagefazilität



b) Federal Reserve (in Mrd USD)

- Heimische Aktiva
- Repogeschäfte
- Swap-Vereinbarungen zwischen Zentralbanken
- Kredite im Rahmen der „Term Auction Facility“
- Sonstige Ausleihungen
- Girokonten
- Reverse-Repogeschäfte
- Zusätzliches Finanzierungskonto des US-Schatzamts



Quellen: Eurosystem, Federal Reserve (wöchentliche Daten) und Bank von Japan (monatliche Daten).

50 Basispunkte und im März 2008 auf 25 Basispunkte verringert sowie die Laufzeit der über das Diskontfenster vergebenen Kredite von einem Tag auf 30 bzw. 90 Tage verlängert hatte, erhöhte sich die Inanspruchnahme des Diskontfensters von durchschnittlich 200 Mio USD im Juni 2007 auf knapp 100 Mrd USD im Oktober 2008. Darüber hinaus erhielten die Primärhändler (eine kleine Gruppe von Finanzintermediären aus dem Nichtbankenbereich, die bei den regulären Offenmarktgeschäften der Federal Reserve als Geschäftspartner fungieren) im März 2008 Zugang zu einer ähnlich gearteten ständigen Kreditfazilität für Tagesgeld, der „Primary Dealer Credit Facility“.

Der Bilanzposten „sonstige Ausleihungen“ der US-Notenbank umfasst ferner verschiedene Instrumente zur Lockerung der Kreditvergabe, die nach September 2008 eingeführt wurden. Zunächst wurde die „Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility“ eingerichtet, mit der Kreditinstituten die nötigen Finanzmittel zur Verfügung gestellt werden sollten, um „Asset-Backed Commercial Paper“ (forderungsbesicherte Commercial Paper) von Geldmarkt-Investmentfonds zu erwerben. Im Oktober 2008 wurden die „Commercial Paper Funding Facility“ zur Verbesserung der Liquidität am Markt für Commercial Paper sowie die „Money Market Investor Funding Facility“ zur Bereitstellung von Liquidität für Geldmarktinvestoren eingeführt. Im März 2009 kam die „Term Asset-Backed Securities Loan Facility“ hinzu, um die Begebung von mit Krediten an Konsumenten und kleine Unternehmen besicherten Asset-Backed Securities zu unterstützen. Diese neuen Kreditprogramme, die verstärkte Inanspruchnahme des Diskontfensters, die im Rahmen der Fusion zwischen Bear Stearns und JPMorgan Chase bereitgestellten Finanzmittel sowie die Restrukturierung von AIG führten zu einem Anstieg der „sonstigen Ausleihungen“ von 190 Mio USD Ende Juni 2007 auf einen Höchstwert von 600 Mrd USD zum Jahresende 2008. Wie in Verbindung mit den LRGs des Eurosystems ging auch hier die Nachfrage nach den neuen Kreditfazilitäten aufgrund der verbesserten

Lage an den Finanzmärkten zurück, und zwar auf 220 Mrd USD Ende August 2009.

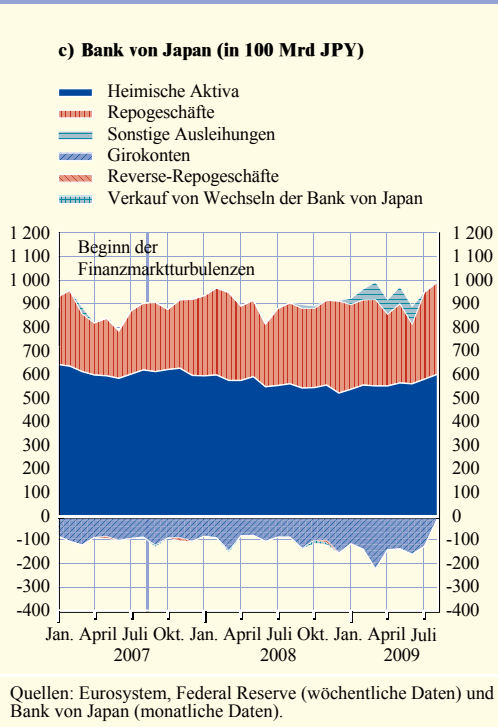
**BANK VON JAPAN**

Analog zum Eurosystem und zur Federal Reserve hat auch die japanische Zentralbank ihre Bilanz vergrößert und deren Zusammensetzung verändert, allerdings nicht in diesem Ausmaß. Zum einen hat die Bank von Japan seit Juni 2007 das Volumen ihrer Repogeschäfte um rund 19 Billionen JPY erhöht (siehe Abbildung 2 c)). Zum anderen ist ihr Bestand an japanischen Staatsanleihen in den Jahren 2007 und 2008 zurückgegangen, was vor allem daran lag, dass die Tilgung von Staatsanleihen höher war als deren Erwerb. Zur Stützung der Kreditmärkte während der Finanzmarktunruhen begann die japanische Notenbank im Februar 2009 mit dem Ankauf von Commercial Paper und im März 2009 mit dem Erwerb von Unternehmensanleihen; das Gesamtvolumen dieser Wertpapiere belief sich im August 2009 auf 100 Mrd JPY bzw. 250 Mrd JPY. Zur Erleichterung der Unternehmensfinanzierung führte sie schließlich im Januar 2009 besondere Geschäfte mit festem Zinssatz zur Bereitstellung von Liquidität in unbegrenzter Höhe und gegen Besicherung mit Unternehmensschuldtiteln ein. Durch diese Operationen erreichte der Posten „sonstige Ausleihungen“ im März 2009 einen Wert von 7,5 Billionen JPY.

**ZUSAMMENARBEIT DER ZENTRALBANKEN**

Eine wichtige Neuerung, die einen Meilenstein in der Zusammenarbeit der Zentralbanken während der weltweiten Finanzmarktunruhen darstellte, war der Beschluss im Dezember 2007, als die EZB und einige andere Zentralbanken entschieden, gemeinsame Maßnahmen mit der Federal Reserve zu ergreifen und inländischen Geschäftspartnern mittels Swap-Vereinbarungen Liquidität in US-Dollar gegen inländische Sicherheiten zur Verfügung zu stellen. Während solche Swap-Vereinbarungen zwischen Notenbanken in der Vergangenheit ausschließlich für Devisenmarktinterventionen getroffen worden waren, dienten sie während der Finanzmarktunruhen der

Noch: Abbildung 2 Geldpolitische Instrumente



Die jüngsten Veränderungen in den Bilanzen des Eurosystems, des Federal Reserve System und der Bank von Japan

Beseitigung von Friktionen am Geldmarkt und führten zu einer qualitativen Veränderung in der Zusammensetzung der vereinfachten Zentralbankbilanzen. Das Gesamtvolumen der Swapgeschäfte in US-Dollar betrug in der vereinfachten Bilanz der Federal Reserve Mitte Dezember 2008 nahezu 600 Mrd USD und damit ein Viertel der gesamten Aktiva. Auf der Passivseite der vereinfachten Bilanz des Eurosystems wurde im gleichen Monat fast die Hälfte dieses Betrags aus Liquiditätsswaps in US-Dollar zwischen den Notenbanken (umgerechnet 200 Mrd €) ausgewiesen, während sich die entsprechende Zahl bei der japanischen Zentralbank auf ein Fünftel (umgerechnet 11 Billionen JPY) belief. Im Jahr 2009 ging die weltweite Nachfrage nach Refinanzierungsmitteln in US-Dollar allmählich zurück und lag im August in der vereinfachten Bilanz der US-Notenbank bei 60 Mrd USD; davon wurden im Euroraum umgerechnet 31 Mrd € und in Japan rund 770 Mrd JPY zur Verfügung gestellt.

Neben den Geschäften in US-Dollar hat das Eurosystem in Zusammenarbeit mit der Schweizerischen Nationalbank seit Oktober 2008 Devisenswapgeschäfte in EUR/CHF durchgeführt, bei denen im Durchschnitt umgerechnet 33 Mrd € bereitgestellt wurden. Seit November 2008 hat das Eurosystem zudem auf Basis einer Vereinbarung mit der Danmarks Nationalbank über Devisenswapgeschäfte in EUR/DKK durchschnittlich 3 Mrd € für dänische Kreditinstitute zur Verfügung gestellt. Der gleiche Betrag wurde seit Juni 2009 den Geschäftspartnern der Sveriges Riksbank aufgrund eines Abkommens über Devisenswapgeschäfte in EUR/SEK gewährt. Diese liquiditätszuführenden Fremdwährungsgeschäfte bildeten den fünften Baustein des erweiterten Programms des Eurosystems zur Unterstützung der Kreditvergabe.

### 3.2 AUSWIRKUNGEN LIQUIDITÄTSABSCHÖPFENDER INSTRUMENTE

Die drei Zentralbanken haben überschüssige Liquidität mittels verschiedener Instrumente abgeschöpft. Auf der Passivseite der Bilanz des Eurosystems verzeichnete die Einlagefazilität den stärksten Zuwachs. Sie stieg zunächst von rund 1 Mrd € Ende Juni 2007 auf über 300 Mrd € am Jahresende 2008. Anschließend ging das durchschnittliche Volumen der Einlagefazilität allmählich auf weniger als 20 Mrd € im Juni 2009 zurück, erhöhte sich jedoch während des Sommers wieder auf durchschnittlich 190 Mrd €. Liquidität wurde auch durch Feinsteuerungsoperationen entzogen, die das Eurosystem mehrfach im Verlauf der jeweiligen Mindestreserve-Erfüllungsperiode (im Dezember 2007, Januar 2008 und Oktober 2008) sowie zumeist am Ende der Erfüllungsperioden durchführte.

Die Bilanz der Federal Reserve vergrößerte sich – wie bereits dargelegt – zwischen Juni 2007 und September 2008 nicht nennenswert, da die über die neuen Kreditfazilitäten bereitgestellte Überschussliquidität mittels Veräußerung und Tilgung von Staatsanleihen im Wert von rund 300 Mrd USD abgeschöpft wurde; damit kam es lediglich zu Umschichtungen auf der Aktivseite. Nach den massiven Liquiditätszuführungen

infolge der im Oktober 2008 umgesetzten Maßnahmen, als die US-Notenbank eine Vereinbarung mit dem Schatzamt über dessen Emission von Wertpapieren und die Einzahlung der Erlöse auf ein Zusatzkonto bei der Federal Reserve traf, war dies jedoch nicht mehr möglich. Mit dieser Maßnahme wurde im Oktober und November 2008 Liquidität in Höhe von 500 Mrd USD absorbiert, und im August 2009 standen noch 200 Mrd USD aus.

Die Bank von Japan schöpfte ihrerseits vor November 2008 gelegentlich Liquidität über den Verkauf von Zentralbankwechseln sowie durch Reverse-Repogeschäfte mit japanischen Staatsanleihen ab, deren Volumen sich in der Spitze auf rund 1 Billion JPY belief.

Die Guthaben auf den Girokonten US-amerikanischer und japanischer Kreditinstitute bei ihrer jeweiligen Zentralbank, welche das Mindestreserve-Soll und die Überschussreserven umfassen, sind seit Oktober 2008 ebenfalls gestiegen. Grund hierfür ist die neu eingeführte Verzinsung der Überschussreserven, die es Banken ermöglicht hat, diese kostenlos zu unterhalten. Die US-Notenbank ging im Oktober 2008 dazu über, Zinsen auf das Reserve-Soll und die Überschussreserven zu zahlen, und die japanische Zentralbank führte einen Monat später zur Verzinsung von Überschussreserven eine befristete komplementäre Einlagefazilität („Complementary Deposit Facility“) ein, die in der Bilanz zusammen mit den Girokonten ausgewiesen wird. Diese Maßnahmen waren wichtig für die Abschöpfung überschüssiger Liquidität und führten zu einer erheblichen Zunahme der Girokontoeinlagen; diese stiegen bei der Federal Reserve von weniger als 20 Mrd USD im Juni 2007 auf 860 Mrd USD im August 2009 und bei der Bank von Japan von unter 10 Billionen JPY auf 12 Billionen JPY.

Die massive Erhöhung der Liquiditätszufuhr auf der Aktivseite und der Liquiditätsabschöpfung auf der Passivseite der Bilanz zeigt, welche Bedeutung den Zentralbanken als Finanzintermediäre während der Spannungen an den Geldmärkten zukam, insbesondere in den Monaten

nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008. Als die Notenbanken im Oktober 2008 intervenierten, um die Liquiditätsengpässe abzubauen, ersetzten sie bis zu einem gewissen Grad einen Großteil des Geldmarktes als Refinanzierungsquelle der Kreditinstitute. So sank beispielsweise das Handelsvolumen im Euro-Interbankengeschäft für Tagesgeld sowie auf dem e-MID-Markt<sup>2</sup>, als das Eurosystem Refinanzierungsmittel in unbegrenzter Höhe zu einem festen Zinssatz bereitstellte und den durch die ständigen Fazilitäten gebildeten Korridor auf 100 Basispunkte um den Zinssatz für die HRGs verringerte (siehe Abbildung 3 a)). Um den Euro-Geldmarkt wiederzubeleben, wurde der Korridor für die ständigen Fazilitäten Ende Januar 2009 wieder auf 200 Basispunkte ausgeweitet. Im Mai wurde er dann auf 150 Basispunkte verengt. Wie aus Abbildung 3 a) ersichtlich wird, kam es von Januar bis Juni 2009 zu einem Anstieg der Tagesgeldvolumina und einem Rückgang der Gesamtaktiva des Eurosystems.<sup>3</sup> Die Zunahme der Repogeschäfte und Überschussreserven der japanischen Zentralbank zwischen Oktober 2008 und Juli 2009 ging ebenfalls mit einer Verringerung des Geldmarkthandels einher (siehe Abbildung 3 b)).<sup>4</sup>

Die Intermediationsfunktion der Zentralbanken, die in den Monaten nach der Insolvenz von Lehman Brothers von besonderer Bedeutung war, steht im Einklang mit dem erweiterten Programm des Eurosystems zur Unterstützung der Kreditvergabe, der Kreditlockerungspolitik der Federal Reserve sowie den Maßnahmen der Bank von Japan zur Stützung des Marktes für Unternehmensanleihen.

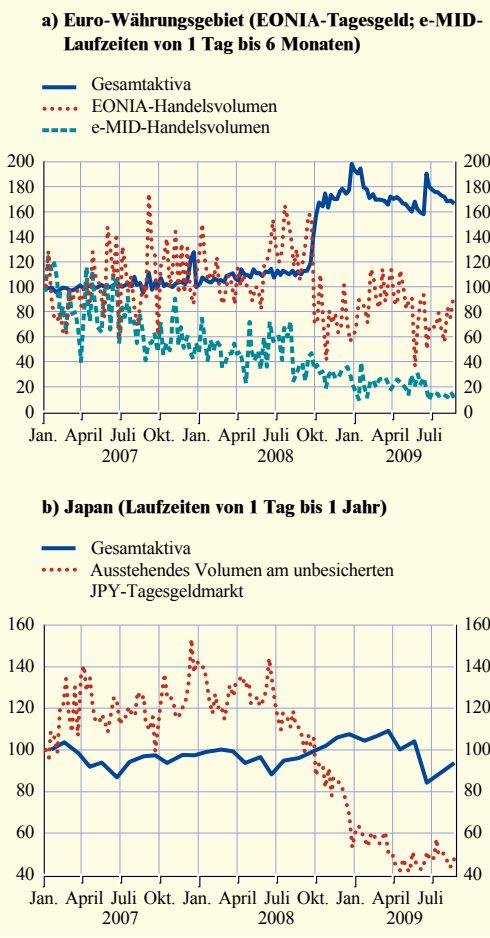
### 3.3 ENTWICKLUNG DER AUTONOMEN FAKTOREN

Während der Finanzmarktunruhen wuchs die Passivseite der vereinfachten Bilanzen der drei

2 Bei e-MID handelt es sich um den größten elektronischen Markt für unbesicherte Interbankeneinlagen in Europa.  
 3 Eine Erörterung der Auswirkungen des engen Korridors zwischen den ständigen Fazilitäten auf die Märkte für Euro-Tagesgeld findet sich in: EZB, Die Umsetzung der Geldpolitik seit August 2007, Monatsbericht Juli 2009.  
 4 Zu den Handelsvolumina am Markt für Tagesgeld in US-Dollar sind keine öffentlichen Angaben verfügbar.

Abbildung 3 Gesamtaktiva der Zentralbanken und Umsatz am Geldmarkt

(Januar 2007 = 100)



Quellen: Eurosystem, e-MID, Bank von Japan, Japanese Brokers Association und EZB-Berechnungen.

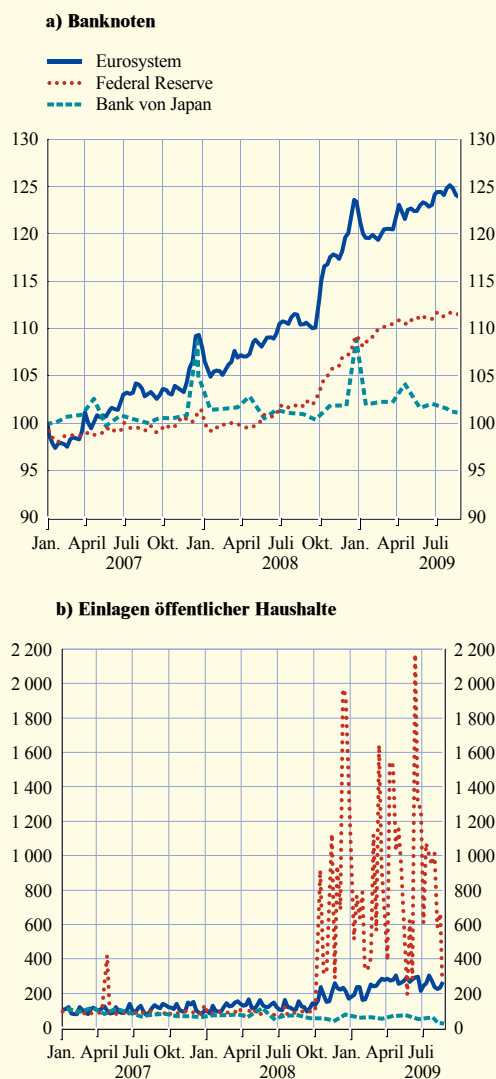
Zentralbanken auch infolge des Anstiegs der autonomen Liquiditätsfaktoren (insbesondere Euro-Banknoten, Einlagen öffentlicher Haushalte im Euroraum und Einlagen des US-Schatzamts). Durch diese volumenmäßige Erhöhung lässt sich die Tatsache erklären, dass mittels geldpolitischer Instrumente (wie in Abschnitt 3.1 erläutert) mehr Liquidität bereitgestellt als (wie in Abschnitt 3.2 ausgeführt) absorbiert wurde. Die genannte Volumenerhöhung ging mit einer gestiegenen Volatilität der autonomen Faktoren einher.

Die Finanzmarkturbulenzen beeinflussten die Nachfrage nach Banknoten insbesondere im Herbst 2008. Aus Abbildung 4 a) geht hervor, dass es – zusätzlich zum langfristigen Aufwärtstrend und den saisonalen Erhöhungen der Menge der umlaufenden Banknoten um Ferientermine herum – Ende September 2008 zu einem deutlichen Anstieg der Nachfrage nach Euro-Banknoten und in geringerem Maße nach US-Dollarnoten kam. In der ersten Oktoberhälfte betrug diese über dem Trend liegende Nachfrage nach Euro-Banknoten etwa 35 Mrd €; circa zwei Drittel davon entfielen auf 500-€-Banknoten. Da Banknoten mit hohem Nennwert üblicherweise als Wertaufbewahrungsmittel (d. h. anstelle von Bankeinlagen) und nicht für Transaktionszwecke genutzt werden, könnte die starke Nachfrage mit einem seinerzeit bestehenden Vertrauensverlust in das Bankensystem zusammenhängen. Überdies ergab sich ein Großteil der Nachfrage nach 500-€-Banknoten bei den im Grenzgebiet des Eurogebiets ansässigen Banken und den Banken, die mit der Ausgabe von Banknoten in Ländern außerhalb des Euroraums, insbesondere Osteuropa, befasst sind. Die außerordentlich hohe Nachfrage nach Euro-Banknoten ebte Ende Oktober 2008 ab, nachdem die Regierungen besondere Maßnahmen zur Unterstützung des Bankensektors bekannt gegeben hatten. Das Volumen des Banknotenumlaufs liegt jedoch weiterhin über seinem langfristigen Trend. In ähnlicher Weise hat sich das Wachstum des Umlaufs der von der Federal Reserve ausgegebenen Banknoten, das seit 2003 rückläufig gewesen war, im Mai 2008 beschleunigt, beflügelt vor allem durch die stärkere Nachfrage aus Lateinamerika und – im späteren Jahresverlauf – aus Osteuropa sowie innerhalb der Vereinigten Staaten.

Umfang und Volatilität der Einlagen der öffentlichen Haushalte im Eurogebiet beim Eurosystem und des US-Schatzamts bei der US-Notenbank stiegen im Schlussquartal 2008 deutlich an (siehe Abbildung 4 b)). Diese Entwicklung ergab sich unter anderem aus den hohen und schwankenden Zahlungen im Rahmen verschiedener Regierungsprogramme, die als Reaktion auf die

Abbildung 4 Autonome Liquiditätsfaktoren

(Januar 2007 = 100)



Quellen: Eurosystem, Federal Reserve, Bank von Japan und EZB-Berechnungen.

Finanzmarktunruhen eingeführt wurden. So unterhielt die US-Regierung beispielsweise ein umfangreiches Guthaben auf dem Hauptkonto des US-Schatzamts (Treasury General Account) bei der Federal Reserve, um Mittelabflüsse im Rahmen des Troubled-Asset-Relief-Programms ausgleichen zu können. Zudem hatten Stellen des US-Schatzamts verstärkt Schwierigkeiten, Mittel am Markt zu platzieren.

Schließlich sind auch die Wertpapieranlagen der Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets, die in der vereinfachten Bilanz des Eurosystems unter „heimische Aktiva“ ausgewiesen werden (siehe Tabelle 1 a)), seit Juni 2007 gestiegen. Die Erhöhung der „heimischen Aktiva“ wird zum Großteil erst seit der Ende Dezember 2008 durchgeführten Umgruppierung von Bilanzpositionen (siehe Kasten) in der vereinfachten Bilanz erfasst. Die Zunahme der Wertpapieranlagen der Zentralbanken des Eurogebiets liegt innerhalb der durch eine Vereinbarung des Eurosystems festgelegten Grenzen, mittels deren sichergestellt wird, dass die von Zentralbanken des Eurogebiets gehaltenen Wertpapieranlagen die einheitliche Geldpolitik nicht beeinträchtigen. Die Notenbanken des Eurogebiets erwerben auf Euro lautende Vermögenswerte, um beispielsweise das monetäre Einkommen zu erhöhen, ihre Eigenmittel anzulegen und Dienstleistungen für Regierungsstellen (z. B. staatliche Pensionsfonds), ausländische Zentralbanken und ausländische Regierungen (z. B. Währungsreservenverwaltung) zu erbringen.

#### 4 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Als Reaktion auf die Finanzmarkturbulenzen ergriffen das Eurosystem, die Federal Reserve und die Bank von Japan wichtige Maßnahmen, um Finanzinstituten trotz der gestörten Geldmärkte den kontinuierlichen Zugang zu Liquidität zu sichern und die Spannungen an den Kreditmärkten abzubauen; zudem sollte damit die reibungslose Transmission der Geldpolitik in die Realwirtschaft gewährleistet werden. Die Notenbanken wurden durch diese Schritte zu bedeutenden Intermediären am Geldmarkt, und der Umfang und die Komplexität der Zentralbankbilanzen nahmen deutlich zu.

In der Zeit vor Oktober 2008 wirkten die drei Zentralbanken dem nicht funktionierenden Geldmarkt vor allem dadurch entgegen, dass sie das Volumen und/oder die durchschnittliche Laufzeit ihrer Refinanzierungsgeschäfte erhöhten. Seit Oktober letzten Jahres zielen sie vermehrt darauf ab, die Kreditvergabe an den privaten Sektor zu stützen und den geldpolitischen Transmissions-

mechanismus im weiteren Sinne wieder in Gang zu setzen. Da die Wirtschaft des Euroraums viel stärker vom Bankensektor abhängt als die US-Wirtschaft,<sup>5</sup> hat das Eurosystem ein erweitertes Programm zur Unterstützung der Kreditvergabe aufgelegt, dessen Schwerpunkt auf der Bereitstellung von Liquidität für Kreditinstitute liegt, worunter auch der Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen fällt. Aufgrund der volkswirtschaftlichen Bedeutung der Kapitalmärkte in den USA hat die Federal Reserve Maßnahmen zur Kreditlockerung ergriffen, die auf verschiedene Segmente des Kreditmarktes abzielten. Die Bank von Japan hat spezielle Schritte eingeleitet, die den Markt für Unternehmensfinanzierungen stützen sollten, der vom Abschwung besonders betroffen war. Zusätzlich zu den geldpolitischen Maßnahmen im Inland haben die drei Zentralbanken (sowie mehrere andere Notenbanken) in ihrem beispiellosen weltweiten Bestreben, die Auswirkungen der stärksten Finanzmarkturbulenzen seit Jahrzehnten zu begrenzen, ihre Kräfte gebündelt, indem den nationalen Bankensystemen über Swap-Vereinbarungen der Notenbanken Fremdwährung zur Verfügung gestellt wurde.

5 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Eurogebiet erhielten von 2004 bis 2008 im Durchschnitt 70 % ihrer Außenfinanzierungsmittel von Banken, während Unternehmen in den Vereinigten Staaten ihren Finanzierungsbedarf in der genannten Zeitspanne nur zu etwas mehr als 20 % über Kreditinstitute deckten. Siehe hierzu auch EZB, Die Außenfinanzierung privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften: Ein Vergleich zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten, Monatsbericht April 2009.





# ENTWICKLUNG DES FINANZSEKTORS IN DEN SCHWELLENLÄNDERN – BESTANDSAUFNAHME UND POLITISCHE IMPLIKATIONEN

AUFSÄTZE

Entwicklung des Finanzsektors in den Schwellenländern – Bestandsaufnahme und politische Implikationen

*Die Entwicklung des inländischen Finanzsektors hat weitreichende wirtschaftliche und politische Implikationen, die Gegenstand des vorliegenden Aufsatzes sind. Dabei werden die Lage der Schwellen- und Entwicklungsländer betrachtet und deren finanzielle und wirtschaftliche Verbindungen zu fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit einbezogen. Aus Sicht der Schwellen- und Entwicklungsländer sind vier Aspekte der Finanzentwicklung von besonderer Bedeutung. Erstens ist davon auszugehen, dass diesbezügliche Fortschritte beispielsweise über eine verstärkte Investitionstätigkeit mit einem höheren Potenzialwachstum einhergehen. Dies belegt auch die reichhaltige Fachliteratur zu diesem Thema. Zweitens dürfte ein verbessertes Entwicklungsniveau der nationalen Finanzmärkte die Widerstandsfähigkeit der Volkswirtschaften in den Schwellenländern insgesamt steigern, sofern eine strenge und konsequente Finanzaufsicht gewährleistet ist. Wie die Entwicklung der privaten Bruttokapitalzuflüsse in den genannten Ländern zeigt, steigt drittens auch die Wahrscheinlichkeit, dass tiefere und liquidere Märkte ausländische Investoren anziehen. Größere grenzüberschreitende finanzielle Engagements können unter bestimmten Umständen zu einer plötzlichen Verringerung der Kapitalströme führen, wie die aktuelle Finanzkrise verdeutlicht hat. Viertens waren die zwischen den Industrie- und den meisten Schwellenländern bestehenden gravierenden Unterschiede im Entwicklungsstand des Finanzsektors einer der Gründe für den Aufbau globaler Ungleichgewichte in den Jahren vor Ausbruch der Krise. Hieraus lässt sich also möglicherweise folgern, dass ein symmetrischerer Verlauf der finanziellen Globalisierung – d. h. ein finanzieller Aufholprozess der Schwellenländer – auf längere Sicht über eine stärkere Inlandsnachfrage in und geringere staatliche Kapitalabflüsse aus Schwellen- und Entwicklungsländern zu einem tragfähigeren Verhältnis zwischen Ersparnis und Investitionen sowie nachhaltigeren Leistungsbilanzsalden beitragen kann. Dies erfordert auch Verbesserungen, die geeignet sind, die Stabilität des globalen Finanzsystems zu erhöhen.*

*Vor diesem Hintergrund werden im vorliegenden Aufsatz Messgrößen der inländischen Finanzentwicklung in den Schwellenländern dargestellt und erörtert und mit den Werten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften verglichen. Anschließend werden zwei der oben genannten Aspekte der Finanzentwicklung untersucht: zum einen ihr Zusammenhang mit den globalen Ungleichgewichten und die daraus resultierenden Konsequenzen für Schwellenländer und Weltwirtschaft, zum anderen der Zusammenhang zwischen der Entwicklung des inländischen Finanzsektors und der Finanzstabilität, wobei eine Fallstudie insbesondere auf die rasche bankbasierte Finanzentwicklung in Ost- und Südosteuropa eingeht.*

## I EINLEITUNG

Die Entwicklung des inländischen Finanzsektors kann als die Fähigkeit eines Landes definiert werden, die Ersparnis in Investitionen innerhalb der eigenen Grenzen zu lenken. Dieses Vermögen hängt vom institutionellen und organisatorischen Fortschritt des heimischen Finanzsystems ab; er trägt dazu bei, Informationsasymmetrien zu verringern, wichtige neue Marktsegmente zu schaffen, Finanzinnovationen zu fördern, Wirtschaftsakteuren weitere Möglichkeiten zur Durchführung von Finanztransaktionen zu eröffnen, Transaktionskosten zu senken und den

Wettbewerb zu stärken.<sup>1</sup> Nach dieser Definition ist der Begriff „Entwicklung des inländischen Finanzsektors“ von anderen Konzepten wie „Finanzsystem“, „Finanzintegration“ und „finanzieller Offenheitsgrad“ zu trennen.<sup>2</sup> Im Rahmen des vorliegenden Aufsatzes ist vor allem die Unterscheidung zwischen Finanzstabilität und

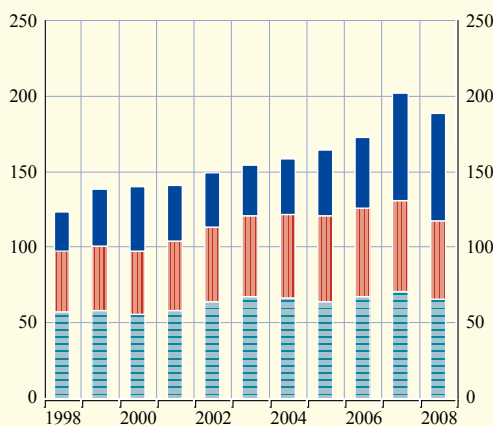
1 Siehe P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou und M. Lo Duca, The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe, Occasional Paper Nr. 72 der EZB, 2007.

2 Zum konzeptionellen Hintergrund dieses Aufsatzes siehe EZB, Beurteilung der Leistungsfähigkeit von Finanzsystemen, Monatsbericht Oktober 2005, und EZB, Financial integration in Europe, 2008.

**Abbildung 1 Gesamte ausländische und inländische Finanzierungsquellen der Schwellenländer**

(in % des BIP)

■ Aktien  
■ Schuldverschreibungen  
■ Private Kredite



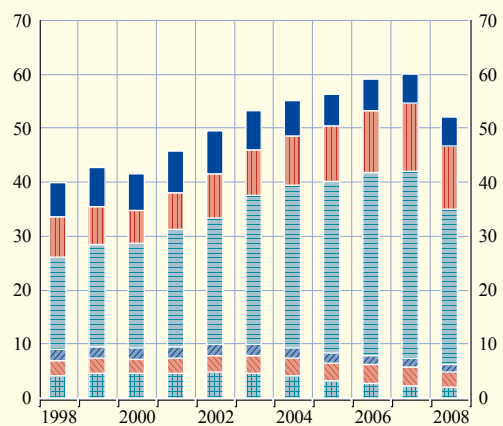
Quellen: BIZ, World Economic Outlook des IWF und Datastream.

Anmerkung: Die in Abbildung 1, 2 und 3 dargestellten 17 Schwellenländer sind: Argentinien, Brasilien, Chile, China, Hongkong, Indien, Indonesien, Malaysia, Mexiko, Philippinen, Singapur, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Thailand, Türkei und Venezuela.

**Abbildung 2 Auslands- und Inlandsverschuldung in Schwellenländern im Vergleich**

(in % des BIP)

■ Inland: Unternehmen  
■ Inland: Finanzsektor  
■ Inland: Staat  
■ Ausland: Unternehmen  
■ Ausland: Finanzsektor  
■ Ausland: Staat



Quellen: BIZ, World Economic Outlook des IWF und Datastream.

Anmerkung: Siehe Anmerkung zu Abbildung 1.

Entwicklung des inländischen Finanzsektors bedeutsam: So kann der Finanzsektor eines Landes hoch entwickelt und trotzdem von Krisen betroffen sein, wenn die Finanzstabilität unzureichend ist. Dies hat die derzeitige Krisensituation sehr deutlich vor Augen geführt.

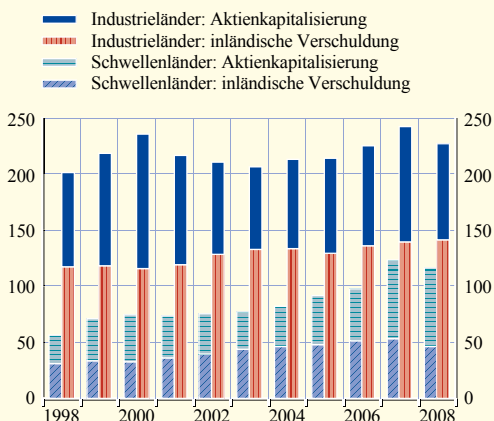
In Anbetracht der weitreichenden wirtschaftlichen und politischen Implikationen der Entwicklung des inländischen Finanzsektors widmet die internationale Gemeinschaft diesem Thema, seinen Folgen und den gebotenen politischen Maßnahmen (zum Beispiel auf dem Gebiet der regulatorischen und mikroökonomischen Reformen, der gesamtwirtschaftlichen Steuerung und der Zusammenarbeit der Zentralbanken) zunehmend Aufmerksamkeit. Internationale Foren und Organisationen wie die G 7/G 8, die G 20, der Internationale Währungsfonds (IWF), die Weltbank und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) haben die Schwellen- und Entwicklungsländer (nachfolgend kurz als

„Schwellenländer“ bezeichnet) zu Fortschritten bei der Entwicklung ihres Finanzsystems aufgefordert, um die Widerstandskraft ihrer Volkswirtschaften zu stärken und – über geringere Nettokapitalflüsse von Ländern mit einem Leistungsbilanzüberschuss in solche mit einem Defizit – zu einer geordneten Korrektur globaler Ungleichgewichte beizutragen.<sup>3</sup> Was den komplexen Zusammenhang zwischen der Entwicklung des inländischen Finanzsektors, den Kapitalströmen und der Finanzstabilität angeht, so haben der bei der BIZ angesiedelte Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System – CGFS) und die G 20 kürzlich Berichte veröffentlicht, die sich unter anderem mit diesem Thema befassen.

3 Im Oktober 2007 begrüßten die Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G 7 beispielsweise den Aktionsplan der G 8 zur Schaffung heimischer Anleihenmärkte in den Schwellenländern.

Abbildung 3 Finanzierung über inländische Märkte in Schwellen- und Industrieländern

(in % des BIP)



Quellen: BIZ, World Economic Outlook des IWF und Data-stream.

Anmerkung: Die in Abbildung 1, 2 und 3 dargestellten 17 Schwellenländer sind: Argentinien, Brasilien, Chile, China, Hongkong, Indien, Indonesien, Malaysia, Mexiko, Philippinen, Singapur, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Thailand, Türkei und Venezuela. Die Industrieländer umfassen die Vereinigten Staaten, Japan und folgende EU-Staaten: Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal, Spanien, Schweden und das Vereinigte Königreich.

Einige stilisierte Fakten deuten darauf hin, dass sich die Entwicklung des Finanzsektors in den meisten Schwellenländern seit Ende der Neunzigerjahre etwas beschleunigt hat:

Die gesamte (d. h. die inländische wie auch die ausländische) Finanzierung dieser Volkswirtschaften zeigt, dass die gesamten privaten Bankkredite, Schuldtitel und Verbindlichkeiten aus Beteiligungen (Letztere ohne ausländische Finanzierungsmittel) im Verhältnis zum BIP im Zeitraum von 1998 bis 2007 deutlich auf über 200 % des BIP gestiegen sind (siehe Abbildung 1). Die anschließende Finanzkrise zog 2008 einen Rückgang dieser weit gefassten Messgröße nach sich, der aber auf Jahressicht – verglichen mit den vor allem im Schlussquartal 2008 stark abnehmenden ausländischen privaten Kapitalströmen in die Schwellenländer – relativ begrenzt blieb.

Was die Verbindlichkeiten aus Schuldverschreibungen angeht, so haben die Schwellenländer im Einklang mit dem Aktionsplan der G 8 ihre

Emission von Schuldtiteln im Ausland seit 2003 zurückgeführt und stützen sich seitdem verstärkt auf inländische Anleihen. Dieser Prozess hat die Anfälligkeit der Länder beispielsweise im Hinblick auf Wechselkursschocks verringert. Vorangetrieben wurde er bis 2007 von staatlichen Emittenten und zum Teil auch von Banken. Demgegenüber hat sich das Verhältnis der im Inland und im Ausland begebenen Unternehmensschuldverschreibungen zum BIP von 1998 bis 2008 nicht wesentlich verändert (siehe Abbildung 2).

Die inländische marktbasierende Finanzierung (also ohne Bankkredite) ging zwar von einem sehr niedrigen Niveau aus, stieg aber im Zeitraum von 1998 bis 2008 in den Schwellenländern deutlich stärker als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften (hier: Vereinigte Staaten, Japan und eine Teilgruppe von 14 EU-Staaten), d. h. um 105 % gegenüber 13 %. Infolgedessen machte die Finanzierung der Schwellenländer über Inlandsmärkte 2008 einen Anteil von 117 % ihres BIP aus (über die Hälfte des Werts der fortgeschrittenen Volkswirtschaften), verglichen mit lediglich 57 % im Jahr 1998 (weniger als ein Drittel der Quote der Industrieländer) (siehe Abbildung 3).

Diese stilisierten Fakten und die obigen Ausführungen verdeutlichen, dass eine genauere Messung und Einschätzung der Entwicklung des Finanzsektors in den Schwellenländern erforderlich ist. Zu diesem Zweck werden in Abschnitt 2 verschiedene Messgrößen der Entwicklung des Finanzsektors in solchen Ländern dargestellt und erläutert, wobei fortgeschrittene Volkswirtschaften als Referenzpunkt dienen. Abschnitt 3 geht dem Zusammenhang zwischen der Entwicklung des inländischen Finanzsektors und gesamtwirtschaftlichen Variablen (z. B. Ersparnis, Investitionen, Leistungsbilanzsaldo) sowie den sich daraus ergebenden Folgen aus Sicht der Schwellenländer und der Weltwirtschaft nach. In Abschnitt 4 schließlich wird die Beziehung zwischen der Entwicklung des inländischen Finanzsektors und der Finanzstabilität untersucht; im Blickpunkt stehen dabei die ost- und südosteuropäischen Staaten während der Finanzkrise.

## 2 MESSUNG DER ENTWICKLUNG DES FINANZSEKTORS IN DEN SCHWELLENLÄNDERN

Im folgenden Abschnitt wird der in 26 Schwellenländern erreichte Grad der Entwicklung des inländischen Finanzsektors mit dem entsprechenden Entwicklungsstand in den G-7-Staaten ohne

Kanada verglichen. Die Schwellenländer umfassen hier die Mitgliedstaaten der G 20, die wichtigsten nicht der G 20 angehörenden Rohstoffexporteure und sonstige systemrelevante Schwellenländer. Die in der G 7 vertretenen Euro-Länder sind in einem gewichteten Aggregat als „G-3-Euro-Länder“ zusammengefasst. Als Untersuchungszeit-

Tabelle I Index der Entwicklung des inländischen Finanzsektors: Verwendete Dimensionen und Variablen

1. Institutionen		2. Marktgröße und -zugang			3. Leistungsfähigkeit des Marktes		
Qualität der Institutionen	Regulatorischer und gesetzlicher Rahmen	Größe „traditioneller“ privater Finanzmärkte	Finanzinnovationen	Zugang der Bevölkerung zu Finanzmitteln	Effizienz der Banken	Liquidität (Markturnsatz)	Verteilung des Vermögensbestands zwischen dem privaten und dem offiziellen Sektor
Ausmaß der Korruption (-)	Stärke, Objektivität und Einhaltung der Rechtsvorschriften (+)	Aktienmarktwert/ BIP (+)	Bruttoabsatz von ABS und MBS/ BIP (+)	Anzahl der Bankfilialen je 100 000 Einwohner (+)	Aufwand- Ertrags-Quote der Banken (-)	Wert des gehandelten Aktienvolumens in Relation zur Aktienmarktkapitalisierung (gleitender Dreijahresdurchschnitt) (+)	Forderungen der Zentralbank an den privaten Sektor in Relation zu den gesamten Forderungen an diesen Sektor (-)
Qualität der Verwaltung (+)	Anlegerschutz (Stärke von Minderheitsaktionären) (+)	Privater Anleihemarkt/ BIP (+)		Anzahl der Geldausgabautomaten je 100 000 Einwohner (+)			Höhe der Ausleihungen an den Staat in Relation zu den gesamten Bankforderungen (-)
	Stärke des Sicherheiten- und Insolvenzrechts zum Schutz von Kreditnehmer- und Kreditgeberrechten (+)	Gesamte Bankforderungen/ BIP (+)		Verbreitung von Lebensversicherungen (Prämienvolumen/BIP) (+)			Inländische private Verschuldung gegenüber inländischer Staatsverschuldung (-)
	Umfang der bei Kreditgeschäften verfügbaren Informationen (+)	Vermögen von Finanzinstituten ohne Banken/ BIP (+)		Verbreitung von Versicherungen außer Lebensversicherungen (Prämienvolumen/ BIP) (+)			
	Effizienz bei der Durchsetzung von Verträgen und der Lösung von Handelskonflikten (+)			Kosten für die Unterhaltung eines Sparkontos (Jahresgebühr) (-)			

Quelle: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel und D. Santabarbara, a. a. O., 2009. Die Quelle der einzelnen Variablen findet sich auf den Seiten 52-54. Anmerkung: Erwarteter Effekt auf die inländische Finanzentwicklung in Klammern. ABS steht für Asset-Backed Securities, MBS für Mortgage-Backed Securities.

Tabelle 2 Index der Entwicklung des inländischen Finanzsektors: Rangfolge und Ergebnisse

(2006)

Land/ Wirtschaftsraum	Zusammengesetzter Index der Entwicklung des inländischen Finanzsektors (EIF)		1. Dimension: Institutionen und Regeln zur Förderung der EIF	2. Dimension: Finanzmarktgröße und Zugang zu Finanz- mitteln	3. Dimension: Ausgewählte Proxys der Leistungsfähigkeit von Finanzmärkten
	Rang	Ergebnis (1-100)	Rang	Rang	Rang
Vereinigte Staaten	1	77,3	1	1	1
Hongkong	2	69,8	3	7	4
Vereinigtes Königreich	2	69,8	4	3	11
Japan	4	66,2	5	2	22
Singapur	4	66,2	2	9	16
Südkorea	6	64,6	8	5	2
Taiwan	7	61,7	12	4	6
G-3-Euro-Länder	8	58,6	10	6	5
Malaysia	9	57,9	7	11	8
Bahrain	10	55,4	13	12	7
Israel	11	54,4	6	10	18
Katar	12	51,8	9	20	17
Südafrika	13	49,8	18	8	13
China	14	49,5	21	16	3
Chile	15	48,4	11	13	25
Kuwait	16	48,1	15	17	15
Saudi-Arabien	17	45,9	19	26	20
Türkei	18	45,5	16	21	12
Thailand	19	45,0	20	18	9
VAE	20	44,0	26	15	14
Mexiko	21	43,2	14	23	21
Indien	22	42,4	22	19	24
Ägypten	23	42,2	29	22	23
Oman	24	41,1	23	28	10
Brasilien	25	40,8	24	14	26
Argentinien	26	39,6	17	29	29
Philippinen	27	36,9	27	24	28
Russland	27	36,9	28	27	19
Indonesien	29	34,1	25	30	30
Venezuela	30	29,4	30	25	27

Quelle: E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel und D. Santabárbara, a. a. O., 2009.

raum wurde das Jahr 2006 gewählt; es gibt Aufschluss über den Grad der Entwicklung des inländischen Finanzsektors, der weltweit erzielt wurde, bevor die im Sommer 2007 einsetzende Finanzkrise einen Anpassungsprozess auslöste.<sup>4</sup>

Die Entwicklung des inländischen Finanzsektors wird anhand eines zusammengesetzten normier-

ten Index<sup>5</sup> mit drei Dimensionen (Institutionen usw.), acht Unterdimensionen (Qualität der Institutionen usw.) und 22 Variablen (siehe Tabelle 1) berechnet. Insbesondere die drei übergeordneten Dimensionen sollen verschiedene für diese Entwicklung relevante Aspekte erfassen: a) die Institutionen und Regeln, die die Entwicklung des Finanzsektors fördern und in der

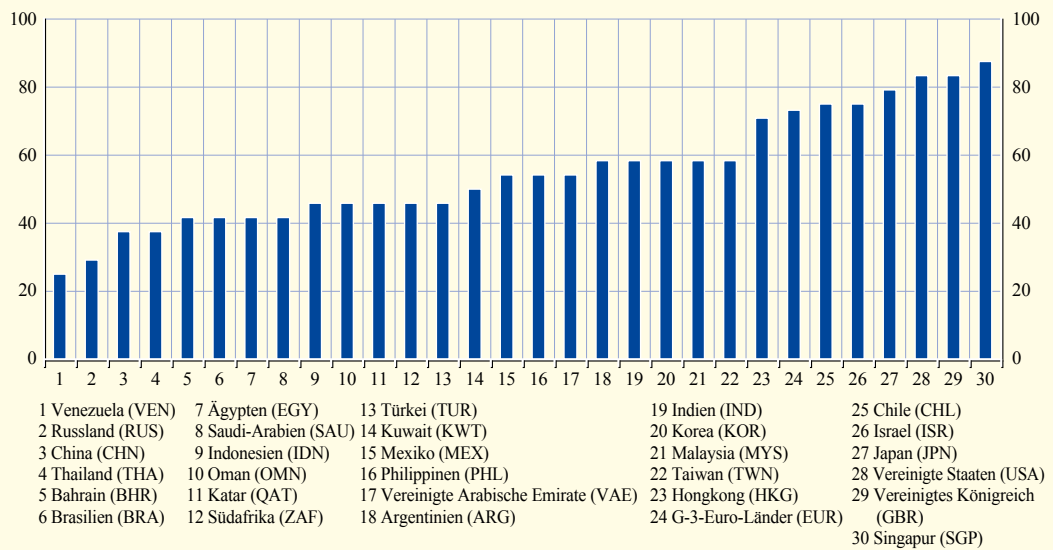
4 Im Jahr 2006, dem Jahr vor Beginn der Finanzkrise, dürfte die Größe der Finanzmärkte durch Faktoren wie die Suche nach profitablen Anlagen und die Unterbewertung von Risiken aufgebläht worden sein. Dies wirft die Frage auf, ob bestimmte Finanzmärkte (z. B. in den Industrieländern) hiervon stärker betroffen waren als andere. Diesen Aspekt gilt es gebührend zu berücksichtigen.

5 Die in diesem Abschnitt erörterten zusammengesetzten Indizes basieren auf einer ursprünglichen Methodik und Datenbank, die beschrieben wird in: E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel und D. Santabárbara, Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications, Occasional Paper Nr. 102 der EZB, 2009.

## Abbildung 4 Qualität der Institutionen

(2006)

### Teilindex

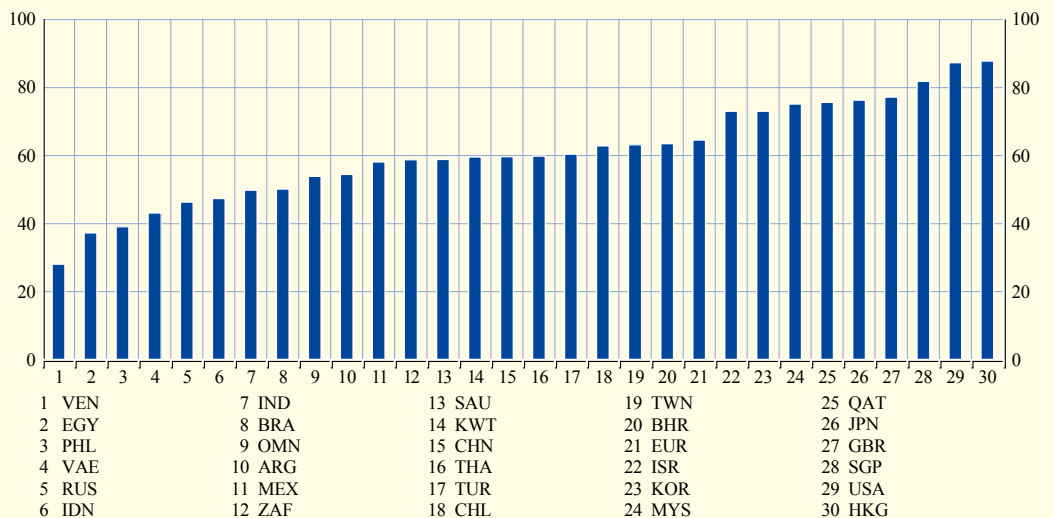


Quelle: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel und D. Santabárbara, a. a. O., 2009.

## Abbildung 5 Regulatorischer Rahmen

(2006)

### Teilindex

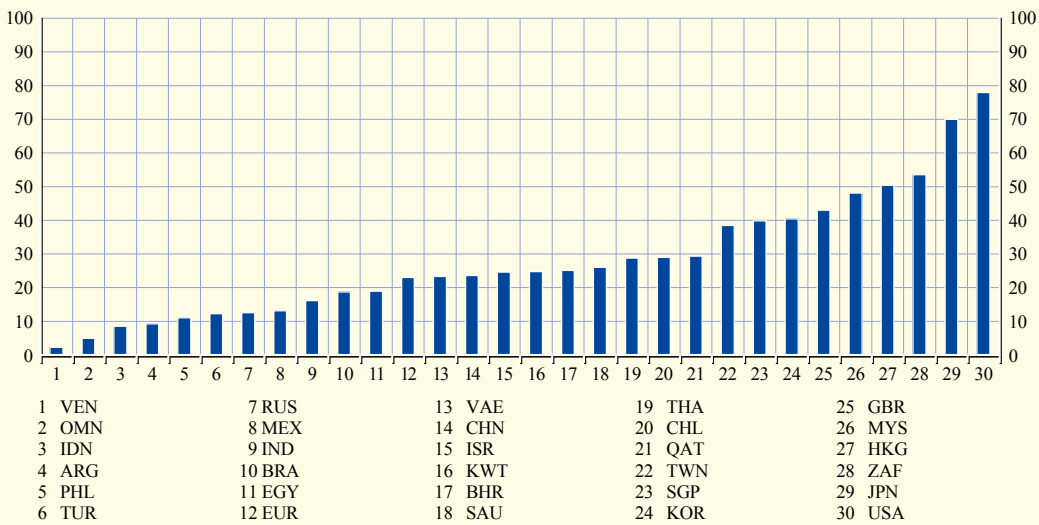


Quelle: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel und D. Santabárbara, a. a. O., 2009.

Abbildung 6 Finanzmarktgröße

(2006)

Teilindex

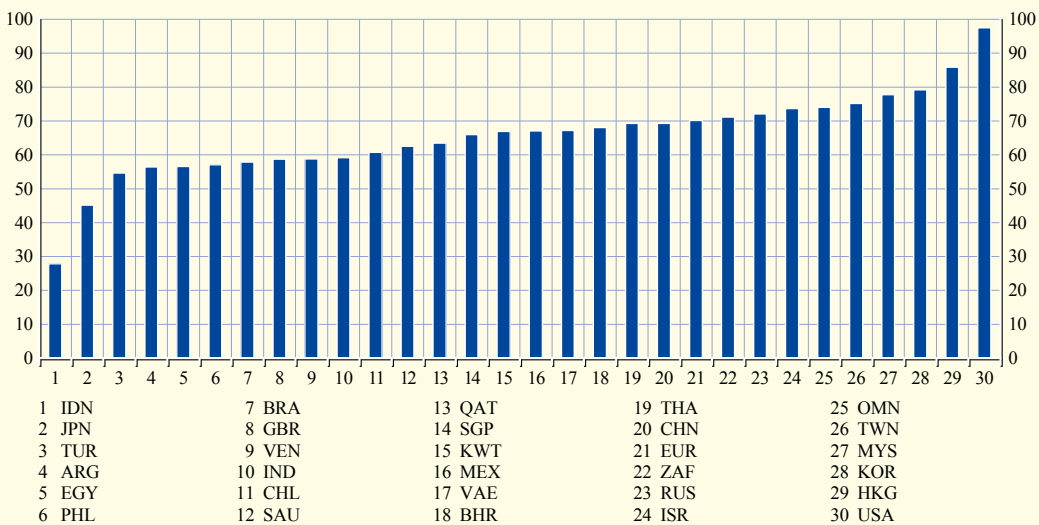


Quelle: E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel und D. Santabárbara, a. a. O., 2009.

Abbildung 7 Distribution des inländischen Vermögensbestands

(2006)

Teilindex



Quelle: E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel und D. Santabárbara, a. a. O., 2009.



„Doing Business“-Datenbank der Weltbank sowie im International Country Risk Guide (ICRG) aufgeführt sind, b) die relative Größe des Finanzmarkts einer jeden Volkswirtschaft und die Möglichkeiten der Wirtschaftsakteure, solche Märkte effizient zu nutzen, c) eine Reihe von Proxys, mit denen die „Leistungsfähigkeit“ der Märkte im Hinblick auf Marktliquidität, Effizienz des Bankensektors und Ausmaß des Verstärkungseffekts („crowding in“) im privaten Sektor im Verhältnis zum relativen Gewicht des Staatssektors und der Zentralbank dargestellt wird.

In Tabelle 2 sind die wichtigsten mit dem Index der Entwicklung des inländischen Finanzsektors (EIF-Index) ermittelten Rangfolgen und Ergebnisse zusammenfassend dargestellt. Aus ihnen geht hervor, dass die meisten Schwellenländer 2006 noch erheblichen Handlungsbedarf hatten, um den Grad der Finanzentwicklung in den betrachteten G-7-Staaten annähernd zu erreichen. Diese kamen auf einen (ungewichteten) Durchschnitt von rund 68 (von maximal 100) Punkten, während sich der Durchschnitt für die Gruppe der Schwellenländer auf weniger als 48 Punkte belief. Gleichzeitig variiert der Umfang des Aufholbedarfs von Land zu Land erheblich. So erzielten drei asiatische Finanzzentren (Hongkong, Singapur und Taiwan) sowie Südkorea ähnliche Ergebnisse wie die G-7-Staaten. Die Länder von Malaysia bis Kuwait bilden mit Werten von 48 bis 58 Punkten eine Zwischengruppe. Für eine große, aus 14 Ländern bestehende Gruppe (54 % der Stichprobe) wurden geringfügig oder deutlich niedrigere Ergebnisse ermittelt, die in einer Spanne von 29 (Venezuela) bis 46 Zählern (Saudi-Arabien) lagen. Aus dem Kreis der G-7-Staaten standen die Vereinigten Staaten 2006 bei allen Dimensionen der Finanzentwicklung an erster Stelle. Zu vergleichbaren Erkenntnissen gelangten auch andere wirtschaftswissenschaftliche Beiträge.<sup>6</sup>

Tabelle 2 verdeutlicht darüber hinaus, dass es eine gewisse Varianz bei den drei genannten weit gefassten Dimensionen der inländischen Finanzentwicklung (kurz: Institutionen, Größe und Leistungsfähigkeit) geben kann. Diese lässt sich anhand einer detaillierteren Analyse einiger der in Tabelle 1 aufgeführten acht Unterdimensionen veranschaulichen. Bei der Qualität der Institutionen, die die Entwicklung des Finanzsektors unterstützen, nehmen Singapur, Israel und Chile unter den Schwellenländern die Spitzenpositionen ein, während Venezuela, Russland, China und Thailand die geringste Punktzahl aufweisen. In der Stichprobe verzeichnen 27 % der untersuchten Volkswirtschaften Werte von über 60 Punkten, das Gros der Länder (60 %) zwischen 40 und 60 Punkten und 13 % unter 40 Punkten (siehe Abbildung 4). Was die Unterdimension des regulatorischen Rahmens angeht, so liegen die meisten Staaten zwischen 50 und 70 Punkten. Hongkong, Singapur, Katar, Malaysia und Südkorea besitzen das beste regulatorische Umfeld, Venezuela, Ägypten und die Philippinen befinden sich dagegen am Ende der Rangfolge (siehe Abbildung 5).

Die Unterdimension „traditionelle Größenmaße“ umfasst die Größe des Aktienmarkts und des privaten Anleihemarkts<sup>7</sup> sowie die Vermögenswerte der Banken und der Finanzinstitute ohne Banken, jeweils in Relation zum BIP. Die Messgrößen sind insoweit „traditionell“, als sie in der Fachliteratur zur Entwicklung des inländischen Finanzsektors am häufigsten zitiert werden. Die höchsten Werte verbuchen Südafrika, Hongkong, Singapur, Taiwan, Malaysia und Südkorea. Nach Katar, Chile und Thailand, die Ergebnisse im Mittelfeld aufweisen, nehmen die Werte der anderen Volkswirtschaften schrittweise ab, bis schließlich für Venezuela nur noch 2 Punkte zu Buche stehen (siehe Abbildung 6).

Die Distribution des inländischen Vermögensbestands schließlich wird anhand von drei Variab-

6 Siehe vor allem World Economic Forum, The Financial Development Report, 2008. Ein Seminarbeitrag findet sich in: T. Beck, A. Demirgüç-Kunt und R. Levine, A New Database on Financial Development and Structure, The World Bank Economic Review Nr. 14, 2000.

7 Die Bedeutung staatlicher Verschuldung im Frühstadium der Finanzsystementwicklung ist zwar unstrittig, doch wird diese Variable hier nicht berücksichtigt, da ein übermäßiger Anstieg der Verschuldung für eine Volkswirtschaft nicht erstrebenswert ist.

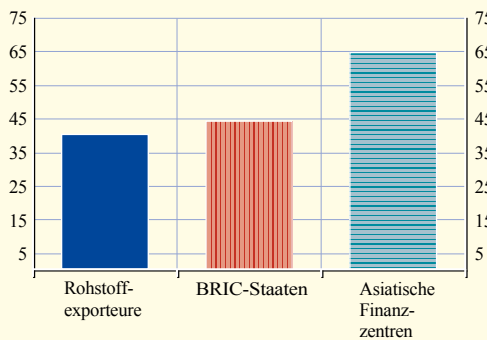
len abgebildet: a) der Forderungen der Zentralbank an den privaten Sektor in Relation zu den gesamten Forderungen an diesen Sektor, b) der Höhe der Ausleihungen an den Staat im Verhältnis zu den gesamten Bankforderungen und c) der inländischen privaten Verschuldung in Relation zur inländischen Staatsverschuldung. Diese Unterdimension ist besonders wichtig, da sie etwaige Verdrängungseffekte durch den öffentlichen Sektor darstellt. Abbildung 7 zeigt, dass Hongkong (86) in dieser Hinsicht führend ist, gefolgt von Südkorea (79), während Indonesien (28) und die Türkei (55) das Schlussfeld bilden.

Mit den Abbildungen 8 und 9, die den Fokus von der Länderebene auf eine geografische Verteilung des zusammengesetzten EIF-Index nach Ländergruppen und Regionen verlagern, lässt sich das Bild weiter vervollständigen. Untersucht man beispielsweise die sogenannten BRIC-Staaten (Brasilien, Russland, Indien und China), so spiegelt sich deren weltwirtschaftliche Bedeutung hinsichtlich ihres Anteils am Welthandel und am BIP-Wachstum unter dem Strich noch nicht in einem angemessenen Niveau der Entwicklung des Finanzsystems wider<sup>8</sup> (siehe Abbildung 8). Entsprechend würden weitere Fortschritte bei der Finanzentwicklung in den Ländern des Golfkooperationsrats zu einer inländischen Absorption der Nettoersparnis in dieser Region beitragen und damit der Notwendigkeit entgegenwirken, die zusätzlichen Einnahmen aus dem Ölexport in Vermögenswerte der Industrieländer zu reinvestieren; dies wiederum wäre einem Abbau der

8 Ein unerwartetes Ergebnis, dem weiter nachgegangen werden sollte, bezieht sich auf China, das in Bezug auf die institutionelle Dimension nur den 21. und hinsichtlich der Größe und des Zugangs den 16. Rang einnimmt, beim Teilindex „Leistungsfähigkeit“ – der freilich umstrittensten Komponente des hier dargestellten Index – aber an dritter Position liegt. Hinter diesem Befund verbirgt sich eine sehr niedrige Aufwand-Ertrags-Quote im Bankensystem, die nicht allein auf niedrige Arbeitskosten, sondern auch – und vor allen Dingen – auf die Festlegung von Referenzzinssätzen für Kredite und Einlagen durch die Zentralbank zurückzuführen ist, wodurch für den Bankensektor künstlich breite Zinsspannen entstehen. Zudem unterzeichnen die Statistiken über die Verteilung des Vermögensbestands zwischen dem privaten und dem öffentlichen Sektor tendenziell den Anteil der staatlich geführten Banken im Land. Dementsprechend sind die Ergebnisse in der Kategorie „Leistungsfähigkeit“ mit Vorsicht zu interpretieren. Bereinigt man nämlich die Definition von „Leistungsfähigkeit“ um die genannten Faktoren, fallen die Werte niedriger aus.

Abbildung 8 Zusammengesetzter EIF-Index: Aufgliederung nach ausgewählten Ländergruppen

(BIP-gewichtete Daten)



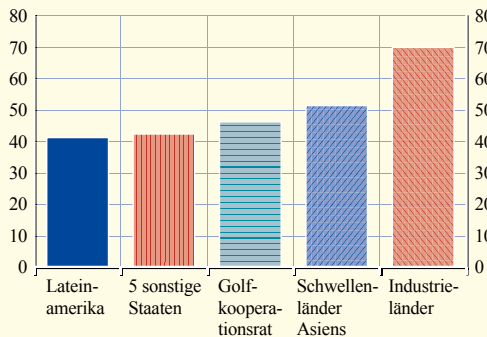
Quelle: E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel und D. Santabárbara, a. a. O., 2009.

Anmerkung: Haupt-Rohstoffexporteure sind: Chile, Venezuela, Bahrain, Kuwait, Oman, Katar, Saudi-Arabien, Vereinigte Arabische Emirate und Russland. Die BRIC-Staaten umfassen Brasilien, Russland, Indien und China, die asiatischen Finanzzentren Hongkong, Singapur und Taiwan.

weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte zuträglich (siehe Abbildung 9). Ähnliche Überlegungen lassen sich für die gesamte Gruppe der Rohstoffexporteure anstellen (siehe Abbildung 8).

Abbildung 9 Zusammengesetzter EIF-Index: Geografische Aufgliederung

(BIP-gewichtete Daten)



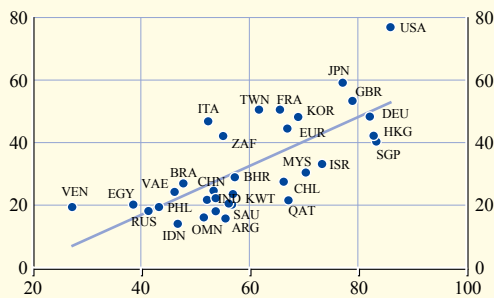
Quelle: E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel und D. Santabárbara, a. a. O., 2009.

Anmerkung: Die lateinamerikanischen Volkswirtschaften sind Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko und Venezuela. Der Golfkooperationsrat besteht aus Bahrain, Kuwait, Oman, Katar, Saudi-Arabien und den Vereinigten Arabischen Emiraten. Zu den Schwellenländern Asiens zählen China, Hongkong, Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Südkorea, Taiwan und Thailand. Die „5 sonstigen Staaten“ sind Ägypten, Israel, Russland, Türkei und Südafrika. Die Industrieländer umfassen alle G-7-Staaten außer Kanada.

### Abbildung 10 Zusammenhang zwischen Finanzmarktgröße und institutioneller Qualität

(2006)

x-Achse: Teilindex Institutionen und Regeln zur Förderung der EIF  
y-Achse: Teilindex Finanzmarktgröße und Zugang zu Finanzmitteln



Quelle: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel und D. Santabárbara, a. a. O., 2009.

Abbildung 10 schließlich veranschaulicht den positiven Zusammenhang zwischen den Indexdimensionen „Institutionen/Regeln“ und „Größe/Zugang“. Die Abbildung impliziert interessanterweise auch, dass der Finanzmarkt der Vereinigten Staaten 2006 gemessen am institutionellen Index eher zu groß war. Umgekehrt sind die Finanzsysteme in Chile, Israel und Singapur mit relativ starken Institutionen ausgestattet, was sich nicht vollständig in den Ergebnissen für ihre Größe und Leistungsfähigkeit niederschlägt. Die Frage, warum sich das positive institutionelle und regulatorische Umfeld bestimmter Schwellenländer noch nicht in angemessen dimensionierten und leistungsstarken Finanzintermediären und -märkten manifestiert, verdient ganz sicher weitere Beachtung.

### 3 UNTERENTWICKLUNG DES FINANZSEKTORS IN DEN SCHWELLENLÄNDERN, INTERNATIONALE KAPITALSTRÖME UND GLOBALE UNGLEICHGEWICHTE

#### 3.1 ÜBERBLICK ÜBER DIE FACHLITERATUR

Die Gruppe der Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen, d. h. mit Nettokapitalabflüssen, hat in den letzten Jahren insgesamt immer geringere Pro-Kopf-Einkommen erwirtschaftet, obwohl einige reiche Staaten wie Japan oder Deutschland darin

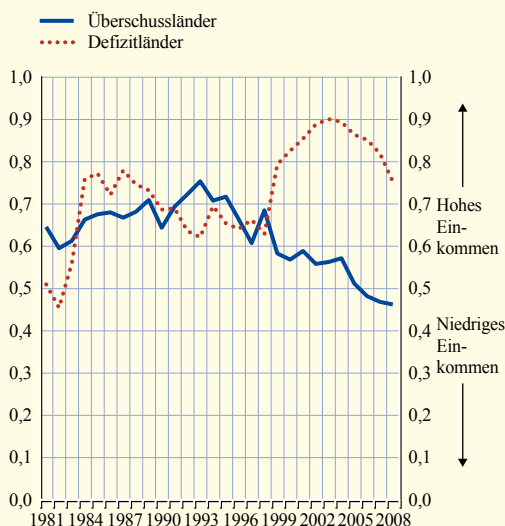
vertreten sind (siehe Abbildung 11). In diesem Abschnitt wird der Frage nachgegangen, ob eine unzureichende Entwicklung des Finanzsektors einer der Gründe für dieses nach konventionellen Wirtschaftsmodellen rätselhafte Phänomen sein könnte. So sollte die finanzielle Integration zweier Gruppen von Volkswirtschaften mit unterschiedlich weit fortgeschrittener Wirtschaftsentwicklung – hier als Staaten mit hohem bzw. niedrigem Pro-Kopf-Einkommen (HE- bzw. NE-Länder) bezeichnet – zu Nettokapitalströmen von den HE- in die NE-Länder führen, da dort die Kapitalrenditen und das Potenzialwachstum höher sind. Dieses erwartete Ergebnis könnte man einen „Effekt erster Ordnung“ nennen. Die jüngste Erfahrung hat diese Erwartung jedoch widerlegt, da das gesamte Nettokapital aus den Schwellenländern (aufgrund mehrerer Ausnahmen in Mittel- und Osteuropa natürlich in der Gesamtbetrachtung) in die Industriestaaten geflossen ist. Eine entscheidende Einschränkung ist allerdings darin zu sehen, dass privates Kapital per saldo weiterhin in NE-Länder geflossen ist, wie dies konventionelle Modelle vorhersagen; jedoch wurden diese Ströme durch staatliche Kapitalflüsse aus den Schwellenländern in die Industrieländer mehr als kompensiert.<sup>9</sup>

In einigen neueren Wissenschaftsbeiträgen<sup>10</sup> wurde argumentiert, dass ein in finanziell unterentwickelten NE-Ländern ausgelöster Effekt zweiter Ordnung sogar eine wichtigere Rolle gespielt haben könnte als der erwähnte Effekt erster Ordnung. Die Existenz unterentwickelter Finanzmärkte scheint tatsächlich zu höheren privaten Ersparnissen und einer geringeren Binnennachfrage zu führen, da Verbraucher und Unternehmen Kreditbeschrän-

<sup>9</sup> Diese Einschränkung wird im weiteren Verlauf näher ausgeführt. Die Bezeichnung „privates Kapital“ bezieht sich hier auf die Kapitalbilanz der Zahlungsbilanz ohne „staatliches Kapital“, das wiederum definiert ist als Veränderung der Währungsreserven zuzüglich weiterer durch den staatlichen Sektor (z. B. Staatsfonds) veranlasster Kapitalflüsse.

<sup>10</sup> Ein Überblick über die Argumente findet sich in: L. Bini Smaghi, Global capital and national monetary policies, Redebeitrag beim European and Economic Financial Centre, London, Januar 2007.

Abbildung 11 Gewichteter Einkommensdurchschnitt in den zwei Ländergruppen mit Leistungsbilanzdefiziten bzw. -überschüssen



Quelle: IWF, World Economic Outlook.  
Anmerkung: Die Stichprobe umfasst 83 Staaten. Die vertikale Achse zeigt den gewichteten Durchschnitt des Pro-Kopf-Einkommens in den beiden Leistungsbilanzüberschüssen bzw. -defizite aufweisenden Ländergruppen an. Zu diesem Zweck wurde die Stichprobe für jedes Jahr im Zeitraum von 1981 bis 2008 in diese beiden Gruppen unterteilt. In beiden Gruppen wurde der Anteil jedes Landes am Leistungsbilanzsaldo der gesamten Gruppe errechnet und dann mit dem relativen Pro-Kopf-Einkommen des betreffenden Landes multipliziert. Dieses wiederum wurde für jedes Jahr als Anteil (von null bis eins) am Pro-Kopf-Einkommen des reichsten Landes in der Stichprobe ermittelt. Die Daten sind kaufkraftbereinigt.

es zur Entwicklung ihres Finanzsektors kam. Da Letzteres eine gewisse Zeit in Anspruch nimmt, überrascht es nicht, dass sich mehrere Schwellenländer ihre niedrigeren Arbeitskosten und andere komparative Vorteile zunutze machten, um sich zunächst in die Weltwirtschaft zu integrieren, während ihre Fähigkeiten und relativen Vorteile bei der Bereitstellung von Finanzdienstleistungen und -instrumenten weiter recht begrenzt sind. Außerdem bekommen Nettokreditgeber in NE-Ländern angesichts der Globalisierung leicht Zugang zu den internationalen Finanzwerten von HE-Ländern, doch ist nur spezialisierten Anlegern und Kreditgebern in HE-Ländern ein ebensolcher Zugang zu privaten Nettokreditnehmern in NE-Ländern möglich, da deren Verbindlichkeiten stärker lokal geprägt sind und daher die Gefahr von Informationsasymmetrien in sich bergen. Folglich ist ungeachtet der aktuellen Finanzkrise davon auszugehen, dass die HE-Länder bei der Bereitstellung von Finanzdienstleistungen noch eine ganze Zeit lang einen komparativen Vorteil besitzen werden. Dieses Resultat hilft bei der Erklärung einer Leistungsbilanzkonstellation, bei der Staaten mit einem niedrigen Pro-Kopf-Einkommen tendenziell einen Überschuss aufweisen und solche mit einem hohen Pro-Kopf-Einkommen ein Defizit.

kungen<sup>11</sup> unterliegen, die sowohl eine Konsumglättung im Zeitverlauf als auch die Finanzierung profitabler Investitionsmöglichkeiten behindern. Infolgedessen neigen Volkswirtschaften mit unterentwickelten Finanzmärkten bei ansonsten gleichen Bedingungen dazu, überschüssige Ersparnisse ins Ausland zu lenken.

Es ist hinreichend bekannt, dass die Schwellenländer zunächst ihren Handel ausgebaut haben, bevor

Mehrere Autoren<sup>12</sup> teilen diese Sichtweise und postulieren, dass in der Welt ein Mangel an Finanzanlagen herrscht, zu dem die rasch wachsenden Schwellenländer beigetragen haben, indem sie Anlagen in nicht von ihnen selbst erzeugten Finanzwerten tätigen. Diese Volkswirtschaften weisen zwar einen kräftigen Anstieg ihres verfügbaren Einkommens auf, waren aber wegen ihres schwach entwickelten Finanzsektors nicht in der Lage, die Rechte an ihrer Produktion vorab zu veräußern (d. h. Finanzanlagen zu schaffen). Dass Industriestaaten wie die angelsächsischen Länder den Schwellenländern

11 Die Bezeichnung „Kreditbeschränkungen“ ist hier als Sammelbegriff für ein breites und komplexes Spektrum von Finanzmarktmerkmalen zu verstehen, die der in Abschnitt 2 dieses Aufsatzes erläuterte EIF-Index erfasst. So resultiert etwa eine geringe Liquidität des inländischen Finanzmarkts tendenziell in einer höheren Volatilität der heimischen Vermögenspreise und schafft somit Anreize für Investitionen im Ausland statt im Inland. Außerdem verringern Informationsasymmetrien (z. B. aufgrund unzureichender Kenntnisse der Kreditgeber über die Kreditnehmer) die rentabel finanzierbaren Investitionsmöglichkeiten und verdrängen so zusätzliche Ersparnisse ins Ausland. Schließlich tragen auch Obergrenzen für Konsumentenkredite über eine Drosselung der Konsumausgaben dazu bei, die Binnennachfrage zu bremsen.

12 Siehe beispielsweise R. J. Caballero, On the macroeconomics of asset shortages, NBER Working Paper Nr. 12753, 2006, R. J. Caballero, E. Farhi und P.-O. Gourinchas, An equilibrium model of 'global imbalances' and low interest rates, in: American Economic Review, 2007, sowie R. J. Caballero, E. Farhi und P.-O. Gourinchas, Financial crash, commodity prices and global imbalances, Redebeitrag anlässlich der von der EZB veranstalteten Conference on Global Financial Linkages, Transmission of Shocks and Asset Prices, Frankfurt am Main, 2. Dezember 2008.

Finanzwerte zur Verfügung gestellt haben, die diese selbst nicht generieren können, erklärt deren außenwirtschaftliche Ungleichgewichte in Form von Leistungsbilanzdefiziten zumindest teilweise.<sup>13</sup>

Andere Autoren<sup>14</sup> sind der Frage nachgegangen, warum die meisten Schwellenländer in der Vergangenheit Leistungsbilanzdefizite aufwiesen, obwohl ihre Finanzsysteme sogar noch schwächer entwickelt waren. Der Umschwung von einem Defizit zu einem Überschuss lässt sich nur in Verbindung mit verschiedenen Schocks erläutern, die in den letzten zwölf Jahren auf das Produktionswachstum und die Gesamtersparnis der Schwellenländer gewirkt haben. Dies sind a) die Asienkrise Ende der Neunzigerjahre, die einen negativen Nachfrageschock auslöste und ein exportorientiertes Wachstum förderte, womit zuweilen ein massiver Aufbau von Währungsreserven und stark kontrollierte Wechselkurse einhergingen, und b) zwei positive Angebotsschocks seit dem Jahr 2000 (ein Produktivitätsschock und steigende Rohstoffpreise), auf welche die Binnennachfrage in mehreren Schwellenländern nicht angemessen reagierte, was auf strukturelle Faktoren wie die demografische Entwicklung und das Fehlen geeigneter sozialer Sicherungssysteme zurückzuführen war.<sup>15</sup> Die aufgrund derartiger Einkommensschocks gebildete zusätzliche Vorsichtersparnis floss wegen der schwächer entwickelten Finanzmärkte der Schwellenländer zumeist dem Ausland zu, was sich in Leistungsbilanzüberschüssen manifestierte.

Ein unterschiedlicher Grad der Finanzmarktentwicklung kann auch helfen, Portfoliostrukturen

zu erklären, d. h. herauszufinden, warum privates Kapital – wie bereits erwähnt – tendenziell in NE-Länder fließt (was im Übrigen zu erwarten ist), während es im Wesentlichen staatliches Kapital ist, das über den Aufbau von ausländischen Vermögenswerten durch die Zentralbanken und Staatsfonds in HE-Länder gelenkt wird. Überschüssige Ersparnisse in den Schwellenländern gelangen unabhängig von ihrer Ursache der Tendenz nach über den staatlichen Sektor ins Ausland, wofür vor allem drei Gründe ausschlaggebend sind, die sich teilweise aus der Unterentwicklung der Finanzmärkte ergeben: a) die Ineffizienz des privaten Sektors der meisten Länder, wenn es darum geht, Ersparnisse ins Ausland zu lenken, b) die in einigen Ländern bestehenden asymmetrischen Kapitalverkehrskontrollen, die den Abfluss von Portfoliokapital hemmen, und c) der Versuch, „nationale Puffer“ gegen künftige Finanzkrisen zu bilden, indem im Kontext fester oder stark kontrollierter Wechselkurssysteme zusätzliche Währungsreserven akkumuliert werden.<sup>16</sup>

Was schließlich die regionalen Besonderheiten betrifft, so haben sich einige Autoren<sup>17</sup> näher mit den mittel- und osteuropäischen Schwellenländern befasst, die ein Gegenbeispiel darstellen und eine eher konventionelle Lehre stützen. Die Verfasser anderer Studien<sup>18</sup> haben festgestellt, dass Schwellenländer mit geringen Ertragsaussichten (etwa Lateinamerika) im Laufe der Zeit mehr Kapital erhalten haben als Regionen, in denen sich hohe Renditen erwirtschaften lassen

13 Im Unterschied zu den vorgenannten Autoren, die sich auf die Fähigkeit eines Landes zur Bereitstellung von Finanzanlagen konzentrieren, wurde in anderen Studien der Zusammenhang zwischen unterentwickelten Finanzmärkten und der Ersparnis und somit die Nachfrage nach solchen Finanzwerten hervorgehoben. Siehe E. G. Mendoza, V. Quadrini und J.-V. Rios-Rull, *Financial integration, financial deepness and global imbalances*, NBER Working Paper Nr. 12909, 2007.

14 Siehe zum Beispiel R. S. Kroszner, *International capital flows and emerging market economies*, Redebeitrag in Buenos Aires, 15. Mai 2007.

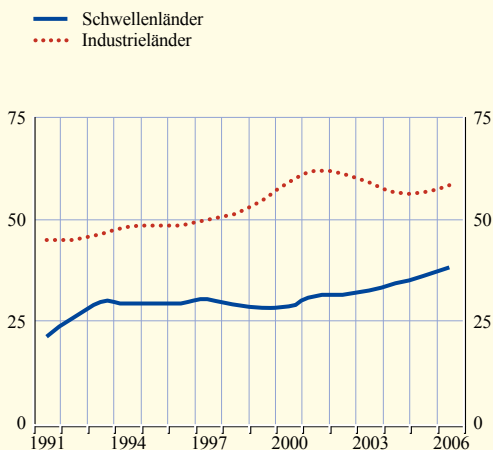
15 Weitere Einzelheiten finden sich in: T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora und R. Straub, *A framework for assessing global imbalances*, Occasional Paper N. 78 der EZB, 2008.

16 Siehe beispielsweise EZB, Task Force of the International Relations Committee (Arbeitsgruppe des Ausschusses für internationale Beziehungen), *The accumulation of foreign reserves*, Occasional Paper Nr. 43, 2006.

17 Siehe hierzu auch P. R. Lane und G. M. Milesi-Ferretti, *Capital flows to central and emerging Europe*, Discussion Paper Nr. 161 des Institute for International Integration Studies (IIS), 2006, A. Abiad, D. Leigh und A. Mody, *International finance, capital mobility and income convergence: Is Europe different?*, 2008. Dieses Papier wurde im Rahmen des von der Banque de France veranstalteten 48. Economic Policy Panel Meeting am 24./25. Oktober 2008 in Paris präsentiert.

18 L. E. Ohanian und M. L. J. Wright, *Where did capital flow? Fifty years of international rate of return differentials and capital flows*, 2007. Die Studie wurde im Rahmen der von der EZB veranstalteten Conference on Global Financial Linkages, Transmission of Shocks and Asset Prices am 2. Dezember 2008 in Frankfurt am Main vorgestellt.

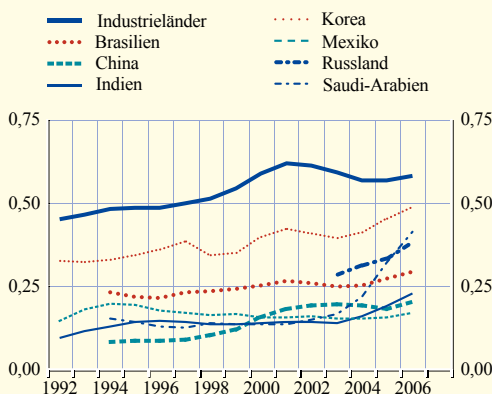
Abbildung 12 Index der Finanzmarktgröße in Schwellen- und Industrieländern



Quelle: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel und D. Santabábara, a. a. O., 2009.

Anmerkung: Der in Abbildung 12 und 13 dargestellte Index der Finanzmarktgröße ist enger gefasst als in Tabelle 1 (siehe hierzu Fußnote 20). In Abbildung 12 werden die folgenden Schwellenländer betrachtet: Argentinien, Brasilien, Chile, China, Hongkong, Indien, Indonesien, Malaysia, Mexiko, Philippinen, Singapur, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Thailand, Türkei und Venezuela. Zur Gruppe der Industrieländer zählen hier die G-7-Staaten ohne Kanada.

Abbildung 13 Index der Finanzmarktgröße: Ausgewählte Schwellenländer im Vergleich zu Industrieländern



Quelle: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel und D. Santabábara, a. a. O., 2009.

Anmerkung: Der in Abbildung 12 und 13 dargestellte Index der Finanzmarktgröße ist enger gefasst als in Tabelle 1 (siehe hierzu Fußnote 20). Zur Gruppe der Industrieländer zählen hier die G-7-Staaten ohne Kanada.

### 3.2 DER BLICK VORAUSS – MÖGLICHE GLOBALE AUSWIRKUNGEN DES FINANZIELLEN AUFHOLPROZESSES DER SCHWELLENLÄNDER

(z. B. die „asiatischen Tigerstaaten“). Vor diesem Hintergrund ist die Frage, warum Kapital nicht in arme Länder fließt, durch die Frage zu präzisieren, warum Kapital nicht in arme Länder mit hohen Ertragschancen gelangt.

Im Einklang mit der oben zusammenfassend dargestellten Literatur stützt auch die ökonometrische Analyse<sup>19</sup> die These, dass die Unterentwicklung des Finanzsektors in den Schwellenländern einer der strukturellen Faktoren war, die zum Aufbau globaler Ungleichgewichte und insbesondere zu dem Phänomen beigetragen hat, dass Nettokapital „bergauf“ von NE-Ländern in HE-Länder fließt.

Zwar besteht – wie in Abschnitt 2 dargelegt – noch ein erheblicher Nachholbedarf der Schwellenländer in Bezug auf die Entwicklung ihres Finanzsektors, aber in einzelnen Ländern zeichnet sich bereits ab, dass dieser Prozess mittlerweile eingesetzt hat. Diesbezüglich enthalten die Abbildungen 12 und 13 aufschlussreiche Ergebnisse, die wegen der beschränkten Verfügbarkeit von Zeitreihendaten allerdings auf einem kleineren als dem in Tabelle 1 dargestellten Index der Finanzmarktgröße<sup>20</sup> basieren:

- Abbildung 12 zeigt, dass die Schwellenländer insgesamt hinsichtlich der Größe ihres Finanzmarkts in der Zeit von 2002, d. h. nach dem Platzen der IT-Blase, bis 2006 gegenüber den fortgeschrittenen Volkswirtschaften etwas aufholen konnten.

19 Siehe M. D. Chinn und H. Ito, What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions, NBER Working Paper Nr. 11370, 2005, M. D. Chinn und H. Ito, East Asia and global imbalances: Saving, investment and financial development, 2007, NBER Working Paper Nr. 13364, sowie Dorrucchi et al., a. a. O., 2009.

20 Aufgrund der begrenzten Verfügbarkeit von Daten beinhaltet dieser enger gefasste Index lediglich a) die Marktkapitalisierung in Relation zum BIP, zur Glättung von Ausreißern als gleitender Dreijahresdurchschnitt berechnet, und b) die Marktdurchdringung des Versicherungsgewerbes (ohne Lebensversicherungen).

- Aus Abbildung 13, in der die Finanzmärkte ausgewählter Schwellenländer im Blickpunkt stehen, geht hervor, dass a) die meisten in Bezug auf ihre relative Größe von 1992 bis 2006 zulegen konnten und b) Korea, Saudi-Arabien und Indien sich in den letzten Jahren deutlich den Industrieländern angenähert haben (siehe Abschnitt 2).

Die beiden Abbildungen bestätigen, dass dieser Annäherungsprozess mit Blick auf die Finanzmärkte zumindest in bestimmten Schwellenländern offenbar signifikant von verschiedenen Finanzkrisen beeinflusst wurde, die entweder die Industrie- oder die Schwellenländer betrafen.

Was die weitere Entwicklung angeht, so hat die andauernde Krise gezeigt, dass der Finanzsektor verschiedener Volkswirtschaften, insbesondere der Industrienationen und hier vor allem der USA, seinen Fremdkapitalanteil zunehmend abbaut und letztendlich schrumpfen muss – ein Prozess, der tatsächlich bereits im Gange ist. Gleichzeitig ist es durchaus möglich, dass nach einem Abebben der negativen Ansteckungseffekte der Finanzkrise auf die Schwellenländer das Interesse der Anleger an deren Finanzmärkten wieder erwacht. Auch dies war in den letzten Monaten bereits zu beobachten. Infolgedessen könnte sich die hinsichtlich der Entwicklung des inländischen Finanzsektors zwischen Industrie- und Schwellenländern bestehende Lücke in den nächsten Jahren weiter schließen.

Allgemeiner ausgedrückt: Sollte die finanzielle Globalisierung symmetrischer als bisher verlaufen, könnte es sich als nicht mehr zutreffend erweisen, dass es den finanziell fortgeschrittenen Volkswirtschaften dank der Liberalisierung des Kapitalverkehrs und der Existenz entwickelter Finanzmärkte und ungeachtet der jeweiligen Rahmenbedingungen und Zeitdauer jederzeit möglich sei, ihren Konsum zu glätten, Risiken mit dem Ausland zu teilen und hohe Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren.

## 4 ENTWICKLUNG DES INLÄNDISCHEN FINANZSEKTORS UND FINANZSTABILITÄT

### 4.1 ALLGEMEINE LEHREN DER FINANZKRISE

Aktuelle Berichte des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem und der G 20<sup>21</sup> haben sich vor dem Hintergrund der derzeitigen Finanzkrise unter anderem mit dem Zusammenhang zwischen der Entwicklung des Finanzsektors in den Schwellenländern und der Finanzstabilität befasst. In beiden Studien wurde festgestellt, dass sich der verhaltene Fortschritt in Bezug auf Finanzinnovationen indirekt insofern günstig auswirkte, als die Länder nur in sehr begrenztem Umfang den aus dem Subprime-Hypothekengeschäft erwachsenden Risiken ausgesetzt waren. Infolgedessen konnten ihre Finanzmärkte das Vertrauen der internationalen Anleger zunächst aufrechterhalten und hatten bis zum Sommer 2008 nur wenige Ansteckungseffekte der in den Industrienationen auftretenden Finanzmarkturbulenzen hinzunehmen. Als sich die Krise Mitte September 2008 jedoch zuspitzte, hatten Faktoren wie der weltweite Verschuldungsabbau, das plötzliche Versiegen der Liquidität am Markt und die Flucht in sichere Anlagen erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmärkte der Schwellenländer. Gleichwohl erwiesen sich diese insgesamt als resistenter als bei früheren Krisen, auch wenn die finanziell am weitesten entwickelten Märkte nicht unbedingt die robustesten waren.

Obschon die bessere Liquiditätsausstattung der Finanzmärkte in den Schwellenländern deren Widerstandskraft etwas erhöht hat, zeigen die aus der Krise gewonnenen Erfahrungen, dass noch erheblicher Bedarf an weiteren Fortschritten besteht. So befinden sich in vielen Staaten die Märkte für Anleihen in Landeswährung und Zinsderivate noch im Frühstadium der Entwicklung, sodass Schocks, die sich auf die Kapitalzuflüsse auswirken, zu stärkeren Preisänderungen

21 Siehe Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS), Capital flows and emerging market economies, Bericht einer vom CGFS eingerichteten Arbeitsgruppe, CGFS Papers Nr. 33, Januar 2009, sowie G 20, Study Group on Global Credit Market Disruptions, von Australien verfasste Studie, 2008.

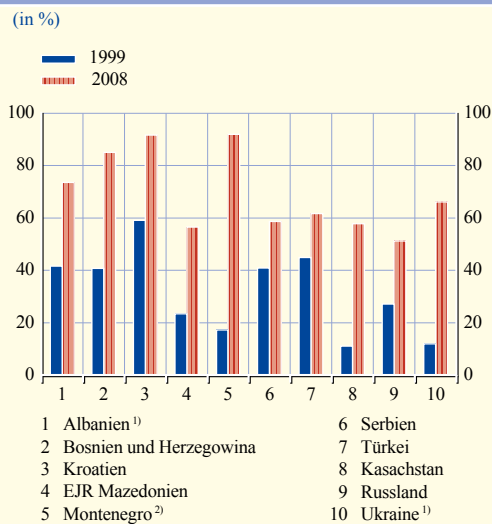
bei den Finanzaktiva führen können, als dies an tieferen Märkten der Fall ist. Darüber hinaus weisen mehrere Märkte Schwachstellen auf, die von einer engen Investorenbasis herrühren. Will man diese verbreitern, bedarf es weiterer Reformen beispielsweise hinsichtlich der Regulierung, Pensionsfonds und sonstigen institutionellen Investoren sowie der Kapitalmarktinfrastruktur und der Ausgestaltung von Anleihebegebung und -handel durch die Zentralbanken in ihrer Funktion als Fiskalagenten. Schließlich lässt sich die Resistenz der Märkte auch durch gut entwickelte Hedging-Märkte verstärken.<sup>22</sup>

Ein weiterer wichtiger Aspekt besteht darin, dass die Entwicklung des Finanzsektors der Schwellenländer in vielen Fällen mit einer starken Präsenz ausländischer Banken einherging. Hieraus ergeben sich im Zusammenhang mit der derzeitigen Krise viele potenziell relevante Aspekte. Diese Thematik wird im Folgenden dargelegt, wobei das Hauptaugenmerk auf den während der Finanzkrise beobachteten Entwicklungen in Ost- und Südosteuropa liegt.

#### 4.2 RASCHE BANKBASIERTE ENTWICKLUNG DES FINANZSYSTEMS: EINE FALLSTUDIE

In mehreren Volkswirtschaften Ost- und Südosteuropas kam es in den letzten Jahren zu einer äußerst raschen bankbasierten Entwicklung des Finanzsystems. Wenngleich die Finanzintermediation, gemessen als Anteil der gesamten Aktiva des Bankensystems am BIP, noch immer weit hinter dem Durchschnitt des Euroraums von über 300 % zurückbleibt, hat sie in den vergangenen zehn Jahren doch stark zugenommen (siehe Abbildung 14). Trotz dieses allgemeinen Trends bestehen zwischen den einzelnen Ländern deutliche Unterschiede sowohl hinsichtlich des erreichten Niveaus als auch in Bezug auf die Geschwindigkeit, mit der sich die Entwicklung vollzog. Die Türkei beispielsweise wies in der betrachte-

Abbildung 14 Anteil der Bankaktiva am BIP



Quellen: IWF, Haver Analytics.  
1) Jüngste Beobachtung: 2007.  
2) Früheste Beobachtung: 2003.

ten Region mit die geringste Ausweitung des Bankensektors in Relation zum BIP auf.

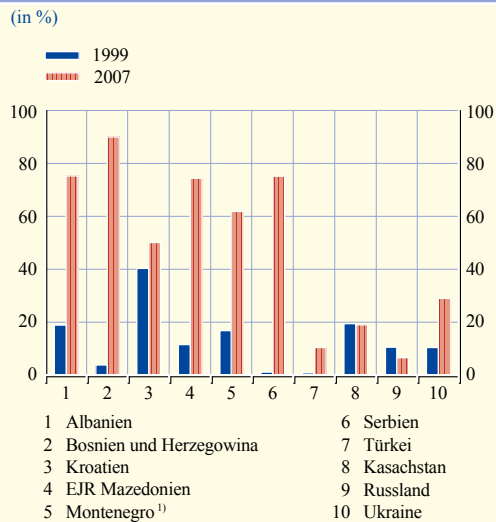
Die rasche von den Banken ausgehende Entwicklung des Finanzsektors in diesen Ländern wurde durch den Markteintritt ausländischer Institute erleichtert. Die Privatisierung staatlicher Banken zog häufig ausländische Käufer an, die angesichts des in solchen Volkswirtschaften vorhandenen Wachstumspotenzials dieses Marktsegments als strategische Investoren in den Markt eintraten und ihre Aktivitäten danach sehr rasch ausweiteten. Daher hat sich der Anteil ausländischer Banken in den meisten Staaten beträchtlich erhöht, wobei auch hier erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bestehen.<sup>23</sup> In den westlichen Balkanstaaten wird der Bankensektor von Auslandsbanken dominiert. Ihr Anteil an den gesamten Bankaktiva beträgt knapp bzw. mehr als 80 % (siehe Abbildung 15). In anderen Volkswirtschaften der Region, insbesondere in Russland und der Türkei, ist der Auslandsanteil an den gesamten

22 Eine umfassendere Erörterung des Zusammenhangs zwischen Finanzmarktentwicklung und Finanzstabilität in Schwellenländern findet sich in: A. de la Torre, J. C. Gozzi und S. L. Schmukler, Financial Development: Maturing and Emerging Policy Issues, in: The World Bank Research Observer, Bd. 22, Nr. 1, 2007.

23 Siehe Weltbank, Global Development Finance 2009: Charting a Global Recovery, 2009.

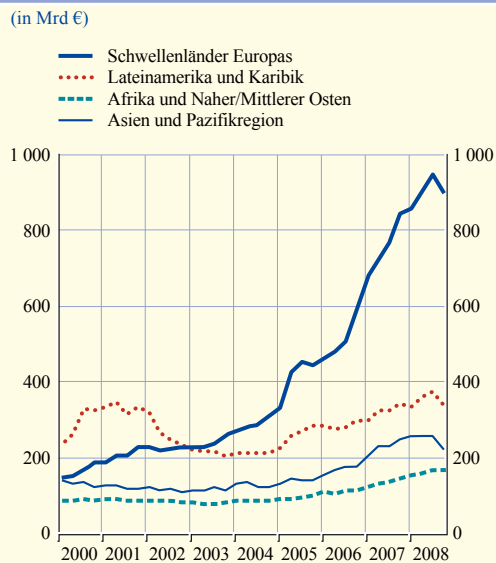


**Abbildung 15 Anteil ausländischer Bankaktiva an den gesamten Aktiva**



Quellen: Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, Türkei: Haver Analytics.  
1) Früheste Beobachtung: 2003.

**Abbildung 16 Konsolidierte Forderungen ausländischer Banken mit Sitz im Euro-Währungsgebiet gegenüber ausgewählten Schwellenländergruppen**



Quelle: BIZ.  
Anmerkung: Zu den Schwellenländern Europas zählen nach der statistischen Abgrenzung der BIZ Albanien, Weißrussland, Bosnien und Herzegowina, Bulgarien, Kroatien, die Tschechische Republik, Estland, Ungarn, Lettland, Litauen, die ehemalige jugoslawische Republik Mazedonien, Moldawien, Montenegro, Polen, Rumänien, Russland, Serbien, die Türkei und die Ukraine.

Bankaktiva mit weniger als 20 % dagegen wesentlich geringer. Die Mutterinstitute der Auslandsbanken haben ihren Hauptsitz in der Regel im Euro-Währungsgebiet. Ihre strategische Ausrichtung auf die europäischen Schwellenländer ist auch an der in den letzten zehn Jahren verzeichneten starken Zunahme der Bankforderungen des Euro-Währungsgebiets gegenüber dieser Region erkennbar, die das Engagement in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften deutlich übersteigen (siehe Abbildung 16).

Die von der Präsenz ausländischer Banken angetriebene Finanzentwicklung hat die wirtschaftliche Dynamik und die reale Konvergenz in der Region unterstützt. Da die Finanzierung durch Mutterinstitute in der Regel von größerer Stabilität geprägt ist als viele andere Formen von Kapitalzuflüssen (insbesondere Wertpapieranlagen), weist dieses bankbasierte Entwicklungsmodell etliche Vorzüge auf. Darüber hinaus trugen die Auslandsbanken in diesen Ländern zur wirtschaftlichen Transformation bei, indem sie nicht nur dem Finanzsystem Kapital zuführten, sondern auch Reputation, Know-how, Managementkompetenz und Informationstechnologie weitergaben. Zudem können sich die Auslandsbanken stabilisierend auswirken, wenn es zu binnenwirtschaftlichen Schocks kommt. Im Allgemeinen ermöglichen weiter entwickelte und stärker integrierte Finanzmärkte einen günstigeren Zugang zu internationalen Kreditmitteln, sodass sich über den Bankenkanal die inländischen Investitionen im Verhältnis zu den inländischen Ersparnissen erhöhen. Der in Abschnitt 3.1 betrachteten Fachliteratur zufolge war es in der Tat hauptsächlich dieser Faktor, der – anders als in anderen Schwellenländern – dazu führte, dass das Kapital „bergab“ von den stärker kapitalisierten Industrienationen zu den europäischen Schwellenländern floss.<sup>24</sup>

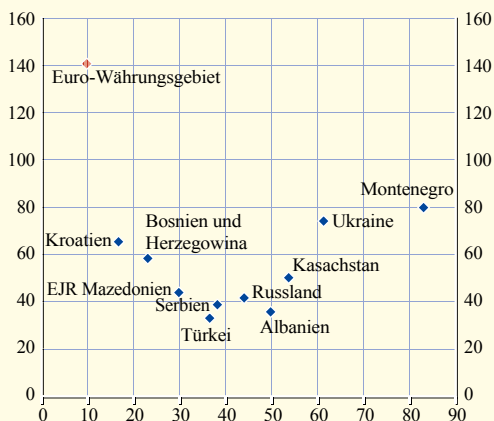
Allerdings brachte die stark ausgeprägte bankbasierte Finanzsektorentwicklung auch einige finanzielle und makroökonomische Verwundbar-

24 Siehe S. Herrmann und A. Winkler, Real convergence, financial markets, and the current account – Emerging Europe versus emerging Asia, Occasional Paper Nr. 88 der EZB, 2008.

**Abbildung 17 Durchschnittliches Kreditwachstum und Anteil der Kredite am BIP**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in %)

x-Achse: durchschnittliches jährliches Kreditwachstum (2004-2008)  
y-Achse: Kredite in Relation zum BIP (2008)

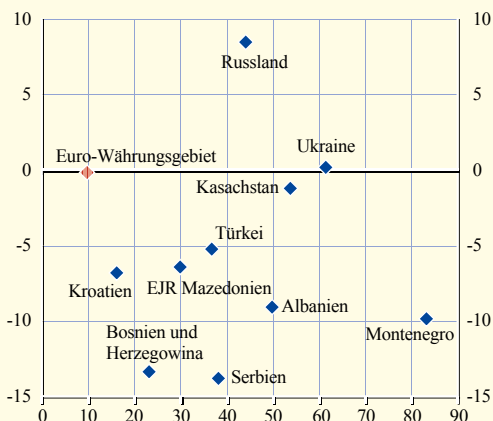


Quellen: EZB, IWF, Haver Analytics und nationale Quellen.

**Abbildung 18 Durchschnittliches Kreditwachstum und Leistungsbilanzsaldo in Relation zum BIP (2004-2008)**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in %)

x-Achse: jährliches Kreditwachstum  
y-Achse: Leistungsbilanzsaldo in Relation zum BIP



Quellen: EZB, IWF, Haver Analytics und nationale Quellen.

keiten mit sich. Auf der finanziellen Seite manifestierten sich diese in Gestalt einer raschen Kreditausweitung<sup>25</sup> (siehe Abbildung 17), die durch einen intensiven Wettbewerb der Banken um Marktanteile noch verstärkt wurde.<sup>26</sup> Dies führte zu einem Anstieg der Kreditrisiken und in hohem Maße auch zur Verschuldung des privaten Sektors. Die rasche Kreditausweitung steht im Einklang mit dem Aufholprozess, und es besteht durchaus erheblicher Konvergenzbedarf gegenüber dem Euro-Währungsgebiet, wo die am BIP gemessene Kreditquote weitaus höher ist. Dennoch bereiteten die kräftige Zuwachsrate und die Erweiterung des Kundenkreises um Darlehensnehmer ohne Kredithistorie bei der Bonitätsprüfung besondere Schwierigkeiten. Die hier-

aus resultierenden Verwundbarkeiten werden in einigen Volkswirtschaften dadurch verstärkt, dass Fremdwährungsdarlehen an Kreditnehmer vergeben werden, die sich nicht gegen das damit einhergehende Wechselkursrisiko absichern.<sup>27</sup>

Was die makroökonomischen Auswirkungen angeht, so haben die leichtere Kreditverfügbarkeit und der Nachfragestau zu einer Konsumsteigerung und einer schnellen Zunahme der Bruttoanlageinvestitionen geführt. Auf diese Weise wurde die Binnennachfrage zur Haupttriebfeder des Wirtschaftswachstums. Das Gegenstück zu der durch das starke Kreditwachstum finanzierten Binnennachfrage bildete das sich ausweitende Leistungsbilanzdefizit (siehe Abbildung 18). Die den Ländern hierdurch entstehenden externen Verwundbarkeiten ihrer Finanzmärkte unterstreichen, von welcher Bedeutung der Zusammenhang zwischen

25 Das Kreditwachstum in der Region war höher als in anderen Schwellenländern. Im Zeitraum 2004-2008 weitete sich die Kreditvergabe an den privaten Sektor in den hier betrachteten Ländern um durchschnittlich 44 % pro Jahr aus (gemessen anhand eines einfachen Durchschnitts der Wachstumsraten aller Länder), verglichen mit 31 % in Lateinamerika und nur 12 % in den asiatischen Schwellenländern.

26 Siehe EZB, Ausschuss für Internationale Beziehungen (Experten-Gruppe für Herausforderungen im Hinblick auf die Finanzstabilität der Beitrittskandidaten), Financial stability challenges in candidate countries: Managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems, Occasional Paper Nr. 95 der EZB, 2008.

27 Für private Haushalte und Unternehmen war die Aufnahme von Fremdwährungskrediten aufgrund des großen Zinsgefälles attraktiv, während die Währungen wegen der realen Konvergenz eher einem Aufwertungsdruck zu unterliegen schienen. Aber auch für die Banken gab es Anreize zur Vergabe von Auslandswährungskrediten, da ihre Hauptfinanzierungsquelle oftmals das Kapital ihrer ausländischen Mutterinstitute war.

makroökonomischen Ungleichgewichten und der Finanzstabilität ist. In Ländern mit einem großen natürlichen Ressourcenvorkommen, so wie Russland, ergaben sich die externen Verwundbarkeiten aus anderen Faktoren, die mit der starken Abhängigkeit dieser Länder von den Rohstoffpreisen zusammenhingen. Doch infolge des starken Wachstums und des inländischen Nachfragebooms begann sich in mehreren ost- und südosteuropäischen Volkswirtschaften eine Überhitzung abzuzeichnen, die sich in hohen Inflationsraten bzw. hohen Leistungsbilanzdefiziten niederschlug.<sup>28</sup>

Durch die derzeitige globale Finanzkrise wurden einige dieser Schwachstellen plötzlich aufgedeckt.<sup>29</sup> Auch wenn die unmittelbaren Auswirkungen auf die Finanzmärkte der Region wegen des sehr geringen Engagements der dortigen Banken in strukturierten Produkten begrenzt blieben, wurden diese Volkswirtschaften von der zweiten Welle der Krise, die vor allem einen Einbruch ihres Außenhandels mit sich brachte, stark getroffen. Da es sich bei den hier untersuchten Staaten zumeist um kleine offene Volkswirtschaften oder um stark von Rohstoffexporten abhängige Länder handelt, bekamen sie die schrumpfende Auslandsnachfrage besonders zu spüren. Verringert sich die realwirtschaftliche Aktivität, so ist mit einer Verschlechterung der Kreditportfolios zu rechnen. Darüber hinaus zogen viele Bankkunden aufgrund von Vertrauenseffekten Einlagen ab, und die Banken waren wegen ihres hohen Außenfinanzierungsbedarfs den negativen Folgen des verringerten bzw. verteuerten Zugangs zu Fremdmitteln an internationalen Märkten ausgesetzt. Daher kann die Unterstützung der Mutterinstitute zuweilen von entscheidender Bedeutung sein. Im Allgemeinen sind Auslandsbanken eher in der Lage, ihre in der Region angesiedelten Töchter oder Zweig-

stellen zu rekapitalisieren, als dies bei rein inländischen Instituten der Fall ist. Wurden die ausländischen Mutterinstitute allerdings von der Finanzkrise getroffen, stellen sie für die Schwellenländer einen weiteren potenziellen Transmissionskanal der Krise dar.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die auf Auslandsbanken basierenden Bankmodelle in Ost- und Südosteuropa gegenwärtig auf dem Prüfstand stehen. Einerseits haben sich die ausländischen Banken in den meisten Ländern auch während der Krise als Stabilitätsanker erwiesen, da sich der externe Finanzierungsdruck insgesamt in Grenzen hielt. Viele Mutterinstitute haben wiederholt darauf hingewiesen, ihr Engagement in der Region aufrechterhalten zu wollen, und haben diese Bereitschaft für diejenigen Länder, die an einem Programm des IWF teilnehmen, durch entsprechende freiwillige Vereinbarungen formal bekräftigt. Andererseits agierten die Banken teilweise auch als Transmissionskanal für Schocks. Dieser kann in zwei Richtungen wirken, d. h. über den Finanzierungskanal von Industrie- zu Schwellenländern, aber auch umgekehrt (etwa bei einer Verschlechterung der Ertragslage in der Region). Für eine Gesamtbeurteilung der Leistungsfähigkeit dieses Modells der Finanzsektorentwicklung in Stressphasen ist es derzeit noch zu früh. Allerdings besteht nunmehr weithin Einigkeit darüber, dass sich die Präsenz ausländischer Banken zwar vielfach vorteilhaft auswirkt, aber auch zu Schocks bei beiden Geschäftspartnern führen kann. Diesen Umstand gilt es in Zukunft seitens der Aufsichtsbehörden und im Zuge der Risikobeurteilung stärker zu berücksichtigen.

## 5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die Entwicklung des Finanzsektors in den Schwellenländern ist ein wesentliches Element einer symmetrischer verlaufenden finanziellen Globalisierung, die wiederum beim Abbau globaler Ungleichgewichte eine bedeutende Rolle spielen könnte. Auch wenn weiter entwickelte Finanzmärkte gemeinhin als vorteilhaft für die Wirtschaftsentwicklung erachtet werden, kann ein rascher Verlauf der Finanzmarktvertiefung

28 Wie sehr sich die starke Kreditausweitung auf die Inflation und den Leistungsbilanzsaldo auswirkte, hing unter anderem von dem Wechselkursregime des betreffenden Landes ab. So waren die höchsten Inflationsraten in Ländern mit festen Wechselkursen zu beobachten, da relative Produktivitätszuwächse sich nicht in einem Anstieg des nominalen Wechselkurses niederschlagen konnten.

29 Siehe IWF, Regional Economic Outlook: Europe – Addressing the Crisis, 2009.

unter Umständen einige Risiken für die Finanzstabilität bergen. Die Qualität der inländischen Finanzsektorentwicklung und die parallel dazu erfolgende weitere Ausgestaltung der Finanzaufsicht und -regulierung sind daher für die Vermeidung von Finanzkrisen von entscheidender Bedeutung. Insbesondere finanzielle Entwicklungsmodelle, die sich weitestgehend auf lediglich ein Element des Finanzsystems (z. B. Banken oder Märkte) stützen, können in Krisenzeiten eher Schwachstellen aufweisen. Eine Entwicklung des Finanzsektors, die auf einer ausgeglicheneren Struktur des Finanzsystems beruht, könnte sich mittel- bis langfristig als stabiler erweisen.



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

#### **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	18,7	4,64	3,69
2008 Q4	2,7	8,9	8,2	-	7,4	20,0	4,24	3,69
2009 Q1	5,3	7,2	6,0	-	4,6	26,2	2,01	3,77
Q2	8,0	5,5	4,3	-	2,2	27,8	1,31	3,99
Q3	.	.	.	-	.	.	0,87	3,64
2009 April	8,3	5,9	4,9	4,6	2,3	28,5	1,42	3,79
Mai	7,9	5,0	3,8	4,1	1,8	27,9	1,28	4,18
Juni	9,4	4,9	3,6	3,4	1,5	26,0	1,23	3,99
Juli	12,1	4,7	3,0	3,0	0,7	26,7	0,97	3,74
Aug.	13,6	4,6	2,5	.	0,1	.	0,86	3,68
Sept.	.	.	.	.	.	.	0,77	3,64

## 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	2,5	2,8	3,7	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	6,1	3,4	0,7	-1,7	81,8	0,8	7,5
2009 Q1	1,0	-2,0	3,6	-4,9	-18,4	72,5	-1,2	8,8
Q2	0,2	-5,7	4,0	-4,8	-18,5	69,9	-1,8	9,3
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 April	0,6	-4,8	-	-	-21,3	70,3	-	9,2
Mai	0,0	-5,9	-	-	-17,6	-	-	9,3
Juni	-0,1	-6,5	-	-	-16,6	-	-	9,4
Juli	-0,7	-8,4	-	-	-15,9	69,5	-	9,5
Aug.	-0,2	-7,5	-	-	-	-	-	9,6
Sept.	-0,3	.	.	.	.	.	.	.

## 3. Zahlungsbilanz, Währungsreserven und Wechselkurse

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €)

	Zahlungsbilanz (Nettotransaktionen)				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)	
					1			2
2007	24,8	46,4	-92,5	159,7	347,2	107,9	109,0	1,3705
2008	-89,0	-6,0	-242,3	441,5	374,2	113,0	113,6	1,4708
2008 Q4	-28,5	-0,6	-77,7	204,2	374,2	109,1	109,6	1,3180
2009 Q1	-40,8	-10,3	-38,5	179,4	395,7	111,9	112,2	1,3029
Q2	-18,0	11,2	-8,9	94,0	381,5	113,2	113,4	1,3632
Q3	.	.	.	.	.	114,3	114,3	1,4303
2009 April	-7,4	3,9	-4,5	-9,0	386,3	112,5	112,8	1,3190
Mai	-11,6	2,2	4,8	58,0	392,2	113,0	113,2	1,3650
Juni	1,0	5,1	-9,2	44,9	381,5	114,0	114,3	1,4016
Juli	9,4	12,6	5,3	-23,0	386,5	113,8	113,8	1,4088
Aug.	.	.	.	.	428,0	113,9	113,9	1,4268
Sept.	.	.	.	.	.	115,2	115,3	1,4562

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.

1) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

2) 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“.

3) 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.

4) Auf der Grundlage der Zinsstrukturkurven von Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets. Weitere Informationen finden sich in Tabelle 4.7.

5) Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die Angaben auf die 16 Euro-Länder.

6) Die Abgrenzung der Handelspartnergruppen und weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.



# MONETÄRE STATISTIK

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

### 1. Aktiva

	11. September 2009	18. September 2009	25. September 2009	2. Oktober 2009
<b>Gold und Goldforderungen</b>	232 024	231 971	231 913	238 169
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	198 135	196 666	196 308	194 400
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>	58 215	59 131	58 096	52 323
<b>Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	16 333	15 612	15 007	15 141
<b>Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	689 256	683 837	681 048	734 324
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	93 285	87 800	85 004	66 767
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	595 862	595 862	595 863	667 440
Feinsteuerooperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Spitzenrefinanzierungsfazilität	85	149	141	91
Forderungen aus Margenausgleich	24	25	40	26
<b>Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	24 022	24 686	26 356	24 675
<b>Wertpapiere in Euro an Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	316 605	317 451	319 065	320 756
Wertpapiere für geldpolitische Zwecke	11 140	12 779	14 239	15 579
Sonstige Wertpapiere	305 465	304 672	304 826	305 177
<b>Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte</b>	36 230	36 230	36 229	36 204
<b>Sonstige Aktiva</b>	231 653	227 388	226 220	228 574
<b>Aktiva insgesamt</b>	<b>1 802 473</b>	<b>1 792 972</b>	<b>1 790 242</b>	<b>1 844 567</b>

### 2. Passiva

	11. September 2009	18. September 2009	25. September 2009	2. Oktober 2009
<b>Banknotenumlauf</b>	769 238	767 516	766 140	770 946
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	331 855	325 234	306 532	368 906
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	243 037	236 238	189 778	218 307
Einlagefazilität	88 815	88 995	116 751	150 597
Termineinlagen	0	0	0	0
Feinsteuerooperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	3	1	2	2
<b>Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	207	169	154	158
<b>Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen</b>	0	0	0	0
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	138 358	145 745	160 743	151 750
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	89 347	83 366	85 716	76 339
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	2 068	3 150	3 030	3 865
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	12 144	10 999	10 712	8 841
<b>Ausgleichsposten für vom IWF zugewiesene Sonderziehungsrechte</b>	51 481	51 481	51 481	50 906
<b>Sonstige Passiva</b>	147 020	144 557	144 980	147 644
<b>Ausgleichsposten aus Neubewertung</b>	187 797	187 797	187 797	192 254
<b>Kapital und Rücklagen</b>	72 958	72 959	72 959	72 958
<b>Passiva insgesamt</b>	<b>1 802 473</b>	<b>1 792 972</b>	<b>1 790 242</b>	<b>1 844 567</b>

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	Stand			
		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 10. Juni	302 077	604	302 077	1,00	-	-	-	7
17.	309 621	670	309 621	1,00	-	-	-	7
24.	167 902	530	167 902	1,00	-	-	-	7
1. Juli	105 905	405	105 905	1,00	-	-	-	7
8.	106 406	397	106 406	1,00	-	-	-	7
15.	100 294	389	100 294	1,00	-	-	-	7
22.	88 272	396	88 272	1,00	-	-	-	7
29.	94 780	382	94 780	1,00	-	-	-	7
5. August	80 785	348	80 785	1,00	-	-	-	7
12.	73 596	320	73 596	1,00	-	-	-	7
19.	76 056	330	76 056	1,00	-	-	-	7
26.	77 530	325	77 530	1,00	-	-	-	7
2. September	72 086	286	72 086	1,00	-	-	-	7
9.	93 285	311	93 285	1,00	-	-	-	7
16.	87 800	318	87 800	1,00	-	-	-	7
23.	85 004	332	85 004	1,00	-	-	-	7
30.	66 767	244	66 767	1,00	-	-	-	7
7. Oktober	62 620	224	62 620	1,00	-	-	-	7
<b>Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte</b>								
2009 9. Juli	9 067	56	9 067	1,00	-	-	-	189
30.	9 492	68	9 492	1,00	-	-	-	91
12. August	30 686	90	30 686	1,00	-	-	-	28
13.	13 024	20	13 024	1,00	-	-	-	91
13.	11 875	53	11 875	1,00	-	-	-	182
27.	8 321	35	8 321	1,00	-	-	-	91
9. September	10 627	45	10 627	1,00	-	-	-	35
10.	3 686	23	3 686	1,00	-	-	-	182
10.	3 161	14	3 161	1,00	-	-	-	91
1. Oktober	2 769	19	2 769	1,00	-	-	-	77
1.	75 241	589	75 241	1,00	-	-	-	364
8.	1 128	8	1 128	1,00	-	-	-	98
8.	2 368	22	2 368	1,00	-	-	-	182

#### 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 3. Okt.	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. Nov.	Hereinnahme von Termineinlagen	149 656	117	79 940	-	-	3,75	3,60	3,51	1
9. Dez.	Hereinnahme von Termineinlagen	152 655	95	137 456	-	-	3,25	3,05	2,94	1
2009 20. Jan.	Hereinnahme von Termineinlagen	143 835	103	140 013	-	-	2,50	2,30	2,15	1
10. Febr.	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
12. Mai	Hereinnahme von Termineinlagen	109 091	128	108 056	-	-	1,25	1,05	0,93	1
9. Juni	Hereinnahme von Termineinlagen	91 551	101	57 912	-	-	1,00	0,80	0,77	1
7. Juli	Hereinnahme von Termineinlagen	279 477	165	275 986	-	-	1,00	0,80	0,64	1
11. August	Hereinnahme von Termineinlagen	238 847	159	238 345	-	-	1,00	0,80	0,70	1
8. September	Hereinnahme von Termineinlagen	196 299	157	195 099	-	-	1,00	0,80	0,73	1

Quelle: EZB.

- 1) Geringfügige Abweichungen von den in Abschnitt 1.1 ausgewiesenen Beträgen sind aufgrund von zugewiesenen, 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 würden.
- 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	
2007	17 394,7	9 438,8	815,0	2 143,1	1 364,0	3 633,9	
2008	18 169,6	10 056,8	848,7	2 376,9	1 243,5	3 643,7	
2009 März	18 269,2	10 015,6	845,4	2 443,0	1 203,2	3 761,9	
April	18 447,1	10 085,4	846,1	2 452,5	1 253,3	3 809,8	
Mai	18 487,3	9 972,0	854,6	2 404,7	1 224,1	4 031,9	
Juni	18 518,3	10 003,9	818,8	2 432,6	1 207,0	4 056,0	
July	18 432,0	9 890,4	818,9	2 436,0	1 204,6	4 082,1	

**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
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009 9. Juni	216,7	217,9	1,2	0,0	1,00
7. Juli	218,1	219,2	1,1	0,0	1,00
11. Aug.	216,0	216,9	0,9	0,0	1,00
8. Sept.	215,9	216,9	1,0	0,0	1,00
13. Okt.	213,7				

**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>				
	Nettoaktiva des Eurosystems in Gold und Devisen	Hauptrefinanzierungsgeschäfte	Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	Spitzenrefinanzierungsfazilität	Sonstige liquiditätszuführende Faktoren <sup>3)</sup>				Einlagefazilität	Sonstige liquiditätsabschöpfende Faktoren <sup>3)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	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
12. Mai	512,4	239,7	426,9	0,7	0,0	42,7	3,1	757,5	141,9	13,7	220,8	1 021,0
9. Juni	487,9	238,8	400,6	0,7	0,0	22,3	2,1	759,8	141,7	-15,8	217,9	1 000,0
7. Juli	457,1	221,4	504,9	1,3	0,0	119,7	9,9	763,1	137,9	-65,1	219,2	1 102,0
11. Aug.	433,6	94,1	694,0	0,3	2,8	185,1	22,1	770,8	133,9	-103,9	216,9	1 172,8
8. Sept.	427,6	74,8	645,4	0,3	8,4	136,7	18,5	769,1	125,7	-110,4	216,9	1 122,7

Quelle: EZB.

1) Stand am Ende des Berichtszeitraums.

2) Einschließlich der im Rahmen des Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen des Eurosystems bereitgestellten Liquidität.

 3) Einschließlich der durch Devisenswapgeschäfte des Eurosystems abgeschöpften Liquidität. Weitere Einzelheiten finden sich unter [www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html).

4) 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 ausstünden.



**2.2 Konsolidierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>**

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

**1. Aktiva**

	Ins- gesamt	Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Wertpapiere ohne Aktien von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Aktien und sonstige Divi- dendenwerte 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>											
2007	22 317,5	11 111,9	972,3	10 139,6	2 376,9	1 422,0	954,9	882,2	5 281,4	220,9	2 444,3
2008	24 107,9	11 755,0	986,2	10 768,8	2 961,5	1 552,7	1 408,8	786,3	5 233,4	227,3	3 144,4
2009 Q1	24 150,3	11 800,3	989,4	10 810,9	3 159,5	1 710,1	1 449,4	770,0	5 035,5	230,8	3 154,3
2009 April	24 236,3	11 807,9	1 000,5	10 807,4	3 207,0	1 731,6	1 475,4	795,5	5 098,5	229,8	3 097,7
Mai	23 908,2	11 797,4	992,8	10 804,6	3 224,8	1 744,9	1 479,9	792,9	4 966,0	230,2	2 896,8
Juni	24 075,2	11 851,4	1 016,2	10 835,2	3 284,4	1 793,5	1 491,0	779,3	4 911,0	231,6	3 017,6
Juli	24 023,8	11 816,9	1 017,0	10 799,9	3 293,0	1 803,6	1 489,4	777,4	4 871,8	232,3	3 032,4
Aug. <sup>(p)</sup>	23 936,1	11 753,0	1 021,1	10 731,9	3 300,5	1 808,7	1 491,8	773,9	4 860,6	232,4	3 015,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2007	2 574,0	1 014,8	-9,9	1 024,7	232,2	-46,3	278,5	55,5	807,6	-0,5	464,4
2008	1 561,5	601,1	12,5	588,6	373,1	58,2	314,9	-56,0	-72,1	-2,1	716,8
2009 Q1	-142,0	6,3	2,1	4,2	178,9	141,9	37,0	-4,5	-276,2	2,1	-48,5
Q2	-229,3	72,2	27,3	44,9	136,5	89,6	46,9	4,5	-66,4	0,6	-377,6
2009 April	60,0	6,8	11,3	-4,5	48,2	21,2	27,0	21,2	42,4	-1,1	-57,5
Mai	-219,1	6,6	-7,4	14,0	29,0	20,7	8,2	-3,3	-50,8	0,4	-202,0
Juni	-70,2	58,8	23,4	35,4	59,4	47,7	11,6	-13,4	-58,0	1,3	-118,2
Juli	-55,0	-27,7	0,8	-28,5	3,1	6,1	-3,0	-6,1	-38,8	1,0	13,5
Aug. <sup>(p)</sup>	-60,4	-60,8	4,1	-64,9	4,7	3,5	1,3	-6,5	20,5	0,1	-15,9

**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>										
2007	22 317,5	638,6	150,8	8 904,5	660,4	2 849,3	1 492,7	4 652,9	3 024,5	-56,5
2008	24 107,9	722,9	259,6	9 727,2	726,3	2 828,3	1 613,8	4 779,3	3 567,3	-117,2
2009 Q1	24 150,3	719,9	351,8	9 808,7	780,8	2 801,4	1 645,2	4 646,0	3 496,2	-100,0
2009 April	24 236,3	729,2	337,5	9 892,2	781,8	2 811,9	1 646,9	4 674,8	3 477,7	-116,0
Mai	23 908,2	732,0	331,5	9 896,2	771,6	2 807,1	1 658,1	4 517,4	3 314,5	-120,7
Juni	24 075,2	735,0	352,7	9 954,9	741,6	2 808,0	1 675,3	4 440,4	3 509,0	-141,9
Juli	24 023,8	745,5	298,4	9 922,7	758,0	2 808,2	1 685,6	4 385,7	3 550,4	-131,0
Aug. <sup>(p)</sup>	23 936,1	741,2	273,2	9 905,1	759,3	2 800,1	1 696,2	4 357,2	3 510,4	-106,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2007	2 574,0	45,8	-13,4	838,8	54,5	269,7	150,1	824,2	474,5	-70,5
2008	1 561,5	83,2	106,1	606,8	29,8	-27,3	142,6	86,7	559,5	-26,0
2009 Q1	-142,0	-4,3	89,3	25,6	55,8	-37,4	17,2	-200,3	-107,3	19,5
Q2	-229,3	15,0	0,9	154,8	-20,1	21,3	34,0	-167,2	-223,3	-44,6
2009 April	60,0	9,3	-14,0	80,5	2,3	5,5	4,5	7,6	-20,3	-15,4
Mai	-219,1	2,8	-5,9	16,5	0,6	15,0	12,2	-82,5	-166,5	-11,2
Juni	-70,2	3,0	20,8	57,8	-23,1	0,8	17,3	-92,4	-36,4	-18,0
Juli	-55,0	10,5	-54,2	-31,9	16,1	-1,7	6,5	-52,1	35,1	16,8
Aug. <sup>(p)</sup>	-60,4	-4,3	-13,8	-15,2	1,1	-2,0	4,6	-8,8	-43,7	21,7

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>

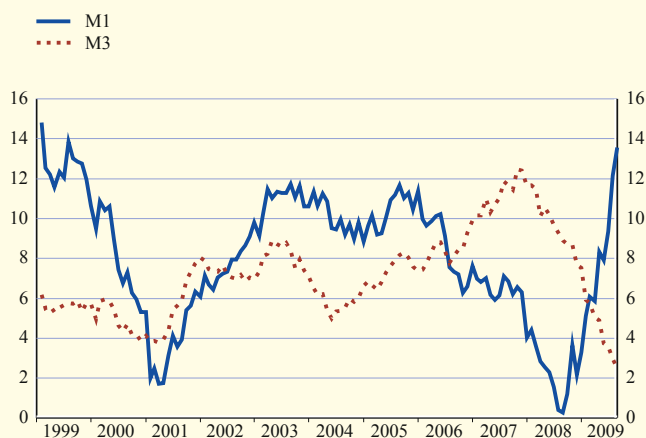
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 1. Geldmengenaggregate<sup>2)</sup> und Gegenposten

	M3				Zentrierter gleitender Drei- monats- durch- schnitt 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>3)</sup>		
	M2		M3-M2	Buchkredite				Nachrichtlich: Um Kreditabsatz und Kreditverbriefungen bereinigte Buchkredite <sup>4)</sup>				
	M1	M2-M1							3		4	5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	<b>Bestände</b>											
2007	3 837,7	3 518,3	7 356,1	1 308,1	8 664,2	-	5 968,1	2 416,2	12 003,9	10 156,5	-	602,8
2008	3 981,9	4 046,2	8 028,1	1 379,2	9 407,3	-	6 294,4	2 562,2	12 985,7	10 784,5	-	427,0
2009 Q1	4 122,6	3 964,2	8 086,8	1 313,2	9 400,0	-	6 443,0	2 687,5	13 032,2	10 808,8	-	389,4
2009 April	4 199,8	3 961,8	8 161,5	1 315,1	9 476,6	-	6 468,7	2 712,9	13 011,8	10 792,0	-	453,3
2009 Mai	4 192,4	3 938,3	8 130,7	1 280,0	9 410,7	-	6 500,8	2 721,9	13 020,7	10 793,4	-	498,5
2009 Juni	4 242,7	3 905,3	8 148,0	1 276,8	9 424,8	-	6 533,8	2 793,0	13 067,0	10 808,5	-	472,1
2009 Juli	4 339,4	3 857,6	8 197,1	1 250,4	9 447,5	-	6 561,9	2 815,6	13 038,0	10 767,2	-	486,1
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	4 404,4	3 834,8	8 239,1	1 208,4	9 447,6	-	6 616,7	2 845,7	13 052,1	10 757,9	-	517,4
	<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2007	148,8	529,7	678,5	223,9	902,4	-	467,1	-59,6	1 362,1	1 028,5	1 119,9	-18,4
2008	125,9	487,0	612,9	44,8	657,7	-	174,2	70,7	843,2	587,4	749,2	-160,2
2009 Q1	105,2	-98,5	6,7	-62,4	-55,7	-	114,9	108,8	16,7	-13,8	7,7	-48,9
2009 Q2	139,8	-68,3	71,6	-18,7	52,9	-	108,8	112,1	56,3	20,2	40,7	102,5
2009 April	93,0	-18,0	75,0	2,9	77,8	-	20,7	25,1	-24,3	-17,7	-2,8	64,4
2009 Mai	-3,7	-16,7	-20,4	-26,0	-46,4	-	56,3	16,7	28,7	18,1	22,3	52,1
2009 Juni	50,5	-33,5	17,0	4,4	21,4	-	31,8	70,3	51,9	19,9	21,3	-14,0
2009 Juli	96,7	-47,4	49,3	-27,8	21,5	-	23,6	18,7	-27,9	-34,6	-33,0	11,9
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	65,7	-21,9	43,8	-42,2	1,6	-	55,8	28,4	13,1	-6,2	-0,6	43,2
	<b>Wachstumsraten</b>											
2007 Dez.	4,0	17,9	10,2	20,4	11,6	11,9	8,6	-2,6	12,8	11,2	12,1	-18,4
2008 Dez.	3,3	13,7	8,3	3,4	7,5	7,0	2,9	2,9	7,0	5,8	7,2	-160,2
2009 März	5,9	6,4	6,2	-1,1	5,1	5,2	4,2	7,6	4,6	3,1	4,7	-146,3
2009 April	8,3	3,5	5,9	-1,2	4,9	4,6	4,1	7,9	3,6	2,3	3,9	-31,1
2009 Mai	7,9	2,1	5,0	-3,7	3,8	4,1	4,7	8,2	3,1	1,8	3,3	76,2
2009 Juni	9,4	0,4	4,9	-4,0	3,6	3,4	5,0	10,7	2,9	1,5	2,7	104,9
2009 Juli	12,1	-2,7	4,7	-6,8	3,0	3,0	4,9	10,9	1,8	0,7	1,9	126,9
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	13,6	-4,1	4,6	-9,9	2,5	.	5,2	11,5	1,1	0,1	1,3	164,9

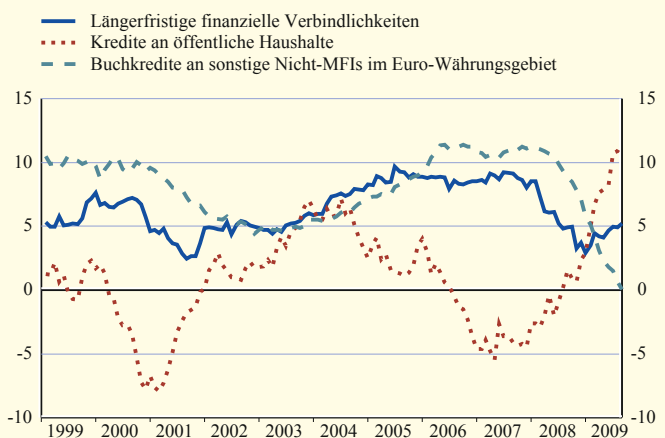
### A1 Geldmengenaggregate <sup>1)</sup>

(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).
- Die unter „Wachstumsraten“ ausgewiesenen Werte stellen die Summe der transaktionsbedingten Veränderungen während der zwölf Monate, die im angegebenen Zeitraum enden, dar.
- Bereinigt um Buchkredite, die im Rahmen von Verkäufen bzw. Verbriefungen aus der MFI-Bilanzstatistik ausgliedert wurden.

### 2.3 Monetäre Statistik <sup>1)</sup>

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

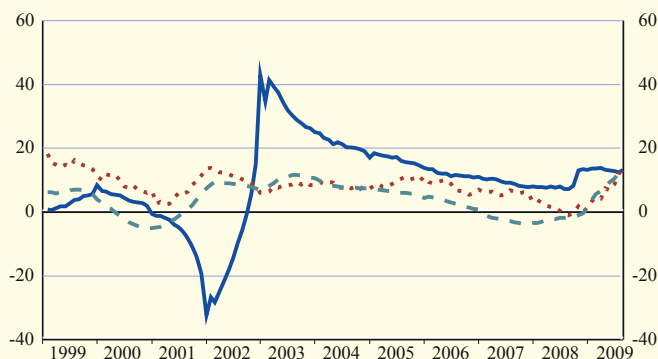
#### 2. Komponenten der Geldmengenaggregate und längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten

	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>											
2007	625,6	3 212,2	1 977,3	1 541,1	307,3	686,2	314,6	2 547,4	119,3	1 814,8	1 486,6
2008	709,9	3 272,0	2 478,8	1 567,4	354,1	756,2	268,9	2 573,1	121,2	1 992,8	1 607,2
2009 Q1	727,5	3 395,2	2 321,7	1 642,5	336,1	780,4	196,6	2 605,6	124,2	2 073,6	1 639,5
2009 April	729,8	3 470,0	2 294,3	1 667,5	337,1	770,3	207,7	2 603,8	125,9	2 090,1	1 648,9
Mai	730,0	3 462,4	2 257,6	1 680,7	326,1	753,1	200,8	2 599,5	128,2	2 100,1	1 673,1
Juni	734,2	3 508,5	2 208,9	1 696,3	355,1	738,2	183,5	2 608,6	129,4	2 115,4	1 680,4
Juli	733,6	3 605,8	2 134,6	1 723,0	331,0	745,0	174,4	2 619,2	130,9	2 130,3	1 681,4
Aug. <sup>(p)</sup>	742,8	3 661,6	2 090,9	1 743,9	306,3	746,9	155,2	2 637,9	132,2	2 145,7	1 700,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2007	46,7	102,1	582,3	-52,5	42,2	58,7	123,0	147,5	9,7	160,4	149,5
2008	83,3	42,6	467,2	19,8	48,1	33,2	-36,5	10,8	0,6	20,8	142,1
2009 Q1	16,2	89,1	-173,3	74,8	-18,0	25,6	-69,9	19,3	2,2	75,3	18,1
Q2	6,8	133,1	-122,9	54,6	19,2	-23,4	-14,5	18,9	4,5	40,6	44,8
2009 April	2,3	90,7	-43,7	25,7	0,9	-8,8	10,7	-6,4	1,0	14,0	12,2
Mai	0,2	-3,9	-30,0	13,3	-10,8	-6,7	-8,6	17,1	2,2	11,8	25,1
Juni	4,2	46,3	-49,2	15,6	29,0	-7,9	-16,6	8,2	1,2	14,8	7,5
Juli	-0,6	97,3	-74,2	26,8	-24,1	6,5	-10,2	9,9	1,5	15,0	-2,8
Aug. <sup>(p)</sup>	9,2	56,6	-42,8	20,9	-24,6	1,7	-19,3	24,8	1,3	16,1	13,5
<b>Wachstumsraten</b>											
2007 Dez.	8,1	3,3	41,3	-3,4	15,8	9,2	63,4	6,2	9,5	9,7	11,4
2008 Dez.	13,3	1,3	23,4	1,3	15,6	4,8	-12,1	0,4	0,5	1,1	9,7
2009 März	13,8	4,3	6,4	6,6	8,0	4,1	-26,7	0,8	3,7	4,9	9,1
2009 April	13,2	7,4	0,5	8,0	3,6	3,2	-20,1	0,2	5,1	5,5	9,1
Mai	13,1	6,9	-2,7	9,4	1,9	2,7	-27,5	0,4	7,7	5,6	10,5
Juni	12,8	8,7	-6,1	10,4	5,4	2,7	-33,6	0,4	9,3	6,1	10,8
Juli	12,5	12,1	-12,1	12,3	-3,3	3,7	-38,6	0,1	10,9	6,9	10,1
Aug. <sup>(p)</sup>	13,2	13,6	-15,1	13,7	-8,5	1,9	-43,9	0,8	12,8	7,4	9,5

#### A3 Komponenten der Geldmengenaggregate <sup>1)</sup>

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)

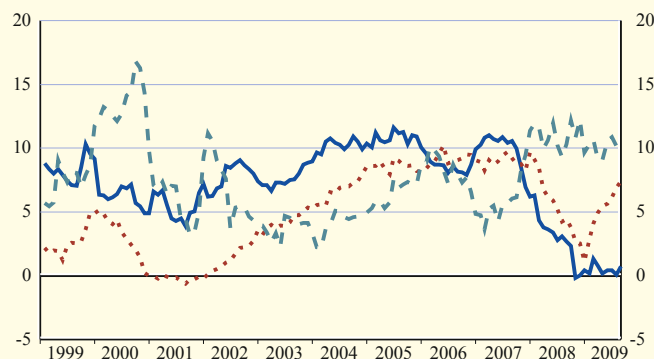
- Bargeldumlauf
- ... Täglich fällige Einlagen
- - Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten



#### A4 Komponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten <sup>1)</sup>

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)

- Schuldverschreibungen von mehr als 2 Jahren
- ... Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren
- - Kapital und Rücklagen



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

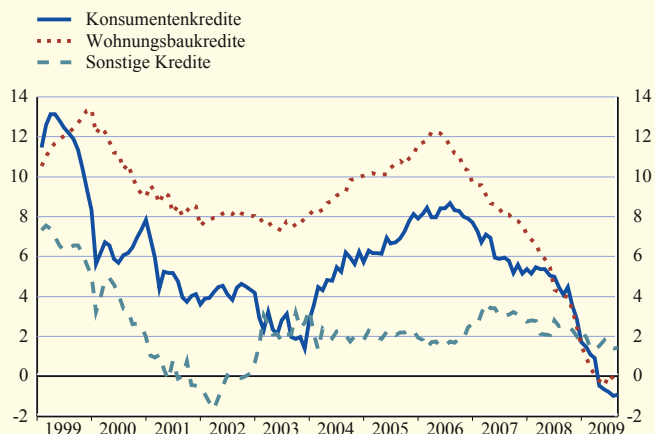
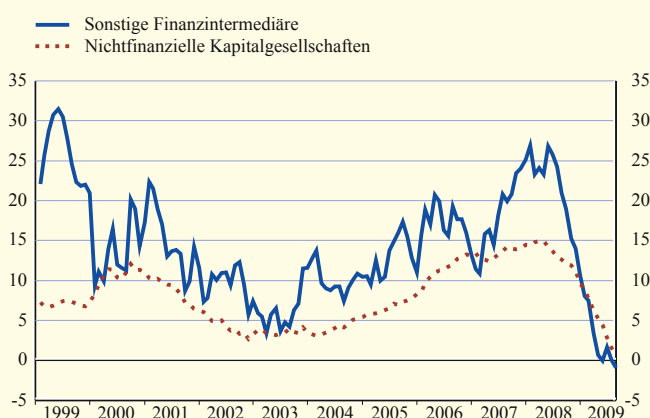
	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften				Private Haushalte <sup>4)</sup>			
	Insgesamt	Sonstige Finanzintermediäre <sup>3)</sup>	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumentenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
2007	107,4	880,4	4 380,5	1 279,7	859,5	2 241,2	4 788,2	616,1	3 425,2	746,9
2008	103,7	977,9	4 820,6	1 380,4	960,8	2 479,4	4 882,3	630,6	3 487,6	764,1
2009 Q1	103,2	969,6	4 847,2	1 339,0	981,0	2 527,3	4 888,8	640,8	3 486,3	761,6
2009 April	101,7	961,4	4 840,8	1 323,4	986,8	2 530,6	4 888,1	635,2	3 488,1	764,7
Mai	101,6	977,2	4 827,3	1 316,5	982,0	2 528,8	4 887,2	633,7	3 486,6	766,9
Juni	105,5	1 022,2	4 789,6	1 286,8	975,8	2 527,0	4 891,2	635,4	3 487,7	768,1
Juli	97,4	1 012,6	4 764,5	1 254,7	968,9	2 541,0	4 892,7	632,1	3 493,7	766,9
Aug. <sup>(p)</sup>	94,7	996,4	4 766,5	1 256,5	963,6	2 546,3	4 900,3	630,7	3 500,6	769,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2007	16,8	177,2	555,0	145,2	156,0	253,8	279,5	31,5	228,0	20,0
2008	-4,2	90,3	421,0	87,9	120,1	213,1	80,3	10,7	52,2	17,4
2009 Q1	-3,9	-15,3	13,0	-40,4	14,1	39,3	-7,5	2,5	-8,6	-1,4
Q2	3,8	53,1	-40,2	-47,0	0,3	6,4	3,6	-5,0	2,6	6,0
2009 April	-1,5	-9,3	-3,6	-15,0	6,3	5,1	-3,2	-5,7	1,0	1,5
Mai	0,1	19,9	-3,9	-4,0	-2,0	2,1	2,1	-1,0	0,1	3,0
Juni	5,2	42,6	-32,7	-27,9	-3,9	-0,8	4,7	1,7	1,6	1,5
Juli	-8,2	-10,3	-21,9	-31,3	-5,7	15,1	5,8	-0,2	6,4	-0,5
Aug. <sup>(p)</sup>	-2,6	-15,3	3,3	2,9	-5,7	6,1	8,4	0,8	5,5	2,1
<b>Wachstumsraten</b>										
2007 Dez.	18,2	24,9	14,5	12,7	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,7
2008 Dez.	-3,9	10,3	9,6	6,9	12,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 März	-5,5	3,5	6,2	-0,3	11,1	8,2	0,4	0,9	0,1	1,3
2009 April	-2,0	0,5	5,2	-1,7	10,7	7,1	0,0	-0,5	-0,2	1,5
Mai	-3,0	-0,1	4,4	-2,6	9,7	6,4	-0,2	-0,7	-0,5	1,8
Juni	1,2	1,7	2,8	-5,3	7,4	5,8	0,2	-0,8	0,1	1,5
Juli	-3,2	-0,1	1,6	-8,3	6,1	5,5	0,0	-1,0	-0,1	1,4
Aug. <sup>(p)</sup>	-8,2	-1,0	0,7	-8,9	3,9	5,0	-0,2	-0,9	-0,4	1,4

### 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)



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>												
2008	92,3	68,5	5,7	18,0	960,5	553,9	168,8	237,8	4 827,0	1 378,3	960,6	2 488,1
2009 Q1	102,1	75,7	6,2	20,2	986,1	568,6	180,0	237,5	4 843,0	1 336,2	981,4	2 525,3
2009 Mai	105,7	78,9	5,7	21,0	993,3	575,7	179,4	238,3	4 826,3	1 312,4	982,8	2 531,2
2009 Juni	108,3	83,1	7,5	17,7	1 022,8	597,8	183,0	242,1	4 804,2	1 300,8	975,9	2 527,5
2009 Juli	101,2	76,2	7,4	17,7	1 009,4	576,6	186,1	246,7	4 785,7	1 268,9	972,1	2 544,7
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	94,6	69,6	7,9	17,2	981,8	552,2	182,5	247,1	4 753,1	1 244,7	963,0	2 545,4
<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	-3,8	-2,9	-1,8	0,9	91,1	27,2	21,5	42,4	421,7	87,6	120,1	213,9
2009 Q1	6,5	5,8	0,6	0,1	18,6	10,0	11,1	-2,6	2,3	-41,1	14,8	28,6
2009 Q2	7,7	7,5	1,3	-1,1	37,3	31,3	1,7	4,3	-21,3	-30,2	0,0	8,9
2009 Mai	2,1	1,8	0,0	0,4	13,9	15,4	-0,2	-1,2	-8,5	-12,9	-0,8	5,2
2009 Juni	4,0	4,1	1,9	-2,0	27,1	22,7	1,9	2,5	-17,0	-9,7	-4,6	-2,7
2009 Juli	-7,1	-6,9	-0,2	0,0	-14,2	-21,5	2,9	4,5	-15,4	-31,1	-2,6	18,3
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	-6,6	-6,6	0,5	-0,5	-26,7	-23,2	-4,2	0,7	-31,2	-23,2	-9,5	1,5
<b>Wachstumsraten</b>												
2008 Dez.	-3,9	-4,0	-23,7	5,0	10,6	5,4	14,6	22,1	9,6	6,8	13,9	9,4
2009 März	-5,2	-7,2	-18,0	10,4	3,4	-5,3	19,6	17,3	6,3	-0,3	11,1	8,2
2009 Mai	-3,2	-4,4	-22,7	11,2	-0,1	-9,2	16,7	15,8	4,4	-2,6	9,7	6,4
2009 Juni	1,3	1,5	-1,1	3,2	1,6	-4,7	13,3	11,6	2,8	-5,3	7,4	5,8
2009 Juli	-3,2	-5,5	16,3	1,6	0,0	-6,1	12,6	7,8	1,6	-8,3	6,1	5,5
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	-8,2	-11,3	19,5	-3,3	-1,0	-7,1	9,6	7,5	0,8	-8,9	3,9	5,0

 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>													
2008	4 888,4	632,8	138,8	196,1	298,0	3 490,3	17,2	67,5	3 405,7	765,2	155,0	90,5	519,6
2009 Q1	4 879,1	637,8	136,3	199,9	301,7	3 480,9	16,3	65,6	3 399,0	760,4	150,7	88,7	521,0
2009 Mai	4 878,6	632,4	133,3	197,6	301,4	3 481,6	16,2	65,4	3 400,0	764,7	147,2	88,9	528,6
2009 Juni	4 899,1	638,9	136,0	199,0	303,9	3 487,6	16,1	65,8	3 405,6	772,7	154,0	88,4	530,3
2009 Juli	4 903,0	635,8	134,7	198,4	302,7	3 499,5	16,1	65,9	3 417,5	767,7	146,8	88,8	532,1
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	4 901,8	631,2	133,5	196,7	301,0	3 502,7	16,1	66,0	3 420,7	767,8	146,0	88,2	533,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2007	278,9	31,5	3,8	1,1	26,6	227,4	0,9	2,3	224,1	20,1	1,7	4,4	14,0
2008	79,6	10,7	1,1	-9,1	18,6	51,6	1,1	-3,8	54,3	17,4	2,5	-5,3	20,2
2009 Q1	-23,2	-2,7	-2,4	-2,1	1,8	-16,8	-0,9	-3,3	-12,5	-3,7	-4,2	-1,5	2,1
2009 Q2	21,2	1,4	0,0	-0,6	2,0	7,9	-0,5	0,2	8,1	11,9	3,7	0,0	8,2
2009 Mai	6,4	-0,6	-1,1	-0,3	0,8	3,7	0,0	-0,1	3,8	3,3	-0,7	0,0	4,0
2009 Juni	21,3	6,4	2,9	1,4	2,2	6,5	-0,1	0,5	6,1	8,3	6,9	-0,3	1,7
2009 Juli	8,2	0,1	-1,1	0,5	0,7	12,4	0,0	0,1	12,2	-4,3	-7,1	0,4	2,4
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	-0,4	-2,3	-0,9	-1,6	0,1	1,8	-0,1	0,0	1,9	0,2	-0,8	-0,5	1,5
<b>Wachstumsraten</b>													
2008 Dez.	1,7	1,7	0,8	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,6	2,3	1,7	-5,1	4,1
2009 März	0,4	0,9	0,2	-4,5	5,1	0,1	1,0	-9,0	0,3	1,3	-0,2	-7,2	3,5
2009 Mai	-0,1	-0,7	-1,8	-6,0	3,7	-0,5	0,1	-9,2	-0,3	1,8	-0,7	-4,8	3,9
2009 Juni	0,2	-0,8	-2,2	-5,3	3,1	0,1	-0,3	-8,7	0,3	1,5	-1,9	-5,5	3,8
2009 Juli	0,0	-1,0	-2,6	-4,9	2,5	-0,1	0,2	-8,7	0,0	1,4	-2,7	-4,9	3,8
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	-0,2	-0,9	-1,9	-5,3	2,5	-0,4	-1,0	-8,4	-0,2	1,4	-3,1	-4,3	3,8

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>

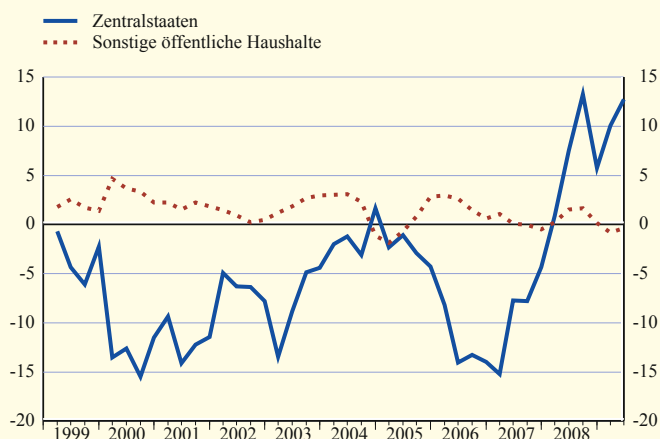
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 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	955,1	59,8	895,3
2008 Q3	978,8	225,6	210,0	497,8	45,4	3 525,7	2 461,8	1 063,9	61,8	1 002,0
2008 Q4	967,6	226,9	210,1	508,4	22,2	3 250,1	2 284,6	965,5	57,8	907,7
2009 Q1	970,7	232,8	205,6	511,3	21,0	3 056,6	2 100,4	956,2	59,2	896,9
2009 Q2 <sup>(p)</sup>	998,5	249,1	206,5	520,6	22,3	2 954,3	2 018,1	935,7	57,4	878,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	541,6	382,1	159,5	0,3	159,2
2008	13,3	12,3	-8,1	16,3	-7,2	-51,7	-82,8	30,9	0,6	30,3
2008 Q3	4,5	4,9	-5,2	1,4	3,4	90,8	73,5	17,3	-3,2	20,5
2008 Q4	-9,4	1,1	-0,2	12,8	-23,2	-256,3	-182,5	-73,9	-0,7	-73,2
2009 Q1	2,0	5,5	-4,4	2,3	-1,2	-236,8	-211,7	-25,3	0,3	-25,6
2009 Q2 <sup>(p)</sup>	28,3	16,7	0,9	9,4	1,3	-65,0	-59,1	-6,1	-0,7	-5,4
<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 Sept.	3,4	13,2	-1,9	2,7	9,6	8,0	5,2	15,0	1,8	15,9
2008 Dez.	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,4	-1,5	-3,5	3,3	0,9	3,5
2009 März	1,5	10,0	-3,6	3,6	-43,5	-14,2	-16,7	-8,3	-3,3	-8,6
2009 Juni <sup>(p)</sup>	2,6	12,7	-4,1	5,2	-46,9	-13,6	-15,8	-8,4	-6,8	-8,5

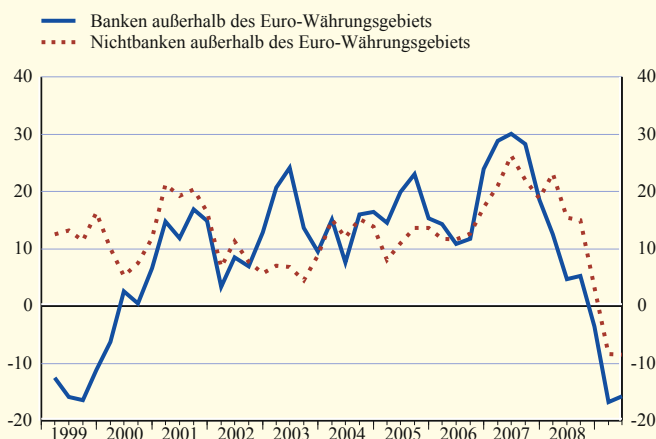
### A7 Kredite an öffentliche Haushalte <sup>2)</sup>

(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)

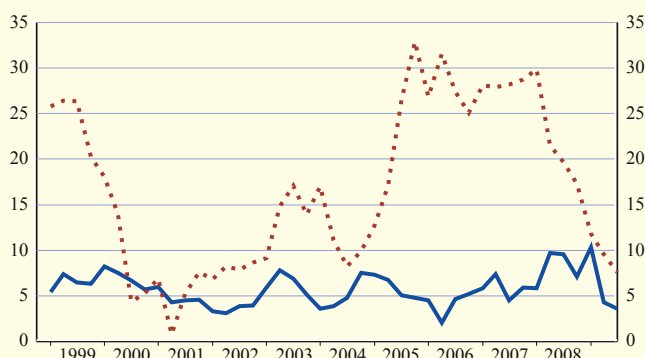
### 1. Einlagen von Finanzintermediären

	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>														
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	765,4	83,8	117,1	538,9	1,1	1,5	23,1	1 804,1	320,9	420,5	853,4	12,3	0,1	197,0
2009 Q1	763,5	91,7	99,8	546,8	2,3	1,5	21,4	1 838,8	333,3	350,8	905,4	14,4	0,0	234,7
2009 April	766,0	90,1	101,2	550,6	1,8	1,5	20,8	1 866,7	326,2	372,7	914,6	15,0	0,0	238,1
2009 Mai	759,0	83,6	100,5	551,9	1,9	1,5	19,7	1 854,2	309,0	364,7	926,5	14,7	0,0	239,2
2009 Juni	753,3	85,4	93,7	552,0	1,7	1,5	19,0	1 891,8	335,5	343,3	943,8	14,1	0,0	255,0
2009 Juli	752,3	86,2	93,7	552,1	1,8	1,5	16,9	1 854,1	315,5	346,9	945,6	14,6	0,0	231,4
2009 Aug. <sup>4)</sup>	751,5	87,1	89,8	552,6	1,8	1,5	18,7	1 833,2	303,3	353,2	938,8	14,5	0,1	223,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
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	172,9	4,6	71,4	46,6	-0,3	-0,3	50,9
2009 Q1	-6,7	5,5	-18,8	7,8	0,5	0,0	-1,7	30,9	8,8	-68,4	50,6	2,1	0,0	37,7
2009 Q2	-10,1	-6,3	-6,1	5,2	-0,5	0,0	-2,4	57,4	19,9	-19,8	37,0	-0,2	0,0	20,4
2009 April	2,3	-1,7	1,3	3,8	-0,5	0,0	-0,6	26,6	9,3	6,6	6,7	0,6	0,0	3,4
2009 Mai	-6,7	-6,4	-0,6	1,3	0,1	0,0	-1,1	-5,8	-15,7	-4,5	13,5	-0,2	0,0	1,2
2009 Juni	-5,8	1,8	-6,8	0,1	-0,1	0,0	-0,7	36,6	26,4	-21,9	16,8	-0,6	0,0	15,8
2009 Juli	-1,0	0,9	0,0	0,1	0,1	0,0	-2,1	-37,6	-19,9	3,6	1,9	0,5	0,0	-23,6
2009 Aug. <sup>4)</sup>	-0,6	0,9	-3,9	0,5	0,0	0,0	-1,8	-19,4	-12,0	6,7	-6,0	-0,1	0,1	-8,1
<b>Wachstumsraten</b>														
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 Dez.	10,3	17,3	62,1	2,4	-23,4	-	10,5	11,8	1,4	20,8	7,2	-2,3	-	34,6
2009 März	4,3	8,9	13,9	2,4	-3,4	-	-2,2	9,6	-2,2	-2,3	13,6	6,4	-	39,4
2009 April	4,8	16,6	10,4	2,8	-13,5	-	-8,1	9,0	7,5	-8,9	13,5	4,2	-	31,9
2009 Mai	4,1	16,6	6,7	2,7	-1,0	-	-9,5	7,5	0,1	-9,0	12,6	14,3	-	32,0
2009 Juni	3,6	12,8	6,1	2,4	-13,3	-	-4,1	7,6	3,0	-14,4	12,7	15,6	-	39,9
2009 Juli	3,6	20,1	3,6	2,3	-3,2	-	-16,0	5,3	8,5	-21,7	12,8	1,9	-	30,3
2009 Aug. <sup>4)</sup>	4,3	27,4	1,2	2,3	3,8	-	-4,3	3,9	9,7	-23,5	12,7	11,7	-	21,8

### A9 Einlagen insgesamt, nach Sektoren<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

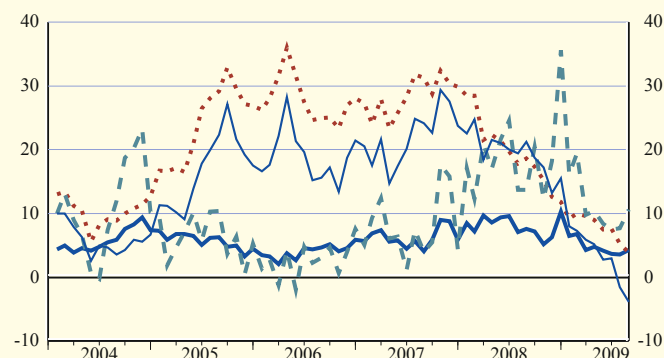
- Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (insgesamt)
- ... Sonstige Finanzintermediäre (insgesamt)



### 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 MFIs, Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

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

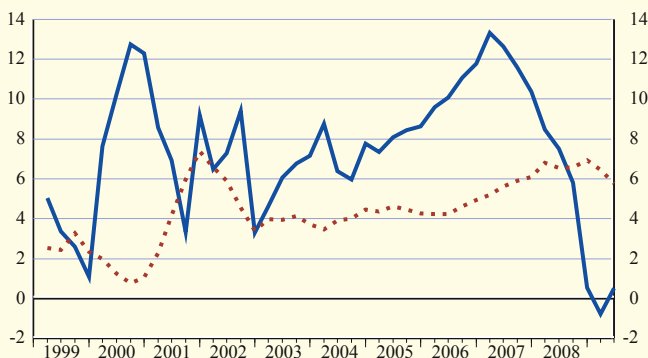
### 2. Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und privater Haushalte

	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 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>														
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	1 516,5	889,9	508,6	64,6	28,3	1,3	23,7	5 370,2	1 814,7	1 350,1	517,9	1 490,2	113,6	83,7
2009 Q1	1 487,2	877,8	480,5	71,0	38,7	1,3	17,9	5 447,9	1 900,3	1 281,3	524,4	1 565,5	114,9	61,4
2009 April	1 504,5	881,3	486,1	72,3	43,7	1,4	19,7	5 483,9	1 957,9	1 242,2	527,9	1 583,2	115,8	56,8
2009 Mai	1 514,3	897,0	475,6	72,6	47,3	1,4	20,4	5 498,6	1 986,5	1 214,9	531,6	1 594,2	117,3	54,2
2009 Juni	1 530,5	922,8	464,3	72,3	50,1	1,5	19,6	5 507,2	2 012,1	1 186,6	535,4	1 604,0	118,2	50,9
2009 Juli	1 530,6	918,8	463,2	74,4	54,4	1,5	18,4	5 517,4	2 030,1	1 155,2	543,9	1 617,9	119,4	50,9
2009 Aug. <sup>6)</sup>	1 541,2	934,7	455,3	76,4	56,8	1,5	16,5	5 509,0	2 033,2	1 123,0	552,0	1 632,5	120,1	48,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
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	8,2	-4,5	13,3	3,3	-3,6	-0,3	0,0	347,6	28,6	335,6	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2009 Q1	-39,3	-17,4	-32,2	5,0	11,1	0,0	-5,8	41,2	64,3	-80,3	3,9	75,1	0,5	-22,2
2009 Q2	47,2	47,7	-15,1	1,4	11,4	0,1	1,7	60,1	111,1	-93,3	11,0	39,2	2,7	-10,6
2009 April	17,7	4,2	5,2	1,3	5,1	0,0	1,9	34,5	56,5	-39,4	3,5	18,3	0,3	-4,7
2009 Mai	13,0	17,4	-9,0	0,5	3,5	0,0	0,6	16,9	28,9	-25,7	3,7	11,1	1,4	-2,6
2009 Juni	16,5	26,0	-11,3	-0,3	2,8	0,1	-0,8	8,6	25,6	-28,3	3,8	9,8	1,0	-3,3
2009 Juli	0,2	-4,0	-1,1	2,1	4,3	0,0	-1,2	10,1	17,8	-31,4	8,5	14,0	1,1	0,1
2009 Aug. <sup>6)</sup>	11,3	16,3	-7,5	2,1	2,5	0,0	-1,9	-8,2	3,3	-32,1	8,1	14,7	0,8	-2,8
<b>Wachstumsraten</b>														
2007 Dez.	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 Dez.	0,6	-0,5	2,8	5,4	-11,4	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 März	-0,8	1,2	-6,6	13,4	31,5	-9,5	-21,9	6,5	6,8	15,2	-4,6	6,6	4,7	-35,8
2009 April	-0,4	2,6	-9,6	14,2	54,1	-3,3	-5,9	6,2	9,1	8,3	-3,2	7,9	6,2	-41,8
2009 Mai	-0,8	2,9	-12,0	13,5	68,4	-2,4	-4,3	5,9	10,3	3,7	-1,7	8,7	8,9	-46,8
2009 Juni	0,5	4,8	-11,7	12,5	79,6	1,0	-13,0	5,8	11,3	-0,5	-0,1	9,5	10,5	-48,4
2009 Juli	1,4	7,2	-13,5	13,2	107,2	5,4	-20,0	5,5	13,3	-6,7	2,1	11,2	12,1	-52,5
2009 Aug. <sup>6)</sup>	2,2	9,8	-15,7	16,5	119,7	5,2	-28,8	5,2	15,1	-11,5	3,9	12,3	14,0	-56,5

### A11 Einlagen insgesamt, nach Sektoren <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

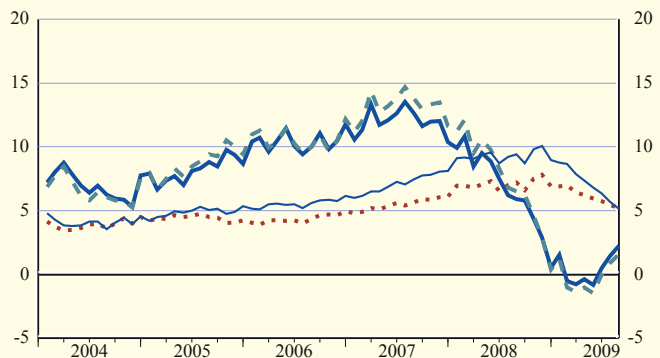
- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (insgesamt)
- Private Haushalte (insgesamt)



### 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)

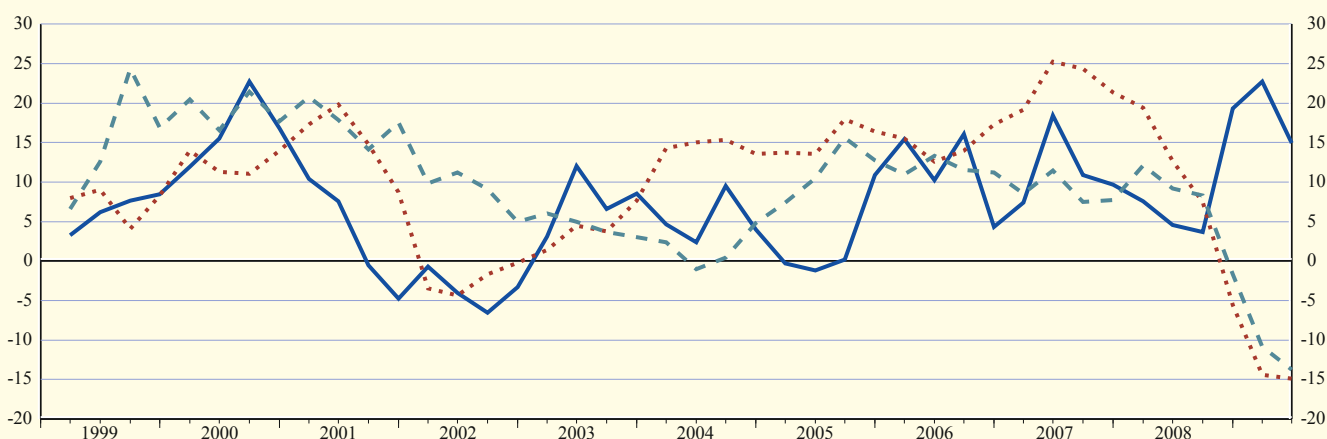
### 3. Einlagen öffentlicher Haushalte und Ansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets

	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	2 948,5	908,8	143,3	765,5
2008 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	445,1	190,8	52,3	116,1	85,9	3 707,4	2 809,9	897,5	65,8	831,7
2009 Q1	464,2	216,2	50,6	114,3	83,0	3 660,2	2 780,9	879,3	63,6	815,7
Q2 <sup>(p)</sup>	475,9	227,5	48,9	117,8	81,6	3 560,7	2 699,3	861,4	62,5	798,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	610,6	543,5	67,1	20,2	46,8
2008	72,3	63,5	-6,5	8,4	7,0	-181,9	-164,8	-17,1	-36,8	19,6
2008 Q3	-10,8	-16,0	5,2	0,8	-0,8	-15,4	-16,8	1,3	8,7	-7,4
Q4	45,9	50,8	-9,2	2,7	1,5	-427,4	-331,5	-95,9	-35,3	-60,6
2009 Q1	15,4	22,5	-1,7	-2,5	-2,9	-106,9	-75,6	-31,3	-2,6	-28,7
Q2 <sup>(p)</sup>	11,3	11,3	-1,6	3,5	-1,9	-58,6	-46,9	-11,6	-0,8	-10,8
<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	6,3
2008 Sept.	3,7	-6,8	2,9	8,3	18,9	7,7	7,5	8,3	-1,2	10,1
Dez.	19,3	49,9	-11,0	7,7	8,7	-4,6	-5,5	-1,7	-25,5	2,7
2009 März	22,7	52,6	2,2	5,3	6,5	-13,6	-14,5	-10,8	-24,0	-8,7
Juni <sup>(p)</sup>	15,0	43,9	-13,0	3,9	-4,9	-14,6	-14,9	-13,7	-24,0	-12,2

### A13 Einlagen öffentlicher Haushalte und Ansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

- Öffentliche Haushalte
- Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets
- - - Nichtbanken außerhalb des Euro-Währungsgebiets



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.



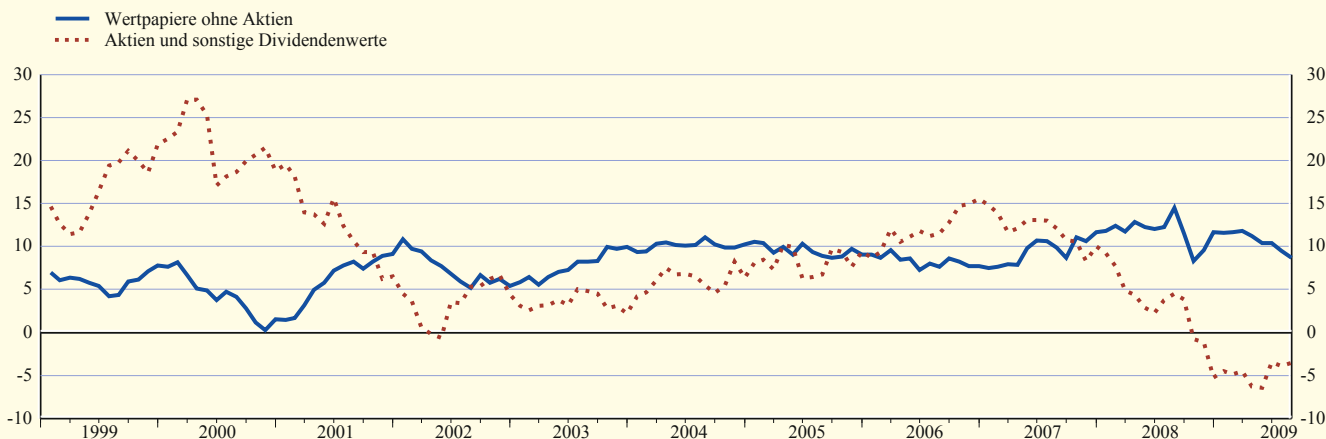
## 2.6 Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

(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>												
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	5 858,4	1 887,4	92,4	1 225,4	19,3	1 355,2	51,2	1 227,5	1 477,1	423,2	776,5	277,4
2009 Q1	6 135,8	1 982,3	103,5	1 366,7	20,6	1 396,3	50,6	1 215,7	1 456,8	424,6	760,9	271,3
2009 April	6 211,4	2 013,8	101,8	1 384,2	20,9	1 422,2	50,9	1 217,6	1 491,8	432,0	785,6	274,1
2009 Mai	6 239,3	2 037,5	105,7	1 402,8	19,2	1 429,9	47,5	1 196,7	1 488,8	431,8	782,8	274,1
2009 Juni	6 273,4	2 014,1	106,4	1 446,2	20,3	1 440,9	47,3	1 198,2	1 474,5	429,5	769,1	275,9
2009 Juli	6 286,5	2 031,5	107,6	1 456,8	18,9	1 438,3	48,1	1 185,3	1 487,3	438,9	767,0	281,4
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	6 301,9	2 029,8	105,4	1 458,6	17,9	1 441,0	47,5	1 201,7	1 496,4	450,8	763,1	282,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2007	543,8	136,1	18,0	-86,2	1,5	269,5	9,5	195,4	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	600,3	212,5	6,0	36,6	1,9	295,3	19,1	28,8	-84,1	22,9	-56,4	-50,5
2009 Q1	253,0	95,3	8,6	133,7	0,4	39,7	-2,7	-22,0	-4,7	3,2	-4,6	-3,4
2009 Q2	160,1	32,0	3,7	84,1	0,3	48,7	-2,0	-6,8	16,1	8,4	4,2	3,4
2009 April	65,8	31,2	-3,2	17,6	0,1	27,5	-0,3	-7,2	28,6	5,7	21,1	1,8
2009 Mai	64,1	24,4	6,8	23,1	-0,8	9,6	-1,4	2,5	1,3	4,9	-3,4	-0,3
2009 Juni	30,3	-23,6	0,1	43,4	1,0	11,6	-0,2	-2,1	-13,8	-2,2	-13,5	1,9
2009 Juli	16,1	20,6	1,2	8,0	-1,4	-3,8	0,5	-9,1	6,0	6,6	-6,1	5,4
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	18,1	-3,8	-1,2	0,3	-1,0	1,3	-0,2	22,7	4,1	10,3	-6,5	0,3
<b>Wachstumsraten</b>												
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 Dez.	11,7	12,7	8,2	3,1	9,9	32,2	57,5	2,4	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 März	11,8	14,4	10,7	12,5	16,4	30,2	3,1	-5,2	-4,5	0,6	-6,6	-6,4
2009 April	11,2	14,9	2,7	12,8	20,3	28,7	-3,9	-7,0	-6,3	0,6	-9,6	-6,6
2009 Mai	10,4	13,5	2,0	14,0	18,4	26,5	-6,8	-8,0	-6,5	-0,8	-9,3	-6,7
2009 Juni	10,4	11,8	1,4	18,0	19,3	24,3	-6,2	-8,0	-3,5	1,0	-5,7	-4,0
2009 Juli	9,5	11,8	-1,6	18,2	12,4	22,0	-6,0	-9,7	-3,9	2,2	-8,6	0,6
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	8,7	10,7	-1,8	18,3	13,8	19,1	-6,7	-9,2	-3,5	5,8	-9,4	-0,1

## 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
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
2009 Q1	-1,8	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2	0,0	-0,1	-1,1	-2,2	-0,7	-0,2	-1,3
2009 Q2	-1,5	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0	0,0	0,0	-0,9	-1,1	-0,1	-0,2	-0,8
2009 April	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2
2009 Mai	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
2009 Juni	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
2009 Juli	-0,7	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	-0,5	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,2

**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
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,7	-4,0	-9,1	-4,5	-6,6	-3,4	-3,2
2009 Q1	-7,1	-3,5	-1,6	-2,0	-2,7	-1,3	-1,3
2009 Q2	-5,8	-1,7	-2,4	-1,7	-1,1	-0,3	-0,8
2009 April	-1,8	-0,7	-0,6	-0,6	0,1	-0,1	0,2
2009 Mai	-1,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2
2009 Juni	-2,7	-0,7	-1,2	-0,8	-0,9	-0,2	-0,7
2009 Juli	-2,6	-0,8	-0,9	-0,9	-0,4	-0,2	-0,2
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	-1,4	-0,7	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,0

**3. Neubewertung von Wertpapieren der MFIs**

	Wertpapiere ohne Aktien								Aktien und sonstige Dividendenwerte			
	Insgesamt	MFIs		Öffentliche Haushalte		Sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet		Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Insgesamt	MFIs	Nicht-MFIs	Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets
		Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-56,4	-8,0	0,0	5,2	0,0	-20,1	-2,2	-31,2	-60,6	-8,2	-44,1	-8,2
2009 Q1	-14,4	-0,5	-0,1	-3,1	0,0	-2,8	0,4	-8,3	-16,0	-3,5	-11,4	-1,1
2009 Q2	-2,4	2,0	0,1	-2,0	-0,1	-1,6	0,3	-1,0	8,2	2,3	4,7	1,3
2009 April	-0,3	1,1	0,1	-0,2	0,0	-1,8	0,2	0,3	6,5	1,7	3,6	1,1
2009 Mai	-2,1	1,2	0,0	-2,0	-0,2	0,2	0,0	-1,5	2,2	0,8	1,2	0,2
2009 Juni	0,0	-0,4	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1
2009 Juli	6,7	1,0	0,1	2,7	0,0	0,9	0,2	1,8	6,8	2,9	3,9	0,1
2009 Aug. <sup>(p)</sup>	6,8	1,8	0,1	1,4	0,0	1,5	0,0	1,9	5,0	1,6	2,7	0,7

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 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	6 858,5	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9 901,3	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 Q1	6 606,6	90,9	9,1	6,3	0,3	1,2	0,7	10 001,6	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
Q2 <sup>(p)</sup>	6 628,8	92,2	7,8	5,1	0,3	1,1	0,8	10 158,8	97,0	3,0	1,8	0,3	0,1	0,5
<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	2 948,5	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 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	2 809,9	48,2	51,8	33,4	2,8	2,6	10,2	897,5	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 Q1	2 780,9	47,2	52,8	34,8	2,1	2,6	10,4	879,3	52,7	47,3	31,6	1,2	1,9	8,4
Q2 <sup>(p)</sup>	2 699,3	49,0	51,0	32,8	1,9	2,6	10,9	861,4	51,9	48,1	33,1	1,3	1,8	7,7

### 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 Q3	5 168,4	81,9	18,1	8,9	1,9	1,8	3,3
Q4	5 111,7	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009 Q1	5 197,9	83,3	16,7	8,7	1,9	1,9	2,5
Q2 <sup>(p)</sup>	5 224,2	83,5	16,5	8,4	1,9	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 Q3	6 355,5	-	-	-	-	-	11 778,9	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5	
Q4	6 317,7	-	-	-	-	-	11 735,7	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
2009 Q1	6 126,7	-	-	-	-	-	11 780,9	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,5	
Q2 <sup>(p)</sup>	6 226,3	-	-	-	-	-	11 833,0	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,5	
<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	955,1	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008 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	2 284,6	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	965,5	40,5	59,5	41,9	1,4	4,3	7,4
2009 Q1	2 100,4	44,8	55,2	31,2	2,7	3,1	12,7	956,2	38,1	61,9	44,5	1,0	4,2	7,8
Q2 <sup>(p)</sup>	2 018,1	45,5	54,5	29,5	2,9	3,1	13,5	935,7	39,5	60,5	43,0	0,9	4,0	7,8

**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 Q3	1 905,6	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2 302,2	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
Q4	1 979,8	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2 651,1	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 Q1	2 085,8	95,0	5,0	2,7	0,2	0,4	1,3	2 834,3	97,5	2,5	1,7	0,2	0,1	0,4
Q2 <sup>(p)</sup>	2 120,5	95,0	5,0	2,5	0,5	0,4	1,3	2 954,7	97,7	2,3	1,5	0,2	0,1	0,3
<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	582,3	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 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	580,8	54,0	46,0	28,6	0,9	0,5	13,3	646,7	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,0
2009 Q1	597,9	52,1	47,9	27,6	0,3	1,6	13,9	617,9	34,1	65,9	40,5	4,3	0,8	15,3
Q2 <sup>(p)</sup>	570,1	55,3	44,7	24,7	1,7	1,4	14,4	628,2	33,5	66,5	40,3	4,2	0,9	16,0

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 Q4	5 783,4	353,7	1 994,3	184,2	1 810,1	2 077,7	784,6	189,1	384,1
2008 Q1	5 162,7	365,9	1 858,8	164,8	1 693,9	1 670,4	720,3	197,1	350,2
Q2	5 017,4	359,6	1 808,2	157,5	1 650,7	1 624,6	691,2	204,9	328,8
Q3	4 715,2	377,4	1 748,3	148,1	1 600,1	1 411,5	641,9	202,8	333,4
Q4	4 232,3	352,1	1 687,9	132,4	1 555,5	1 132,7	566,7	200,2	292,7
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	4 095,6	344,6	1 699,3	121,7	1 577,6	1 044,4	529,7	202,3	275,3

### 2. Passiva

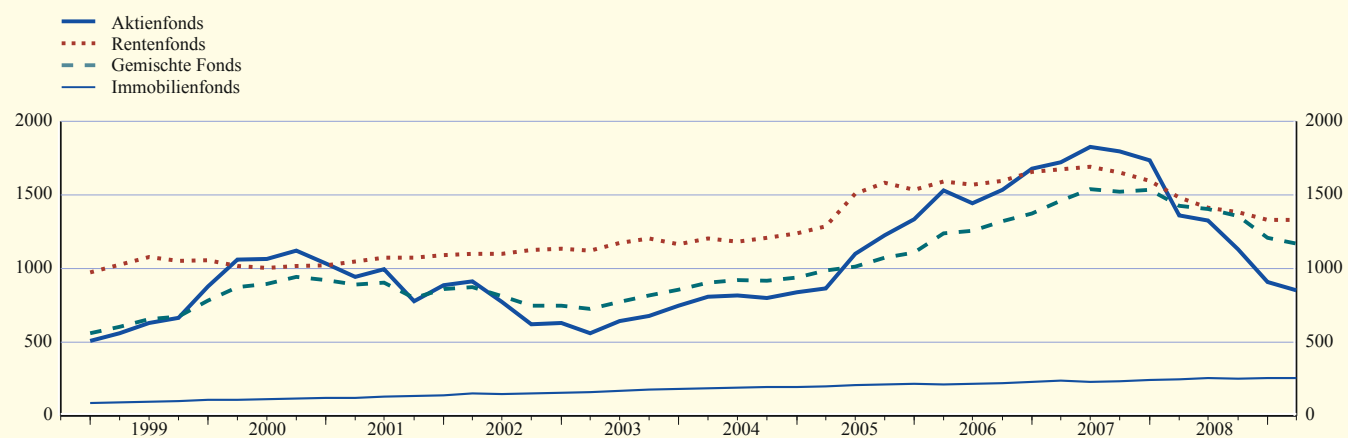
	Insgesamt 1	Einlagen und aufgenommene Kredite 2	Investmentfondsanteile 3	Sonstige Passiva 4
2007 Q4	5 783,4	76,8	5 413,5	293,1
2008 Q1	5 162,7	76,4	4 848,6	237,7
Q2	5 017,4	74,8	4 723,1	219,5
Q3	4 715,2	71,0	4 415,4	228,8
Q4	4 232,3	64,7	3 983,1	184,5
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	4 095,6	74,6	3 836,6	184,4

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

	Insgesamt 1	Fonds nach Anlageschwerpunkten					Fonds nach Anlegergruppen	
		Aktienfonds 2	Reentenfonds 3	Gemischte Fonds 4	Immobilien- fonds 5	Sonstige Fonds 6	Publikumsfonds 7	Spezialfonds 8
2007 Q4	5 783,4	1 735,7	1 597,4	1 535,8	244,3	670,2	4 346,8	1 436,7
2008 Q1	5 162,7	1 362,8	1 483,8	1 428,1	249,7	638,3	3 780,2	1 382,5
Q2	5 017,4	1 325,4	1 413,9	1 405,6	256,3	616,2	3 649,3	1 368,1
Q3	4 715,2	1 132,4	1 383,2	1 359,3	253,2	587,1	3 343,0	1 372,3
Q4	4 232,3	908,4	1 330,8	1 210,8	257,1	525,2	2 950,7	1 281,6
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	4 095,6	854,6	1 330,8	1 170,6	257,4	482,2	2 825,4	1 270,2

## 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 Q4	1 735,7	58,1	71,8	26,5	45,2	1 464,4	79,5	-	61,9
2008 Q1	1 362,8	51,3	63,1	21,3	41,8	1 131,0	65,7	-	51,7
Q2	1 325,4	54,3	65,1	22,0	43,1	1 088,7	65,7	-	51,6
Q3	1 132,4	48,3	61,3	20,2	41,1	915,3	57,2	-	50,2
Q4	908,4	37,3	65,2	19,4	45,8	715,4	47,2	-	43,3
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	854,6	38,8	63,8	16,5	47,3	660,7	45,2	-	46,1
<b>Rentenfonds</b>									
2007 Q4	1 597,4	116,1	1 273,6	92,8	1 180,8	58,0	49,8	-	99,8
2008 Q1	1 483,8	124,7	1 168,2	80,3	1 087,9	56,8	45,5	-	88,6
Q2	1 413,9	115,9	1 118,8	74,6	1 044,2	57,9	42,7	-	78,6
Q3	1 383,2	128,7	1 074,0	67,9	1 006,1	55,7	41,3	-	83,5
Q4	1 330,8	122,2	1 034,2	62,2	971,9	57,5	36,4	-	80,5
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	1 330,8	117,5	1 044,6	62,1	982,5	49,1	38,6	-	80,9
<b>Gemischte Fonds</b>									
2007 Q4	1 535,8	89,8	547,2	47,3	499,8	393,2	343,7	0,7	161,4
2008 Q1	1 428,1	97,9	528,1	46,4	481,8	339,5	314,0	1,2	147,3
Q2	1 405,6	99,1	520,1	42,6	477,5	341,7	308,0	0,8	135,9
Q3	1 359,3	109,0	512,8	42,2	470,6	312,1	287,4	1,1	137,0
Q4	1 210,8	110,3	494,9	34,3	460,6	245,2	235,8	1,2	123,4
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	1 170,6	109,4	498,5	28,2	470,3	227,2	224,0	1,8	109,6
<b>Immobilienfonds</b>									
2007 Q4	244,3	19,7	6,0	1,5	4,5	3,4	12,5	187,9	14,7
2008 Q1	249,7	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6
Q2	256,3	18,0	5,9	1,1	4,8	3,0	10,1	203,5	15,8
Q3	253,2	19,0	4,7	1,3	3,4	3,1	9,3	201,2	16,0
Q4	257,1	14,4	4,8	1,1	3,7	12,7	6,8	198,5	19,8
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	257,4	14,4	5,1	1,1	4,0	12,3	7,5	200,1	18,1

**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 Q4	4 346,8	280,2	1 337,7	1 717,7	570,2	149,1	291,8
2008 Q1	3 780,2	278,0	1 219,2	1 362,3	514,7	154,1	252,0
Q2	3 649,3	264,9	1 178,3	1 327,0	486,0	155,0	238,1
Q3	3 343,0	265,4	1 105,7	1 140,8	441,4	152,4	237,3
Q4	2 950,7	244,6	1 037,6	933,0	382,6	146,7	206,2
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	2 825,4	243,5	1 029,9	864,7	342,8	144,5	199,9
<b>Spezialfonds</b>							
2007 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	1 281,6	107,5	650,2	199,7	184,1	53,5	86,5
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	1 270,2	101,1	669,4	179,7	186,9	57,8	75,3

Quelle: EZB.



# VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

## 3.1 Integrierte Wirtschafts- und Finanzkonten nach institutionellen Sektoren (in Mrd €)

Mittelverwendung	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>2009 Q1</b>						
<b>Außenkonto</b>						
Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen						421,2
<i>Handelsbilanz</i> <sup>1)</sup>						11,0
<b>Einkommensentstehungskonto</b>						
Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)						
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen						
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)						
Arbeitnehmerentgelt	1 047,9	102,7	663,6	52,0	229,7	
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen	24,2	2,7	14,2	3,6	3,8	
Abschreibungen	351,0	94,5	199,1	11,6	45,7	
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i> <sup>1)</sup>	540,7	279,4	226,5	35,8	-0,9	
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>						
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto						
Arbeitnehmerentgelt						4,6
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen						
Vermögenseinkommen	777,7	42,7	288,7	380,7	65,6	109,5
Zinsen	481,8	40,4	83,1	292,7	65,6	66,7
Sonstige Vermögenseinkommen	295,8	2,3	205,6	87,9	0,0	42,8
<i>Nationaleinkommen, netto</i> <sup>1)</sup>	1 824,2	1 549,3	33,8	39,0	202,0	
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>						
Nationaleinkommen, netto						
Einkommen- und Vermögensteuer	231,0	201,3	23,9	5,6	0,2	1,3
Sozialbeiträge	403,2	403,2				0,6
Monetäre Sozialleistungen	422,2	1,4	15,6	31,7	373,6	0,7
Sonstige laufende Transfers	192,5	71,3	25,2	45,9	50,1	8,1
Nettoprämien für Schadenversicherungen	43,7	31,8	10,3	0,9	0,7	1,4
Schadenversicherungsleistungen	43,8			43,8		0,6
Sonstige	105,0	39,5	14,9	1,2	49,4	6,1
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i> <sup>1)</sup>	1 793,4	1 384,1	-4,7	48,2	365,8	
<b>Einkommensverwendungskonto</b>						
Verfügbares Einkommen, netto						
Konsumausgaben	1 743,6	1 279,3			464,2	
Konsumausgaben für den Individualverbrauch	1 562,6	1 279,3			283,3	
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch	181,0				181,0	
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	15,3	0,1	0,2	15,0	0,0	0,0
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen</i> <sup>1)</sup>	49,9	120,0	-4,9	33,2	-98,4	55,2
<b>Vermögensbildungskonto</b>						
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen						
Bruttoinvestitionen	456,1	140,8	256,2	12,9	46,3	
Bruttoanlageinvestitionen	438,3	138,2	241,3	12,7	46,1	
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen	17,9	2,6	14,9	0,2	0,2	
Abschreibungen						
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern	0,6	-1,4	1,3	0,1	0,6	-0,6
Vermögenstransfers	34,4	6,1	-0,2	1,2	27,3	3,7
Vermögenswirksame Steuern	5,0	4,8	0,2	0,0		0,0
Sonstige Vermögenstransfers	29,4	1,3	-0,3	1,2	27,3	3,7
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i> <sup>1)</sup>	-54,3	83,8	-47,0	31,4	-122,5	54,3
Statistische Abweichung	0,0	13,1	-13,1	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	2009 Q1	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>Außenkonto</b>							
Einfuhr von Waren und Dienstleistungen							432,1
<i>Handelsbilanz</i>							
<b>Einkommensentstehungskonto</b>							
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)		1 963,9	479,2	1 103,4	103,0	278,3	
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen		224,8					
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>		2 188,7					
Arbeitnehmerentgelt							
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen							
Abschreibungen							
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>							
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>							
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto		540,7	279,4	226,5	35,8	-0,9	
Arbeitnehmerentgelt		1 050,4	1 050,4				2,1
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen		247,2				247,2	1,9
Vermögenseinkommen		763,5	262,2	96,0	383,9	21,3	123,6
Zinsen		463,4	72,4	48,3	334,9	7,9	85,1
Sonstige Vermögenseinkommen		300,1	189,9	47,8	49,1	13,4	38,5
<i>Nationaleinkommen, netto</i>							
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>							
Nationaleinkommen, netto		1 824,2	1 549,3	33,8	39,0	202,0	
Einkommen- und Vermögensteuer		231,9				231,9	0,4
Sozialbeiträge		402,7	1,1	15,6	47,4	338,6	1,1
Monetäre Sozialleistungen		419,6	419,6				3,4
Sonstige laufende Transfers		163,9	91,4	10,4	45,0	17,2	36,7
Nettoprämien für Schadenversicherungen		43,8			43,8		1,3
Schadenversicherungsleistungen		42,8	34,2	7,7	0,7	0,3	1,6
Sonstige		77,3	57,2	2,8	0,5	16,9	33,8
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>							
<b>Einkommensverwendungskonto</b>							
Verfügbares Einkommen, netto		1 793,4	1 384,1	-4,7	48,2	365,8	
Konsumausgaben							
Konsumausgaben für den Individualverbrauch							
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch							
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche		15,3	15,3				0,0
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen</i>							
<b>Vermögensbildungskonto</b>							
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen		49,9	120,0	-4,9	33,2	-98,4	55,2
Bruttoinvestitionen							
Bruttoanlageinvestitionen							
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen							
Abschreibungen		351,0	94,5	199,1	11,6	45,7	
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern							
Vermögenstransfers		35,9	14,8	16,0	0,7	4,4	2,2
Vermögenswirksame Steuern		5,0				5,0	0,0
Sonstige Vermögenstransfers		30,9	14,8	16,0	0,7	-0,6	2,2
<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
2009 Q1								
<b>Bilanz am Jahresanfang, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		16 629,4	14 160,4	23 728,5	9 484,6	5 963,5	3 159,6	14 898,2
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				221,8				
Bargeld und Einlagen		6 120,0	1 835,6	2 393,9	1 800,1	874,8	641,5	4 206,6
Kurzfristige Schuldverschreibungen		60,3	94,3	154,5	327,8	331,2	37,6	855,6
Langfristige Schuldverschreibungen		1 256,5	213,8	4 253,6	1 631,7	2 017,2	322,8	2 942,3
Kredite		65,7	2 531,9	12 755,1	2 112,2	364,8	442,6	1 775,9
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		47,7	1 404,8	9 679,5	1 684,7	287,6	354,5	.
Anteilsrechte		3 750,4	6 067,4	1 599,1	3 413,1	1 919,6	1 136,0	4 434,8
Börsennotierte Aktien		611,6	1 106,3	470,7	1 505,7	426,0	263,2	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		1 820,0	4 652,7	915,5	1 374,8	433,0	751,9	.
Investmentzertifikate		1 318,9	308,5	212,9	532,6	1 060,6	120,9	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		5 148,6	136,9	1,8	0,0	142,3	3,1	149,3
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		227,9	3 280,4	2 348,6	199,6	313,5	575,9	533,8
<i>Finanzielles Reinvermögen</i>								
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Forderungen</b>								
Transaktionen mit Forderungen insgesamt		101,5	-5,9	-116,1	118,4	54,8	94,6	-131,3
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				-0,9				0,9
Bargeld und Einlagen		27,3	-41,6	-223,9	59,4	-1,4	92,8	-188,2
Kurzfristige Schuldverschreibungen		-14,8	-7,9	-9,1	3,2	7,4	-11,6	45,9
Langfristige Schuldverschreibungen		37,3	-18,0	161,2	9,7	32,3	-4,6	67,3
Kredite		-1,1	80,9	-31,1	75,0	2,8	4,3	-31,9
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		-1,1	62,4	19,9	76,9	10,6	4,4	.
Anteilsrechte		12,4	77,2	-5,5	-35,3	2,8	10,5	21,6
Börsennotierte Aktien		3,0	26,7	-3,1	-30,7	-0,2	2,3	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		6,4	38,2	16,1	27,3	4,4	7,9	.
Investmentzertifikate		3,0	12,3	-18,4	-31,8	-1,3	0,2	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		42,6	1,2	0,0	0,0	3,7	0,0	-10,5
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		-2,3	-97,8	-6,9	6,4	7,2	3,3	-36,4
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Forderungen</b>								
Sonstige Forderungsänderungen insgesamt		-264,6	-348,9	58,5	-91,9	-71,2	-44,1	-41,5
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				24,4				
Bargeld und Einlagen		14,4	-3,4	25,4	5,8	4,2	0,0	47,2
Kurzfristige Schuldverschreibungen		-0,5	-0,2	-1,3	7,7	0,3	-0,5	0,9
Langfristige Schuldverschreibungen		-2,0	-8,7	13,6	-5,2	1,8	-1,1	0,0
Kredite		0,0	8,3	23,1	6,1	-4,3	0,0	-1,3
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		0,0	5,6	15,6	4,1	-2,5	-0,1	.
Anteilsrechte		-247,1	-389,9	-61,6	-107,5	-75,8	-40,1	-98,6
Börsennotierte Aktien		-89,5	-151,6	-50,4	-75,9	-33,1	-42,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		-120,8	-225,0	-33,3	-54,5	-23,2	5,3	.
Investmentzertifikate		-36,8	-13,3	22,1	22,9	-19,5	-3,4	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		-36,6	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	2,6
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		7,2	45,1	34,8	1,2	2,6	-2,5	7,8
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Bilanz am Jahresende, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		16 466,3	13 805,6	23 670,9	9 511,0	5 947,1	3 210,0	14 724,6
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				245,2				
Bargeld und Einlagen		6 161,7	1 790,6	2 195,4	1 865,3	877,7	734,4	4 065,6
Kurzfristige Schuldverschreibungen		45,0	86,2	144,2	338,6	338,9	25,6	902,4
Langfristige Schuldverschreibungen		1 291,9	187,1	4 428,4	1 636,2	2 051,2	317,1	3 009,5
Kredite		64,6	2 621,1	12 747,2	2 193,4	363,3	446,8	1 742,7
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		46,7	1 472,8	9 715,0	1 765,7	295,8	358,8	.
Anteilsrechte		3 515,8	5 754,8	1 532,0	3 270,3	1 846,6	1 106,4	4 357,8
Börsennotierte Aktien		525,1	981,4	417,1	1 399,1	392,7	223,5	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		1 705,5	4 465,9	898,3	1 347,6	414,2	765,1	.
Investmentzertifikate		1 285,1	307,5	216,6	523,6	1 039,7	117,8	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		5 154,6	138,1	1,9	0,0	146,1	3,1	141,4
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		232,8	3 227,6	2 376,6	207,2	323,2	576,6	505,2
<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>2009 Q1</b>								
<b>Bilanz am Jahresanfang, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		6 357,4	22 408,4	23 111,9	9 233,0	6 114,7	7 468,4	13 108,5
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			26,0	14 889,7	23,5	1,9	254,6	2 676,9
Kurzfristige Schuldverschreibungen			281,6	327,3	125,8	10,9	847,7	268,0
Langfristige Schuldverschreibungen			453,9	2 767,8	2 084,2	32,3	4 704,3	2 595,5
Kredite		5 688,0	8 207,0		1 735,4	212,8	1 257,4	2 947,5
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		5 354,4	5 600,8		805,1	72,1	1 071,6	.
Anteilsrechte			10 273,1	2 445,9	5 057,2	459,6	4,3	4 080,3
Börsennotierte Aktien			2 866,1	375,2	111,7	165,2	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			7 407,0	917,7	1 015,7	293,6	4,3	.
Investmentzertifikate				1 153,0	3 929,8			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		33,6	328,7	61,9	0,6	5 156,8	0,5	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		635,7	2 838,0	2 619,3	206,2	240,4	399,6	540,3
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 568,0	10 272,0	-8 248,0	616,6	251,5	-151,2	-4 308,9	
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Verbindlichkeiten</b>								
Transaktionen mit Verbindlichkeiten insgesamt		4,6	54,2	-163,1	114,5	74,3	217,1	-185,6
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			0,3	-92,4	-2,0	0,2	-8,9	-172,6
Kurzfristige Schuldverschreibungen			0,7	-74,7	-20,9	-0,2	95,4	12,7
Langfristige Schuldverschreibungen			17,6	31,7	130,4	2,1	154,2	-50,9
Kredite		-10,2	30,4		55,3	2,9	-1,8	22,2
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		-2,6	79,1		18,6	0,6	-7,3	.
Anteilsrechte			58,9	68,3	-49,3	1,3	0,0	4,5
Börsennotierte Aktien			9,6	9,6	0,1	0,0	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			49,2	6,0	20,0	1,3	0,0	.
Investmentzertifikate				52,7	-69,4			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		0,1	0,2	1,7	0,2	34,8	0,0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		14,7	-53,9	-97,8	0,8	33,1	-21,8	-1,6
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	-54,3	96,9	-60,1	47,0	3,8	-19,4	-122,5	54,3
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Verbindlichkeiten</b>								
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten insgesamt		1,6	-636,1	87,1	-100,5	-115,5	8,5	-73,1
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			0,0	67,4	0,0	0,0	-0,1	26,3
Kurzfristige Schuldverschreibungen			2,1	5,1	0,4	0,0	-0,7	-0,5
Langfristige Schuldverschreibungen			1,0	5,9	-12,1	-3,7	6,9	0,3
Kredite		0,6	12,5		17,3	3,4	0,3	-2,3
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		1,8	12,3		12,7	2,8	0,3	.
Anteilsrechte			-695,0	-69,1	-114,0	-58,2	-0,1	-84,1
Börsennotierte Aktien			-358,6	-66,9	-21,6	-42,8	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			-336,4	0,4	-25,0	-15,3	-0,1	.
Investmentzertifikate				-2,6	-67,3			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		0,0	0,0	0,0	0,0	-33,9	0,0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		1,0	43,3	77,7	7,9	-23,1	2,3	-12,9
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	-7,3	-266,2	287,3	-28,6	8,6	44,3	-52,7	31,7
<b>Bilanz am Jahresende, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		6 363,6	21 826,5	23 035,8	9 247,1	6 073,5	7 694,1	12 849,8
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			26,3	14 864,8	21,5	2,1	245,6	2 530,6
Kurzfristige Schuldverschreibungen			284,4	257,7	105,3	10,7	942,4	280,3
Langfristige Schuldverschreibungen			472,5	2 805,4	2 202,5	30,7	4 865,5	2 544,9
Kredite		5 678,5	8 249,9		1 808,1	219,1	1 256,0	2 967,5
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		5 353,6	5 692,2		836,5	75,5	1 064,7	.
Anteilsrechte			9 637,0	2 445,1	4 894,0	402,8	4,2	4 000,7
Börsennotierte Aktien			2 517,1	318,0	90,1	122,4	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			7 119,9	924,0	1 010,7	279,6	4,2	.
Investmentzertifikate				1 203,1	3 793,2			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		33,7	328,9	63,6	0,8	5 157,7	0,5	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		651,4	2 827,4	2 599,2	215,0	250,4	380,0	525,8
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 629,6	10 102,7	-8 020,9	635,1	263,9	-126,4	-4 484,0	

Quelle: EZB.

### 3.2 Nichtfinanzielle Konten des Euro-Währungsgebiets

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme)

Mittelverwendung	2005	2006	2007	2007 Q2- 2008 Q1	2007 Q3- 2008 Q2	2007 Q4- 2008 Q3	2008 Q1- 2008 Q4	2008 Q2- 2009 Q1
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)								
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen								
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)								
Arbeitnehmerentgelt	3 905,8	4 068,0	4 252,2	4 300,7	4 350,5	4 395,5	4 429,5	4 435,0
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen	129,9	129,6	137,6	137,2	137,6	138,6	135,2	133,7
Abschreibungen	1 185,2	1 243,6	1 310,3	1 324,9	1 340,7	1 356,1	1 370,3	1 384,4
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	2 075,9	2 190,4	2 332,4	2 358,9	2 390,5	2 397,9	2 380,1	2 307,8
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto								
Arbeitnehmerentgelt								
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen								
Vermögenseinkommen	2 616,1	3 039,9	3 562,1	3 667,3	3 774,7	3 862,4	3 890,9	3 805,8
Zinsen	1 346,6	1 644,5	2 033,5	2 123,1	2 203,2	2 275,5	2 299,4	2 225,5
Sonstige Vermögenseinkommen	1 269,5	1 395,4	1 528,6	1 544,2	1 571,5	1 586,9	1 591,5	1 580,4
<i>Nationaleinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	6 969,8	7 312,0	7 689,2	7 753,4	7 814,6	7 862,1	7 848,9	7 750,6
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto								
Einkommen- und Vermögensteuern	935,6	1 027,8	1 111,6	1 128,3	1 140,0	1 142,1	1 124,9	1 116,1
Sozialbeiträge	1 477,8	1 539,7	1 598,3	1 613,9	1 630,2	1 648,0	1 662,8	1 671,7
Monetäre Sozialleistungen	1 504,8	1 554,6	1 598,3	1 611,3	1 626,5	1 645,7	1 663,0	1 686,3
Sonstige laufende Transfers	710,3	718,4	746,2	756,6	764,9	768,2	776,2	772,2
Nettoprämien für Schadenversicherungen	178,8	177,7	181,5	182,1	183,5	184,2	184,9	183,0
Schadenversicherungsleistungen	179,6	177,9	181,0	181,6	183,3	184,1	185,4	183,4
Sonstige	351,9	362,8	383,7	393,0	398,1	399,9	405,8	405,7
<i>Verfügbares Einkommen, netto<sup>1)</sup></i>	6 882,9	7 220,6	7 594,3	7 653,6	7 713,4	7 763,4	7 746,8	7 649,1
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto								
Konsumausgaben	6 358,5	6 632,0	6 888,9	6 960,7	7 038,3	7 110,9	7 148,4	7 157,6
Konsumausgaben für den Individualverbrauch	5 693,0	5 947,5	6 177,7	6 241,6	6 309,1	6 373,0	6 402,6	6 402,6
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch	665,5	684,6	711,1	719,1	729,2	737,9	745,8	754,9
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	60,8	59,3	60,1	61,3	64,1	66,1	66,8	67,8
<i>Sparen, netto<sup>1)</sup></i>	524,7	588,8	705,7	693,1	675,3	652,6	598,5	491,7
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto								
Bruttoinvestitionen	1 715,7	1 872,0	2 017,6	2 039,5	2 064,8	2 084,7	2 079,5	2 016,3
Bruttoanlageinvestitionen	1 710,1	1 855,9	1 995,9	2 016,6	2 044,3	2 061,1	2 043,7	1 992,0
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen	5,6	16,0	21,7	23,0	20,5	23,6	35,8	24,4
Abschreibungen								
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern	-0,1	0,5	-0,1	0,1	0,4	0,4	0,5	0,9
Vermögenstransfers	182,6	175,5	163,1	163,4	167,8	161,7	162,3	160,8
Vermögenswirksame Steuern	24,4	22,5	23,7	23,3	23,6	23,9	23,6	23,3
Sonstige Vermögenstransfers	158,1	152,9	139,3	140,1	144,2	137,8	138,7	137,5
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)<sup>1)</sup></i>	7,9	-25,6	12,2	-6,6	-33,7	-62,1	-98,4	-131,0

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Zur Berechnung der Kontosalde n siehe „Technischer Hinweis“.

**3.2 Noch: Nichtfinanzielle Konten des Euro-Währungsgebiets**  
(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme)

Mittelaufkommen	2005	2006	2007	2007 Q2- 2008 Q1	2007 Q3- 2008 Q2	2007 Q4- 2008 Q3	2008 Q1- 2008 Q4	2008 Q2- 2009 Q1
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)	7 296,8	7 631,6	8 032,4	8 121,7	8 219,3	8 288,2	8 315,0	8 260,9
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	845,4	914,2	958,9	958,2	954,3	952,3	945,4	928,6
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>	8 142,1	8 545,8	8 991,3	9 079,8	9 173,6	9 240,4	9 260,4	9 189,4
Arbeitnehmerentgelt								
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen								
Abschreibungen								
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>								
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto	2 075,9	2 190,4	2 332,4	2 358,9	2 390,5	2 397,9	2 380,1	2 307,8
Arbeitnehmerentgelt	3 912,8	4 075,3	4 260,0	4 308,8	4 358,6	4 403,7	4 437,5	4 442,8
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen	988,1	1 055,0	1 103,1	1 100,3	1 096,7	1 095,9	1 085,3	1 066,9
Vermögenseinkommen	2 609,0	3 031,2	3 555,9	3 652,7	3 743,5	3 827,1	3 836,8	3 738,9
Zinsen	1 319,4	1 618,2	1 993,6	2 075,0	2 148,1	2 217,6	2 239,1	2 163,2
Sonstige Vermögenseinkommen	1 289,7	1 413,1	1 562,4	1 577,7	1 595,4	1 609,5	1 597,7	1 575,7
<i>Nationaleinkommen, netto</i>								
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto	6 969,8	7 312,0	7 689,2	7 753,4	7 814,6	7 862,1	7 848,9	7 750,6
Einkommen- und Vermögensteuern	939,4	1 032,8	1 119,1	1 135,7	1 147,8	1 149,7	1 132,8	1 123,9
Sozialbeiträge	1 477,1	1 538,9	1 597,6	1 613,1	1 629,4	1 647,2	1 661,9	1 670,8
Monetäre Sozialleistungen	1 497,0	1 546,3	1 589,0	1 601,9	1 616,8	1 636,1	1 653,0	1 676,1
Sonstige laufende Transfers	628,2	631,2	653,8	659,7	666,4	672,2	677,0	674,0
Nettoprämien für Schadenversicherungen	179,6	177,9	181,0	181,6	183,3	184,1	185,4	183,4
Schadenversicherungsleistungen	177,3	175,1	178,7	179,3	180,6	181,2	182,0	179,8
Sonstige	271,3	278,2	294,1	298,8	302,6	307,0	309,6	310,8
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>								
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto	6 882,9	7 220,6	7 594,3	7 653,6	7 713,4	7 763,4	7 746,8	7 649,1
Konsumausgaben								
Konsumausgaben für den Individualverbrauch								
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch								
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	61,0	59,6	60,3	61,5	64,3	66,3	67,0	67,9
<i>Sparen, netto</i>								
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto	524,7	588,8	705,7	693,1	675,3	652,6	598,5	491,7
Bruttoinvestitionen								
Bruttoanlageinvestitionen								
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen								
Abschreibungen	1 185,2	1 243,6	1 310,3	1 324,9	1 340,7	1 356,1	1 370,3	1 384,4
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern								
Vermögenstransfers	196,2	189,9	176,9	178,6	183,3	176,0	175,2	170,9
Vermögenswirksame Steuern	24,4	22,5	23,7	23,3	23,6	23,9	23,6	23,3
Sonstige Vermögenstransfers	171,8	167,4	153,1	155,2	159,7	152,0	151,6	147,7
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i>								

Quellen: EZB und Eurostat.

2) Das Bruttoinlandsprodukt entspricht der Bruttowertschöpfung aller inländischen Sektoren zuzüglich der Nettogütersteuern (Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen).





### 3.5 Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme, Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	2005	2006	2007	2007 Q2- 2008 Q1	2007 Q3- 2008 Q2	2007 Q4- 2008 Q3	2008 Q1- 2008 Q4	2008 Q2- 2009 Q1
<b>Finanzierungskonto, finanzielle Transaktionen</b>								
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	25,6	64,8	87,8	110,0	102,8	88,8	106,7	50,7
Bargeld und Einlagen	7,2	11,0	6,4	32,7	35,7	32,1	59,1	18,7
Geldmarktfondsanteile	-0,5	3,5	3,1	15,8	14,2	20,9	22,2	13,6
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	18,9	50,2	78,3	61,6	52,9	35,8	25,3	18,4
Langfristige Forderungen	284,3	317,1	220,4	214,1	172,9	156,3	131,9	111,6
Einlagen	17,2	76,8	51,5	27,8	15,8	0,6	-1,2	9,9
Schuldverschreibungen	133,1	126,7	92,9	83,0	74,1	90,4	70,1	72,6
Kredite	-4,1	2,5	-13,6	20,2	16,3	20,0	30,3	6,3
Börsennotierte Aktien	30,8	-1,4	-5,8	-2,9	-1,7	-9,4	-6,0	-4,4
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	19,9	28,6	29,6	44,7	39,7	41,7	34,3	26,0
Investmentzertifikate	87,4	84,1	65,8	41,3	28,5	12,8	4,5	1,2
Übrige Nettoforderungen (+)	12,2	3,2	-26,7	-20,9	-17,4	-7,8	23,7	-5,2
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schuldverschreibungen	-0,4	5,7	3,9	4,4	5,1	5,4	9,3	9,8
Kredite	17,3	35,9	21,7	44,0	18,1	4,1	21,7	-9,9
Anteilsrechte	10,6	11,5	1,7	-0,9	-1,9	-7,1	3,6	4,5
Versicherungstechnische Rückstellungen	335,5	323,9	287,0	269,6	252,2	237,8	193,1	160,2
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	292,8	310,0	283,3	264,3	242,1	222,5	179,0	152,1
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	42,6	14,0	3,6	5,4	10,2	15,3	14,2	8,1
<b>= Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	<b>-40,9</b>	<b>8,1</b>	<b>-32,8</b>	<b>-13,8</b>	<b>-15,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>34,6</b>	<b>-7,4</b>
<b>Konto sonstiger Vermögensänderungen</b>								
Sonstige Änderungen der Forderungen (+)								
Anteilsrechte	190,7	180,5	-12,0	-218,4	-327,5	-399,1	-540,5	-437,6
Übrige Nettoforderungen	76,1	-34,5	-58,7	-1,9	-19,1	-27,8	35,0	27,1
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten (-)								
Anteilsrechte	118,4	35,0	-31,4	-92,7	-148,2	-146,7	-187,7	-188,4
Versicherungstechnische Rückstellungen	137,8	52,9	-3,3	-80,8	-132,3	-188,5	-255,5	-215,5
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	146,9	56,2	-2,8	-78,1	-127,6	-180,8	-246,2	-208,6
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	-9,1	-3,3	-0,4	-2,7	-4,7	-7,7	-9,3	-6,9
<b>= Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	<b>10,6</b>	<b>58,2</b>	<b>-36,0</b>	<b>-46,8</b>	<b>-66,1</b>	<b>-91,6</b>	<b>-62,3</b>	<b>-6,6</b>
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	437,2	509,4	591,2	650,1	659,3	664,1	702,3	707,8
Bargeld und Einlagen	146,6	157,1	164,6	192,5	182,6	189,5	226,6	216,8
Geldmarktfondsanteile	75,6	81,5	82,4	95,4	94,8	98,3	102,2	109,9
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	215,0	270,8	344,1	362,2	381,9	376,3	373,5	381,1
Langfristige Forderungen	4 608,2	5 045,0	5 198,6	5 102,6	5 039,0	4 974,1	4 805,3	4 770,0
Einlagen	524,7	602,4	650,6	649,3	653,4	648,7	648,2	660,8
Schuldverschreibungen	1 776,4	1 848,5	1 893,5	1 941,7	1 921,2	1 966,9	1 974,9	2 009,1
Kredite	353,5	351,2	331,8	359,1	355,0	356,9	364,8	363,3
Börsennotierte Aktien	653,3	725,1	708,3	613,9	595,1	536,3	426,0	392,7
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	392,8	471,0	506,5	485,5	468,7	455,7	433,0	414,2
Investmentzertifikate	907,5	1 046,9	1 107,9	1 053,1	1 045,7	1 009,6	958,4	929,8
Übrige Nettoforderungen (+)	176,9	203,3	171,9	192,0	176,9	175,5	213,5	216,9
Verbindlichkeiten (-)								
Schuldverschreibungen	21,3	35,9	35,2	35,8	36,5	36,7	43,2	41,5
Kredite	136,4	167,7	187,2	221,6	211,4	206,7	212,8	219,1
Anteilsrechte	626,9	673,4	643,6	586,6	548,3	527,1	459,6	402,8
Versicherungstechnische Rückstellungen	4 558,7	4 935,5	5 219,2	5 213,0	5 237,5	5 221,3	5 156,8	5 157,7
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	3 892,0	4 258,2	4 538,7	4 526,1	4 547,7	4 530,5	4 471,5	4 469,6
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	666,7	677,3	680,5	686,9	689,8	690,8	685,4	688,1
<b>= Finanzielles Reinvermögen (Nettogeldvermögen)</b>	<b>-121,0</b>	<b>-54,7</b>	<b>-123,5</b>	<b>-112,3</b>	<b>-158,5</b>	<b>-178,0</b>	<b>-151,2</b>	<b>-126,4</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

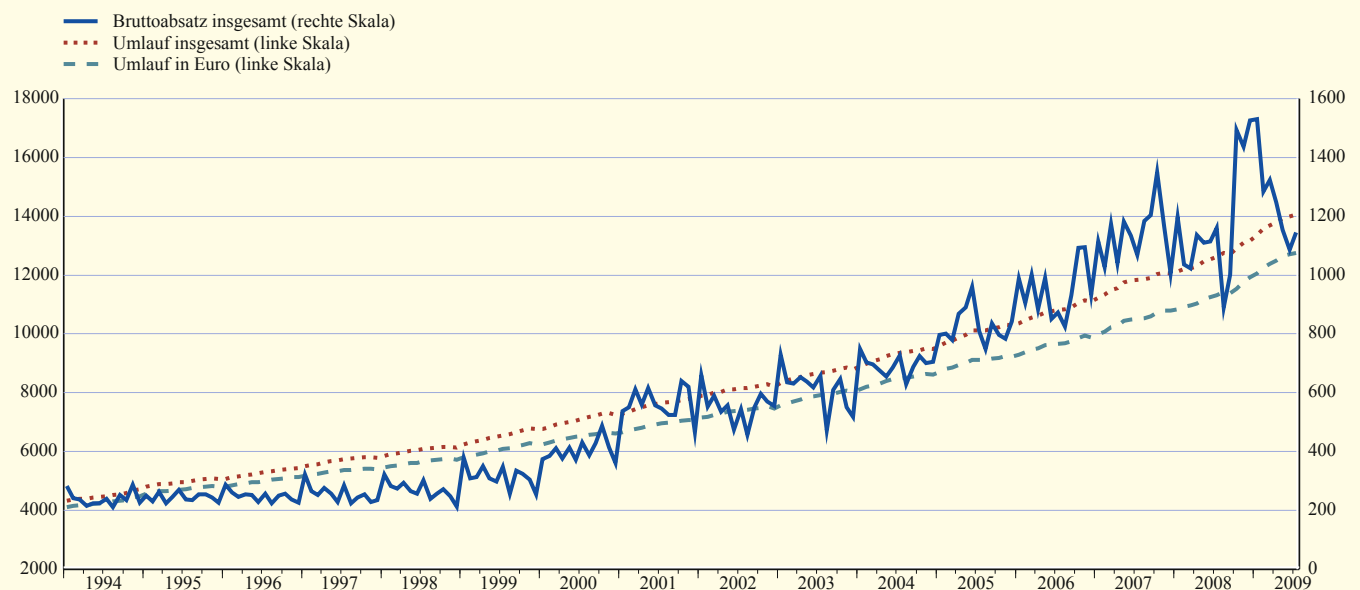
## 4.1 Wertpapiere ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen

(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					
				Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Jahreswachstumsraten	Saisonbereinigt <sup>2)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Nettoabsatz	Sechsmonatsraten
<b>Insgesamt</b>												
2008 Juli	13 506,6	1 139,6	11,2	11 308,9	1 073,9	55,6	12 614,3	1 160,7	75,0	7,1	100,9	7,1
Aug.	13 632,4	880,7	123,0	11 416,8	816,0	105,2	12 744,0	889,5	110,5	7,8	146,5	9,0
Sept.	13 635,5	1 022,1	1,5	11 384,4	930,5	-33,7	12 704,1	1 001,3	-43,2	7,0	8,1	8,7
Okt.	13 733,5	1 454,3	97,4	11 535,3	1 417,3	150,3	12 903,2	1 494,5	145,4	6,9	119,4	9,5
Nov.	13 953,5	1 422,3	218,5	11 764,4	1 369,7	227,9	13 098,0	1 437,1	213,9	8,1	193,3	11,0
Dez.	14 139,1	1 537,5	189,1	11 916,6	1 448,8	155,9	13 170,4	1 526,0	142,6	9,5	228,7	13,1
2009 Jan.	14 239,2	1 500,7	95,5	12 057,3	1 451,4	137,1	13 372,6	1 530,0	146,3	10,1	104,4	13,1
Febr.	14 431,3	1 259,2	189,7	12 243,3	1 200,0	183,8	13 576,0	1 285,5	203,4	11,1	156,1	13,1
März	14 606,0	1 318,0	173,2	12 382,0	1 229,8	137,3	13 680,3	1 323,1	148,3	11,9	132,9	15,2
April	14 683,8	1 230,4	77,5	12 482,8	1 164,1	100,4	13 794,3	1 247,1	108,4	12,1	90,6	14,6
Mai	14 888,5	1 157,4	205,3	12 653,6	1 068,0	171,6	13 930,3	1 154,4	166,8	12,0	106,9	12,9
Juni	14 973,9	1 082,7	87,2	12 711,9	1 004,0	59,9	13 996,9	1 086,8	73,0	11,9	91,5	10,5
Juli	.	.	.	12 761,1	1 066,2	51,9	14 060,7	1 146,0	67,4	11,7	101,2	10,4
<b>Langfristig</b>												
2008 Juli	12 113,9	208,9	25,2	10 055,9	178,6	30,1	11 154,0	196,7	35,7	5,3	68,4	5,7
Aug.	12 203,1	160,0	87,2	10 133,8	133,8	76,1	11 252,6	149,2	76,8	6,1	121,4	7,7
Sept.	12 192,1	183,6	-10,2	10 111,8	145,5	-21,2	11 236,2	158,6	-31,6	5,7	0,8	7,5
Okt.	12 216,6	199,0	24,8	10 147,8	182,8	36,3	11 329,3	195,4	30,8	5,3	32,9	6,7
Nov.	12 393,7	275,5	174,4	10 325,3	253,9	175,0	11 486,8	262,8	166,1	6,2	138,5	8,0
Dez.	12 572,4	362,9	179,8	10 496,5	328,3	172,7	11 581,0	340,0	153,4	7,3	165,0	9,7
2009 Jan.	12 649,7	291,7	75,1	10 587,0	276,9	89,3	11 716,3	300,3	89,9	8,2	116,4	10,6
Febr.	12 819,3	300,6	168,5	10 748,6	269,6	160,7	11 889,0	296,7	172,9	9,2	135,6	10,7
März	13 002,4	319,8	153,3	10 921,6	280,2	143,3	12 026,4	301,8	144,4	10,4	141,7	13,3
April	13 078,6	289,1	77,2	10 989,8	254,2	69,3	12 104,7	273,0	72,8	10,3	69,6	14,0
Mai	13 278,9	336,5	201,4	11 157,2	278,6	168,6	12 252,6	298,9	172,6	10,6	110,0	13,3
Juni	13 395,4	307,0	117,0	11 264,4	271,9	107,5	12 378,9	305,7	127,6	10,8	100,5	11,9
Juli	.	.	.	11 291,0	244,9	29,0	12 415,0	269,4	39,1	10,8	80,4	11,1

## A16 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien – Umlauf und Bruttoabsatz

(in Mrd €)



Quellen: EZB und BIZ (BIZ: Emissionen von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets).

- 1) Gesamte auf Euro lautende Wertpapiere (ohne Aktien), die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben wurden.
- 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	12 066	5 046	1 506	653	4 534	327	1 138	841	59	109	116	12
2008	13 170	5 268	1 929	696	4 937	340	1 177	817	74	100	162	24
2008 Q3	12 704	5 267	1 686	681	4 747	324	1 017	691	54	97	148	27
Q4	13 170	5 268	1 929	696	4 937	340	1 486	1 006	136	107	209	28
2009 Q1	13 680	5 394	2 038	719	5 187	343	1 380	922	78	92	251	35
Q2	13 997	5 432	2 119	750	5 344	351	1 163	748	62	89	244	20
2009 April	13 794	5 423	2 072	730	5 219	350	1 247	806	65	90	259	26
Mai	13 930	5 459	2 100	742	5 280	350	1 154	744	67	88	239	17
Juni	13 997	5 432	2 119	750	5 344	351	1 087	693	54	88	235	16
Juli	14 061	5 447	2 153	763	5 344	353	1 146	718	68	94	250	14
	<b>Kurzfristig</b>											
2007	1 287	787	36	100	345	18	946	754	18	101	64	9
2008	1 589	822	61	115	566	25	962	723	26	92	101	19
2008 Q3	1 468	826	62	111	457	13	849	614	25	92	94	24
Q4	1 589	822	61	115	566	25	1 220	911	38	95	152	23
2009 Q1	1 654	838	41	98	659	18	1 080	806	17	74	156	27
Q2	1 618	785	37	84	696	16	870	631	14	69	143	13
2009 April	1 690	830	42	95	705	17	974	694	16	74	173	16
Mai	1 678	832	40	89	701	15	856	626	13	64	142	10
Juni	1 618	785	37	84	696	16	781	572	15	69	113	12
Juli	1 646	779	35	84	731	17	877	615	11	77	167	7
	<b>Langfristig<sup>2)</sup></b>											
2007	10 779	4 259	1 469	553	4 189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11 581	4 446	1 868	581	4 371	315	215	95	48	8	61	4
2008 Q3	11 236	4 441	1 624	570	4 290	311	168	76	29	5	54	3
Q4	11 581	4 446	1 868	581	4 371	315	266	95	98	11	57	5
2009 Q1	12 026	4 555	1 997	621	4 528	324	300	116	61	18	96	8
Q2	12 379	4 647	2 082	666	4 648	336	293	117	47	20	101	7
2009 April	12 105	4 593	2 029	636	4 514	333	273	112	49	16	86	10
Mai	12 253	4 626	2 060	653	4 579	335	299	118	54	24	96	6
Juni	12 379	4 647	2 082	666	4 648	336	306	121	39	20	122	4
Juli	12 415	4 667	2 119	679	4 613	337	269	103	58	18	83	7
	<b>Darunter festverzinslich</b>											
2007	7 324	2 263	594	419	3 797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7 614	2 328	636	445	3 955	250	119	48	9	6	53	3
2008 Q3	7 534	2 370	619	432	3 865	248	101	42	7	3	47	2
Q4	7 614	2 328	636	445	3 955	250	120	42	13	10	53	2
2009 Q1	7 934	2 398	703	487	4 094	252	208	72	27	18	86	5
Q2	8 243	2 495	748	532	4 209	259	207	71	23	19	90	5
2009 April	7 986	2 422	719	501	4 085	258	183	62	21	15	77	7
Mai	8 108	2 461	728	519	4 139	260	208	77	20	23	84	5
Juni	8 243	2 495	748	532	4 209	259	230	74	28	18	109	2
Juli	8 258	2 511	767	545	4 175	259	180	62	24	17	72	6
	<b>Darunter variabel verzinslich</b>											
2007	3 001	1 621	857	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3 479	1 723	1 202	126	363	64	81	36	38	1	5	1
2008 Q3	3 229	1 698	978	129	362	61	53	24	21	2	4	1
Q4	3 479	1 723	1 202	126	363	64	129	39	83	1	3	2
2009 Q1	3 589	1 756	1 269	124	369	70	75	32	34	0	5	3
Q2	3 620	1 739	1 308	124	374	75	65	30	24	1	7	2
2009 April	3 605	1 763	1 285	124	360	73	72	37	27	1	5	3
Mai	3 619	1 750	1 306	123	367	73	72	26	34	1	9	1
Juni	3 620	1 739	1 308	124	374	75	50	28	11	2	7	2
Juli	3 639	1 744	1 326	123	369	76	73	30	33	0	7	1

Quelle: EZB.

1) Monatsdurchschnitte der während dieses Zeitraums getätigten Transaktionen.

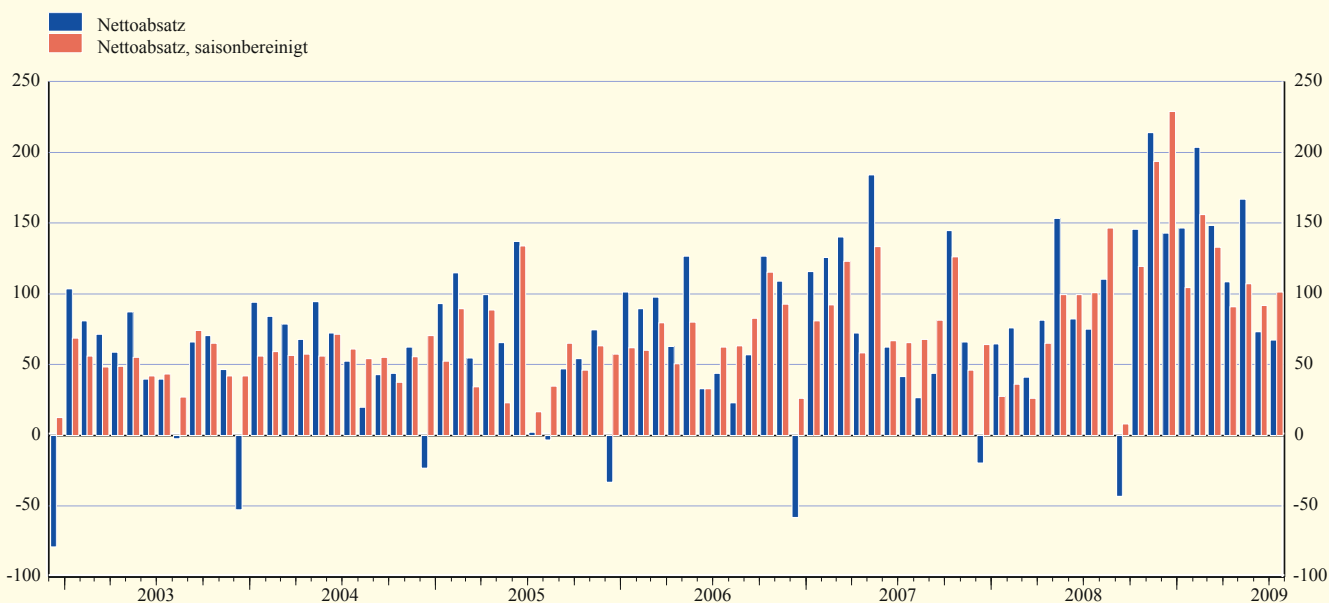
2) Die Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen und den langfristigen festverzinslichen und langfristigen variabel verzinslichen Schuldverschreibungen zusammengenommen ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

**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	83,6	40,7	27,6	4,2	9,9	1,2	83,7	41,3	27,1	4,3	10,0	1,1
2008	95,1	23,2	35,2	3,9	31,7	1,1	95,8	23,3	34,4	4,0	33,1	0,9
2008 Q3	47,4	10,9	18,6	2,0	14,7	1,2	85,2	20,0	32,9	4,7	25,3	2,2
2008 Q4	167,3	11,4	81,6	6,0	63,0	5,3	180,4	21,6	56,5	9,0	90,7	2,8
2009 Q1	166,0	40,5	35,5	7,0	82,1	0,9	131,1	21,1	45,4	5,1	56,9	2,5
2009 Q2	116,0	21,0	27,8	10,6	53,8	2,9	96,3	20,3	27,5	6,5	39,1	3,0
2009 April	108,4	28,0	31,7	10,2	31,3	7,2	90,6	16,2	37,4	6,4	23,9	6,8
2009 Mai	166,8	54,2	33,2	13,5	66,0	-0,2	106,9	30,8	30,5	5,9	39,3	0,5
2009 Juni	73,0	-19,4	18,3	8,1	64,1	1,8	91,5	13,8	14,6	7,3	54,0	1,7
2009 Juli	67,4	18,0	34,6	12,3	0,3	2,2	101,2	13,5	48,2	12,4	24,5	2,7
	<b>Langfristig</b>											
2007	61,7	23,9	27,0	2,4	7,8	0,7	61,3	24,1	26,4	2,4	7,7	0,7
2008	65,8	16,2	33,2	2,5	13,3	0,5	65,0	16,4	32,4	2,6	13,2	0,5
2008 Q3	26,9	7,4	15,2	2,6	1,3	0,5	63,5	16,2	29,6	4,1	12,2	1,5
2008 Q4	116,8	2,9	81,8	4,4	26,2	1,5	112,1	12,5	57,2	4,7	37,0	0,7
2009 Q1	135,7	25,8	42,3	12,9	51,7	3,1	131,3	17,1	52,4	14,4	44,4	3,0
2009 Q2	124,4	35,3	29,1	15,1	41,0	3,8	93,3	24,6	28,2	11,5	25,4	3,7
2009 April	72,8	36,1	30,5	13,2	-15,3	8,3	69,6	27,8	36,5	11,8	-14,3	7,7
2009 Mai	172,6	47,3	35,2	19,0	69,0	2,2	110,0	24,5	30,9	12,4	39,6	2,5
2009 Juni	127,6	22,5	21,7	13,2	69,3	1,0	100,5	21,5	17,3	10,2	50,8	0,8
2009 Juli	39,1	23,3	36,7	12,5	-34,7	1,3	80,4	22,4	51,7	13,1	-8,7	1,9

**A17 Nettoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien, saisonbereinigt und nicht saisonbereinigt**  
(in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen; Nominalwerte)



Quelle: EZB.

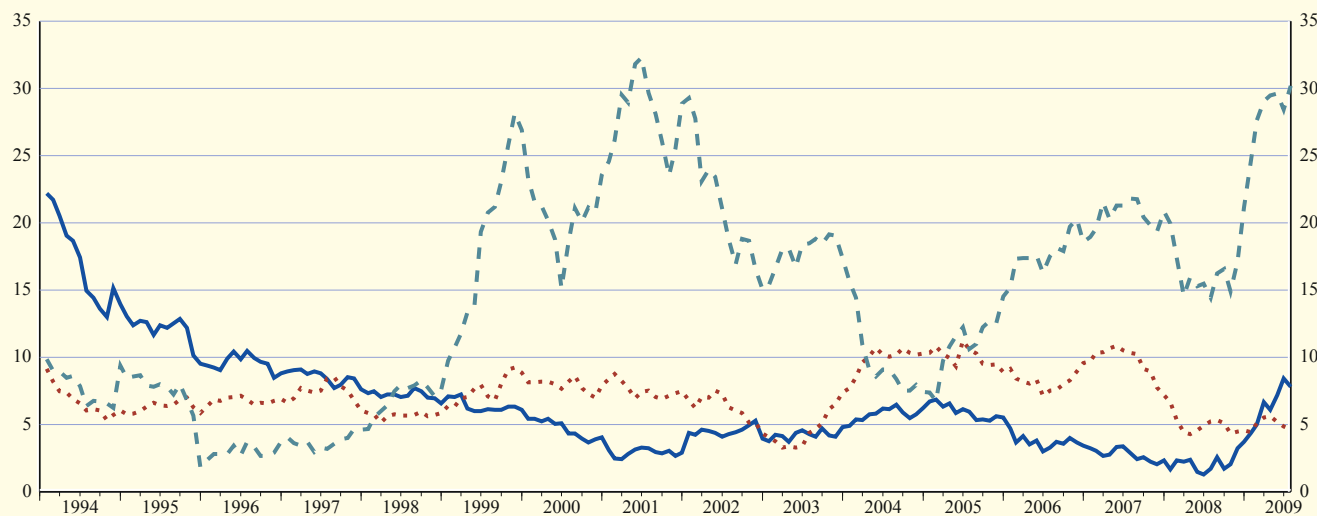
1) Monatsdurchschnitte der während dieses Zeitraums getätigten Transaktionen.

#### 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 Juli	7,1	8,6	21,5	2,7	2,1	3,3	7,1	7,0	22,4	2,0	3,6	2,4
Aug.	7,8	8,4	23,9	4,9	3,0	3,4	9,0	8,8	27,9	3,1	4,5	5,9
Sept.	7,0	6,9	23,8	6,0	2,6	2,3	8,7	8,1	28,4	5,3	3,9	5,9
Okt.	6,9	5,3	21,0	4,3	5,0	2,8	9,5	6,7	25,8	5,1	8,2	9,9
Nov.	8,1	5,7	24,0	4,2	6,7	2,8	11,0	5,1	30,8	4,9	12,5	7,1
Dez.	9,5	5,5	28,0	7,2	8,4	3,9	13,1	4,8	35,7	12,7	15,5	9,6
2009 Jan.	10,1	5,3	30,3	7,0	9,6	5,4	13,1	3,6	38,4	12,2	16,0	8,5
Febr.	11,1	6,3	32,3	8,0	10,1	6,5	13,1	3,8	36,7	13,1	16,0	7,1
März	11,9	6,5	33,4	9,0	11,5	7,9	15,2	4,9	38,5	12,8	19,5	9,9
April	12,1	6,3	33,5	10,0	11,6	10,6	14,6	6,1	41,6	15,3	14,8	11,3
Mai	12,0	5,5	33,1	9,9	12,6	9,5	12,9	5,8	35,3	15,5	12,6	11,8
Juni	11,9	4,8	30,0	11,4	13,6	9,7	10,5	4,7	24,4	10,1	11,8	10,1
Juli	11,7	4,2	31,0	12,6	13,5	9,5	10,4	4,8	24,2	13,1	10,9	10,6
	<b>Langfristig</b>											
2008 Juli	5,3	5,2	19,5	2,2	1,6	3,1	5,7	5,8	20,1	0,8	1,9	2,5
Aug.	6,1	5,3	21,6	3,1	2,5	3,5	7,7	7,2	27,0	2,1	2,8	5,0
Sept.	5,7	5,1	21,5	4,5	1,7	2,2	7,5	7,1	27,1	5,5	1,9	4,3
Okt.	5,3	4,3	19,3	3,8	2,1	1,4	6,7	6,0	23,8	4,5	2,1	5,5
Nov.	6,2	4,5	22,6	3,2	3,4	1,3	8,0	4,6	29,6	3,6	5,2	3,0
Dez.	7,3	4,6	27,0	5,5	3,8	2,1	9,7	4,0	35,8	9,7	7,1	4,3
2009 Jan.	8,2	4,4	30,9	8,2	4,4	3,3	10,6	3,1	42,6	16,0	7,1	4,1
Febr.	9,2	5,1	34,1	10,5	5,1	3,9	10,7	3,0	41,4	19,4	7,3	2,9
März	10,4	5,5	35,0	13,0	6,7	5,7	13,3	4,0	43,4	21,0	11,7	7,2
April	10,3	5,6	34,9	14,8	5,9	8,6	14,0	5,3	46,9	26,0	9,9	11,8
Mai	10,6	5,2	34,6	16,1	7,1	8,5	13,3	5,7	39,6	30,1	9,0	14,2
Juni	10,8	4,8	31,9	18,7	8,4	8,5	11,9	5,6	28,1	28,3	9,7	13,1
Juli	10,8	4,6	33,6	20,7	7,8	8,2	11,1	6,1	25,3	25,5	8,4	12,4

#### A18 Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen (Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Öffentliche Haushalte
- ... MFIs (einschließlich Eurosystem)
- - Kapitalgesellschaften ohne MFIs



Quelle: EZB.

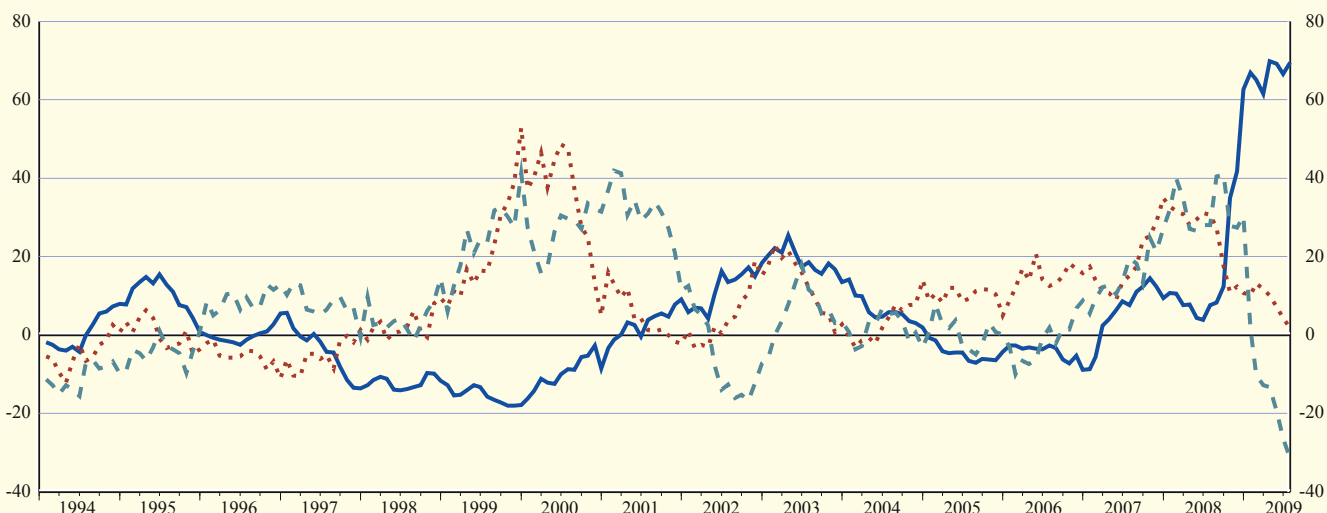
1) Zur Berechnung der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“. Die Sechsmonatsraten sind auf Jahresraten hochgerechnet.

**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
	Alle Währungen											
2007	5,2	7,2	17,0	4,0	2,5	6,6	15,8	11,1	37,8	18,6	3,8	-1,8
2008	3,0	4,9	5,7	4,2	1,5	1,4	12,9	5,5	33,7	7,1	7,6	3,2
2008 Q3	3,0	5,5	5,0	3,5	1,3	2,0	12,4	5,3	32,4	3,2	7,7	6,0
2008 Q4	3,2	4,5	4,9	4,5	2,3	-0,8	13,1	5,7	34,1	4,5	3,8	10,2
2009 Q1	6,1	5,0	13,1	12,3	5,3	1,4	15,9	5,3	45,1	0,5	0,8	11,1
2009 Q2	9,0	6,9	20,4	21,0	7,4	4,5	14,8	3,3	44,4	-1,1	-0,6	20,6
2009 Febr.	6,7	5,5	15,7	14,0	5,6	2,0	16,2	5,1	47,0	0,2	0,2	9,7
2009 März	8,4	6,6	18,1	17,6	7,3	2,6	16,4	5,0	47,2	-0,7	0,4	16,7
2009 April	8,4	6,7	19,7	20,0	6,6	5,3	15,7	4,5	45,8	-0,6	-1,5	20,3
2009 Mai	9,2	7,2	21,0	21,9	7,4	5,0	14,2	2,2	44,5	-1,8	-0,5	20,9
2009 Juni	10,2	6,9	22,5	24,8	9,1	4,2	12,6	1,3	38,9	-1,0	0,1	24,6
2009 Juli	10,3	6,7	26,0	27,9	8,6	3,7	12,5	1,5	39,6	-3,0	-2,5	24,9
	Euro											
2007	4,6	6,5	13,7	2,3	2,7	6,7	15,1	10,3	35,4	18,2	3,9	-2,4
2008	2,9	4,8	6,1	2,1	1,7	1,3	14,3	6,5	35,2	7,2	7,9	2,0
2008 Q3	2,9	5,4	6,0	1,1	1,5	1,8	14,3	6,8	34,3	3,9	8,1	4,6
2008 Q4	3,3	4,7	7,2	2,2	2,5	-1,2	15,4	7,7	36,8	5,2	4,0	9,2
2009 Q1	6,5	6,1	16,4	9,5	5,5	0,8	18,8	7,9	48,1	0,5	0,9	11,0
2009 Q2	9,6	8,8	23,3	19,2	7,6	3,9	17,5	5,4	47,5	-2,0	-0,7	22,5
2009 Febr.	7,1	6,6	19,5	11,1	5,8	1,4	19,1	7,5	50,0	0,2	0,3	10,1
2009 März	8,9	8,1	21,7	15,4	7,5	1,9	19,2	7,5	50,3	-1,5	0,3	17,7
2009 April	9,0	8,6	23,0	18,0	6,8	4,6	18,4	6,6	48,9	-1,3	-1,6	22,2
2009 Mai	9,8	9,4	23,8	20,2	7,6	4,4	17,0	4,3	47,6	-2,8	-0,6	22,9
2009 Juni	10,8	8,8	24,4	23,5	9,4	3,5	15,1	3,1	41,9	-2,0	-0,2	26,8
2009 Juli	10,9	8,8	28,0	26,5	8,8	3,0	14,9	3,5	42,0	-3,7	-3,0	27,2

**A19 Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen**  
(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Öffentliche Haushalte
- ... MFIs (einschließlich Eurosystem)
- - Kapitalgesellschaften ohne MFIs



Quelle: EZB.

1) 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“.

#### 4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Marktkurse)

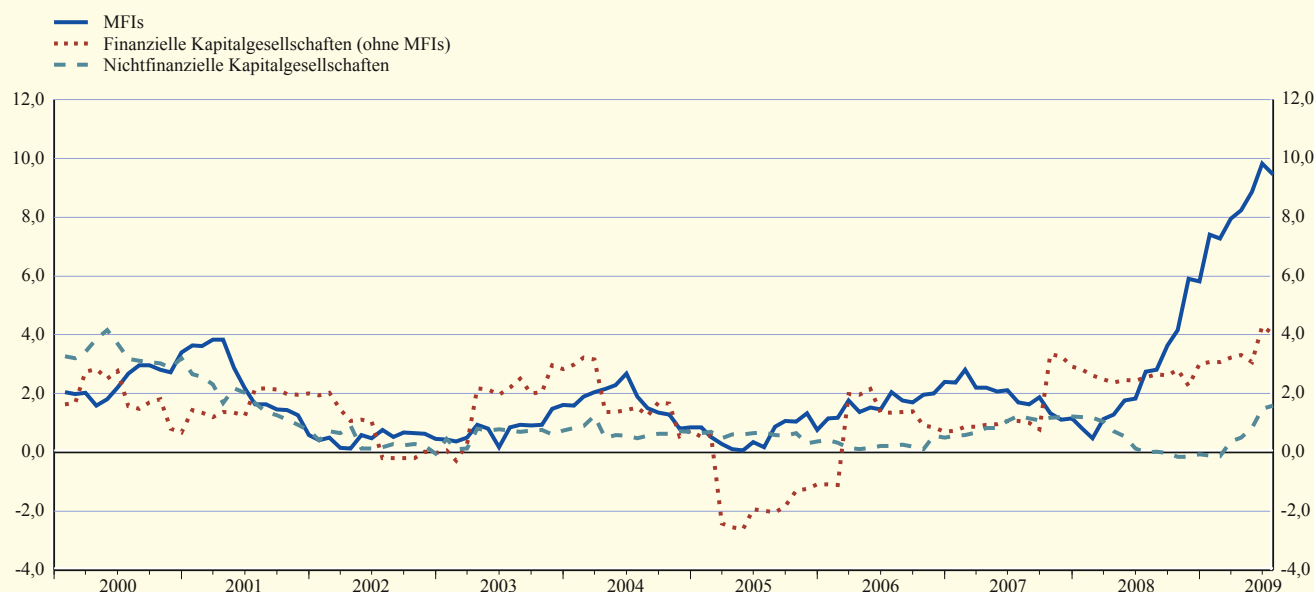
##### 1. Umlauf und Jahreswachstumsraten

(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	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	628,2	3,3	5 243,1	1,2
	Nov.	6 631,8	104,3	1,4	1 034,6	1,1	578,6	3,3	5 018,6	1,2
	Dez.	6 588,7	104,4	1,4	1 019,0	1,2	578,4	2,9	4 991,2	1,2
2008	Jan.	5 766,1	104,4	1,3	889,8	0,8	497,0	2,8	4 379,3	1,2
	Febr.	5 820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,0	2,6	4 468,7	1,2
	März	5 567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,0	2,5	4 205,6	1,1
	April	5 748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,1	2,4	4 391,6	0,7
	Mai	5 729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	496,7	2,5	4 461,7	0,6
	Juni	5 081,0	104,5	0,6	665,3	1,8	435,5	2,4	3 980,2	0,1
	Juli	4 972,6	104,6	0,6	691,6	2,8	427,9	2,5	3 853,1	0,0
	Aug.	4 999,2	104,6	0,6	665,5	2,8	438,0	2,7	3 895,6	0,0
	Sept.	4 430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	381,8	2,6	3 436,0	0,0
	Okt.	3 743,7	105,0	0,7	451,9	4,2	280,1	2,8	3 011,8	-0,1
	Nov.	3 489,3	105,2	0,9	394,5	5,9	265,1	2,3	2 829,7	-0,2
	Dez.	3 482,5	105,4	1,0	377,0	5,8	269,0	3,0	2 836,5	-0,1
2009	Jan.	3 286,8	105,6	1,1	344,6	7,4	239,9	3,1	2 702,3	-0,1
	Febr.	2 922,1	105,6	1,1	276,7	7,3	189,0	3,1	2 456,4	-0,1
	März	3 009,9	106,1	1,5	315,8	8,0	204,8	3,2	2 489,2	0,4
	April	3 435,5	106,2	1,7	414,4	8,2	249,9	3,3	2 771,3	0,5
	Mai	3 580,6	106,5	2,0	455,2	8,9	254,8	3,1	2 870,6	0,8
	Juni	3 530,7	107,3	2,7	448,5	9,8	257,9	4,3	2 824,3	1,5
	Juli	3 815,2	107,5	2,7	509,4	9,5	278,3	4,0	3 027,5	1,6

#### A20 Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

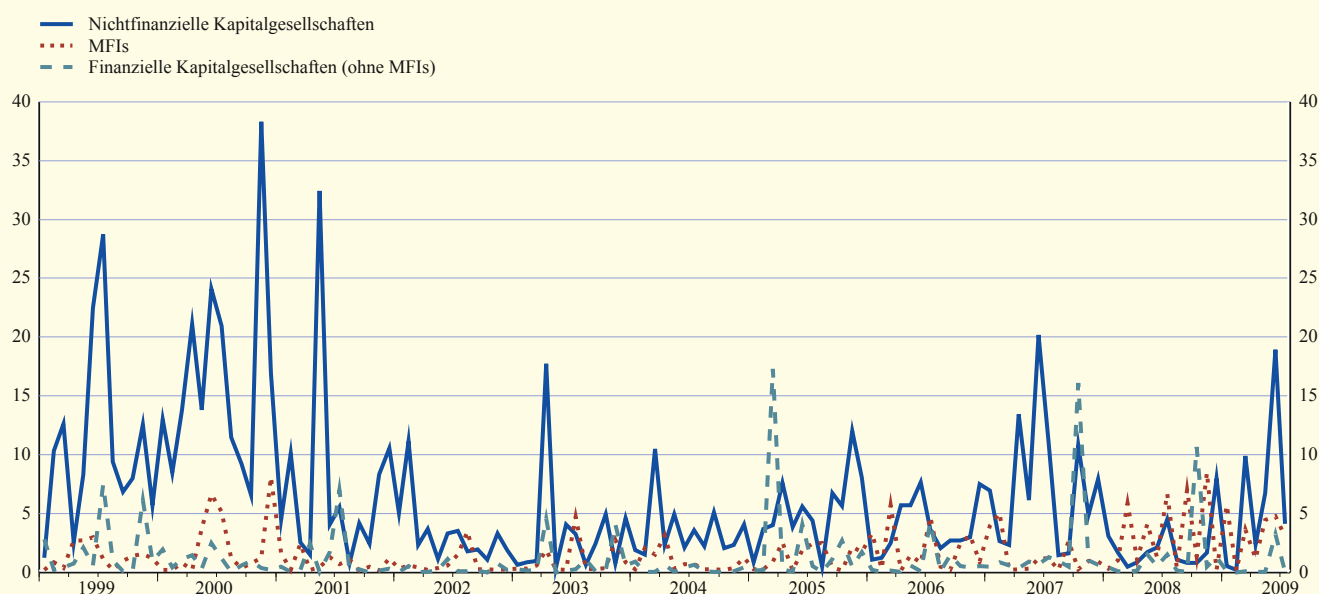
1) Zur Berechnung des Index und der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“.

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	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.	6,3	0,5	5,8	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,0	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
	März	13,6	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,1	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
	April	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
	Mai	11,2	0,3	10,9	4,4	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	6,7	0,3	6,5
	Juni	27,0	1,7	25,3	4,8	0,0	4,8	3,3	0,0	3,2	18,9	1,6	17,3
	Juli	7,2	0,2	6,9	3,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,2	3,9

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)

	Täglich fällig <sup>2)</sup>	Einlagen von privaten Haushalten					Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften			Repo-geschäfte		
		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	Sept.	1,32	4,65	4,85	3,36	2,97	4,01	2,20	4,52	5,19	4,69	4,27
	Okt.	1,34	4,77	4,85	3,57	3,01	4,12	2,20	4,26	5,12	4,57	3,66
	Nov.	1,29	4,26	4,67	3,71	3,02	4,20	1,98	3,53	4,58	4,18	3,19
	Dez.	1,16	3,75	4,35	3,69	2,95	4,17	1,63	2,87	4,23	4,09	2,63
2009	Jan.	1,02	3,27	3,90	3,52	2,88	4,08	1,28	2,25	3,81	3,78	2,05
	Febr.	0,90	2,62	3,40	3,23	2,49	3,98	1,12	1,61	3,21	3,89	1,55
	März	0,80	2,24	2,96	3,07	2,31	3,87	0,96	1,36	2,97	3,30	1,23
	April	0,66	2,01	2,70	2,87	2,22	3,75	0,80	1,15	2,64	3,07	1,12
	Mai	0,61	1,89	2,42	2,71	1,99	3,62	0,76	1,08	2,39	3,12	1,02
	Juni	0,56	1,86	2,38	2,57	1,95	3,52	0,66	1,04	2,18	2,58	0,93
	Juli	0,52	1,86	2,41	2,62	1,89	3,38	0,57	0,81	2,48	2,93	0,68
	Aug.	0,50	1,72	2,33	2,67	1,67	3,23	0,55	0,71	2,06	2,94	0,57

### 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	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	8,69	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	5,63	5,34	5,22	5,28	5,58	5,84	6,15	5,75	
	Dez.	10,46	8,22	7,03	8,39	8,50	5,09	5,06	5,10	5,13	5,30	4,99	5,75	5,29	
2009	Jan.	10,13	8,33	7,03	8,63	8,67	4,37	4,77	4,92	5,00	4,86	4,43	5,44	5,23	
	Febr.	10,14	8,15	6,65	8,49	8,38	3,97	4,54	4,80	4,89	4,60	4,08	5,03	5,16	
	März	9,94	7,51	6,51	8,31	8,05	3,65	4,33	4,61	4,72	4,37	3,83	4,72	5,05	
	April	9,71	7,43	6,50	8,27	8,05	3,38	4,19	4,55	4,67	4,22	3,54	4,69	4,90	
	Mai	9,62	7,87	6,44	8,17	8,08	3,22	4,13	4,50	4,58	4,11	3,60	4,71	4,90	
	Juni	9,54	7,30	6,36	8,03	7,83	3,12	4,01	4,51	4,58	4,03	3,54	4,76	4,95	
	Juli	9,30	7,67	6,49	8,04	8,02	3,03	4,09	4,54	4,54	4,02	3,35	4,77	4,91	
	Aug.	9,26	7,96	6,51	7,95	8,13	3,00	4,06	4,54	4,45	4,05	3,20	4,70	4,74	

### 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	
		1	2	3	4	5	6	7
2008	Sept.	6,91	6,34	6,37	5,64	5,62	5,83	5,64
	Okt.	6,89	6,52	6,35	5,57	5,59	5,75	5,08
	Nov.	6,66	6,04	6,10	5,41	4,86	5,02	4,97
	Dez.	6,26	5,38	5,78	5,32	4,28	4,50	4,76
2009	Jan.	5,68	4,73	5,46	5,24	3,52	3,96	4,58
	Febr.	5,40	4,32	5,25	4,96	3,12	3,52	4,23
	März	5,10	4,03	5,07	4,75	2,85	3,22	3,87
	April	4,76	3,82	5,02	4,60	2,55	3,34	4,01
	Mai	4,67	3,73	5,01	4,52	2,49	3,22	3,96
	Juni	4,58	3,64	4,86	4,50	2,57	3,08	3,70
	Juli	4,34	3,57	4,79	4,32	2,38	2,89	3,90
	Aug.	4,25	3,42	4,68	4,23	2,32	2,81	3,83

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 Zinssätze der MFls für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFls im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>

(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	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	4,41	3,07	2,95	4,17	1,63	4,01	4,30	3,56
2009	Jan.	1,02	4,16	3,10	2,88	4,08	1,28	3,49	4,11	3,09
	Febr.	0,90	3,98	3,17	2,49	3,98	1,12	3,19	4,00	2,68
	März	0,80	3,78	3,06	2,31	3,87	0,96	2,82	3,87	2,29
	April	0,66	3,54	3,11	2,22	3,75	0,80	2,53	3,84	1,95
	Mai	0,61	3,38	3,04	1,99	3,62	0,76	2,41	3,70	1,79
	Juni	0,56	3,25	3,07	1,95	3,52	0,66	2,21	3,65	1,63
	Juli	0,52	3,07	3,03	1,89	3,38	0,57	1,99	3,53	1,53
	Aug.	0,50	2,94	3,00	1,67	3,23	0,55	1,92	3,42	1,53

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	Sept.	5,77	5,03	5,14	9,38	7,47	6,47	6,39	5,90	5,54
	Okt.	5,78	5,06	5,17	9,45	7,48	6,47	6,43	5,99	5,58
	Nov.	5,71	5,01	5,16	9,24	7,48	6,46	6,16	5,81	5,51
	Dez.	5,49	4,90	5,08	9,02	7,38	6,38	5,72	5,42	5,27
2009	Jan.	5,22	4,72	4,93	8,72	7,22	6,22	5,11	4,89	4,89
	Febr.	5,14	4,75	4,91	8,61	7,27	6,21	4,77	4,59	4,74
	März	4,92	4,63	4,78	8,43	7,08	6,07	4,41	4,28	4,48
	April	4,70	4,49	4,65	8,19	7,00	5,92	4,12	3,97	4,25
	Mai	4,59	4,45	4,56	8,08	6,92	5,84	4,01	3,84	4,12
	Juni	4,51	4,40	4,46	7,98	6,91	5,79	3,93	3,72	4,00
	Juli	4,32	4,31	4,36	7,82	6,79	5,70	3,73	3,59	3,81
	Aug.	4,24	4,24	4,28	7,80	6,73	5,65	3,65	3,50	3,72

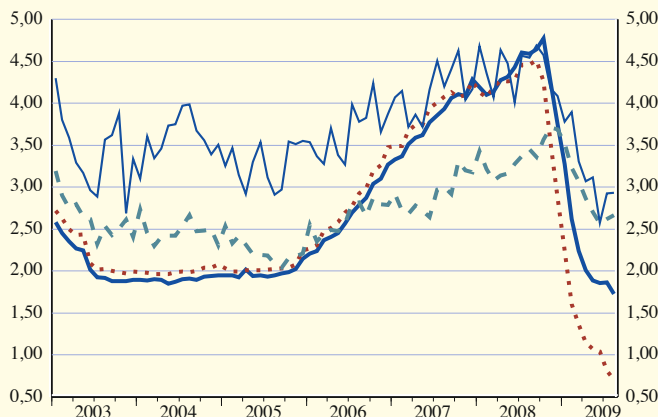
A22 Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit

(in % p. a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

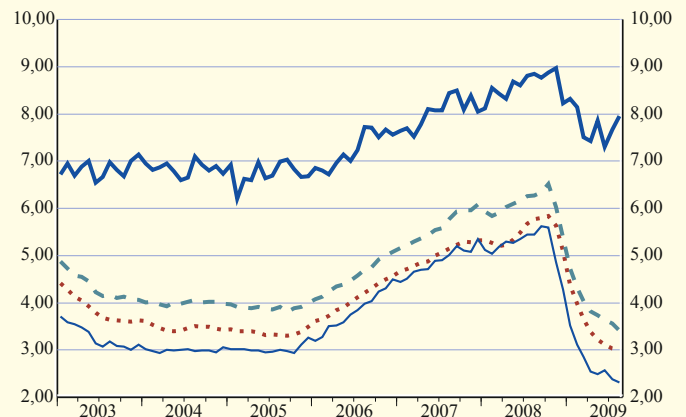
A23 Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr

(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.

1) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.



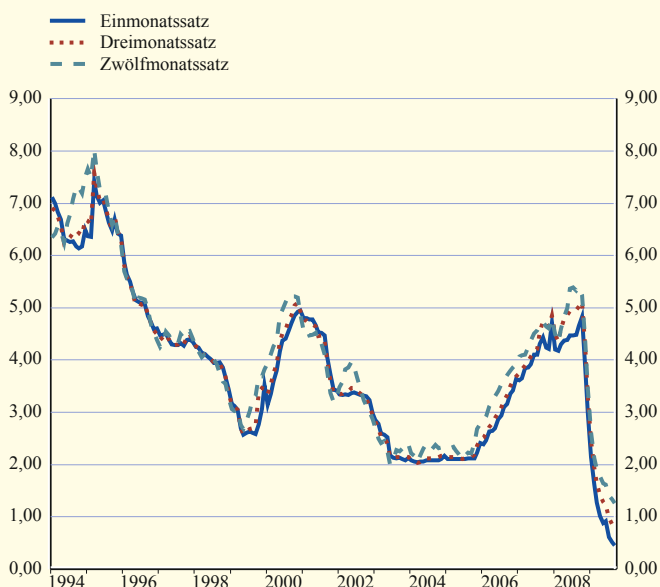
## 4.6 Geldmarktsätze

(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 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
Q2	0,77	0,94	1,31	1,51	1,67	0,84	0,53
Q3	0,36	0,53	0,87	1,13	1,34	0,41	0,40
2008 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
Mai	0,78	0,88	1,28	1,48	1,64	0,82	0,53
Juni	0,70	0,91	1,23	1,44	1,61	0,62	0,49
Juli	0,36	0,61	0,97	1,21	1,41	0,52	0,43
Aug.	0,35	0,51	0,86	1,12	1,33	0,42	0,40
Sept.	0,36	0,46	0,77	1,04	1,26	0,30	0,36

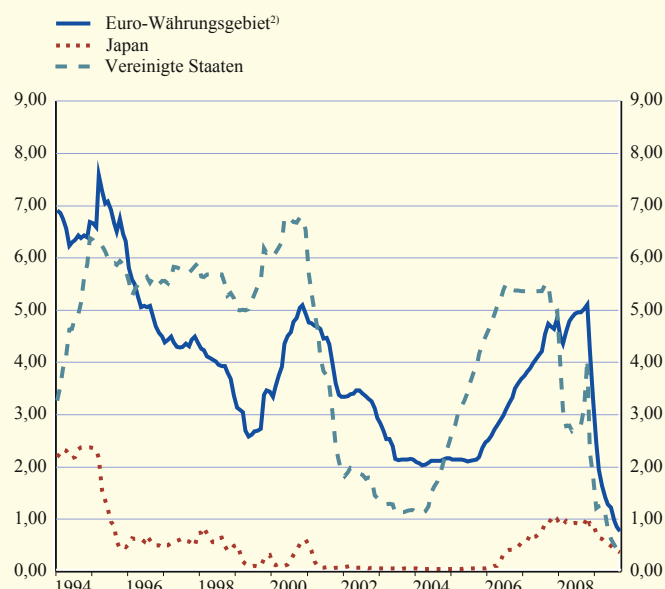
## A24 Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet<sup>2)</sup>

(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“.

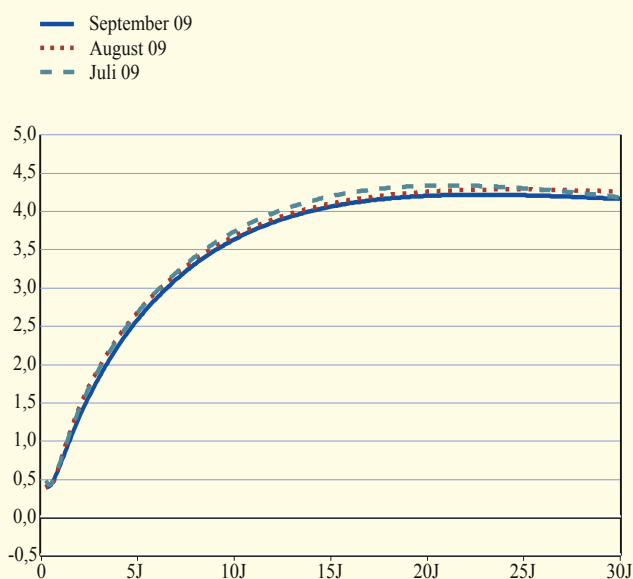
#### 4.7 Zinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>

(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	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	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	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2008 Q2	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
2008 Q3	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
2008 Q4	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 Q1	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
2009 Q2	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
2008 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
2008 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
2008 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
2008 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
2009 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
2009 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
2009 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
2009 Mai	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61
2009 Juni	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
2009 Juli	0,49	0,74	1,43	2,68	3,21	3,74	3,26	2,31	1,49	2,62	4,21	5,13
2009 Aug.	0,44	0,74	1,46	2,69	3,19	3,68	3,24	2,22	1,55	2,66	4,16	4,95
2009 Sept.	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96

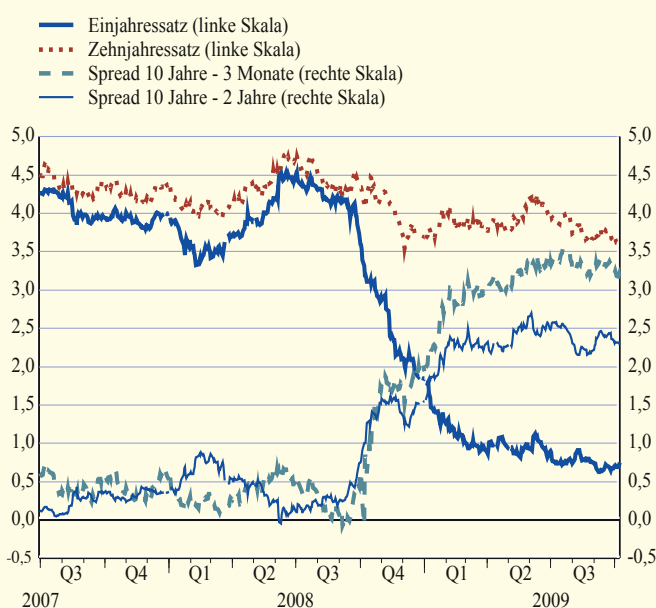
#### A26 Kassazinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets

(in % p. a.; Stand am Ende des Berichtszeitraums)



#### A27 Kassazinsätze und Spreads im Euro-Währungsgebiet

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



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“.

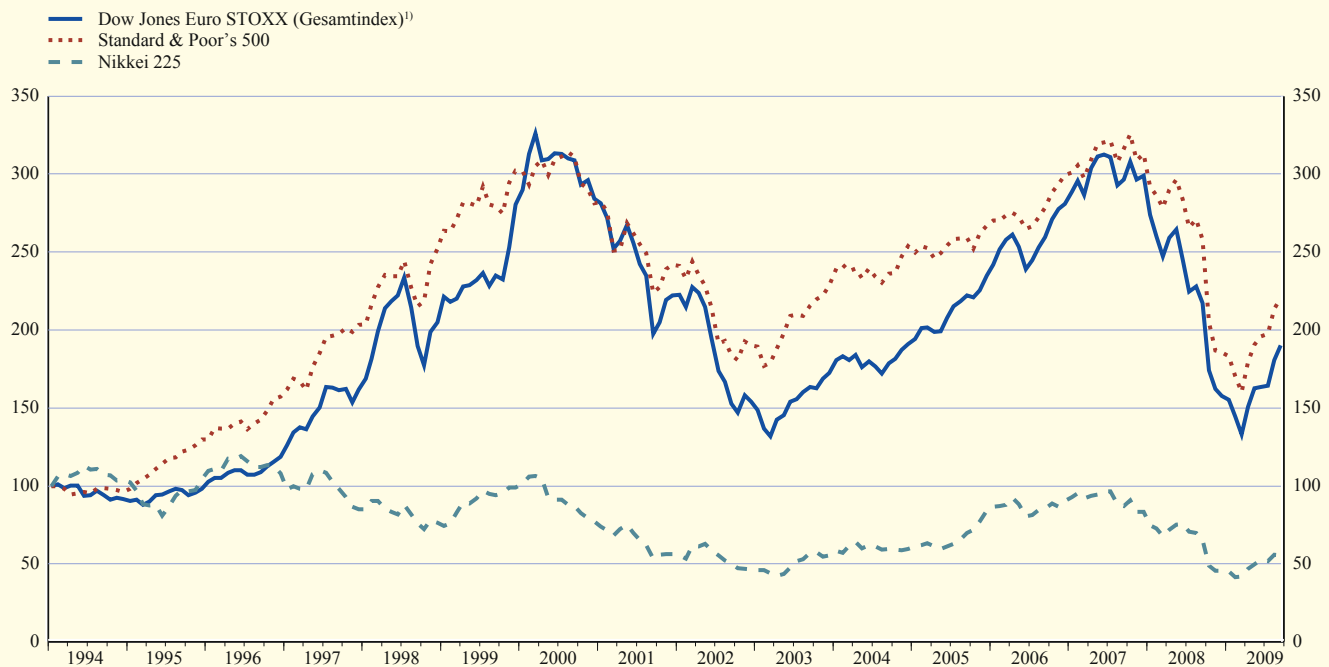
## 4.8 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX <sup>1)</sup>											Vereinigte Staaten Standard & Poor's 500	Japan Nikkei 225	
	Benchmark		Hauptbranchen											
	Gesamt-index	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 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
2008 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
2009 Q2	220,5	2 376,6	326,9	136,6	229,5	287,3	158,6	251,0	201,1	337,7	351,5	343,8	892,0	9 274,8
2009 Q3	247,2	2 660,6	369,0	142,0	257,1	296,8	192,7	286,0	211,3	361,1	386,0	365,1	994,6	10 128,8
2008 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
2008 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
2008 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
2008 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
2009 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
2009 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
2009 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
2009 Mai	225,7	2 426,7	331,6	140,1	233,8	296,0	164,5	259,8	203,1	346,3	348,0	346,7	901,7	9 257,7
2009 Juni	226,7	2 449,0	341,0	135,3	235,9	298,3	166,8	255,5	204,3	343,8	349,6	357,0	926,1	9 810,3
2009 Juli	228,0	2 462,1	337,9	134,8	243,7	288,6	170,6	256,8	198,8	334,7	364,8	352,9	934,1	9 678,3
2009 Aug.	250,7	2 702,7	377,6	142,1	261,8	293,2	198,6	290,3	208,5	365,7	387,2	364,1	1 009,7	10 430,4
2009 Sept.	264,0	2 827,9	393,3	149,5	266,5	308,7	210,2	312,5	227,2	384,4	407,0	378,8	1 044,6	10 302,9

## 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“.





**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
<b>Lohnstückkosten<sup>2)</sup></b>								
2005	109,0	1,2	8,4	-0,5	3,2	0,7	2,1	2,1
2006	110,0	0,9	2,3	-0,5	3,3	0,5	2,0	2,1
2007	111,7	1,5	1,8	0,5	4,1	0,5	2,4	1,8
2008	115,2	3,2	-0,5	3,6	2,4	3,2	2,9	3,1
2008 Q2	114,7	2,8	-1,6	1,4	2,4	2,4	2,5	4,3
Q3	115,6	3,5	-1,1	4,2	2,7	4,5	3,2	2,5
Q4	117,9	4,6	-0,3	9,8	2,2	5,1	2,3	3,1
2009 Q1	120,0	5,8	1,6	16,5	1,8	6,8	0,2	3,2
Q2	120,2	4,8	1,9	14,8	0,2	5,7	1,4	1,7
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>								
2005	112,3	2,0	2,5	1,9	2,2	1,9	2,4	1,9
2006	114,9	2,3	3,3	3,4	3,5	1,6	2,3	1,7
2007	117,7	2,5	3,6	2,7	2,8	1,9	2,4	2,5
2008	121,4	3,1	2,8	3,0	3,8	2,8	2,5	3,6
2008 Q2	121,1	3,1	2,2	2,7	3,6	2,1	2,3	4,5
Q3	121,9	3,5	3,2	3,1	4,2	4,0	3,0	3,4
Q4	122,5	2,9	2,7	2,7	3,8	2,9	2,0	3,4
2009 Q1	122,5	1,8	3,3	0,4	2,6	2,3	0,5	3,1
Q2	123,0	1,6	3,6	-0,5	3,4	2,5	2,0	1,9
<b>Arbeitsproduktivität<sup>3)</sup></b>								
2005	103,1	0,7	-5,4	2,4	-1,0	1,2	0,2	-0,2
2006	104,5	1,3	1,0	3,9	0,2	1,1	0,3	-0,4
2007	105,5	1,0	1,7	2,2	-1,2	1,4	0,1	0,7
2008	105,4	-0,1	3,3	-0,6	1,3	-0,4	-0,4	0,5
2008 Q2	105,6	0,3	3,9	1,3	1,1	-0,3	-0,2	0,1
Q3	105,5	0,0	4,4	-1,0	1,5	-0,4	-0,2	0,8
Q4	103,9	-1,7	3,0	-6,5	1,5	-2,1	-0,3	0,4
2009 Q1	102,1	-3,7	1,7	-13,8	0,8	-4,2	0,3	-0,1
Q2	102,4	-3,1	1,7	-13,3	3,2	-3,0	0,5	0,3

**5. Arbeitskosten pro Stunde<sup>1), 4)</sup>**

	Insgesamt (saison- bereinigter Index 2008 = 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	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2005	92,2	2,2	2,3	2,0	2,1	1,6	2,3	2,1
2006	94,3	2,3	2,4	2,3	3,3	1,4	1,9	2,3
2007	96,7	2,5	2,9	1,5	2,2	2,6	2,7	2,1
2008	99,9	3,4	3,4	3,3	3,9	4,1	3,1	3,2
2008 Q2	99,2	2,5	2,5	2,4	2,5	3,8	2,3	2,9
Q3	100,4	3,6	3,6	3,5	3,1	3,7	3,8	3,4
Q4	101,4	4,2	4,1	4,6	6,0	4,7	3,2	3,6
2009 Q1	102,3	3,6	3,4	4,1	5,6	3,0	2,5	3,2
Q2	103,3	4,0	3,9	4,2	5,3	4,5	3,2	2,8

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).

1) Die Angaben beziehen sich auf die 16 Euro-Länder.

2) Quotient aus dem Arbeitnehmerentgelt (in jeweiligen Preisen) je Arbeitnehmer und der Wertschöpfung (Volumen) je Erwerbstätigen.

3) Wertschöpfung (Volumen) je Erwerbstätigen.

4) Arbeitskosten pro Stunde in der Gesamtwirtschaft ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen. Differenzen zwischen geschätzten Komponenten und den Summen aufgrund des unterschiedlichen Abdeckungsgrads.

5) Experimentelle Daten (weitere Einzelheiten finden sich auf der Website der EZB).

6) Im Jahr 2008.

## 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	8 140,1	8 021,0	4 669,2	1 664,4	1 681,1	6,3	119,1	3 114,3	2 995,2
2006	8 557,1	8 460,9	4 872,9	1 733,3	1 831,0	23,7	96,3	3 470,2	3 374,0
2007	9 002,2	8 863,7	5 064,5	1 801,6	1 970,1	27,5	138,5	3 746,0	3 607,5
2008	9 263,2	9 168,4	5 232,7	1 892,2	2 002,0	41,5	94,7	3 880,8	3 786,0
2008 Q2	2 325,0	2 291,9	1 308,4	473,9	507,3	2,3	33,0	992,2	959,2
Q3	2 327,2	2 311,5	1 317,4	474,9	502,8	16,3	15,7	991,2	975,5
Q4	2 297,1	2 284,3	1 306,4	480,6	483,2	14,0	12,8	908,5	895,7
2009 Q1	2 241,9	2 235,4	1 288,9	487,9	455,0	3,5	6,5	803,4	796,9
Q2	2 238,1	2 218,4	1 291,6	493,5	446,5	-13,3	19,7	785,0	765,2
<i>In % des BIP</i>									
2008	100,0	99,0	56,5	20,4	21,6	0,4	1,0	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise, saisonbereinigt<sup>4)</sup>)</i>									
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>									
2008 Q2	-0,3	-0,6	-0,4	0,8	-1,3	-	-	-0,5	-1,1
Q3	-0,4	0,1	0,0	0,5	-1,5	-	-	-1,0	0,3
Q4	-1,8	-0,7	-0,5	0,6	-3,5	-	-	-7,0	-4,6
2009 Q1	-2,5	-2,0	-0,5	0,6	-5,4	-	-	-9,2	-7,9
Q2	-0,2	-0,7	0,1	0,7	-1,5	-	-	-1,5	-2,9
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>									
2005	1,7	1,9	1,8	1,5	3,2	-	-	5,0	5,7
2006	3,0	2,9	2,1	2,0	5,5	-	-	8,3	8,3
2007	2,8	2,4	1,6	2,2	4,9	-	-	6,1	5,3
2008	0,7	0,6	0,4	2,1	-0,3	-	-	1,2	1,1
2008 Q2	1,5	0,8	0,5	2,1	1,2	-	-	4,0	2,5
Q3	0,4	0,3	0,0	2,2	-0,9	-	-	1,3	1,0
Q4	-1,8	-0,5	-0,7	2,4	-5,5	-	-	-6,6	-3,7
2009 Q1	-4,9	-3,1	-1,4	2,6	-11,2	-	-	-16,8	-12,8
Q2	-4,8	-3,2	-0,9	2,5	-11,4	-	-	-17,7	-14,4
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>									
2008 Q2	-0,3	-0,6	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,2	-	-
Q3	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,4	-0,5	-	-
Q4	-1,8	-0,7	-0,3	0,1	-0,8	0,2	-1,1	-	-
2009 Q1	-2,5	-2,0	-0,3	0,1	-1,1	-0,6	-0,5	-	-
Q2	-0,2	-0,7	0,0	0,2	-0,3	-0,6	0,5	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>									
2005	1,7	1,8	1,1	0,3	0,6	-0,2	-0,1	-	-
2006	3,0	2,9	1,2	0,4	1,1	0,1	0,1	-	-
2007	2,8	2,4	0,9	0,4	1,0	0,0	0,4	-	-
2008	0,7	0,6	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2008 Q2	1,5	0,8	0,3	0,4	0,3	-0,2	0,6	-	-
Q3	0,4	0,3	0,0	0,4	-0,2	0,1	0,2	-	-
Q4	-1,8	-0,5	-0,4	0,5	-1,2	0,6	-1,3	-	-
2009 Q1	-4,9	-3,1	-0,8	0,5	-2,5	-0,4	-1,9	-	-
Q2	-4,8	-3,2	-0,5	0,5	-2,5	-0,7	-1,6	-	-

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>**

	<b>Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)</b>							<b>Gütersteuern abzüglich Güter- subventionen</b>
	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	7 295,2	143,7	1 481,3	439,8	1 540,9	2 018,0	1 671,4	844,9
2006	7 643,0	141,7	1 563,6	476,8	1 596,9	2 132,5	1 731,5	914,1
2007	8 043,1	152,3	1 640,1	513,5	1 670,4	2 264,7	1 802,1	959,0
2008	8 316,5	149,1	1 663,4	536,1	1 727,5	2 359,6	1 880,9	946,6
2008 Q2	2 086,5	37,7	424,0	133,9	431,7	589,3	469,9	238,5
Q3	2 088,9	36,5	418,6	135,3	434,4	593,1	471,0	238,3
Q4	2 066,6	35,9	396,6	132,7	429,7	593,6	478,0	230,5
2009 Q1	2 018,4	36,0	360,3	130,9	418,1	588,0	485,0	223,5
Q2	2 016,2	35,4	351,1	130,4	419,5	590,0	489,8	221,9
	<i>In % der Wertschöpfung</i>							
2008	100,0	1,8	20,0	6,4	20,8	28,4	22,6	-
	<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise, saisonbereinigt <sup>2)</sup>)</i>							
	<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>							
2008 Q2	-0,3	-0,1	-1,0	-2,1	-0,5	0,4	0,3	-0,9
Q3	-0,4	-0,1	-1,9	-1,5	-0,3	0,0	0,6	-0,1
Q4	-1,8	0,6	-6,2	-1,8	-1,8	-0,6	0,3	-2,0
2009 Q1	-2,5	-0,7	-8,3	-1,1	-2,9	-0,8	0,1	-2,7
Q2	-0,2	0,2	-1,9	-0,4	0,0	-0,1	0,6	0,3
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2005	1,7	-6,1	1,3	1,6	1,9	2,7	1,3	1,9
2006	3,0	-0,8	3,6	2,9	2,8	4,1	1,4	3,3
2007	3,0	0,2	2,5	2,6	3,4	4,1	1,9	0,9
2008	0,9	1,8	-0,8	-0,9	0,8	-1,9	1,7	-1,1
2008 Q2	1,7	1,9	1,7	-0,1	1,4	2,4	1,5	-0,4
Q3	0,7	2,8	-1,2	-1,4	0,4	1,6	1,8	-1,4
Q4	-1,7	2,2	-7,7	-3,8	-1,9	0,4	1,7	-2,5
2009 Q1	-4,9	-0,3	-16,5	-6,1	-5,4	-0,9	1,3	-5,6
Q2	-4,8	-0,1	-17,2	-4,5	-4,8	-1,4	1,6	-4,4
	<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>							
2008 Q2	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-
Q3	-0,4	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-
Q4	-1,8	0,0	-1,2	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	-
2009 Q1	-2,5	0,0	-1,6	-0,1	-0,6	-0,2	0,0	-
Q2	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	-
	<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>							
2005	1,7	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,7	0,3	-
2006	3,0	0,0	0,7	0,2	0,6	1,1	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,5	0,2	0,7	1,2	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,5	0,4	-
2008 Q2	1,7	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	-1,7	0,0	-1,6	-0,2	-0,4	0,1	0,4	-
2009 Q1	-4,9	0,0	-3,4	-0,4	-1,1	-0,3	0,3	-
Q2	-4,8	0,0	-3,5	-0,3	-1,0	-0,4	0,3	-

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 (saison- bereinigter Index 2005 = 100)	Insgesamt	Verarbeiten- des Gewerbe	Industrie ohne Baugewerbe und Energie					Energie			
					Zu- sammen	Vorleistungsgüter	Investitions- güter	Konsumgüter					
								Zu- sammen	Ge- brauchs- güter				Ver- brauchs- güter
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2006	4,0	104,3	4,2	4,6	4,7	4,9	6,0	2,9	4,4	2,7	0,6	3,0	
2007	3,2	108,1	3,7	4,1	4,3	3,7	6,7	2,3	1,3	2,5	-0,9	1,1	
2008	-2,4	106,2	-1,7	-1,9	-2,0	-3,4	-0,3	-2,0	-5,6	-1,4	0,2	-4,7	
2008	Q3	105,5	-1,4	-1,5	-1,7	-2,1	-0,6	-2,2	-7,2	-1,5	-0,4	-5,0	
	Q4	99,0	-9,0	-9,3	-9,5	-13,4	-8,6	-4,8	-11,9	-3,6	-4,4	-8,4	
2009	Q1	91,6	-18,4	-20,2	-20,6	-25,3	-23,8	-7,5	-20,3	-5,4	-4,4	-10,3	
	Q2	89,2	-18,5	-19,5	-19,9	-24,0	-24,2	-6,1	-21,3	-3,5	-8,7	-7,3	
2009	Febr.	91,2	-19,3	-21,2	-21,7	-25,8	-25,5	-8,6	-21,9	-6,5	-3,5	-12,5	
	März	90,2	-19,3	-20,4	-20,7	-26,0	-23,2	-7,6	-20,6	-5,4	-10,1	-8,3	
	April	88,8	-21,3	-22,0	-22,6	-27,0	-27,3	-7,6	-21,0	-5,2	-12,5	-5,6	
	Mai	89,4	-17,6	-18,6	-18,8	-23,1	-23,0	-5,3	-19,5	-2,8	-7,6	-8,5	
	Juni	89,3	-16,6	-17,8	-18,3	-22,0	-22,3	-5,4	-23,4	-2,5	-5,5	-7,8	
	Juli	89,0	-15,9	-16,9	-17,6	-19,8	-23,6	-3,9	-20,7	-1,2	-6,3	-10,3	
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>													
2009	Febr.	-2,4	-	-2,5	-2,3	-2,4	-2,1	-3,2	-1,7	-3,5	-1,4	-2,1	-1,7
	März	-0,8	-	-1,1	-1,0	-0,7	-1,5	0,1	-0,3	-0,5	-0,2	-4,0	0,6
	April	-1,2	-	-1,5	-1,0	-1,5	-1,4	-2,9	-0,1	-0,6	0,1	-1,4	0,0
	Mai	0,1	-	0,7	0,3	0,8	0,7	1,0	0,4	-1,6	0,7	1,8	-2,0
	Juni	-0,3	-	-0,2	-0,3	-0,5	-0,2	-0,6	-0,2	-3,2	0,1	2,3	-0,3
	Juli	-1,1	-	-0,3	-0,2	-0,4	0,4	-2,2	0,4	0,0	0,4	-0,7	-1,7

### 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	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren		Insgesamt		
					Textilien, Bekleidung, Schuhe					Haushalts- ausstattung				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2006	110,9	10,3	108,3	8,0	3,4	102,4	2,5	1,1	3,6	3,1	5,4	978	3,3	
2007	120,3	8,7	115,0	6,5	2,8	104,1	1,6	0,1	2,7	3,5	2,4	970	-0,9	
2008	113,6	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,3	-0,8	-1,7	-0,3	-1,7	-1,9	893	-7,9	
2008	Q3	114,7	-1,3	118,3	4,3	103,1	-1,1	-1,8	-0,6	-1,0	-2,9	889	-8,7	
	Q4	95,0	-22,4	107,3	-7,5	102,4	-1,7	-2,2	-1,4	-3,1	-2,7	827	-18,5	
2009	Q1	84,5	-31,7	95,1	-21,6	101,8	-2,5	-3,6	-1,8	-0,3	-6,1	834	-12,6	
	Q2	84,7	-30,4	93,9	-23,2	101,5	-1,7	-1,4	-1,9	-2,0	-5,4	936	4,0	
2009	März	84,3	-26,3	94,2	-15,8	101,7	-2,2	-3,9	-0,9	1,3	-6,3	865	-5,8	
	April	84,0	-35,1	94,0	-25,9	101,9	-1,2	-0,7	-1,8	-0,1	-5,5	898	-3,7	
	Mai	83,3	-30,3	94,3	-23,4	101,4	-2,4	-2,1	-2,6	-4,4	-5,9	945	5,7	
	Juni	86,6	-25,6	93,4	-20,4	101,4	-1,6	-1,4	-1,4	-1,4	-4,7	965	10,0	
	Juli	88,6	-24,6	95,0	-20,3	101,2	-1,5	-1,7	-1,6	0,6	-3,5	945	6,9	
	Aug.	.	.	.	.	101,0	-2,3	-1,3	-3,2	.	.	955	5,9	
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>														
2009	April	-	-0,3	-	-0,3	0,1	-	0,2	1,1	-0,3	-0,7	0,2	-	3,8
	Mai	-	-0,8	-	0,3	-0,6	-	-0,5	-0,6	-0,4	-0,5	-	-	5,2
	Juni	-	4,0	-	-0,9	-0,1	-	0,0	-0,2	0,0	0,1	-	-	2,2
	Juli	-	2,2	-	1,7	-0,3	-	-0,2	-0,4	-0,2	1,1	-	-	-2,1
	Aug.	-	.	-	.	0,2	-	-0,2	0,5	-0,6	.	-	-	1,0

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 61,2%.

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					Vertrauensindikator für die Verbraucher				
		Vertrauensindikator für die Industrie				Kapazitätsauslastung <sup>3)</sup> (in %)	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	106,9	2	0	6	13	83,1	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,9	4	5	5	13	84,1	-5	-2	-4	5	-8
2008	91,1	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	23	-14
2008 Q3	89,9	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	23	-14
Q4	75,6	-25	-36	18	-22	78,1	-27	-11	-34	49	-14
2009 Q1	65,7	-36	-56	20	-31	72,5	-33	-11	-41	64	-14
Q2	70,2	-33	-62	18	-21	69,9	-28	-9	-34	59	-11
Q3	79,9	-26	-58	12	-9	.	-21	-5	-20	51	-9
2009 April	67,3	-35	-60	20	-25	70,3	-31	-10	-38	63	-11
Mai	70,2	-33	-61	18	-21	-	-28	-9	-33	58	-13
Juni	73,2	-32	-63	16	-16	-	-25	-7	-29	55	-9
Juli	76,0	-30	-61	14	-13	69,5	-23	-6	-23	53	-10
Aug.	80,8	-25	-56	13	-8	-	-22	-5	-21	53	-9
Sept.	82,8	-24	-56	10	-7	-	-19	-4	-15	48	-10

	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 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
Q2	-34	-42	-25	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
Q3	-32	-41	-22	-14	-19	10	-13	-12	-19	-13	-6
2009 April	-34	-41	-26	-20	-26	11	-22	-24	-32	-22	-19
Mai	-34	-44	-23	-14	-18	8	-17	-23	-29	-25	-14
Juni	-33	-42	-24	-17	-24	9	-17	-20	-26	-22	-11
Juli	-33	-41	-25	-13	-16	10	-14	-18	-24	-19	-9
Aug.	-32	-40	-23	-14	-20	10	-12	-11	-16	-10	-5
Sept.	-31	-42	-19	-15	-21	10	-14	-9	-15	-10	-2

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	17,1	7,5	25,6	15,9	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	141,846	1,0	1,0	0,5	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,148	1,6	1,8	0,7	-1,8	-0,3	2,7	1,7	3,9	1,8
2007	146,712	1,8	2,0	0,8	-1,5	0,3	3,9	2,0	4,1	1,2
2008	147,821	0,8	0,9	-0,3	-1,4	-0,2	-2,2	1,3	2,2	1,1
2008 Q2	148,164	1,1	1,3	-0,2	-1,8	0,3	-1,4	1,6	2,6	1,4
Q3	147,743	0,5	0,8	-0,9	-1,7	-0,1	-2,7	0,9	1,8	1,0
Q4	147,304	0,0	0,1	-0,8	-1,0	-1,2	-5,0	0,4	0,7	1,4
2009 Q1	146,215	-1,2	-1,0	-2,3	-2,0	-3,0	-7,1	-1,2	-1,2	1,4
Q2	145,526	-1,8	-1,7	-2,2	-1,9	-4,6	-7,6	-1,9	-1,9	1,4
	<i>Veränderung gegen Vorquartal in % (saisonbereinigt)</i>									
2008 Q2	0,089	0,1	0,2	-0,5	-1,1	-0,1	-0,9	0,1	0,0	0,6
Q3	-0,421	-0,3	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-2,0	-0,2	0,0	0,1
Q4	-0,439	-0,3	-0,3	-0,4	0,3	-1,0	-2,1	-0,4	-0,4	0,6
2009 Q1	-1,089	-0,7	-0,7	-0,9	-0,7	-1,5	-2,1	-0,8	-0,8	0,1
Q2	-0,689	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-1,5	-1,5	-0,5	-0,6	0,5

### 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		77,9		22,1		50,4		49,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,717	9,0	10,674	7,9	3,042	17,5	6,916	8,1	6,801	10,0
2006	12,879	8,3	10,054	7,3	2,825	16,4	6,388	7,5	6,491	9,4
2007	11,661	7,5	9,114	6,6	2,546	14,9	5,731	6,7	5,929	8,5
2008	11,892	7,6	9,267	6,6	2,625	15,4	5,998	6,9	5,894	8,3
2008 Q2	11,595	7,4	9,041	6,4	2,553	15,0	5,776	6,7	5,819	8,2
Q3	11,964	7,6	9,314	6,6	2,649	15,6	6,074	7,0	5,889	8,3
Q4	12,656	8,0	9,844	7,0	2,813	16,6	6,549	7,6	6,108	8,6
2009 Q1	13,850	8,8	10,770	7,6	3,080	18,3	7,319	8,5	6,531	9,2
Q2	14,675	9,3	11,465	8,1	3,210	19,2	7,847	9,1	6,827	9,5
2009 März	14,237	9,0	11,069	7,8	3,168	18,8	7,567	8,7	6,670	9,3
April	14,503	9,2	11,309	8,0	3,194	19,0	7,741	8,9	6,762	9,5
Mai	14,684	9,3	11,463	8,1	3,221	19,2	7,858	9,1	6,826	9,5
Juni	14,836	9,4	11,623	8,2	3,214	19,4	7,943	9,2	6,893	9,6
Juli	15,000	9,5	11,779	8,3	3,221	19,6	8,048	9,3	6,952	9,7
Aug.	15,165	9,6	11,933	8,4	3,233	19,7	8,123	9,4	7,042	9,8

Quelle: Eurostat.

- Die Angaben beziehen sich auf die 16 Euro-Länder. Die Beschäftigungszahlen beziehen sich auf die Anzahl der Personen und beruhen auf dem ESVG 95. Die Arbeitslosenzahlen beziehen sich auf die Anzahl der Personen und wurden nach den Empfehlungen der IAO berechnet.
- Im Jahr 2008.
- Erwachsene: 25 Jahre und älter; Jugendliche: unter 25 Jahren; gemessen in Prozent der Erwerbspersonen der jeweiligen Altersgruppe.
- Gemessen in Prozent der erwerbstätigen Männer bzw. Frauen.

# ÖFFENTLICHE FINANZEN

## 6.1 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo<sup>1)</sup> (in % des BIP)

### 1. Euro-Währungsgebiet – Einnahmen

	Ins- gesamt	Laufende Einnahmen										Vermögens- wirksame Einnahmen		Nach- richtlich: Fiska- lische Be- lastung <sup>2)</sup>	
		Direkte Steuern			Indirekte Steuern		Sozial- beiträge			Verkäufe	Vermö- gens- wirksame Steuern				
	1	2	3	Private Haushalte	Kapital- gesell- schaften	6	Einnahmen von EU-Institutionen	8	Arbeit- geber		Arbeit- nehmer	10	11	12	13
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	45,5	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	8,7	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	8,8	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9	
2006	45,4	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5	
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,7	
2008	44,8	44,6	12,2	9,3	2,7	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	Gezahlt von EU-Institu- tionen	Investi- tionen	Vermö- gens- transfers	Gezahlt von EU-Institu- tionen		
	1	2	3	4	5	6	7	8					9	10
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	22,4	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	46,7	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	43,1
2008	46,7	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	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,8	10,4	4,8	4,9	1,8	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	5,0	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	20,4	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	50,4	48,7	25,4	13,7	9,7	23,2
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,1	22,1	12,4	9,7	25,1
2001	68,2	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	69,1	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	18,5	10,8	8,3	31,8
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,1	35,5	17,2	11,2	7,1	34,5
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3	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	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5	32,2	16,9	8,1	7,1	37,1

### 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	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,2	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	66,7	1,3
2003	69,1	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	58,5	4,3	14,1	22,5	29,3	65,6	0,4
2008	69,3	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,5	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 Teilssektoren 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			Sonstige Gläubiger <sup>6)</sup>
		Nettoneuverschuldung <sup>2)</sup>	Bewertungs- effekte <sup>3)</sup>	Sonstige Volumens- änderun- gen <sup>4)</sup>	Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurz- fristige Wert- papiere	Lang- fristige Wert- papiere	Inlän- dische Gläu- biger <sup>5)</sup>	Sonstige finanzielle Kapital- gesell- schaften		
										MFIs		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2000	1,1	1,1	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,3	0,5	1,5	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	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	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,7	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,3	0,1	3,3
2005	3,0	3,0	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	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	0,9	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,1	0,2	-0,4	1,2
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,2	1,1	0,8	-0,2	4,2

**2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments**

Schulden- stands- änderung	Finanzierungs- saldo <sup>7)</sup>	Deficit-Debt-Adjustments <sup>8)</sup>												
		Ins- gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)								Bewer- tungs- effekte	Wechsel- kurseffekte	Sonstige Volumens- änderungen	Sons- tige <sup>9)</sup>
			Zu- sammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Wert- papiere <sup>10)</sup>	Aktien und sonstige Anteils- rechte	Privati- sierungen	Kapital- zufüh- rungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	1,1	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
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	-0,1	0,0
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	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	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	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,1	-0,7	0,4	0,5	0,2	0,0	0,3	0,0	-0,3	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	-0,1	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 Schuldenübernahmen.
- 5) Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- 6) Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- 7) Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen.
- 8) Differenz zwischen der jährlichen Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert und dem Defizit in % des BIP.
- 9) Umfassen hauptsächlich Transaktionen in sonstigen Aktiva und Passiva (Handelskredite, sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten und Finanzderivate).
- 10) Ohne Finanzderivate.

## 6.4 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis<sup>1)</sup>

(in % des BIP)

### 1. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Einnahmen

	Insgesamt		Laufende Einnahmen					Vermögenswirksame Einnahmen		Nachrichtlich: Fiskalische Belastung <sup>2)</sup>
	1	2	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Sozialbeiträge	Verkäufe	Vermögens-einkommen		Vermögens-wirksame Steuern	
2003 Q1	42,0	41,5	9,8	12,9	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
2003 Q2	45,8	44,4	11,9	12,8	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,5
2003 Q3	42,7	42,2	10,8	12,6	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
2003 Q4	49,2	48,2	13,1	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,7
2004 Q1	41,4	40,9	9,6	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,1
2004 Q2	44,8	44,0	12,0	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,8
2004 Q3	42,8	42,3	10,6	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
2004 Q4	49,0	48,0	12,9	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 Q1	41,9	41,4	9,9	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
2005 Q2	44,4	43,8	11,7	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,2
2005 Q3	43,4	42,7	11,0	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
2005 Q4	49,1	48,3	13,4	14,2	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	43,9
2006 Q1	42,4	42,0	10,2	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	39,0
2006 Q2	45,5	45,0	12,4	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,2
2006 Q3	43,8	43,2	11,5	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	39,9
2006 Q4	49,4	48,8	14,0	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 Q1	42,2	41,8	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
2007 Q2	45,8	45,4	12,8	13,4	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,5
2007 Q3	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
2007 Q4	49,7	49,2	14,4	14,2	15,8	3,0	0,9	0,5	0,3	44,7
2008 Q1	42,0	41,7	10,6	12,9	14,8	1,7	0,9	0,3	0,2	38,6
2008 Q2	45,0	44,6	12,8	12,8	15,0	1,8	1,5	0,4	0,3	40,8
2008 Q3	43,0	42,7	11,7	12,4	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,5
2008 Q4	48,8	48,3	13,6	13,6	16,2	3,0	1,1	0,5	0,3	43,7
2009 Q1	42,3	42,1	10,6	12,6	15,4	1,8	1,0	0,2	0,2	38,8

### 2. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Ausgaben und vierteljährlicher Finanzierungssaldo

	Insgesamt		Laufende Ausgaben					Vermögenswirksame Ausgaben			Finanzierungs-saldo	Primär-saldo	
	Zusammen	Arbeitnehmer-entgelte	Vorleis-tungen	Zins-ausgaben	Laufende Übertra-gungen	Sozial-leistungen	Subven-tionen	Investitionen	Vermö-gens-transfers				
2003 Q1	46,9	43,3	10,3	4,6	3,5	24,9	21,3	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,3
2003 Q2	47,1	43,6	10,4	4,7	3,4	25,1	21,6	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,3	2,1
2003 Q3	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,4	-1,1
2003 Q4	51,1	46,3	11,1	5,6	3,1	26,5	23,0	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 Q1	46,4	43,0	10,3	4,7	3,2	24,9	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
2004 Q2	46,6	43,2	10,4	4,7	3,3	24,8	21,5	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,5
2004 Q3	46,0	42,7	9,9	4,8	3,1	24,8	21,4	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,3	-0,2
2004 Q4	50,8	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 Q1	46,8	43,1	10,2	4,6	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,8
2005 Q2	46,1	42,7	10,2	4,8	3,2	24,5	21,4	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
2005 Q3	45,8	42,3	9,9	4,9	3,0	24,6	21,2	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,4	0,6
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	10,0	4,6	2,9	24,5	21,0	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,8	0,1
2006 Q2	45,4	42,2	10,2	4,8	3,1	24,1	21,1	1,1	3,2	2,3	1,0	0,1	3,1
2006 Q3	45,3	41,9	9,8	4,8	2,9	24,4	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,6	1,4
2006 Q4	50,3	45,0	10,7	5,7	2,7	25,9	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 Q1	44,3	41,1	9,8	4,6	2,9	23,8	20,3	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
2007 Q2	44,6	41,4	9,9	4,7	3,2	23,6	20,6	1,1	3,2	2,3	0,9	1,2	4,3
2007 Q3	44,9	41,2	9,5	4,8	3,0	23,9	20,7	1,2	3,7	2,5	1,2	-1,3	1,7
2007 Q4	50,2	45,1	10,6	5,7	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,3	1,8	-0,5	2,3
2008 Q1	44,5	41,4	9,7	4,6	2,9	24,1	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,4
2008 Q2	45,1	41,7	10,0	4,8	3,1	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,1	3,1
2008 Q3	45,2	41,8	9,6	4,9	3,0	24,2	21,0	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,2	0,8
2008 Q4	51,6	46,5	11,0	5,9	2,8	26,8	22,9	1,4	5,1	3,3	1,8	-2,8	0,0
2009 Q1	47,9	44,5	10,5	5,0	3,0	26,0	22,2	1,3	3,4	2,1	1,2	-5,6	-2,6

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 ESVG 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>

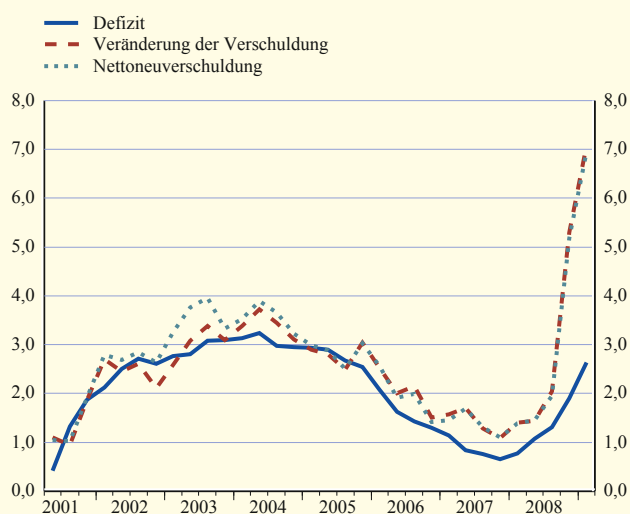
		Insgesamt				
		Schuldarten				
		1	2	3	4	5
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	
2006	Q2	70,4	2,5	11,6	4,9	51,4
	Q3	69,9	2,5	11,6	4,7	51,1
	Q4	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3
2007	Q1	68,5	2,4	11,4	4,8	49,9
	Q2	68,6	2,2	11,2	5,1	50,3
	Q3	67,7	2,1	11,0	5,1	49,4
	Q4	66,0	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	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5
2009	Q1	73,1	2,3	10,9	7,9	52,0

2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

		Schuldenstandsänderung	Finanzierungssaldo	Deficit-Debt-Adjustments							Nachrichtlich: Netto-neuverschuldung	
				Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)					Bewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen		Sonstige
					Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Wertpapiere	Aktien und sonstige Anteilsrechte			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006	Q2	3,2	0,1	3,3	3,3	2,6	0,1	0,4	0,1	0,6	-0,6	2,6
	Q3	1,2	-1,6	-0,4	-0,9	-0,7	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,3	0,9
	Q4	-2,9	-0,9	-3,8	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,3	-2,8
2007	Q1	4,9	-2,1	2,8	1,9	1,0	0,0	0,7	0,2	-0,2	1,1	5,2
	Q2	3,7	1,2	4,9	4,9	4,0	0,0	0,6	0,3	0,2	-0,2	3,5
	Q3	-0,5	-1,3	-1,7	-1,7	-2,1	0,1	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,6
	Q4	-3,5	-0,5	-4,0	-2,9	-2,0	-0,1	-0,6	-0,3	-0,1	-0,9	-3,4
2008	Q1	6,0	-2,5	3,5	3,2	2,0	-0,1	0,9	0,4	-0,1	0,4	6,2
	Q2	3,7	-0,1	3,6	3,6	2,0	0,2	1,1	0,2	0,1	0,0	3,6
	Q3	2,0	-2,2	-0,2	-1,0	-1,6	-0,1	0,1	0,7	0,5	0,3	1,5
	Q4	9,3	-2,8	6,5	6,6	0,6	3,4	0,8	1,8	0,0	-0,2	9,3
2009	Q1	13,5	-5,6	8,0	6,9	4,9	1,5	-0,2	0,7	-0,1	1,1	13,6

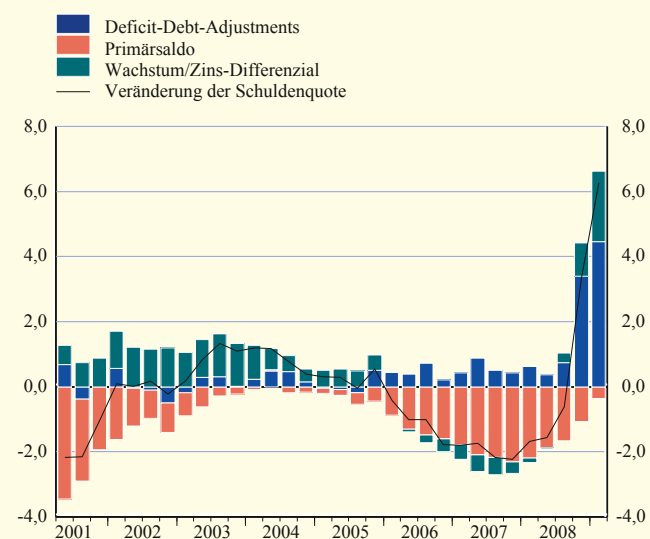
A29 Defizit, Nettoneuverschuldung und Veränderung der Verschuldung

(gleitende Vierquartalsumme in % des BIP)



A30 Maastricht-Verschuldung

(jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren)



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.



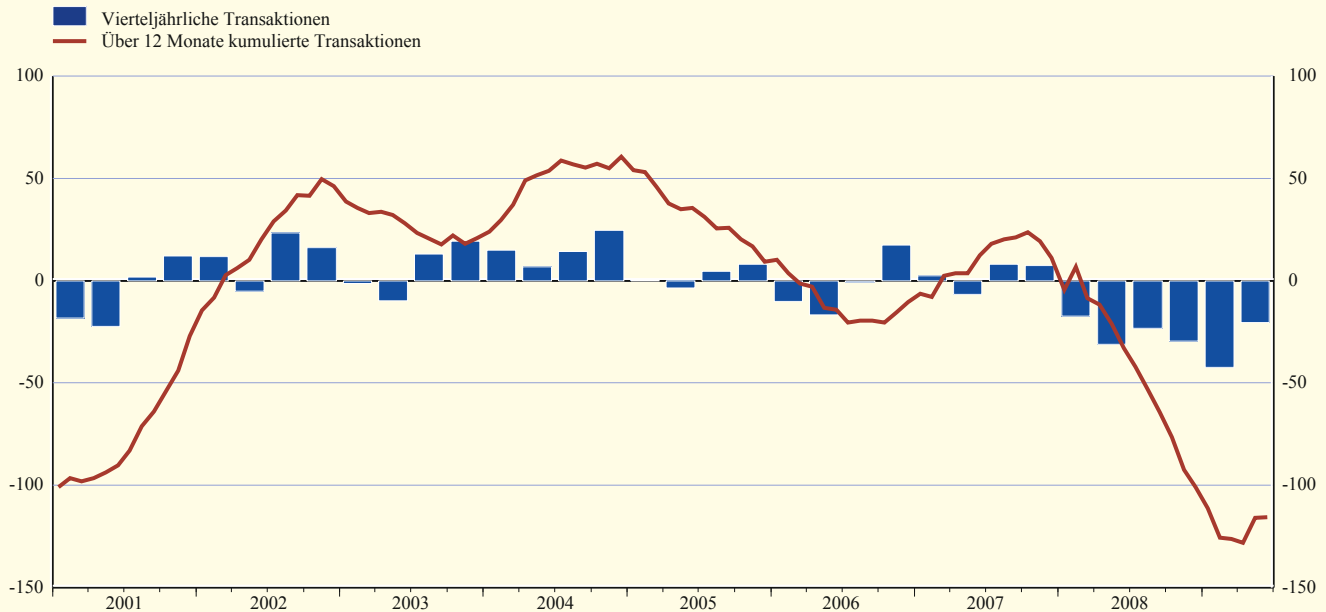


# AUSSENWIRTSCHAFT

## 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	-101,0	-6,0	42,8	-41,3	-96,4	12,0	-89,0	303,3	-242,3	441,5	-56,7	164,6	-3,9	-214,3
2008 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	-29,5	-0,6	6,2	-9,8	-25,3	1,0	-28,5	126,3	-77,7	204,2	-16,7	17,0	-0,4	-97,9
2009 Q1	-42,4	-10,3	0,8	-2,6	-30,2	1,5	-40,8	147,9	-38,5	179,4	14,3	-13,0	5,7	-107,0
Q2	-20,5	11,2	9,3	-23,5	-17,5	2,5	-18,0	16,7	-8,9	94,0	28,2	-94,1	-2,5	1,3
2008 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.	-8,1	3,9	1,5	-2,7	-10,9	-0,1	-8,2	75,0	-12,0	142,6	-3,2	-44,5	-7,9	-66,7
Nov.	-16,0	-4,0	1,4	-4,2	-9,2	1,3	-14,6	15,1	-51,9	53,7	-9,5	23,2	-0,4	-0,5
Dez.	-5,3	-0,5	3,3	-2,9	-5,2	-0,3	-5,6	36,3	-13,9	7,9	-4,0	38,3	7,9	-30,7
2009 Jan.	-28,4	-13,9	0,2	-3,5	-11,2	0,2	-28,3	45,4	-9,4	2,3	7,2	39,9	5,3	-17,2
Febr.	-7,0	0,3	0,5	-1,7	-6,2	0,5	-6,5	34,5	-8,5	81,4	2,9	-42,5	1,2	-28,0
März	-7,0	3,3	0,0	2,6	-12,9	0,9	-6,1	68,0	-20,6	95,7	4,2	-10,4	-0,8	-61,9
April	-9,4	3,9	2,3	-7,2	-8,4	2,0	-7,4	-2,5	-4,5	-9,0	7,7	3,1	0,1	9,9
Mai	-11,9	2,2	3,6	-11,4	-6,2	0,2	-11,6	26,6	4,8	58,0	10,4	-44,4	-2,3	-15,0
Juni	0,8	5,1	3,4	-4,9	-2,9	0,3	1,0	-7,4	-9,2	44,9	10,1	-52,8	-0,3	6,4
Juli	8,8	12,6	4,0	-1,1	-6,6	0,6	9,4	-34,1	5,3	-23,0	6,4	-19,4	-3,5	24,7
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>														
2009 Juli	-102,5	3,5	29,4	-39,4	-96,0	6,6	-95,9	269,9	-154,2	547,0	24,0	-150,1	3,2	-174,0

## A31 Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz (in Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Eine Erklärung der Vorzeichenregelung findet sich in den „Erläuterungen“.

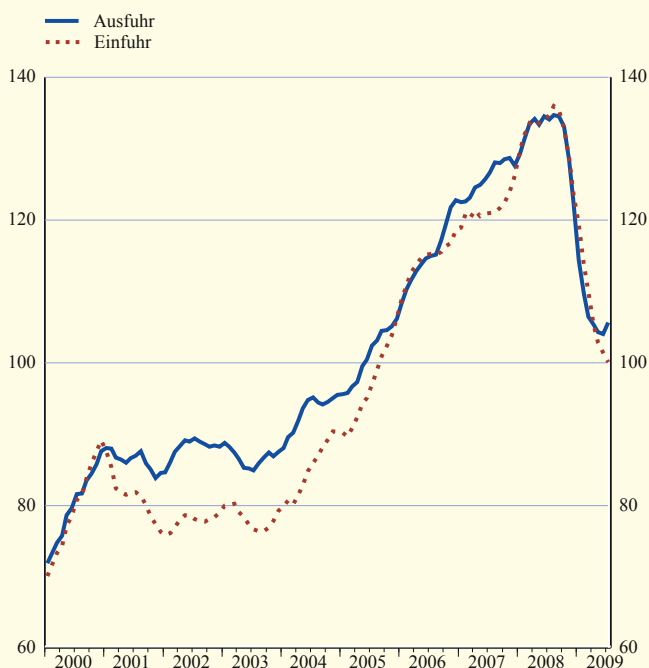
**7.2 Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen**  
(in Mrd €; Transaktionen)

**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	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Heimatüberweisungen der Gastarbeiter	11	12	Heimatüberweisungen der Gastarbeiter	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	2 761,1	2 862,0	-101,0	1 579,5	1 585,5	506,5	463,8	586,0	627,3	89,0	6,7	185,5	21,3	25,7	13,7	
2008 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	674,8	704,2	-29,5	378,4	379,0	127,3	121,0	141,7	151,5	27,4	1,8	52,7	5,5	4,7	3,8	
2009 Q1	560,0	602,4	-42,4	308,3	318,6	108,9	108,1	117,7	120,3	25,1	1,4	55,4	4,9	4,2	2,6	
Q2	563,4	583,9	-20,5	311,0	299,8	113,3	104,0	121,6	145,1	17,5	-	35,0	-	4,8	2,3	
2009 Mai	184,3	196,2	-11,9	99,2	97,1	37,3	33,7	42,0	53,4	5,8	-	12,0	-	0,9	0,7	
Juni	193,3	192,5	0,8	107,6	102,5	39,3	36,0	40,0	44,9	6,3	-	9,2	-	1,1	0,9	
Juli	198,0	189,2	8,8	116,8	104,2	42,3	38,4	34,6	35,7	4,3	-	10,9	-	1,4	0,8	
	Saisonbereinigt															
2008 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	653,8	697,1	-43,2	366,6	370,4	125,8	117,3	139,0	160,3	22,5	-	49,0	-	-	-	
2009 Q1	581,4	625,7	-44,3	319,3	329,7	120,0	115,3	121,6	133,0	20,5	-	47,7	-	-	-	
Q2	563,3	573,8	-10,5	312,1	304,2	114,3	107,4	117,9	121,5	19,0	-	40,7	-	-	-	
2009 Febr.	194,2	206,9	-12,7	106,9	108,0	39,4	37,8	40,0	45,9	7,9	-	15,1	-	-	-	
März	190,1	200,1	-10,0	105,2	106,3	39,2	38,3	39,3	39,1	6,6	-	16,4	-	-	-	
April	187,6	193,7	-6,1	104,1	101,7	38,7	35,7	38,6	41,5	6,2	-	14,8	-	-	-	
Mai	190,1	190,2	-0,1	103,5	100,6	38,6	35,6	41,7	39,7	6,4	-	14,3	-	-	-	
Juni	185,6	189,9	-4,3	104,5	102,0	37,1	36,0	37,6	40,3	6,4	-	11,6	-	-	-	
Juli	188,2	181,6	6,6	108,8	97,6	37,3	34,6	35,4	37,1	6,6	-	12,3	-	-	-	

**A32 Zahlungsbilanz – Warenhandel**

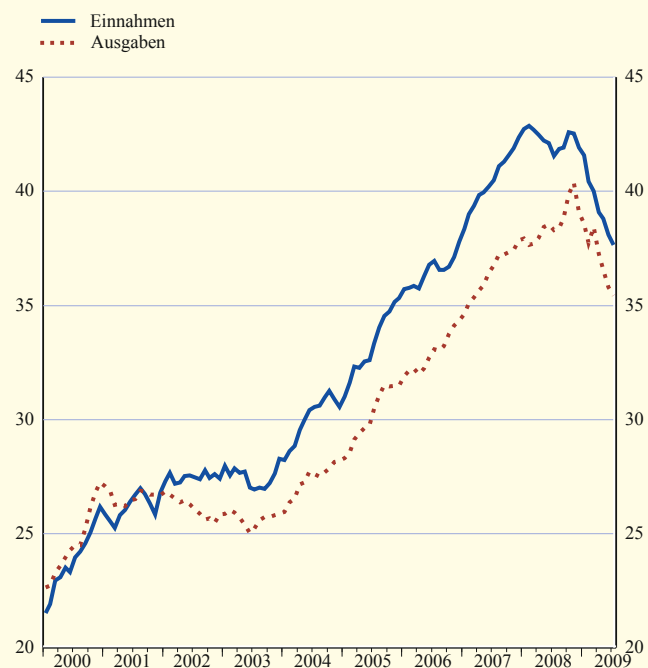
(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

**A33 Zahlungsbilanz – Dienstleistungen**

(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



## 7.2 Leistungsbilanz und Vermögenseintragungen (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	566,9	616,8	189,4	61,9	134,5	47,4	29,8	25,5	42,7	124,4	123,7	128,1	181,3	204,3
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	136,8	148,8	41,5	8,3	36,3	11,4	8,4	6,3	8,4	21,0	31,0	34,1	47,5	51,0
2009 Q1	4,6	2,1	113,1	118,3	38,9	12,9	28,5	17,1	5,2	5,4	7,3	13,5	25,8	33,1	35,8	37,7

### 3. Geografische Aufschlüsselung (kumulierte Transaktionen)

	Ins-gesamt	EU 27 (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)						Brasi-lien	Kanada	China	Indien	Japan	Russ-land	Schweiz	Ver-einigte Staaten	Andere
		Ins-gesamt	Däne-mark	Schwe-den	Ver-einigtes König-reich	Andere EU-Mitglied-staaten	EU-Insti-tutionen									
Q2 2008 bis Q1 2009	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Einnahmen</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	2 640,6	949,6	57,8	80,4	487,6	267,2	56,5	39,1	34,2	83,1	29,8	54,9	96,1	183,3	383,7	786,8
Warenhandel	1 497,5	509,5	34,7	50,4	217,4	206,9	0,0	21,8	18,0	64,0	22,4	32,3	73,0	90,9	183,2	482,5
Dienstleistungen	498,5	166,8	12,5	13,1	107,1	28,6	5,6	7,5	6,7	14,7	5,6	11,1	13,5	49,3	77,7	145,5
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	556,6	210,6	9,8	15,4	150,1	28,5	6,7	9,6	8,8	4,0	1,7	11,2	9,2	36,3	115,9	149,3
Vermögenseinkommen	537,8	204,1	9,7	15,2	148,5	27,8	2,9	9,5	8,7	4,0	1,7	11,2	9,1	29,3	114,1	146,0
Laufende Übertragungen	88,1	62,7	0,8	1,6	12,9	3,2	44,2	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,4	6,8	6,9	9,5
<b>Vermögensübertragungen</b>	21,0	17,7	0,1	0,0	1,2	0,2	16,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	1,4	1,1	
<b>Ausgaben</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	2 766,8	870,3	46,6	80,3	419,8	221,2	102,4	-	31,2	-	-	96,7	-	178,2	388,9	-
Warenhandel	1 511,3	412,0	29,7	47,1	164,1	171,1	0,0	26,6	14,0	177,7	20,7	52,7	101,1	79,1	141,9	485,4
Dienstleistungen	465,0	140,6	8,3	11,3	87,7	33,1	0,2	5,6	6,8	11,3	4,6	8,3	9,0	39,6	97,0	142,4
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	603,9	204,7	7,6	20,7	155,7	12,1	8,6	-	8,6	-	-	35,2	-	53,5	142,0	-
Vermögenseinkommen	593,4	198,6	7,5	20,6	154,2	7,7	8,6	-	8,6	-	-	35,1	-	53,0	141,0	-
Laufende Übertragungen	186,5	112,9	1,0	1,2	12,4	4,8	93,6	1,5	1,8	2,5	0,7	0,6	0,5	6,0	8,0	52,0
<b>Vermögensübertragungen</b>	13,4	2,5	0,0	0,1	1,2	0,2	1,0	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,4	7,3
<b>Saldo</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	-126,1	79,3	11,3	0,1	67,7	46,1	-45,9	-	3,0	-	-	-41,8	-	5,1	-5,1	-
Warenhandel	-13,8	97,4	5,0	3,3	53,4	35,8	0,0	-4,8	3,9	-113,7	1,7	-20,4	-28,1	11,8	41,3	-2,9
Dienstleistungen	33,5	26,2	4,2	1,8	19,4	-4,5	5,3	1,9	0,0	3,4	1,0	2,8	4,5	9,8	-19,3	3,1
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-47,4	5,9	2,3	-5,3	-5,6	16,4	-1,9	-	0,2	-	-	-24,0	-	-17,2	-26,1	-
Vermögenseinkommen	-55,7	5,5	2,2	-5,4	-5,7	20,1	-5,7	-	0,2	-	-	-23,9	-	-23,7	-26,9	-
Laufende Übertragungen	-98,4	-50,2	-0,2	0,4	0,6	-1,6	-49,4	-1,2	-1,1	-2,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,7	-1,1	-42,5
<b>Vermögensübertragungen</b>	7,5	15,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	15,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-6,2

Quelle: EZB.



## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

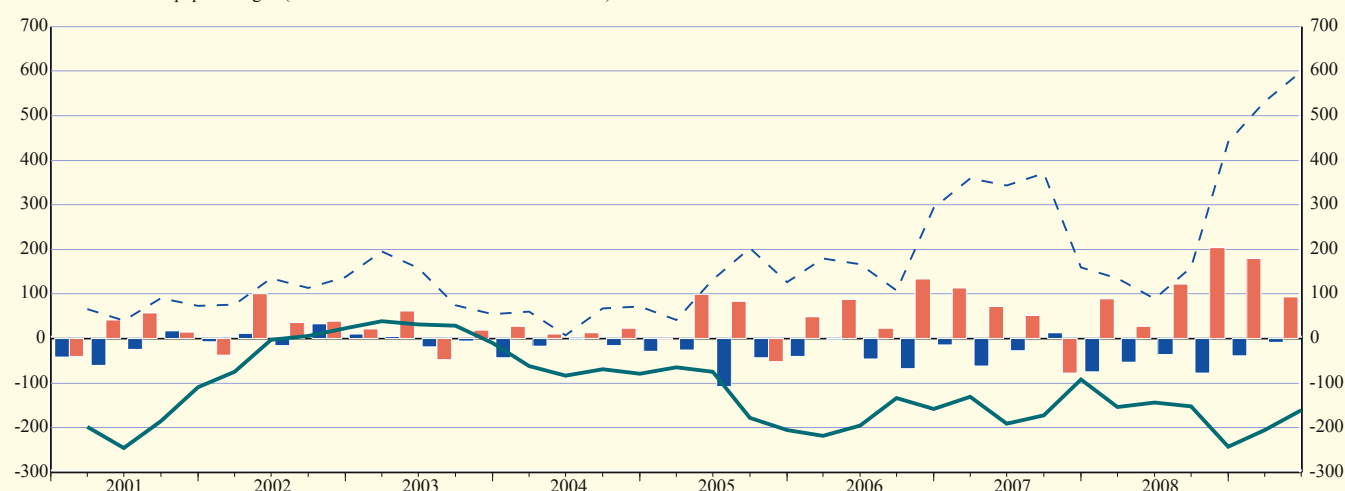
### 2. Direktinvestitionen

	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)		
		Zu-sammen	MFIs	Nicht-MFIs	Zu-sammen	MFIs	Nicht-MFIs		Zu-sammen	MFIs	Nicht-MFIs	Zu-sammen	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 Q4	3 742,5	2 951,6	248,7	2 703,0	790,9	6,1	784,7	3 223,1	2 394,4	75,8	2 318,6	828,7	17,1	811,6
2009 Q1	3 771,7	2 953,9	254,8	2 699,0	817,8	12,0	805,8	3 229,1	2 403,7	77,7	2 325,9	825,5	17,3	808,2
<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	348,1	227,5	14,0	213,5	120,6	-0,2	120,8	105,8	76,9	-1,3	78,2	28,9	1,5	27,4
2008 Q4	47,6	27,9	5,8	22,1	19,7	-0,3	20,0	-30,1	8,6	0,0	8,6	-38,7	-0,2	-38,6
2009 Q1	79,3	36,2	9,1	27,1	43,1	0,9	42,2	40,8	34,7	1,0	33,7	6,1	0,1	5,9
2009 Q2	88,9	66,2	10,2	55,9	22,7	0,6	22,2	80,0	62,3	0,3	62,0	17,7	1,1	16,5
2009 März	33,4	13,1	4,0	9,0	20,4	-1,2	21,6	12,8	13,9	-1,7	15,7	-1,1	-0,2	-1,0
2009 April	59,2	49,7	6,7	43,0	9,5	1,5	7,9	54,7	47,8	0,3	47,5	6,9	0,1	6,8
2009 Mai	14,3	7,7	0,7	6,9	6,6	0,1	6,5	19,0	5,0	-0,1	5,1	14,1	0,1	14,0
2009 Juni	15,4	8,7	2,8	6,0	6,7	-1,1	7,7	6,2	9,6	0,1	9,4	-3,4	0,9	-4,3
2009 Juli	11,6	2,2	3,0	-0,8	9,4	3,3	6,1	17,0	10,0	0,3	9,8	6,9	0,9	6,1
<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 Q4	10,0	8,1	5,7	8,3	17,8	-4,5	18,0	3,4	3,3	-1,9	3,5	3,9	8,4	3,8
2009 Q1	7,2	5,1	6,0	5,0	15,8	-19,9	16,2	1,7	2,9	-0,7	3,0	-1,8	8,3	-2,0
2009 Q2	8,4	6,8	7,0	6,8	14,5	7,8	14,6	4,5	5,8	2,9	5,9	0,7	9,0	0,6

### 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)

## 7. Währungsreserven

	Währungsreserven													Nachrichtlich		
	Ins- gesamt	Monetäre Goldreserven		Sonder- zie- hungs- rechte	Re- ser- ve- posi- tion im IWF	Devisenreserven								Sons- tige Reser- ven	Sonstige Fremd- währungs- aktiva	Feststehende kurzfristige Netto- abflüsse an Devisen- beständen
		In Mrd €	Feinunzen (in Mio)			Zu- sam- men	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere			Finanz- derivate				
							Bei Wäh- rungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Zu- sam- men	Aktien und Invest- ment- zerti- fikate	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	44,3	-38,5
2008 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	187,3	-185,3
2008 Q4	374,2	217,0	349,190	4,7	7,3	145,1	7,6	8,0	129,5	0,6	111,0	17,9	0,0	0,1	262,8	-245,7
2009 Q1	395,7	240,4	349,059	4,8	8,4	142,1	8,4	3,7	129,9	0,6	108,2	21,1	0,1	0,1	155,4	-141,4
2009 Juni	381,5	229,8	347,546	4,2	11,3	136,1	9,5	6,5	119,9	-	-	-	0,2	0,1	77,6	-65,6
2009 Juli	386,5	230,8	347,531	4,2	11,5	139,2	9,2	9,7	120,1	-	-	-	0,2	0,8	67,6	-59,5
2009 Aug.	428,0	232,7	347,515	45,2	11,6	138,1	11,2	7,9	119,0	-	-	-	0,1	0,4	62,7	-55,0
<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 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	-	-
2009 Q1	-5,7	-0,9	-	0,0	0,9	-5,7	2,2	-4,9	-3,7	0,0	-6,6	2,9	0,6	0,0	-	-
2009 Q2	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<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 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	-	-	-
2009 Q1	-1,9	-1,1	-	4,6	131,3	-6,3	139,6	-90,4	6,7	2,6	3,8	24,9	1 001,7	-	-	-
2009 Q2	-1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Quelle: EZB.





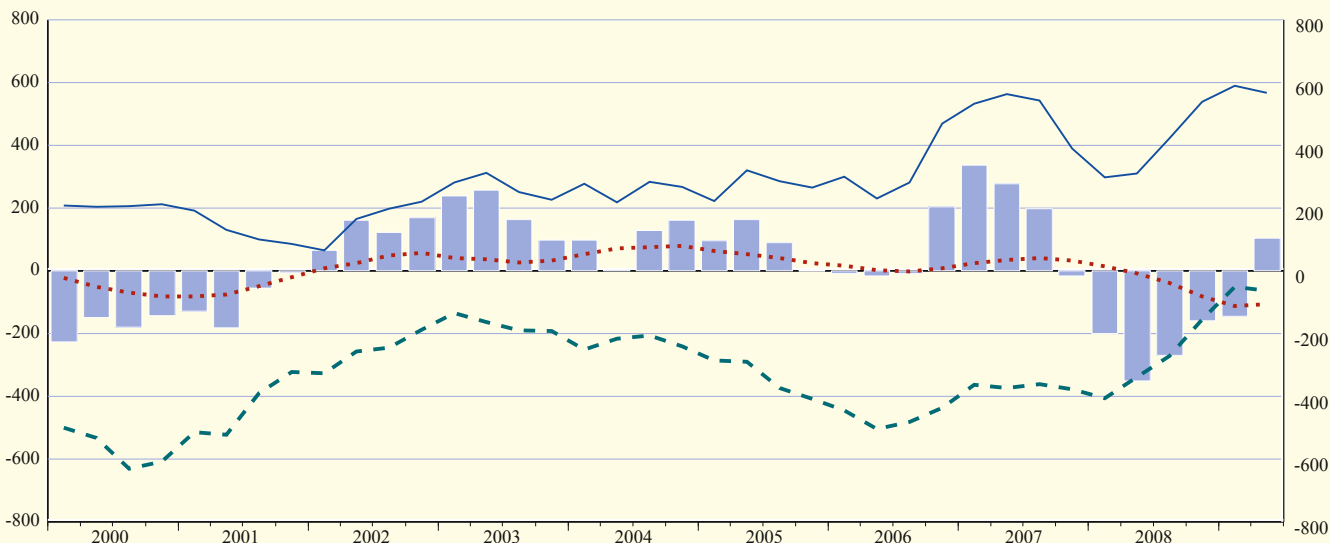
7.4 Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz<sup>1)</sup>  
(in Mrd €; Transaktionen)

	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	171,9	204,9
2007	32,4	-451,4	379,2	-182,4	81,9	389,5	-340,9	230,4	-67,3	-64,8	6,6	-16,6
2008	-81,9	-334,8	103,6	35,2	-124,0	538,7	-61,2	73,3	-56,6	-213,8	-121,6	-158,8
2008 Q2	-25,8	-39,2	-9,4	-85,4	-33,9	151,7	0,7	-14,2	-8,8	-52,8	-117,2	-147,7
Q3	-19,5	-97,0	52,1	22,8	-69,6	170,0	-21,8	2,9	-8,5	-41,6	-10,2	3,0
Q4	-26,8	-42,3	-30,7	117,9	-39,4	143,4	28,8	41,3	-16,5	-95,6	80,2	75,9
2009 Q1	-40,8	-69,3	40,6	37,2	-7,8	123,5	2,9	-52,6	14,3	-107,0	-59,1	-75,9
Q2	-18,0	-78,1	78,9	-24,4	-7,4	129,5	80,2	-78,4	28,2	1,3	111,7	100,9
2008 Juli	-2,5	-38,0	22,9	7,1	-8,2	30,2	-1,7	14,1	-0,1	-44,4	-20,5	-9,3
Aug.	-10,6	-21,5	11,1	-2,2	-17,0	33,3	4,8	-9,1	-8,4	9,5	-10,1	-8,3
Sept.	-6,4	-37,4	18,1	17,9	-44,5	106,6	-25,0	-2,2	0,0	-6,8	20,4	20,6
Okt.	-7,6	-8,0	-2,0	75,6	-58,0	92,0	-17,3	41,2	-3,2	-67,4	45,2	55,8
Nov.	-14,2	-28,3	-21,0	12,9	3,0	60,7	3,0	19,2	-9,6	0,8	26,4	10,9
Dez.	-4,9	-6,0	-7,7	29,4	15,7	-9,3	43,1	-19,0	-3,7	-29,0	8,6	9,2
2009 Jan.	-28,3	-19,2	15,3	-13,9	-50,4	54,8	-6,7	-44,1	7,2	-17,2	-102,4	-111,0
Febr.	-6,5	-19,4	12,4	32,8	-0,2	57,5	12,3	-17,1	2,9	-28,0	46,7	45,9
März	-6,1	-30,7	13,0	18,4	42,7	11,1	-2,7	8,6	4,2	-61,9	-3,4	-10,8
April	-7,4	-51,0	54,6	-5,5	-29,1	27,6	13,3	22,2	7,7	9,9	42,4	34,7
Mai	-11,6	-13,5	19,0	-15,5	20,0	52,7	89,0	-111,1	10,4	-15,0	24,4	31,7
Juni	1,0	-13,7	5,3	-3,4	1,7	49,2	-22,0	10,4	10,1	6,4	44,9	34,5
Juli	9,4	-5,3	16,1	-14,9	22,3	-36,3	7,6	-19,8	6,4	24,7	10,1	13,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2009 Juli	-93,2	-254,1	134,1	131,4	-93,8	500,0	99,3	-120,8	24,0	-173,9	153,2	126,5

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)

- Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets
- Leistungsbilanz und Vermögenübertragungen
- - - Direktinvestitionen und Anlagen in Aktien und Investmentzertifikaten der Nicht-MFIs in Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets
- Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen in Form von Schuldverschreibungen<sup>3)</sup>



Quelle: EZB.

- 1) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 2) Ohne Geldmarktfondsanteile.
- 3) 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	11,0	8,4	1 508,0	738,7	326,4	401,3	1 282,6	1 491,8	914,3	234,4	323,2	1 019,9	227,5	
2008	3,8	7,9	1 563,2	764,7	334,9	410,9	1 304,1	1 600,0	1 012,8	230,5	331,3	1 018,6	288,6	
2008 Q3	5,7	13,0	398,7	197,0	84,3	103,0	329,2	413,4	269,1	58,8	83,6	257,4	85,5	
2008 Q4	-4,9	-2,0	366,9	174,0	81,4	95,5	303,9	375,1	229,1	56,0	81,7	241,3	55,2	
2009 Q1	-21,3	-20,8	311,0	146,9	65,4	86,3	258,7	320,6	181,2	49,4	78,7	213,3	35,6	
2009 Q2	-23,7	-26,7	308,8	149,5	63,6	84,6	254,3	304,6	169,7	47,3	75,8	201,1	41,3	
2009 Febr.	-23,4	-21,6	103,4	48,9	22,3	28,6	85,5	105,8	59,4	16,5	26,2	69,9	11,2	
2009 März	-15,3	-18,2	104,7	50,3	22,0	28,8	88,1	106,2	59,4	16,8	26,2	71,2	12,6	
2009 April	-26,4	-27,2	103,7	50,6	21,3	28,4	86,5	103,3	57,4	16,2	25,5	68,2	13,0	
2009 Mai	-23,0	-27,1	102,0	49,0	21,2	27,9	84,6	100,6	55,7	15,6	25,0	67,1	13,7	
2009 Juni	-21,5	-25,9	103,0	49,9	21,1	28,3	83,2	100,7	56,6	15,5	25,3	65,8	14,7	
2009 Juli	-19,3	-29,8	107,2					100,4						
<b>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</b>														
2007	8,6	6,8	144,5	141,3	153,1	144,6	142,1	129,1	123,2	143,3	141,5	134,8	107,7	
2008	1,5	-0,1	146,3	140,8	156,6	146,5	143,0	128,3	121,4	142,2	142,3	133,1	106,6	
2008 Q3	2,6	1,4	147,9	142,7	158,0	146,0	144,0	127,1	120,3	147,2	143,2	134,0	106,6	
2008 Q4	-7,5	-5,2	136,4	127,0	150,0	136,2	131,1	122,3	114,6	134,1	136,6	122,3	106,7	
2009 Q1	-21,2	-14,9	117,6	110,7	119,8	124,4	111,9	113,2	104,3	117,4	130,9	109,5	99,3	
2009 Q2	-22,6	-19,1	118,0	114,5	117,6	122,1	111,7	108,3	97,4	113,3	129,7	105,7	97,2	
2009 Febr.	-23,6	-15,6	116,5	110,0	122,7	121,7	110,4	112,4	103,1	118,2	130,4	107,9	94,4	
2009 März	-15,2	-11,8	119,2	114,5	120,8	124,6	114,6	112,2	102,4	118,5	130,8	109,5	101,3	
2009 April	-25,6	-20,6	119,1	115,8	118,7	124,1	114,0	110,9	99,8	116,2	131,7	107,3	99,8	
2009 Mai	-22,2	-19,7	117,3	112,9	117,5	120,5	111,5	107,6	96,5	112,0	127,7	105,6	98,1	
2009 Juni	-20,0	-16,9	117,6	114,8	116,5	121,8	109,5	106,5	96,0	111,7	129,7	104,2	93,7	
2009 Juli														

### 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	101,8	0,4	2,7	-0,5	0,9	1,8	0,4	105,9	0,1	2,3	-3,5	0,5	1,6	-0,3
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,2	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2008 Q4	102,7	0,7	2,6	1,3	2,7	-16,0	0,6	106,9	-1,7	0,9	-1,5	3,8	-8,5	0,1
2009 Q1	101,2	-1,3	-1,1	1,3	1,4	-32,3	-1,4	101,4	-8,4	-4,1	-0,3	2,7	-28,0	-2,4
2009 Q2	100,9	-2,8	-3,9	1,5	0,9	-36,4	-2,7	101,4	-12,4	-6,5	0,1	1,4	-35,3	-4,2
2009 März	100,9	-1,8	-2,0	1,5	1,3	-35,1	-1,8	101,1	-9,2	-5,0	0,3	2,7	-29,8	-2,8
2009 April	100,8	-2,1	-2,9	1,8	1,1	-36,0	-2,1	100,5	-10,7	-5,5	0,5	2,3	-33,7	-3,2
2009 Mai	100,8	-3,0	-3,9	1,4	0,9	-37,8	-2,9	101,1	-13,1	-6,8	0,1	1,3	-37,2	-4,5
2009 Juni	101,1	-3,3	-4,9	1,4	0,8	-35,4	-3,2	102,7	-13,2	-7,3	-0,2	0,6	-35,0	-5,0
2009 Juli	100,7	-4,0	-5,8	1,3	0,5	-39,1	-3,8	101,5	-15,0	-8,1	-0,5	0,7	-39,2	-5,4
2009 Aug.	101,1	-3,6	-6,2	0,8	0,8	-30,5	-3,5	103,1	-12,4	-7,7	-1,1	-0,4	-32,5	-4,9

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.





# 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	103,3	102,4	105,2	100,7	110,1	103,8
2007	107,9	109,0	107,2	105,8	109,7	103,8	114,3	107,2
2008	113,0	113,6	110,3	110,4	116,8	109,2	120,0	111,1
2008 Q3	114,1	114,4	110,6	111,5	118,3	110,0	120,8	111,6
Q4	109,1	109,6	105,8	106,7	115,4	105,7	116,7	107,7
2009 Q1	111,9	112,2	107,2	109,3	121,5	109,3	120,1	110,4
Q2	113,2	113,4	107,8	110,4	127,6	110,1	121,1	111,2
Q3	114,3	114,3	108,8	-	-	-	122,4	112,1
2008 Sept.	112,0	112,1	108,4	-	-	-	118,7	109,4
Okt.	107,9	108,2	104,7	-	-	-	115,4	106,4
Nov.	107,1	107,5	103,8	-	-	-	114,5	105,6
Dez.	112,4	112,9	108,7	-	-	-	120,3	111,0
2009 Jan.	111,9	112,3	107,5	-	-	-	119,9	110,4
Febr.	110,4	110,7	105,7	-	-	-	118,6	109,1
März	113,3	113,4	108,1	-	-	-	121,6	111,7
April	112,5	112,8	107,2	-	-	-	120,5	110,6
Mai	113,0	113,2	107,7	-	-	-	120,9	110,9
Juni	114,0	114,3	108,5	-	-	-	122,0	112,0
Juli	113,8	113,8	108,2	-	-	-	121,9	111,6
Aug.	113,9	113,9	108,4	-	-	-	122,0	111,7
Sept.	115,2	115,3	109,8	-	-	-	123,5	113,0
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2009 Sept.	1,2	1,2	1,3	-	-	-	1,2	1,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2009 Sept.	2,9	2,8	1,2	-	-	-	4,1	3,3

## A36 Effektive Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index 1999 Q1 = 100)

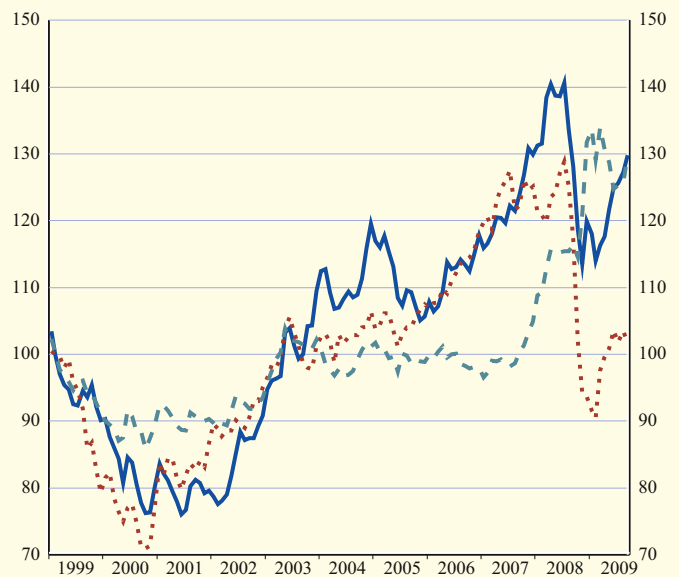
- Nominaler effektiver Wechselkurs, EWK-21
- Realer mit dem VPI deflationierter effektiver Wechselkurs, EWK-21



## A37 Bilaterale Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index 1999 Q1 = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Quelle: EZB.

1) Die Abgrenzung der Handelspartnergruppen und weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.





# 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 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
2009 Q2	3,1	1,0	1,1	0,2	4,4	4,9	3,6	4,3	6,1	1,7	2,1
2009 April	3,8	1,3	1,1	0,9	5,9	5,9	3,2	4,3	6,5	1,8	2,3
2009 Mai	3,0	0,9	1,1	0,3	4,4	4,9	3,8	4,2	5,9	1,7	2,2
2009 Juni	2,6	0,8	0,9	-0,5	3,1	3,9	3,7	4,2	5,9	1,6	1,8
2009 Juli	1,0	-0,1	0,7	-0,4	2,1	2,6	4,9	4,5	5,0	1,8	1,8
2009 Aug.	1,3	0,0	0,7	-0,7	1,5	2,2	5,0	4,3	4,9	1,9	1,6
<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>											
2009 März.	7,73	5,16	3,44	-	11,32	14,50	11,65	6,22	9,38	2,94	3,00
2009 April	7,24	5,25	3,50	-	11,15	14,50	10,63	6,19	9,77	3,18	3,16
2009 Mai	7,08	5,06	3,62	-	11,09	14,50	10,01	6,31	8,32	3,57	3,41
2009 Juni	7,30	5,45	3,76	-	12,75	14,50	10,15	6,34	11,26	3,62	3,53
2009 Juli	7,56	5,41	3,74	-	12,75	14,50	8,81	6,19	11,46	3,37	3,55
2009 Aug.	7,77	5,09	3,60	-	12,81	14,50	8,40	6,08	11,46	3,45	3,45
<b>Zinssatz für Dreimonatsgeld in % p. a., Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>											
2009 März.	6,58	2,49	3,28	7,11	12,08	7,11	-	4,30	14,49	1,16	1,83
2009 April	6,05	2,50	2,94	6,51	12,43	6,94	9,56	4,20	13,61	1,00	1,53
2009 Mai	5,98	2,30	2,67	6,27	13,41	6,81	11,30	4,52	11,23	0,95	1,36
2009 Juni	5,94	2,17	2,35	6,20	21,25	8,14	-	4,60	10,22	0,97	1,24
2009 Juli	5,69	2,09	2,06	6,16	16,94	8,41	9,99	4,26	9,21	0,67	1,00
2009 Aug.	5,30	1,92	1,94	5,85	13,06	7,98	9,02	4,16	9,06	0,62	0,78
<b>Reales BIP</b>											
2007	6,2	6,1	1,6	7,2	10,0	8,9	1,2	6,8	6,2	2,6	2,6
2008	6,0	2,7	-1,2	-3,6	-4,6	3,0	0,6	4,9	7,1	-0,2	0,7
2008 Q4	3,5	0,5	-3,7	-9,2	-10,7	-1,3	-2,2	2,6	2,9	-5,1	-1,8
2009 Q1	-3,5	-4,5	-3,6	-15,0	-18,5	-11,6	-5,6	1,7	-6,2	-6,5	-4,9
2009 Q2	-4,9	-5,5	-7,0	-16,1	-17,3	-20,4	-7,3	1,4	-8,7	-6,1	-5,5
<b>Saldo aus Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen in % des BIP</b>											
2007	-27,2	-2,6	0,7	-16,8	-20,6	-12,8	-6,1	-3,6	-12,9	8,7	-2,5
2008	-24,6	-2,2	2,6	-8,4	-11,1	-10,1	-6,0	-3,9	-11,8	6,1	-1,4
2008 Q4	-30,9	-5,2	2,8	-3,5	-6,5	-3,4	-6,1	-4,6	-8,3	5,3	-1,9
2009 Q1	-17,2	4,5	0,5	0,8	4,3	4,7	0,1	2,6	-4,1	7,6	-1,0
2009 Q2	-12,2	-2,7	3,7	6,3	17,0	2,4	4,5	-0,2	-5,6	8,6	-2,8
<b>Lohnstückkosten</b>											
2007	14,2	2,9	4,2	17,3	27,3	10,3	5,4	2,6	.	4,7	3,0
2008	16,2	5,0	7,1	14,1	23,0	10,6	4,5	6,5	.	2,6	2,5
2008 Q4	17,5	5,2	9,1	12,2	18,5	9,3	-	12,2	-	6,0	1,8
2009 Q1	16,1	5,8	6,2	10,0	3,6	10,0	-	5,6	-	8,4	2,9
2009 Q2	14,2	4,9	9,9	3,4	-3,2	11,2	-	.	-	7,4	.
<b>Standardisierte Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)</b>											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,6	4,4	3,4	5,6	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2008 Q4	5,2	4,5	3,8	7,7	10,3	8,1	8,1	6,9	5,9	6,8	6,3
2009 Q1	6,0	5,5	4,8	11,0	13,2	11,0	9,2	7,7	6,2	7,5	7,0
2009 Q2	6,3	6,3	5,9	13,3	16,4	13,7	9,7	8,0	6,4	8,5	7,7
2009 April	6,2	6,1	5,7	-	15,5	13,7	9,7	8,0	6,4	8,2	7,5
2009 Mai	6,3	6,3	5,9	-	16,5	13,7	9,7	8,0	6,4	8,5	7,7
2009 Juni	6,4	6,5	6,1	-	17,1	13,7	9,6	8,0	6,4	8,8	7,8
2009 Juli	6,8	6,7	6,0	-	17,6	16,7	9,5	8,0	.	9,1	.
2009 Aug.	7,1	6,9	5,9	-	18,3	.	9,6	8,0	.	9,4	.

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen sowie Eurostat), nationale Statistiken, Reuters und EZB-Berechnungen.

## 9.2 In den Vereinigten Staaten und Japan

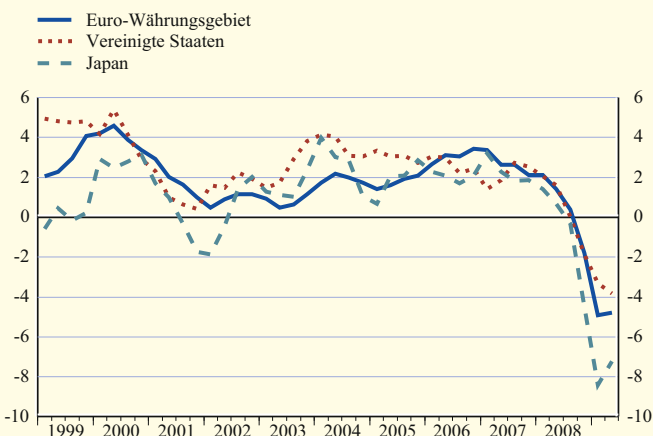
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

### 1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Ver- braucher- preisindex	Lohnstück- kosten <sup>1)</sup>	Reales BIP	Industrie- produktions- index (verarbeitendes Gewerbe)	Arbeits- losenquote in % der Erwerbs- personen (saison- bereinigt)	Weit gefasste Geld- menge <sup>2)</sup>	Zinssätze für drei- monatige Interbank- einlagen <sup>3)</sup>	Renditen zehn- jähriger Nullkupon- Staats- anleihen <sup>3)</sup> , Stand am Ende des Berichtszeit- raums	Wechsel- kurs <sup>4)</sup> in nationaler Währung je Euro	Finan- zierung- saldo der öffentlichen Haushalte in % des BIP	Brutto- verschul- dung 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	2,3	3,1	4,2	5,1	4,2	3,57	5,05	1,2441	-3,3	48,2	
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,0	5,20	5,26	1,2556	-2,2	47,7	
2007	2,9	2,3	2,1	1,6	4,6	5,8	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,3	
2008	3,8	1,0	0,4	-3,1	5,8	6,9	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,0	
2008	Q3	5,3	1,8	0,0	-3,9	6,1	2,91	4,61	1,5050	-6,4	52,0	
	Q4	1,6	1,7	-1,9	-8,7	6,9	8,3	2,77	2,70	1,3180	-8,1	56,0
2009	Q1	0,0	-0,1	-3,3	-13,9	8,1	9,5	1,24	2,96	1,3029	-9,8	59,7
	Q2	-1,2	-1,2	-3,8	-14,6	9,3	8,7	0,84	3,95	1,3632	-	-
	Q3	-	-	-	-	9,6	-	0,41	3,61	1,4303	-	-
2009	Mai	-1,3	-	-	-14,8	9,4	8,8	0,82	3,82	1,3650	-	-
	Juni	-1,4	-	-	-14,9	9,5	9,0	0,62	3,95	1,4016	-	-
	Juli	-2,1	-	-	-13,4	9,4	8,1	0,52	3,90	1,4088	-	-
	Aug.	-1,5	-	-	-12,1	9,7	7,8	0,42	3,77	1,4268	-	-
	Sept.	-	-	-	-	9,8	-	0,30	3,61	1,4562	-	-
<b>Japan</b>												
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,7	163,2	
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,6	160,0	
2007	0,1	-1,1	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,5	156,1	
2008	1,4	1,7	-0,7	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-	-	
2008	Q3	2,2	1,3	-0,3	-1,4	4,0	2,2	0,90	1,72	161,83	-	-
	Q4	1,0	4,3	-4,5	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,21	126,71	-	-
2009	Q1	-0,1	4,9	-8,4	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,33	122,04	-	-
	Q2	-1,0	-	-7,2	-27,9	5,2	2,6	0,53	1,41	132,59	-	-
	Q3	-	-	-	-	-	-	0,40	1,45	133,82	-	-
2009	Mai	-1,1	-	-	-29,6	5,2	2,7	0,53	1,43	131,85	-	-
	Juni	-1,8	-	-	-23,6	5,4	2,5	0,49	1,41	135,39	-	-
	Juli	-2,2	-	-	-22,7	5,7	2,7	0,43	1,51	133,09	-	-
	Aug.	-2,2	-	-	-18,7	-	2,8	0,40	1,44	135,31	-	-
	Sept.	-	-	-	-	-	-	0,36	1,45	133,14	-	-

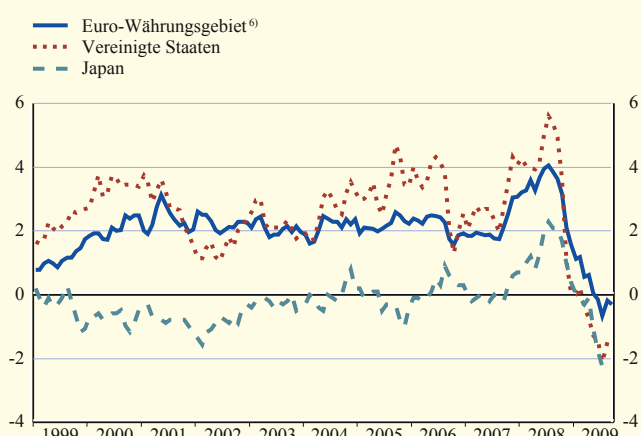
### A38 Reales Bruttoinlandsprodukt

(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 Interbankeinlagen 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, Nationaleinkommen, 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 Zuwachsrate  $a_t$  für den Monat  $t$ , also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat  $t$ , lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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 k) und l) 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:

$$a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

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 7. Oktober 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 allmonatlich jeweils am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (HRG), das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, auf der die monatliche Erörterung des geldpolitischen Kurses vorgesehen ist und endet am Tag vor dem entsprechenden Abwicklungstag im Folgemonat. 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 mindestreservepflichtigen 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 mar-

ginalen 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 saldiereten 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 Sal-

dierung der aggregierten Bilanzpositionen zwischen den MFIs im Euroraum ergibt. Aufgrund leicht unterschiedlicher Ausweispraktiken ist die Summe der Inter-MFI-Positionen nicht unbedingt null; der Saldo ist in Spalte 10 unter den Passiva ausgewiesen. Abschnitt 2.3 zeigt die Geldmengenaggregate des Euro-Währungsgebiets und ihre Gegenposten. Diese werden anhand der konsolidierten MFI-Bilanz ermittelt und umfassen 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“ zugerechnet.

Abschnitt 2.4 enthält eine Aufschlüsselung der Kreditgewährung der im Eurogebiet ansässigen MFIs ohne Eurosystem (des Bankensystems) nach Schuldnergruppen, Arten und Ursprungslaufzeiten. In Abschnitt 2.5 sind die Einlagen beim Bankensystem des Euro-Währungsgebiets nach Gläubigergruppen und Arten aufgeschlüsselt. Abschnitt 2.6 zeigt die vom Bankensystem des Euroraums gehaltenen Wertpapiere, aufgliedert nach Emittentengruppen.

Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten „transaktionsbedingte Veränderungen“, die aus der Differenz der Bestände, bereinigt um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkurs- und sonstige nicht transaktionsbedingte Veränderungen, abgeleitet werden. Abschnitt 2.7 zeigt ausgewählte Neubewertungen, die bei der Ermittlung der transaktionsbedingten Veränderungen zugrunde gelegt werden. Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten außerdem Wachstumsraten, die

als prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr auf Basis der transaktionsbedingten Veränderungen ausgewiesen werden. Abschnitt 2.8 zeigt ausgewählte, nach Währungen aufgeschlüsselte vierteljährliche Bilanzpositionen der MFIs.

Einzelheiten zur Sektorengliederung sind in dem Dokument „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 Einkommens-kategorien 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, Diskussionspapier Nr. 1051 des Centre for Economic Policy Research, 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 Monatsberichts Ausgabe 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-

zung 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 dem 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 dem am 13. Mai 2009 abzuwickelnden Geschäften – um 25 Basispunkte auf 1,0 % 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. Darüber hinaus beschließt der EZB-Rat, seinen erweiterten Ansatz zur Unterstützung der Kreditvergabe weiterzuverfolgen. So beschließt er, dass das Eurosystem liquiditätszuführende längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von einem Jahr in Form von Mengentendern mit

vollständiger Zuteilung durchführen wird. Außerdem beschließt er grundsätzlich, dass das Eurosystem auf Euro lautende gedeckte Schuldverschreibungen, die im Eurogebiet begeben wurden, ankaufen wird.

## 4. JUNI 2009

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,0 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen. Ferner legt der EZB-Rat die technischen Modalitäten für den Ankauf von auf Euro lautenden gedeckten Schuldverschreibungen, die im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, fest, den er am 7. Mai 2009 beschlossen hatte.

## 2. JULI, 6. AUGUST, 3. SEPTEMBER UND 8. OKTOBER 2009

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,0 %, 1,75 % bzw. 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, die seit Januar 2009 nur online verfügbar sind (d. h. ab Working Paper Nr. 989), werden lediglich die Veröffentlichungen von Juli bis September 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.
- „Die Auswirkungen der staatlichen Hilfsmaßnahmen für den Bankensektor auf die öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet“, Juli 2009.
- „Die Umsetzung der Geldpolitik seit August 2007“, Juli 2009.
- „Rotation der Stimmrechte im EZB-Rat“, Juli 2009.
- „Wohnungsbaufinanzierung im Euro-Währungsgebiet“, August 2009.
- „Jüngste Entwicklung bei der Zinsweitergabe im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet“, August 2009.
- „Geldpolitik und Kreditangebot im Euro-Währungsgebiet“, Oktober 2009.
- „Die jüngsten Veränderungen in den Bilanzen des Eurosystems, des Federal Reserve System und der Bank von Japan“, Oktober 2009.
- „Entwicklung des Finanzsektors in den Schwellenländern – Bestandsaufnahme und politische Implikationen“, Oktober 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.
8. „National rescue measures in response to the current financial crisis“ von A. Petrovic und R. Tutsch, Juli 2009.

#### **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. Cappiello, R. A. De Santis und S. Manganelli, März 2008.
82. „The sustainability of China’s exchange rate policy and capital account liberalisation“ von L. Cappiello 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 ESZB, 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.
104. „Fiscal policy challenges in oil-exporting countries: a review of key issues“ von M. Sturm, F. Gurtner und J. González Alegre, Juni 2009.
105. „Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications“ von L. Bê Duc und G. Le Breton, August 2009.
106. „Monetary policy strategy in a global environment“ von P. Moutot und G. Vitale, August 2009.

## RESEARCH BULLETIN

- „Research Bulletin“ Nr. 7, Juni 2008.  
„Research Bulletin“ Nr. 8, März 2009.

## WORKING PAPER SERIES

1066. „Universal banks and corporate control: evidence from the global syndicated loan market“ von M. A. Ferreira und P. Matos, Juli 2009.
1067. „The dynamic effects of shocks to wages and prices in the United States and the euro area“ von R. Duarte und C. R. Marques, Juli 2009.
1068. „Asset price misalignments and the role of money and credit“ von D. Gerdesmeier, H.-E. Reimers und B. Roffia, Juli 2009.
1069. „Housing finance and monetary policy“ von A. Calza, T. Monacelli und L. Stracca, Juli 2009.
1070. „Monetary policy committees: meetings and outcomes“ von J. M. Berk und B. K. Bierut, Juli 2009.
1071. „Booms and busts in housing markets: determinants and implications“ von L. Agnello und L. Schuknecht, Juli 2009.
1072. „How important are common factors in driving non-fuel commodity prices? A dynamic factor analysis“ von I. Vansteenkiste, Juli 2009.
1073. „Can non-linear real shocks explain the persistence of PPP exchange rate disequilibria?“ von T. Peltonen, M. Sager und A. Popescu, Juli 2009.
1074. „Wages are flexible, aren't they? Evidence from monthly micro wage data“ von P. Lünemann und L. Wintr, Juli 2009.
1075. „Bank risk and monetary policy“ von Y. Altunbas, L. Gambacorta und D. Marqués-Ibáñez, Juli 2009.
1076. „Optimal monetary policy in a new Keynesian model with habits in consumption“ von C. Leith, I. Moldovan und R. Rossi, Juli 2009.
1077. „The reception of public signals in financial markets – what if central bank communication becomes stale?“ von M. Ehrmann und D. Sondermann, August 2009.
1078. „On the real effects of private equity investment: evidence from new business creation“ von A. Popov und P. Roosenboom, August 2009.
1079. „EMU and European government bond market integration“ von P. Abad, H. Chuliá und M. Gómez-Puig, August 2009.
1080. „Productivity and job flows: heterogeneity of new hires and continuing jobs in the business cycle“ von J. Kilponen und J. Vanhala, August 2009.
1081. „Liquidity premia in German government bonds“ von J. W. Ejsing und J. Sihvonen, August 2009.
1082. „Disagreement among forecasters in G7 countries“ von J. Dovern, U. Fritsche und J. Slacalek, August 2009.
1083. „Evaluating microfoundations for aggregate price rigidities: evidence from matched firm-level data on product prices and unit labour cost“ von M. Carlsson und O. Nordström Skansz, August 2009.
1084. „How are firms' wages and prices linked: survey evidence in Europe“ von M. Druant, S. Fabiani, G. Kezdi, A. Lamo, F. Martins und R. Sabbatini, August 2009.
1085. „An empirical study on the decoupling movements between corporate bonds and CDS spreads“ von I. Alexopoulou, M. Andersson und O. M. Georgescu, August 2009.
1086. „Euro area money demand: empirical evidence on the role of equity and labour markets“ von G. J. de Bondt, September 2009.

1087. „Modelling global trade flows: results from a GVAR model“ von M. Bussière, A. Chudik und G. Sestieri, September 2009.
1088. „Inflation perceptions and expectations in the euro area: the role of news“ von C. Badarinta und M. Buchmann, September 2009.
1089. „The effects of monetary policy on unemployment dynamics under model uncertainty: evidence from the United States and the euro area“ von C. Altavilla und M. Ciccarelli, September 2009.
1090. „New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers“ von J. F. Cogan, T. Cwik, J. B. Taylor und V. Wieland, September 2009.
1091. „Money talks“ von M. Hoerova, C. Monnet und T. Temzelides, September 2009.
1092. „Inflation and output volatility under asymmetric incomplete information“ von G. Carboni und M. Ellison, September 2009.
1093. „Determinants of government bond spreads in new EU countries“ von I. Alexopoulou, I. Bunda und A. Ferrando, September 2009.
1094. „Signals from housing and lending booms“ von I. Bunda und M. Ca’Zorzi, September 2009.
1095. „Memories of high inflation“ von M. Ehrmann und P. Tzamourani, September 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).
- „Manual on investment fund statistics“, Mai 2009 (nur online verfügbar).
- „EU banks’ funding structures and policies“, Mai 2009 (nur online verfügbar).
- „Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament“, Mai 2009 (nur online verfügbar).
- „TARGET2 oversight assessment report“, Mai 2009 (nur online verfügbar).
- „TARGET Annual Report“, Mai 2009 (nur online verfügbar).
- „The ECB’s advisory role – overview of opinions (1994-2008)“, Mai 2009.
- „Financial Stability Review“, Juni 2009.
- „Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR)“, Juni 2009 (nur online verfügbar).
- „The international role of the euro“, Juli 2009.
- „Monthly report on the Eurosystem’s covered bond purchase programme“, Juli 2009 (nur online verfügbar).
- „Oversight framework for direct debit schemes“, August 2009 (nur online verfügbar).
- „Oversight framework for credit transfer schemes“, August 2009 (nur online verfügbar).
- „The Eurosystem’s stance on the Commission’s consultation document on the review of Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes“, August 2009 (nur online verfügbar).
- „Legal framework of the Eurosystem and the European System of Central Banks. ECB legal acts and instruments. 2009 update“, August 2009.
- „EU banking sector stability“, August 2009 (nur online verfügbar).
- „Credit default swaps and counterparty risk“, August 2009 (nur online verfügbar).
- „OTC derivatives and post-trading infrastructures“, September 2009 (nur online verfügbar).
- „Monthly report on the Eurosystem’s covered bond purchase programme – August 2009“, September 2009 (nur online verfügbar).
- „Consultation of the European Commission on ‘Possible initiatives to enhance the resilience of OTC derivatives markets’: Eurosystem contribution“, September 2009 (nur online verfügbar).
- „ECB survey on access to finance for small and medium-sized enterprises in the euro area“, September 2009 (nur online verfügbar).
- „The euro at ten – lessons and challenges“, Fifth ECB Central Banking Conference volume, September 2009.
- „Euro money market survey“, September 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.
- „The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market“, Juli 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): Tenderverfahren, bei dem der Zinssatz im Voraus von der Zentralbank festgelegt wird und die teilnehmenden Geschäftspartner den Geldbetrag bieten, für den sie zum vorgegebenen Zinssatz abschließen wollen.

**MFI-Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet** (MFI credit to euro area residents): Buchkredite der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich öffentlicher Haushalte und privatem Sektor) sowie der MFI-Bestand an von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapieren (Aktien und sonstige Dividendenwerte sowie Schuldverschreibungen).

**MFIs (monetäre Finanzinstitute)** (MFIs – monetary financial institutions): Alle Finanzinstitute, die den Geldschöpfungssektor des Euro-Währungsgebiets bilden. Hierzu zählen das Eurosystem, ansässige Kreditinstitute im Sinne des Gemeinschaftsrechts und alle anderen im Euroraum ansässigen Finanzinstitute, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. 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 wechselkurspolitische 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