



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

MONATSBERICHT
I | 2004

01 | 2004

02 | 2004

03 | 2004

04 | 2004

05 | 2004

06 | 2004

07 | 2004

08 | 2004

09 | 2004

10 | 2004

I | 2004

12 | 2004

MONATSBERICHT
NOVEMBER

MONATSBERICHT
I | 2004

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT NOVEMBER 2004

Auf allen
Veröffentlichungen
der EZB ist im
Jahr 2004 ein
Ausschnitt der
100-€-Banknote
abgebildet.

© Europäische Zentralbank, 2004

Anschrift

Kaiserstraße 29
D-60311 Frankfurt am Main

Postanschrift

Postfach 16 03 19
D-60066 Frankfurt am Main

Telefon

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 3. November 2004.

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)



INHALT

EDITORIAL	5	STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS	SI
WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN	9	CHRONIK DER GELDPOLITISCHEN MASSNAHMEN DES EUROSYSTEMS	I
Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets	9	PUBLIKATIONEN DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK SEIT 2003	V
Monetäre und finanzielle Entwicklung	12	GLOSSAR	XI
Preise und Kosten	35		
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	43		
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	49		
Kästen:			
1 Merkmale von Hypothekenverträgen im Euro-Währungsgebiet	15		
2 Ergebnisse der im Oktober 2004 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet	18		
3 Jüngste Tendenzen bei der impliziten Aktienkursvolatilität	32		
4 Inflations- und Wachstumserwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters vom vierten Quartal 2004 und sonstige verfügbare Indikatoren	39		
5 Jüngste Entwicklung der Investitionen nach Gütergruppen	44		
AUFSÄTZE			
Die Ölpreise und die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet	55		
Informationsgewinnung aus Finanzmarktpreisen	71		
Entwicklungen beim EU-Rahmen für die Finanzmarktregulierung, -aufsicht und -stabilität	87		

ABKÜRZUNGEN

LÄNDER

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

SONSTIGE

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

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

EDITORIAL

Auf seiner Sitzung am 4. November 2004 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 3,0 % bzw. 1,0 %.

Auf der Grundlage der regelmäßigen Analyse der wirtschaftlichen und monetären Entwicklung geht der EZB-Rat davon aus, dass es trotz der anhaltend hohen und steigenden Ölpreise bislang keine deutlichen Hinweise darauf gibt, dass sich mittelfristig im Eurogebiet inflationäre Spannungen aufbauen könnten. Insbesondere scheint sich der Lohnzuwachs angesichts des weiterhin moderaten realen BIP-Wachstums und der schwachen Entwicklung der Arbeitsmärkte nach wie vor in Grenzen zu halten. Vor diesem Hintergrund beschloss der EZB-Rat, die EZB-Leitzinsen unverändert auf ihrem derzeitigen – im historischen Vergleich sehr niedrigen – Niveau zu belassen. Ölpreisanstiege hatten jedoch in diesem Jahr einen spürbaren unmittelbaren Einfluss auf die Verbraucherpreise, und die Teuerung dürfte in den kommenden Monaten deutlich über der 2 %-Marke bleiben. Dies ist eine beunruhigende Entwicklung. Angesichts der Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht ist hinsichtlich aller Entwicklungen, die diese Risiken verstärken könnten, große Wachsamkeit geboten.

Was die wirtschaftliche Analyse anbelangt, die der Einschätzung des EZB-Rats zugrunde liegt, so setzte im zweiten Halbjahr 2003 die wirtschaftliche Erholung ein, und in der ersten Jahreshälfte 2004 war eine positive Entwicklung zu beobachten. Obwohl von den Konjunkturindikatoren uneinheitlichere Signale ausgehen, stimmen die fundamentalen Bestimmungsfaktoren der Konjunktur nach wie vor mit anhaltendem Wirtschaftswachstum im Jahr 2005 überein. In außenwirtschaftlicher Hinsicht ist nach einer Phase, in der die Weltwirtschaft das seit vielen Jahren stärkste Wachstum aufwies, eine gewisse Abschwächung zu verzeichnen. Dennoch dürften die Exporte des Euroraums im Jahr 2005 weiterhin von den weltweit günstigen

Nachfragebedingungen profitieren. Binnenwirtschaftlich gesehen sollte die Investitionstätigkeit durch das internationale Umfeld, die äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen im Euroraum sowie eine bessere Ertragslage und die im Zuge von Umstrukturierungsmaßnahmen gesteigerte Effizienz der Unternehmen gestützt werden. Überdies besteht im Euro-Währungsgebiet insgesamt Spielraum für eine Belebung der privaten Konsumausgaben, insbesondere sobald sich die Aussichten am Arbeitsmarkt merklich verbessern.

Allerdings sind diese Aussichten nach wie vor mit Unsicherheit behaftet, die insbesondere von der jüngsten Entwicklung an den Ölmärkten herrührt. Einerseits unterscheiden sich der Umfang und die Art dieses Schocks von früheren Erfahrungen, als der Ölpreisanstieg deutlich höher ausfiel und hauptsächlich auf Angebotsverknappungen zurückzuführen war. Überdies ist die Ölabhängigkeit der Produktion im Euro-Währungsgebiet deutlich niedriger. Andererseits stellt der jüngste Anstieg der Ölpreise dennoch einen beträchtlichen negativen Schock für die Wirtschaft des Euroraums dar. Sollten die Ölpreise auf ihrem derzeitigen Stand verharren oder sogar weiter steigen, könnte dies die Stärke der wirtschaftlichen Erholung sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euro-Währungsgebiets dämpfen. Unter bestimmten Umständen kann jedoch eine bessere Abfederung des Ölpreisschocks gewährleistet werden; vor allem müssen bei der Lohn- und Preissetzung Zweitrundeneffekte weiterhin vermieden werden. Darüber hinaus sollten die Finanzbehörden von Maßnahmen Abstand nehmen, die den erforderlichen Anpassungsprozess verzögern würden.

Was die Verbraucherpreise betrifft, so erhöhte sich die jährliche Preissteigerungsrate nach dem HVPI laut der Vorausschätzung von Eurostat im Oktober auf 2,5 %. Nachdem im September ein Rückgang auf 2,1 % – von 2,3 % im August – zu verzeichnen gewesen war, stellt dies einen kräftigen Anstieg dar, der auf den beträchtlichen unmittelbaren Einfluss, den die Ölpreisentwicklung in den letzten Wochen auf den

HVPI des Euroraums ausübte, zurückzuführen ist. Außerdem könnte der Ölpreisschock auf die Volkswirtschaft durchschlagen und weitere indirekte Wirkungen hervorrufen, wie die Entwicklung der Erzeugerpreise andeutet.

Auf mittlere Sicht deuten die bisher vorliegenden Informationen allerdings nicht darauf hin, dass sich im Euro-Währungsgebiet ein stärkerer Inflationsdruck aufbaut. Die Lohnerhöhungen halten sich seit dem letzten Quartal 2003 in Grenzen, und dieser Trend dürfte sich angesichts des nach wie vor moderaten Wirtschaftswachstums und der schwachen Entwicklung der Arbeitsmärkte fortsetzen.

In den vergangenen Monaten haben sich im Hinblick auf die Aussichten für Preisstabilität dennoch eine Anzahl von Aufwärtsrisiken ergeben. Risiken sind hauptsächlich durch die Ölpreisentwicklung, mögliche erneute Erhöhungen indirekter Steuern und administrierter Preise sowie durch potenzielle Zweitrundeneffekte aufgrund des Lohn- und Preissetzungsverhaltens gegeben.

Weitere Hinweise auf die mittelfristigen Aussichten liefert die monetäre Analyse. Der in der ersten Jahreshälfte 2004 beobachtete Abwärtstrend des Jahreswachstums der Geldmenge M3 scheint in den vergangenen Monaten zum Stillstand gekommen zu sein. Die kürzerfristige M3-Dynamik hat sich verstärkt, und die Jahreswachstumsraten von M3 steigen. Diese Entwicklungen spiegeln den stimulierenden Effekt wider, den das im historischen Vergleich niedrige Zinsniveau im Euro-Währungsgebiet auf die monetäre Expansion hat. Besonders stark ist die Nachfrage nach den liquidesten, im eng gefassten Geldmengenaggregat M1 enthaltenen Komponenten von M3. Das niedrige Zinsniveau heizt zudem die Kreditnachfrage des privaten Sektors an. Vor allem steigt die Wachstumsrate der Wohnungsbaukredite weiter an und nähert sich nun zweistelligen Werten. Die Kreditnachfrage ist aber zunehmend breiter fundiert, und auch das Jahreswachstum der Kredite an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften zieht an.

Angesichts des anhaltend kräftigen M3-Wachstums in den vergangenen Jahren ist im Euroraum nach wie vor deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wachstums erforderlich ist. Hiervon könnten in der Zukunft Inflationsrisiken ausgehen, wenn die Überschussliquidität nicht im Zuge einer Umkehr der Portfolioumschichtungen schrittweise abgebaut wird. Zudem könnten ein anhaltend hoher Liquiditätsüberschuss und ein starkes Kreditwachstum einen auf Dauer nicht tragfähigen Anstieg der Preise für Vermögenswerte zur Folge haben, insbesondere an den Immobilienmärkten.

Insgesamt geht aus der wirtschaftlichen Analyse hervor, dass sich der Inflationsdruck weiterhin in Grenzen hält, aber eine Reihe mittelfristiger Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität sorgsam beobachtet werden muss. Besonders wichtig ist, dass diese Risiken nicht die langfristigen Inflationserwartungen beeinflussen. Die Gegenprüfung anhand der monetären Analyse spricht weiterhin dafür, hinsichtlich des Eintretens von Risiken für die Preisstabilität sehr wachsam zu bleiben.

Mit Blick auf die Finanzpolitik haben die meisten Länder ihre Haushaltspläne für 2005 vorgelegt. In einigen Fällen gibt es ermutigende Anhaltspunkte dafür, dass sich Mitgliedstaaten vornehmen, übermäßige Defizite zu korrigieren bzw. Fortschritte auf dem Weg zu nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushaltspositionen zu erzielen. Allerdings gibt es auch andere Fälle, bei denen ein erhebliches Risiko besteht, dass die unter dem Stabilitäts- und Wachstumspakt eingegangenen Verpflichtungen nicht eingehalten werden oder Ungleichgewichte sich vergrößern und der Referenzwert von 3 % erneut verletzt werden könnte. Es ist daher unerlässlich, dass in den Haushalten für das Jahr 2005 einer erforderlichen Konsolidierung Vorrang eingeräumt wird. Darüber hinaus ist es von entscheidender Bedeutung, dass eine zuverlässige Erhebung und zeitnahe Meldung der Statistiken über die öffentlichen Finanzen gewährleistet sind. Angemessene Haushaltsziele und die Einhaltung der

fiskalischen Zusagen sowie der Berichtspflichten tragen zur Schaffung von Vertrauen bei, unterstützen den wirtschaftlichen Aufschwung und treffen Vorsorge für die Folgen der Bevölkerungsalterung.

Was den europäischen finanzpolitischen Rahmen betrifft, so ist der EZB-Rat weiterhin der Überzeugung, dass Verbesserungen bei der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts möglich sind und von Vorteil wären. Diesbezüglich sind die Vorschläge der Europäischen Kommission für eine verbesserte Durchführung der Präventivmaßnahmen, die sich mit der haushaltspolitischen Überwachung befassen, zu begrüßen. Gleichzeitig warnt der EZB-Rat vor einer Änderung des Pakts und insbesondere des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit. Er erachtet die Glaubwürdigkeit der 3 %-Defizitgrenze als eine wesentliche Voraussetzung, um die Erwartungen hinsichtlich der Haushaltsdisziplin zu verankern. Darüber hinaus sind eine strenge Überwachung und ein effektiver Gruppendruck im Hinblick auf die nationale Haushaltspolitik zur Gewährleistung einer soliden Finanzpolitik unerlässlich.

Pläne zur Haushaltskonsolidierung sollten in eine Strukturreformagenda eingebettet sein, die Wachstum, Wettbewerb und Beschäftigung begünstigt. In Bezug auf die Arbeits- und Gütermärkte bietet die Zwischenprüfung der Agenda von Lissabon, die gegenwärtig für das Treffen des Europäischen Rates im März 2005 vorbereitet wird, eine hervorragende Gelegenheit, auf diesen Gebieten an Dynamik zuzulegen. Strukturreformen sind ausschlaggebend für eine verbesserte Wirtschaftsleistung in der EU, d. h. für eine Wirtschaft mit höherem Potenzialwachstum, besseren Beschäftigungsaussichten und einer höheren Widerstandsfähigkeit gegenüber Schocks. Bemühungen zur Beschleunigung der wichtigsten wirtschaftlichen Reformen sind wichtiger denn je.

Die vorliegende Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste Aufsatz untersucht die Auswirkungen von Ölpreisänderungen auf die Preise und die Konjunktur im Euro-

raum. Der zweite beschreibt eine Reihe von Instrumenten, anhand derer Zentralbanken Markterwartungen über wirtschaftliche Eckdaten, vor allem die Inflations- und die Wirtschaftsentwicklung, aus Vermögenspreisen ableiten können. Abschließend analysiert der dritte Aufsatz die jüngsten Entwicklungen beim EU-Rahmen für die Finanzmarktregulierung, -aufsicht und -stabilität.

WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

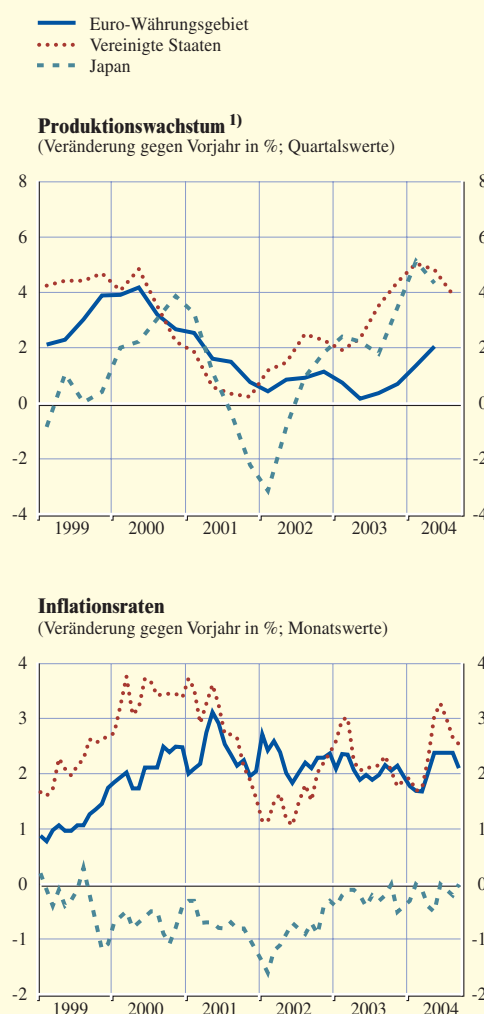
Nach einer ungewöhnlich kräftigen Expansionsphase kehrt die Weltwirtschaft allmählich auf ein niedrigeres Wachstumsniveau zurück. Einer der Gründe hierfür sind die hohen Ölpreise, die nach Ansicht der Marktteilnehmer noch eine Zeitlang auf diesem Stand verharren werden. Der Inflationsdruck bleibt dabei im Allgemeinen gering, da der Anstieg der Ölpreise bisher nicht zu Zweit-rundeneffekten geführt hat.

WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN

Nachdem die Weltwirtschaft im Jahr 2003 und Anfang 2004 so stark expandierte wie selten zuvor, hat das globale Wachstum begonnen, allmählich auf ein niedrigeres Niveau zurückzukehren; es bleibt aber trotz der hohen Ölpreise insgesamt kräftig. Eine wichtige Wachstumsstütze bildete der Welthandel, der auch zu der relativ robusten Weltkonjunktur beitrug. Nach Schätzungen der Welthandelsorganisation hat das Volumen des globalen Handels 2004 um 8,5 % und damit deutlich stärker als im Vorjahr zugenommen. Wachstumsfördernd wirkten unter anderem die niedrigen Kreditzinsen und die lebhafte Investitionstätigkeit insbesondere in den Schwellenländern. Allerdings haben die hohen Ölpreise, die anhaltenden und teilweise zunehmenden weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte wie auch die Besorgnis über die finanzpolitische Entwicklung in einigen Ländern und die von wichtigen Volkswirtschaften ausgehenden uneinheitlichen Signale die Unsicherheit über die weltwirtschaftliche Entwicklung verstärkt. Der Inflationsdruck bleibt im Allgemeinen gering, da Zweit-rundeneffekte im Gefolge der Rohstoffpreiserhöhungen vor dem Hintergrund eines starken Wettbewerbs an den Gütermärkten und einer gedämpften Arbeitsmarktentwicklung bisher ausgeblieben sind.

In den Vereinigten Staaten wuchs das reale BIP Vorausschätzungen zufolge im dritten Vierteljahr 2004 mit einer Quartalsrate von 3,7 % (auf das Jahr hochgerechnet), nach 3,3 % im zweiten Jahresviertel. Diese Zunahme des BIP-Wachstums war vor allem auf eine deutliche Wiederbelebung der privaten Konsumausgaben und eine merkliche Verlangsamung des Importwachstums zurückzuführen. Gleichzeitig legten die Investitionen in Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie DV-Software in stetem Tempo weiter zu. Aufgrund eines leichten Rückgangs der Erwerbsbeteiligung, die mit 66 % der Zivilbevölkerung im historischen Vergleich nach

Abbildung I Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern



Quellen: Nationale Statistiken, BIZ, Eurostat und EZB-Berechnungen.
1) Für das Euro-Währungsgebiet wurden Eurostat-Daten verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Daten. Alle BIP-Zahlen sind saisonbereinigt.

wie vor niedrig ist, lag die Arbeitslosenquote im September unverändert bei 5,4 %. Die Inflation ging im September den dritten Monat in Folge zurück. Die jährliche Wachstumsrate des Verbraucherpreisindex sank von 2,7 % im August auf 2,5 %.

In Japan hat sich das reale BIP-Wachstum gegenüber den um die Jahreswende erzielten kräftigen Zuwachsraten abgeschwächt. Im zweiten Vierteljahr betrug das Wachstum des realen BIP im Quartalsvergleich 0,3 %, nachdem es sich im ersten Dreimonatszeitraum noch auf 1,6 % belaufen hatte. Dessen ungeachtet blieb die Exportnachfrage verhältnismäßig stark. Trotz der zuletzt schwachen Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe nahm die Beschäftigung zu, und die Arbeitslosenquote fiel im September auf 4,6 % (nach 4,8 % im August). Die jüngsten Vertrauensindikatoren scheinen dafür zu sprechen, dass sich die Konjunktur derzeit in moderatem Tempo verlangsamt, wenngleich die Aussichten günstig bleiben. Bei der Preisentwicklung ergibt sich nach wie vor ein insgesamt uneinheitliches Bild. Während die Preise für industrielle Erzeugnisse seit Jahresbeginn steigen (im September um 1,8 % gegenüber dem Vorjahr), war bei den Verbraucherpreisen im September keine Veränderung im Vergleich zum Vorjahr zu verzeichnen.

Im Vereinigten Königreich legte das reale BIP im zweiten Vierteljahr 2004 mit einer Quartalsrate von 0,9 % zu, nach 0,7 % im ersten Dreimonatsabschnitt des Jahres. Das Wachstum wurde wie schon zuvor in erster Linie durch die Inlandsnachfrage angetrieben, wenngleich Revisionen historischer Daten darauf hindeuten, dass die Zusammensetzung des BIP-Wachstums – mit stärkeren Investitionen und geringfügig schwächeren Konsumausgaben – etwas von früheren Schätzungen abwich. Produktion und Nachfrage lagen im zweiten Quartal des laufenden Jahres zwar über dem Trend, doch weisen vorläufige Zahlen darauf hin, dass sich das reale BIP-Wachstum mit einer Quartalsrate von 0,4 % im dritten Jahresviertel 2004 spürbar verlangsamt hat. Die jährliche Inflation nach dem HVPI sank von 1,3 % im August auf 1,1 % im September und damit noch weiter unter die auf dem HVPI basierende Zielmarke von 2 %.

In Schweden weitete sich das reale BIP im zweiten Viertel 2004 um 1,0 % gegenüber dem Vorquartal aus. Der Umfrage der Europäischen Kommission zufolge nahm das Vertrauen der Industrie im dritten Quartal zu, während das Verbrauchervertrauen leicht zurückging. Was die Preisentwicklung angeht, so verharrte die jährliche HVPI-Teuerungsrate im September wie schon in den drei vorangegangenen Monaten bei 1,2 %. In Dänemark belief sich das BIP-Wachstum im zweiten Vierteljahr auf 0,2 % im Quartalsvergleich, während die jährliche HVPI-Inflation im September bei 0,9 % lag und damit gegenüber dem Vormonat konstant blieb. Die Umfrage der Europäischen Kommission zeigt, dass sowohl das Industrie- als auch das Verbrauchervertrauen im dritten Quartal zunahm. In den meisten anderen EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets war das BIP-Wachstum weiterhin kräftig. Der im vorherigen Jahresverlauf festgestellte beträchtliche Anstieg der HVPI-Inflation setzte sich in diesen Ländern im September überwiegend nicht fort, obgleich von den gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreisen nach wie vor preistreibende Impulse ausgingen.

In Asien (ohne Japan) deuten die jüngsten Angaben darauf hin, dass sich das Wachstum in den kommenden Quartalen verlangsamen dürfte. Bei den Exporten aus dieser Region sind Anzeichen für eine nachlassende Wachstumsdynamik zu erkennen. Die Inlandsnachfrage dagegen ist in den meisten dieser Länder (mit Ausnahme von Südkorea) ungebrochen kräftig. In China ist weiterhin eine robuste Konjunktorentwicklung zu verzeichnen; im dritten Quartal dieses Jahres wuchs das BIP im Vorjahrsvergleich um 9,1 %. Die VPI-Inflation ging im September leicht auf 5,2 % gegenüber dem Vorjahrsstand zurück (5,3 % im August). Am 28. Oktober hob die chinesische Zentral-

bank erstmals seit über neun Jahren ihre Schlüsselzinssätze für einjährige Bankeinlagen und Kredite an, und zwar um jeweils 27 Basispunkte.

In Lateinamerika setzt sich die konjunkturelle Belebung, die vor allem vom Exportwachstum, aber auch von der Inlandsnachfrage getragen wird, nach jüngsten Datenveröffentlichungen weiter fort. Allerdings sprechen die aus den höheren Ölpreisen und der gestiegenen Inlandsnachfrage resultierenden Inflationsrisiken insgesamt für eine leichte Eintrübung der kurzfristigen Aussichten dieser Region.

ROHSTOFFMÄRKTE

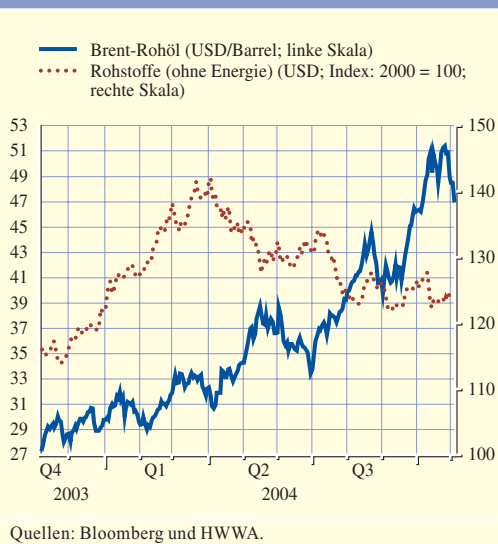
Die Ölpreise zogen im Oktober weiter an, so dass die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent am 26. Oktober ein Allzeithoch von 51,4 USD erreichten. Grund für diese Entwicklung waren eine kräftige Nachfrage, witterungsbedingte Lieferausfälle und die begrenzten Kapazitätsreserven. Die weltweite Nachfrage nach Öl liegt weiter über den Erwartungen. Nach Angaben der Internationalen Energieagentur dürfte die globale Ölnachfrage 2004 im Durchschnitt um schätzungsweise 3,4 % zunehmen. Dies ist die höchste Jahresrate seit annähernd drei Jahrzehnten. Auch die weltweit steigenden Öllieferungen konnten die jüngsten Preiserhöhungen nicht verhindern, da die begrenzten und schrumpfenden Kapazitätsreserven bei Störungen am Ölmarkt nur einen äußerst geringen Spielraum lassen. Daher reagierten die Ölpreise sehr heftig, als erneut Zweifel an der Sicherheit der Öllieferungen mehrerer Förderländer aufkamen. Die Marktteilnehmer erwarten, dass die Ölnotierungen bis zum Jahresende in etwa auf ihrem jetzigen Stand verharren und danach nur langsam wieder sinken werden.

Die Preise für Rohstoffe (ohne Energie) gaben gegenüber ihrem hohen Niveau vom April dieses Jahres weiter nach. Diese Entwicklung wurde von einem recht ausgeprägten Rückgang der Nahrungsmittelpreise getragen, während die Preise für Metalle und agrarische Rohstoffe (ohne Nahrungsmittel) leicht zulegten. In US-Dollar gerechnet waren die Preise für Rohstoffe (ohne Energie) im Oktober 2004 insgesamt dennoch um 10,8 % höher als vor Jahresfrist.

AUSSICHTEN FÜR DIE AUSSENWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

Die weltwirtschaftlichen Aussichten sind nach wie vor recht günstig, da das Wachstum sowohl regional als auch sektoral gesehen an Breite gewinnt. Gleichzeitig mehren sich allerdings auch die Anzeichen dafür, dass der derzeitige Konjunkturzyklus seinen Höhepunkt überschritten hat, wenn auch davon auszugehen ist, dass die Wirtschaftstätigkeit robust bleibt. Der zusammengesetzte Frühindikator der OECD wie auch der Einkaufsmanagerindex deuten auf eine Fortsetzung der Expansion, aber auch auf eine Verringerung der Wachstumsraten gegenüber dem sehr hohen Niveau von Ende 2003 und Anfang 2004 hin.

Abbildung 2 Grundlegende Entwicklungen an den Rohstoffmärkten



2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

2.1 GELDMENGE UND MFI-KREDITE

Die Daten für September 2004 liefern weitere Belege dafür, dass sich das Geldmengenwachstum nach einer Abschwächung im ersten Halbjahr in den vergangenen Monaten wieder verstärkt hat. Das Anlageverhalten normalisiert sich weiter, wenn auch nach wie vor nur langsam. Allerdings wird die dämpfende Wirkung dieser Entwicklung auf das jährliche Wachstum der Geldmenge M3 durch den stimulierenden Einfluss des niedrigen Zinsniveaus auf die liquidesten M3-Komponenten mehr als ausgeglichen. Die niedrigen Zinsen haben auch zu einer weiteren Zunahme der Kreditvergabe an den privaten Sektor beigetragen, die in den wichtigsten nichtfinanziellen Sektoren immer breiter fundiert ist. Insgesamt ist im Euroraum nach wie vor deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist. Aufgrund der derzeitigen monetären Dynamik erhöht sich das Risiko, dass dieser Liquiditätsüberschuss fortbesteht.

WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 erhöhte sich im September 2004 auf 6,0 % gegenüber 5,6 % im Vormonat (siehe Abbildung 3). Darin spiegelt sich ein kräftiger Anstieg im Vormonatsvergleich (um 0,6 %) wider. Der Dreimonatsdurchschnitt der Jahresraten von M3 für den Zeitraum von Juli bis September stieg auf 5,7 %, verglichen mit 5,4 % in der Zeit von Juni bis August 2004.

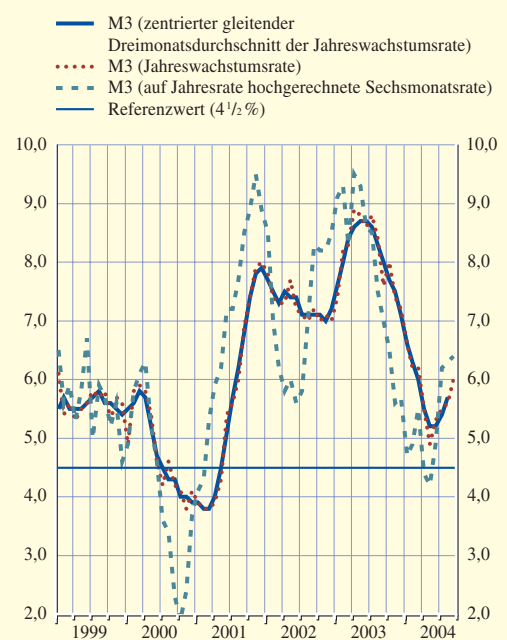
Die Entwicklung der Geldmenge wird weiterhin von zwei Faktoren beeinflusst. Einerseits geht aus den MFI-Bilanzdaten für September 2004 hervor, dass sich die Normalisierung des Anlageverhaltens der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet – wenn auch nach wie vor nur langsam – fortsetzt. Dies lässt sich an den Portfoliumschichtungen von liquiden monetären Anlageformen in längerfristige Finanzinstrumente ablesen. Andererseits kurbelt das derzeit niedrige Zinsniveau die Nachfrage nach den liquidesten Komponenten von M3 sowie – bei den Gegenposten – nach MFI-Krediten an den privaten Sektor an. In den vergangenen Monaten haben diese zuletzt genannten, stimulierenden Einflüsse auf das M3-Wachstum den Effekt des erstgenannten, dämpfenden Faktors mehr als ausgeglichen.

HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 erhöhte sich im September 2004 auf 9,7 % gegenüber 9,2 % im August (siehe Tabelle 1). Grund hierfür war ein Anstieg der bereits relativ hohen Jahresrate der täglich fälligen Einlagen von 7,5 % im August auf 8,0 % im September. Die jährliche Zu-

Abbildung 3 M3-Wachstum und der Referenzwert

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



Quelle: EZB.

Tabelle I Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen

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

	Bestand in % von M3 ¹⁾	Jahreswachstumsraten						
		2003 Q3	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Aug.	2004 Sept.
M1	44,7	11,4	11,0	11,1	10,3	9,6	9,2	9,7
Bargeldumlauf	6,9	29,6	26,5	24,0	21,6	20,3	20,3	19,9
Täglich fällige Einlagen	37,8	8,9	8,8	9,1	8,5	7,9	7,5	8,0
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	40,9	5,8	4,9	3,3	1,7	2,0	2,0	2,8
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	15,6	-1,3	-2,9	-4,4	-7,0	-5,8	-5,7	-4,2
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	25,2	11,6	11,1	9,2	8,1	7,6	7,5	7,6
M2	85,5	8,6	7,9	7,2	6,0	5,8	5,7	6,3
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	14,5	7,7	5,8	2,5	2,0	3,9	5,0	4,1
M3	100,0	8,4	7,6	6,5	5,4	5,6	5,6	6,0
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	169,1	5,3	5,9	5,8	6,0	6,2	6,1	6,1
Kredite an öffentliche Haushalte	36,4	4,8	6,6	6,1	6,5	6,5	6,6	5,5
Buchkredite an öffentliche Haushalte	13,1	1,0	1,5	1,2	2,3	2,3	2,5	1,5
Kredite an den privaten Sektor	132,8	5,5	5,7	5,7	5,9	6,1	6,0	6,3
Buchkredite an den privaten Sektor	115,6	4,9	5,3	5,4	5,6	6,2	6,1	6,5
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)	52,4	5,8	6,7	7,4	8,4	8,7	8,7	9,2

Quelle: EZB.

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

wachstum des Bargeldumlaufs verharrte auf einem sehr hohen Niveau und belief sich im Berichtsmonat auf 19,9 %. Die anhaltende Nachfrage nach den liquidesten Komponenten von M3 ist zu einem wesentlichen Teil auf das niedrige Zinsniveau und die damit verbundenen niedrigen Opportunitätskosten der Haltung dieser Anlageformen zurückzuführen. Zudem herrscht sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euroraums weiterhin eine rege Nachfrage nach Euro-Banknoten, insbesondere nach den hohen Stückelungen.

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) stieg im September auf 2,8 % gegenüber 2,0 % im Vormonat. Dahinter verbarg sich hauptsächlich eine Verlangsamung des Rückgangs der Jahresrate der kurzfristigen Termineinlagen (Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren), während die verhältnismäßig hohe positive Jahresrate der kurzfristigen Spareinlagen (Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) praktisch unverändert blieb. Die verhaltene Nachfrage nach der erstgenannten Einlagenart dürfte darauf zurückzuführen sein, dass deren geringfügig höhere Rendite die niedrigere Liquidität vor allem im Vergleich zu täglich fälligen Einlagen nicht aufwiegt.

Die Jahreswachstumsrate der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente verringerte sich von 5,0 % im August auf 4,1 % im September. Verantwortlich für diesen Rückgang war ein negativer Beitrag aller Teilkomponenten (Geldmarktfondsanteile, Repogeschäfte und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren). Die monatliche Entwicklung der Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente weist starke Schwankungen auf und sollte daher mit Vorsicht interpretiert werden. Dennoch lassen diese Daten darauf schließen, dass sich das Anlageverhalten weiter – wenn auch nach wie vor langsam – normalisiert: Da die zwischen 2001 und Mitte 2003 beobachtete außergewöhnliche Liquiditätspräferenz nachlässt, schichten die Ansässigen im Euro-Währungsgebiet ihre Vermögensanlagen zugunsten längerfristiger, nichtmonetärer Anlageformen um.

HAUPTGEGENPOSTEN ZU M3

Das zuvor bereits kräftige jährliche Wachstum der MFI-Kredite an den privaten Sektor erhöhte sich von 6,1 % im August auf 6,5 % im September. Zu dieser Wachstumsbeschleunigung trug die gestiegene Kreditnachfrage aller wichtigen nichtfinanziellen Sektoren bei, wenngleich die Zuwachsraten in den einzelnen Sektoren sehr unterschiedlich waren (siehe Tabelle 2). Das jährliche Wachstum der MFI-Kredite an private Haushalte erhöhte sich von 7,5 % im August auf 7,8 % im September, was besonders durch das dynamische Wachstum der Wohnungsbaukredite gefördert wurde, das sich im Vorjahrsvergleich auf 9,8 % belief. Der hohe Zuwachs bei den Hypothekarkrediten hängt mit den niedrigen Hypothekenzinsen im gesamten Euroraum und der dynamischen Entwicklung der Wohnungsmärkte in einigen Euro-Ländern zusammen. Darüber hinaus deutet diese Entwicklung auf eine zunehmende Empfindlichkeit der privaten Haushalte gegenüber Zinsänderungen hin (siehe Kasten 1). Die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieb zwar hinter der Jahresrate der Kreditaufnahme durch die privaten Haushalte zurück, stieg im September aber auf 4,6 % und lag damit deutlich über dem Durchschnitt der vergangenen Jahre.

Die Ergebnisse der im Oktober 2004 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft deuten darauf hin, dass in den letzten Monaten auch verbesserte Kreditkonditionen zum kräftigeren Wachstum der MFI-Kredite an den privaten Sektor beitrugen (siehe Kasten 2).

Die jährliche Zuwachsrate der weiter gefassten Kreditvergabe der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet blieb im September mit 6,1 % unverändert. Bei der Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe der MFIs an die öffentlichen Haushalte wurde im Berichtsmonat ein Rückgang auf 5,5 % gegenüber 6,6 % im Vormonat verzeichnet (siehe Tabelle 1).

Tabelle 2 MFI-Kredite an den privaten Sektor

(Stand am Ende des Berichtszeitraums; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts ¹⁾	Jahreswachstumsraten					
		2003 Q3	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Aug.	2004 Sept.
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	42,0	3,6	3,5	3,3	4,0	4,1	4,6
Bis zu 1 Jahr	30,7	-1,0	-0,8	-2,4	-2,1	-1,7	-0,6
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	17,6	4,6	3,1	3,6	6,4	5,6	5,9
Mehr als 5 Jahre	51,8	6,5	6,6	6,9	7,2	7,3	7,4
Private Haushalte²⁾	50,5	5,8	6,4	6,6	7,3	7,5	7,8
Konsumentenkredite ³⁾	13,6	3,0	2,9	4,4	5,7	6,4	6,2
Wohnungsbaukredite ³⁾	67,8	7,4	8,1	8,4	9,0	9,3	9,8
Sonstige Kredite	18,6	2,5	3,3	2,3	2,4	2,1	1,8
Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	0,7	9,7	11,9	8,7	18,9	21,7	18,3
Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute	6,9	6,0	11,8	8,9	8,5	6,9	8,4

Quelle: EZB.

Anmerkungen: MFI-Sektor einschließlich Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95. Weitere Einzelheiten finden sich in Fußnote 2 zu Tabelle 2.4 und im „Technischen Hinweis“ im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.

1) Stand am Ende des letzten Monats, für den Daten vorliegen. Kreditvergabe an die Sektoren in % der gesamten Kreditvergabe der MFIs an den privaten Sektor; Aufgliederung nach Laufzeiten und Verwendungszweck in % der MFI-Kredite 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.

Kasten I

MERKMALE VON HYPOTHEKENVERTRÄGEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Aufgrund des derzeitigen niedrigen Zinsniveaus ist die Gesamtlast des Schuldendienstes der privaten Haushalte im Euroraum (d. h. das Verhältnis zwischen der Summe der Zins- und Tilgungszahlungen und dem verfügbaren Einkommen) in den letzten Jahren trotz stetig zunehmendem Verschuldungsniveau der Haushalte relativ stabil geblieben. Dessen ungeachtet hat die gestiegene Verschuldung die privaten Haushalte empfindlicher gegenüber Zinsänderungen werden lassen. Im Hinblick darauf wird häufig berichtet, dass sich aufgrund des niedrigen Zinsniveaus Wohnungsbaukredite mit variablem Zinssatz in verschiedenen Ländern zunehmender Beliebtheit erfreuen; dies impliziert, dass die Zinszahlungen der Haushalte anfälliger gegenüber künftigen Zinsänderungen sind. Vor diesem Hintergrund werden im vorliegenden Kasten die Merkmale von Hypothekenverträgen im Eurogebiet untersucht, um die Sensitivität der ausstehenden Schulden privater Haushalte gegenüber Änderungen der Zinsbedingungen zu beurteilen.

Der Anteil der bestehenden Hypothekenschulden, der von Änderungen der vorherrschenden Zinsbedingungen beeinflusst wird – eine wesentliche Bestimmungsgröße der Zinsreagibilität des Schuldendienstes privater Haushalte – hängt von der Struktur des zugrunde liegenden Hypothekenvertrags ab. In dieser Hinsicht stellt das Kriterium, ob der Zinssatz für die Hypothekenschuld für einen langen Zeitraum fest oder variabel ist, einen Schlüsselfaktor dar. Ein Vertrag mit fester Verzinsung bedeutet, dass der Zinssatz zum Zeitpunkt der Hypothekenaufnahme fixiert wird und sich dann während der Kreditlaufzeit nicht verändert. Ein derartiger Vertrag schirmt die Haushalte von den Auswirkungen sich ändernder Zinsbedingungen ab, denn der Zeitplan für die Zinszahlungen sowie ihre Höhe wird gleich am Anfang festgelegt. Im Gegensatz dazu kommt es bei Verträgen mit variablen Zinssätzen zu Folgen für die von den Haushalten zu leistenden Zinszahlungen, wenn sich die Zinsbedingungen während der Kreditlaufzeit ändern. Ein größerer Anteil an Gleitzinshypotheken bewirkt unter sonst gleichen Bedingungen eine höhere Zinsempfindlichkeit der privaten Haushalte. Der Grad der Empfindlichkeit steigt mit der Häufigkeit, mit der während der Vertragslaufzeit Zinsanpassungen vorgenommen werden können.

Während sich die Struktur von Hypothekendarlehen in der Theorie recht unkompliziert darstellen lässt, ist bei der Interpretation der Daten in der Praxis erhebliche Vorsicht geboten, da sich die Definitionen und die Struktur der Hypothekenverträge von Land zu Land erheblich unterscheiden.¹ Während in einigen Ländern die Bezeichnung „variable Verzinsung“ nur auf Verträge angewandt wird, bei denen sich der zu zahlende Zins bei Veränderungen der kurzfristigen Geldmarktsätze fast unmittelbar anpasst, bezieht sich der Begriff in anderen Ländern auf alle Verträge, bei denen sich der betreffende Zinssatz während der Kreditlaufzeit zumindest einmal ändert, auch wenn die Verzinsung anfänglich für einen langen Zeitraum festgeschrieben worden ist.

Die für das Euro-Währungsgebiet verfügbaren Informationen reichen nicht aus, um ein umfassendes Bild von der Struktur der ausstehenden Hypothekenschulden zu zeichnen. Gleichwohl

¹ Die Merkmale von Hypothekenverträgen hängen im Allgemeinen mit der Struktur des nationalen Hypothekenmarkts (einschließlich Faktoren wie der Art des Kredit gewährenden Instituts und der Refinanzierungsstruktur, der Wettbewerbsbedingungen und Marktpraktiken und des Anteils subventionierter Kredite) zusammen, wie auch mit kulturellen Gepflogenheiten und geschichtlichen Faktoren (z. B. ob die Inflation in der Vergangenheit niedrig oder hoch war) und mit Regulierungsbesonderheiten und fiskalischen Fragen. Nähere Einzelheiten hierzu finden sich in der EZB-Veröffentlichung „Structural factors in the EU housing market“ vom März 2003.

können auf Grundlage der vorliegenden amtlichen Daten – ergänzt durch nationale Quellen und sonstige Informationen – Schätzungen der Fristigkeits- und Zinsstruktur vorgenommen werden. Daraus geht hervor, dass die Kategorie der Kredite mit einer Laufzeit von mehr als zehn Jahren und einer anfänglichen Zinsbindung von zehn Jahren im Euroraum offenbar eine besondere Rolle spielt und diese Vertragsform in zahlreichen Ländern vertreten ist, darunter vor allem in Belgien, Deutschland, Frankreich und den Niederlanden.

Die verfügbaren Schätzungen für 2004 deuten darauf hin, dass auf Hypotheken mit einer anfänglichen Zinsbindung von mindestens zehn Jahren rund 50 % des Gesamtvolumens an ausstehenden Hypothekenschulden im Euro-Währungsgebiet entfallen. Demgegenüber liegt der Anteil der Hypotheken, auf den sich eine Zinsänderung im kommenden Jahr auswirken würde, schätzungsweise bei rund einem Drittel des ausstehenden Gesamtvolumens. Dabei sollte allerdings berücksichtigt werden, dass solche euroraumweiten Schätzungen infolge der Datenunsicherheiten lediglich als Benchmark-Indikatoren gesehen werden können und mit Vorsicht zu interpretieren sind.

Was die Kredite mit variabler Verzinsung anbelangt, so ist es auch hilfreich zu verstehen, wie die Zinssätze solcher Hypothekenverträge angepasst werden. Dabei können die vertraglich vereinbarten Hypothekenzinsen im Wesentlichen dreierlei Form annehmen. Zum einen gibt es *Referenzzinsen*, d. h. Zinsen, die einem offiziellen und vertraglich im Voraus festgelegten Zinsindikator folgen, ohne dass Kreditgeber oder Kreditnehmer eingreifen. Zum Zweiten gibt es *neu verhandelbare Zinssätze*; hier kann der Zins in bilateralen Verhandlungen zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer geändert werden, wobei die Zeitpunkte solcher Verhandlungen im Voraus festgelegt werden. Und drittens gibt es *vom Kreditgeber überprüfbare Zinsen*, d. h. die Zinssätze können auf Initiative des Kreditgebers (z. B. zur Anpassung an die Refinanzierungskosten) geändert werden.

Erwähnt werden sollte darüber hinaus, dass auch sonstige, eher qualitative Merkmale von Hypothekenverträgen eine wichtige Rolle für eine Verringerung der allgemeinen Zinsempfindlichkeit der privaten Haushalte spielen können. So können Verträge mit variablen Zinssätzen ein *Limit für den Hypothekenzins* enthalten, d. h. es wird eine Obergrenze für Zinsänderungen (z. B. 1, 2 oder 5 Prozentpunkte über der Anfangsverzinsung) festgelegt. Diese Möglichkeit existiert in Belgien, Frankreich und bis zu einem gewissen Grad in den Niederlanden. Auch die *Option einer vorzeitigen Tilgung bei Zahlung einer geringen Konventionalstrafe* verhilft den Haushalten zu zusätzlicher Flexibilität beim Umgang mit Zinsänderungen. Einige Verträge mit variabler Verzinsung sehen auch die Möglichkeit einer *Modifizierung der Höhe der monatlichen Tilgungen und/oder der Kreditdauer* vor, um die Auswirkungen einer Zinserhöhung abzumildern. Diese Option könnte von einigen privaten Haushalten in Anspruch genommen werden, wenn sie den Eindruck haben, dass das Umfeld niedriger Zinsen vorübergehender Natur ist, indem sie dann durch vorzeitiges Zahlen der Hypothekenraten einen Puffer an Vorauszahlungen bilden.

Alles in allem wird aus der vorliegenden Untersuchung deutlich, dass die Zinsempfindlichkeit der Hypothekenschuld privater Haushalte nicht auf unmittelbarem Wege messbar ist, da unter anderem die Struktur der Hypothekenverträge innerhalb des Euro-Währungsgebiets noch stark variiert. Quantitative Schätzungen sind mit erheblicher Unsicherheit behaftet, und es müssen ergänzend qualitative Informationen über die Merkmale der Hypothekenverträge berücksichtigt werden, um ein umfassenderes Bild darüber zu erlangen, inwieweit Hypothekenschulden einem

Zinsänderungsrisiko ausgesetzt sind. Gleichwohl dürfte die Zinsempfindlichkeit der privaten Haushalte im Euroraum in den letzten Jahren im Durchschnitt zugenommen haben. Private Haushalte, die der Versuchung unterliegen sind, ihre Hypothek bei den gegenwärtig günstigen Zinsbedingungen unter Anwendung variabler Zinssätze mit geringen anfänglichen Zinszahlungen zu finanzieren, sollten sich der Risiken bewusst sein, denen sie ausgesetzt wären, wenn die Zinsen auf ein Niveau ansteigen, das näher am historischen Normalmaß liegt.²

2 Siehe auch D. Miles, The UK mortgage market: taking a longer-term view, 2004. Die Untersuchung attestiert vielen privaten Haushalten – in der Regel erstmaligen Immobilienkäufern – im Vereinigten Königreich eine gewisse Kurzsichtigkeit, wenn sie Kredite mit variabler Verzinsung aufnehmen und sich so verhalten, als ob der bei Vertragsabschluss geltende Hypothekenzins für die gesamte Laufzeit – ungeachtet der aktuellen Position im Zinszyklus – gleich bleiben würde.

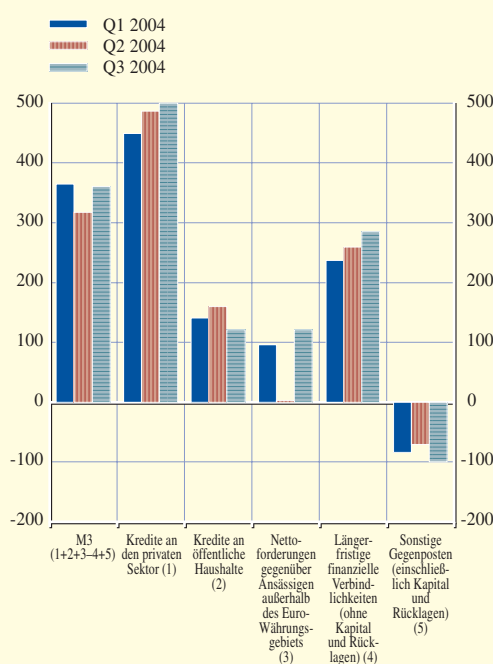
Bei den übrigen Gegenposten zu M3 stieg die Vorjahrsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im September weiter auf 9,2 % (nach 8,7 % im August). Dies ist die höchste Wachstumsrate, die bei diesem Gegenposten seit sieben Jahren verzeichnet wurde. Vor dem Hintergrund der recht schwachen Ausweitung der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente lassen diese Daten auf eine anhaltende Mittelumichtung von monetären in längerfristige Anlageformen schließen und liefern somit einen weiteren Beleg dafür, dass sich das Anlageverhalten der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet normalisiert.

Gleichzeitig erhöhten sich die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Gebietsfremde im September um 121 Mrd € gegenüber dem Vorjahr, verglichen mit einem Anstieg von 102 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis August. Wenngleich kurzfristige Entwicklungen dieses volatilen Indikators nicht überbewertet werden sollten, weisen die Daten für September im dritten Monat in Folge einen Anstieg aus und lassen mithin auf eine Unterbrechung des vorangegangenen Abwärtstrends bei den Jahresraten der Nettoforderungen an Gebietsfremde schließen. Dadurch wurde der dämpfende Einfluss der Umkehr früherer Portfolioumschichtungen auf das M3-Wachstum zum Teil abgeschwächt.

Fasst man die Entwicklungen der Gegenposten von M3 zusammen, so ist festzustellen, dass der anhaltend starke Anstieg der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen), der mit der Umkehr früherer außergewöhnlicher Portfolioumschichtungen zugunsten monetärer Anlageformen zusammenhängt, zu einer Abschwächung des M3-Wachstums geführt hat. Dagegen trägt die kräftige Zunahme der MFI-Kredite an Gebietsansässige, die auf das niedrige Zinsniveau zurückzuführen ist, weiterhin erheblich zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge bei.

Abbildung 4 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

(Veränderung gegen Vorjahr; Stand am Ende des Berichtszeitraums; in Mrd €; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.

GESAMTBURTEILUNG

Im Euroraum ist deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist. Sollte ein bedeutender Teil dieser liquiden Bestände der Transaktionskasse zufließen, dann würden die Inflationsrisiken – insbesondere bei zunehmendem Vertrauen und einer Belebung der realwirtschaftlichen Entwicklung – steigen. Die reichliche Liquiditätsausstattung könnte auch zu einem deutlichen Anziehen der Vermögenspreise vor allem an den Immobilienmärkten beitragen.

Kasten 2

ERGEBNISSE DER IM OKTOBER 2004 DURCHFÜHRTEN UMFRAGE ZUM KREDITGESCHÄFT IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

In diesem Kasten werden die wichtigen Ergebnisse der im Oktober 2004 vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet beschrieben.¹ Im Vergleich zum Vorquartal ergab die Umfrage für das dritte Quartal 2004 insgesamt eine erneute leichte Lockerung der Kreditrichtlinien für Unternehmen und private Haushalte. Für das vierte Quartal wird erwartet, dass die meisten Kreditrichtlinien gegenüber dem Vorquartal weitgehend unverändert bleiben.

Unternehmenskredite (inklusive Kreditlinien)

Kreditrichtlinien: Für das dritte Quartal 2004 meldeten die Banken per saldo eine weitere leichte Lockerung der Kreditrichtlinien. Damit setzte sich der Abwärtstrend des prozentualen Saldos² der Richtlinien für Unternehmenskredite (inklusive Kreditlinien) fort (siehe Abbildung A, erste Grafik). Zu der insgesamt stärkeren Lockerung der Kreditrichtlinien trug unter anderem die gestiegene Konkurrenz durch andere Banken sowie – in geringerem Umfang – durch die Marktfinanzierung bei (siehe Abbildung A, vierte und fünfte Grafik). Dagegen führten die schlechtere Einschätzung der branchen- und firmenspezifischen Faktoren und die geringfügig gestiegenen Eigenkapitalkosten der Banken in begrenztem Maß zu verschärften Kreditrichtlinien (siehe Abbildung A, zweite und dritte Grafik). Was die Kreditkonditionen angeht, so resultierte die leichte Lockerung der Kreditrichtlinien hauptsächlich aus der Höhe und Fristigkeit der Kredite sowie aus einer Verringerung der Margen.

Kreditnachfrage: Die Nettonachfrage³ nach Unternehmenskrediten ging zwischen dem zweiten und dritten Quartal dieses Jahres geringfügig zurück (siehe Abbildung B, erste Grafik); sie war damit im dritten Vierteljahr in Folge negativ und blieb hinter den Erwartungen der Banken zurück. Diese Abschwächung betraf sowohl Kredite an mittelständische Unternehmen wie auch an Großunternehmen. Der Rückgang der Nettonachfrage war nach Ansicht der Banken hauptsächlich auf geringere Anlageinvestitionen sowie eine höhere Außenfinanzierung über

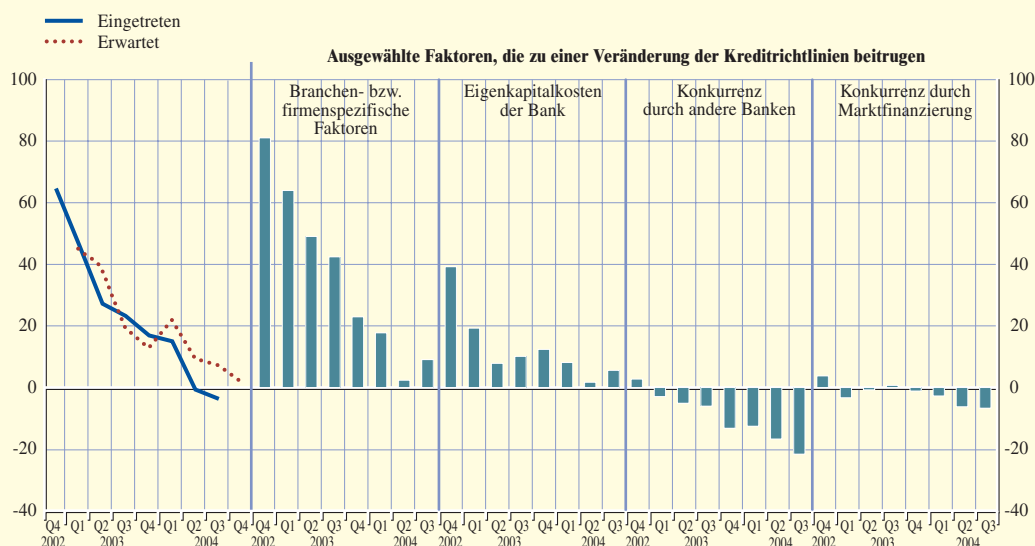
1 Eine ausführliche Analyse der Ergebnisse der im Oktober 2004 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet kann auf der Website der EZB unter www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html abgerufen werden.

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

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

Abbildung A Veränderungen der Richtlinien für die Gewährung von Krediten und Kreditlinien an Unternehmen

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar. Der prozentuale Saldo bei der Aufschlüsselung nach Faktoren wird definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die berichteten, dass der jeweilige Faktor zu einer Verschärfung geführt hat, und dem Anteil der Banken, für die der Faktor zu einer Lockerung geführt hat. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechnete prozentuale Salden. So wurden die Banken beispielsweise in der Oktober-Umfrage nach ihren Erwartungen für das vierte Quartal 2004 gefragt.

Nichtbanken (z. B. durch Unternehmensanleihen oder Handelskredite) und die stärkere Verfügbarkeit von Innenfinanzierungsmitteln der Unternehmen (und damit einen gesunkenen Außenfinanzierungsbedarf) zurückzuführen.

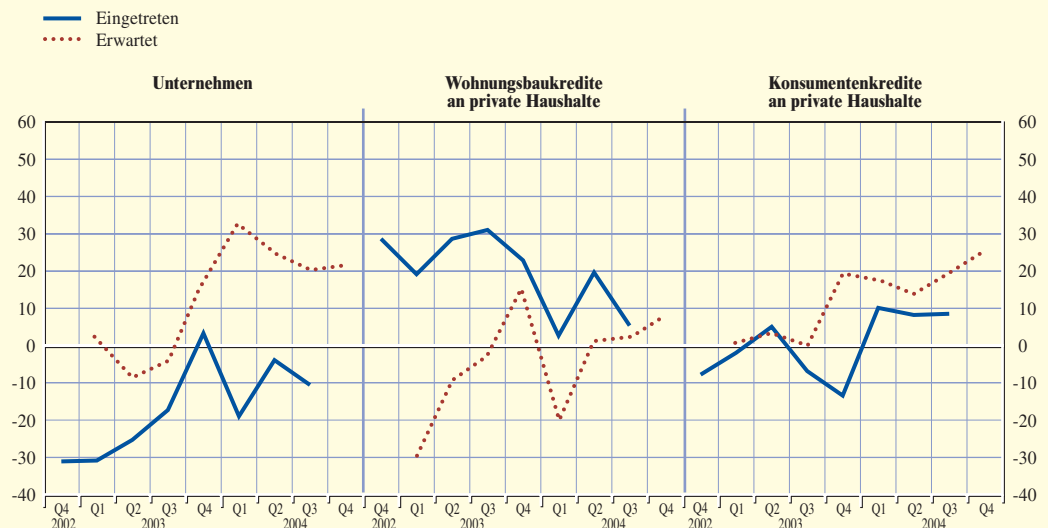
Erwartungen: Für das vierte Quartal 2004 erwarten die Banken, dass die Richtlinien für Unternehmenskredite (inklusive Kreditlinien) gegenüber dem Vorquartal weitgehend unverändert bleiben (siehe Abbildung A, erste Grafik). Gleichzeitig wird die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten nach Einschätzung der Banken deutlich höher ausfallen als im dritten Quartal (siehe Abbildung B, erste Grafik). Dabei wird davon ausgegangen, dass die Nachfrage bei den mittelständischen Unternehmen stärker steigen wird als bei Großunternehmen.

Wohnungsbaukredite an private Haushalte

Kreditrichtlinien: Zwischen dem zweiten und dritten Quartal 2004 war nach wie vor per saldo eine geringfügige Lockerung der Richtlinien für die Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte zu verzeichnen (siehe Abbildung C, erste Grafik). Nach Ansicht der Banken war der Beitrag, den der Wettbewerb unter Banken (siehe Abbildung C, vierte Grafik) und die allgemeinen Konjunkturaussichten (siehe Abbildung C, dritte Grafik) zur Entwicklung der Kreditrichtlinien leisteten, weitgehend unverändert. Darüber hinaus meldeten die Banken, dass die Aussichten für den Wohnungsmarkt etwas stärker als im zweiten Quartal zu den leicht verschärften Kreditrichtlinien beitrugen (siehe Abbildung C, zweite Grafik). Was die Kreditkonditionen betrifft, so nahm der Prozentsatz der Banken, die ihre Kreditrichtlinien über eine

Abbildung B Veränderungen der Nachfrage nach Krediten und Kreditlinien durch Unternehmen und private Haushalte

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ und der Summe der Angaben unter „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ dar. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechnete prozentuale Salden. So wurden die Banken beispielsweise in der Oktober-Umfrage nach ihren Erwartungen für das vierte Quartal 2004 gefragt.

Ausweitung der Margen für risikoreichere Kredite verschärften, gegenüber dem Vorquartal per saldo geringfügig zu. Andererseits erhöhte sich netto der Anteil der Banken, die ihre Konditionen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte über die Fristigkeit der Kredite lockerten.

Kreditnachfrage: Die Nettonachfrage der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten ging zwischen dem zweiten und dritten Quartal 2004 merklich zurück (siehe Abbildung B, zweite Grafik). Die wichtigsten Faktoren, die den Banken zufolge zu dieser Entwicklung beitragen, waren das Verbrauchervertrauen, Konsumausgaben, die nicht in Zusammenhang mit der Beschaffung von Wohnraum stehen, sowie die Aussichten für den Wohnungsmarkt.

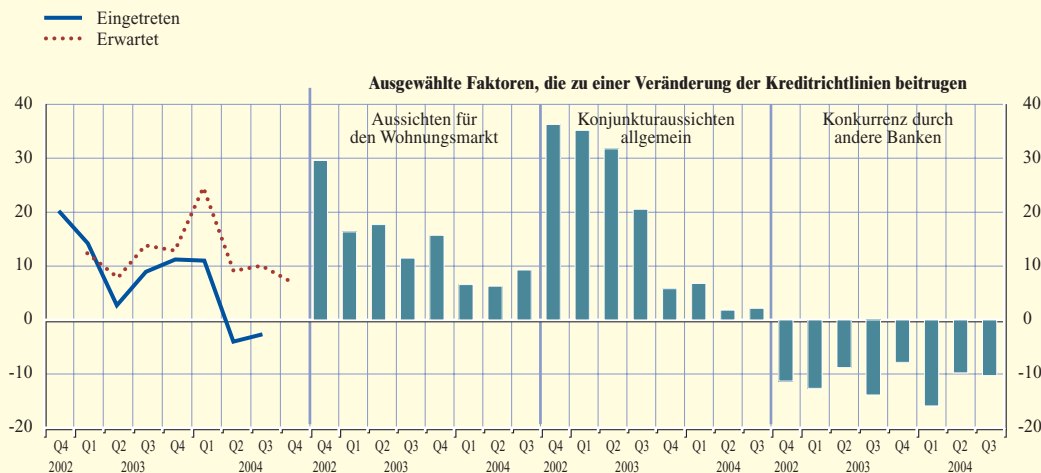
Erwartungen: Für das vierte Quartal 2004 erwarten die Banken bei Wohnungsbaukrediten an private Haushalte unter dem Strich eine Verschärfung der Kreditkonditionen, nachdem diese im vergangenen Quartal per saldo gelockert worden waren (siehe Abbildung C, erste Grafik). Die Banken gehen auch davon aus, dass sich die Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten an private Haushalte in den kommenden drei Monaten gegenüber dem Vorquartal geringfügig erhöhen wird (siehe Abbildung B, zweite Grafik).

Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte

Bei den **Kreditrichtlinien** für Konsumentenkredite an private Haushalte war im dritten Quartal 2004 per saldo eine Lockerung zu verzeichnen, nachdem sie sich im Vorquartal noch leicht verschärft hatten (siehe Abbildung D, erste Grafik). Damit wurde erstmals seit der Einführung der Umfrage zum Kreditgeschäft im Januar 2003 bei den Konsumentenkrediten und den sonstigen Krediten an private Haushalte per saldo eine Lockerung der Kreditrichtlinien gemeldet. Günstigere Konjunkturaussichten allgemein sowie die gestiegene Konkurrenz durch

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

(prozentualer Saldo)

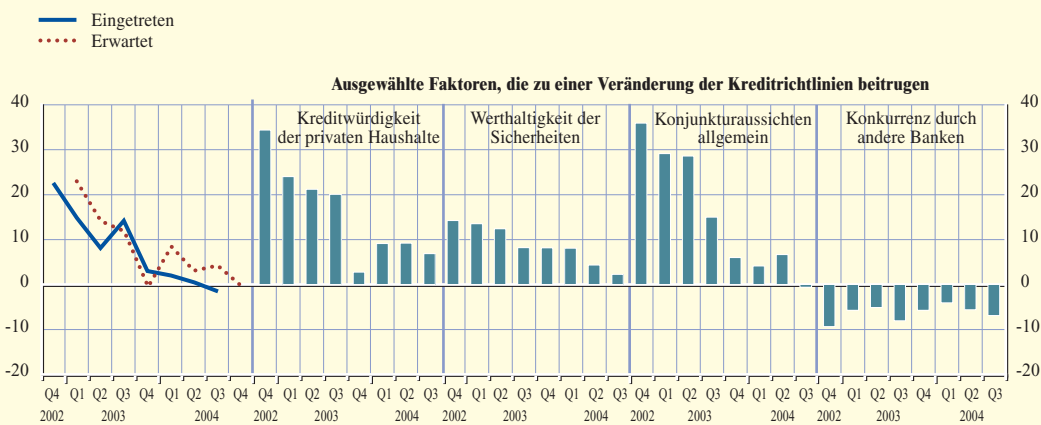


Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar. Der prozentuale Saldo bei der Aufschlüsselung nach Faktoren wird definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die berichteten, dass der jeweilige Faktor zu einer Verschärfung geführt hat, und dem Anteil der Banken, für die der Faktor zu einer Lockerung geführt hat. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechnete prozentuale Salden. So wurden die Banken beispielsweise in der Oktober-Umfrage nach ihren Erwartungen für das vierte Quartal 2004 gefragt.

andere Banken waren hierfür die Hauptgründe (siehe Abbildung D, vierte und fünfte Grafik). Auch die Kreditwürdigkeit der privaten Haushalte wurde von den Banken positiver eingeschätzt.

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

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar. Der prozentuale Saldo bei der Aufschlüsselung nach Faktoren wird definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die berichteten, dass der jeweilige Faktor zu einer Verschärfung geführt hat, und dem Anteil der Banken, für die der Faktor zu einer Lockerung geführt hat. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechnete prozentuale Salden. So wurden die Banken beispielsweise in der Oktober-Umfrage nach ihren Erwartungen für das vierte Quartal 2004 gefragt.

Kreditnachfrage: Die Nettonachfrage der privaten Haushalte nach Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten blieb gegenüber den beiden vorangegangenen Quartalen weitgehend unverändert (siehe Abbildung B, dritte Grafik). Die Banken meldeten, dass das Verbrauchervertrauen und die Nettoausgaben für Gebrauchsgüter per saldo einen negativen Beitrag zur Nachfrage nach Konsumentenkrediten leisteten.

Erwartungen: Für das vierte Quartal 2004 erwarten die Banken ähnliche Kreditrichtlinien wie im Vorquartal (siehe Abbildung D, erste Grafik). Des Weiteren gehen sie davon aus, dass die Nachfrage nach Konsumentenkrediten in den kommenden drei Monaten per saldo deutlich ansteigen wird (siehe Abbildung B, dritte Grafik).

2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich von Juli bis August 2004 leicht. Der Anstieg des Nettoabsatzes insgesamt war vor allem auf die Emissionstätigkeit der MFIs und der öffentlichen Haushalte zurückzuführen. Im gleichen Zeitraum verharrte die Jahresrate der von Gebietsansässigen emittierten börsennotierten Aktien weiter auf dem niedrigen Stand der vergangenen zwei Jahre.

SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen stieg im August 2004 geringfügig auf 7,6 % an (siehe Abbildung 5), nach einem Stand von 7,4 % im Juli. Die Jahresrate der Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen blieb weiter verhalten, war aber mit 4,8 % im August etwas höher als im Vormonat. Dagegen war der Absatz langfristiger Schuldverschreibungen im Juli mit einer jährlichen Wachstumsrate von 7,9 % nach wie vor kräftig.

Eine Aufschlüsselung nach Emittentengruppen zeigt, dass die Jahreswachstumsrate der vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen im August dieses Jahres leicht auf 8,9 % zulegte (siehe Tabelle 3). Die damit weiterhin rege Emissionstätigkeit der MFIs spiegelte möglicherweise die verbesserten Finanzierungsbedingungen für MFIs (die sich unter anderem an Indikatoren ablesen lassen, die auf ein geringes Kreditrisiko in diesem Sektor hinweisen) sowie den erhöhten Refinanzierungsbedarf für das in den letzten Monaten zunehmende Volumen an ausgereichten Krediten wider.

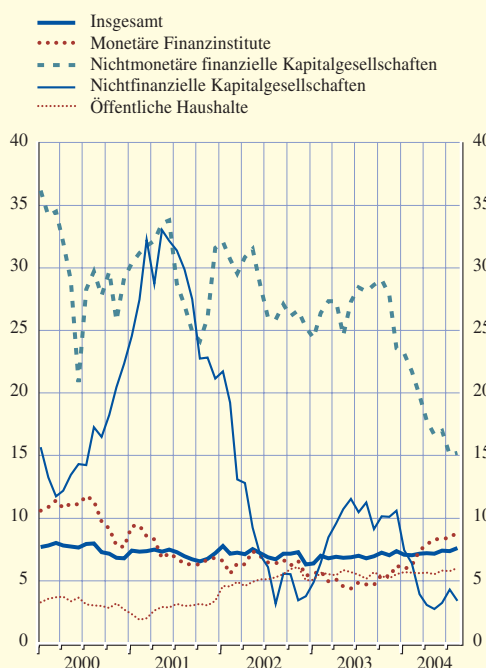
Bei den Kapitalgesellschaften ohne MFIs, die sowohl die nichtmonetären finanziellen als auch die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften umfassen, sank die Vorjahrsrate der Begebung von Schuldverschreibungen im August 2004 leicht um 0,4 Prozentpunkte auf 9,6 %. Diesem Rückgang lag eine Abnahme der Jahresrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen von 4,3 % im Juli auf 3,4 % im August zugrunde, die ihrerseits auf die stärker als üblich ausgefallene saisonale Verringerung der Emission von Wertpapieren im August zurückzuführen sein dürfte. In der weiterhin verhaltenen Wachstumsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen schlugen sich höchstwahrscheinlich auch eine gestiegene Innenfinanzierung und ein angesichts relativ geringer

Anlageinvestitionen insgesamt begrenzter Finanzierungsbedarf nieder. Diese Schlussfolgerungen wurden von der im Oktober 2004 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet bestätigt (siehe Kasten 2).

Was den öffentlichen Sektor betrifft, so stieg die Vorjahrsrate der von öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen im August 2004 auf 6,0 %, nach 5,7 % im Juli. Diese Zunahme war dem gestiegenen Nettoabsatz von Schuldverschreibungen sowohl durch die Zentralstaaten als auch durch die sonstigen öffentlichen Haushalte zuzuschreiben. Die Jahreswachstumsrate der von den Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen belief sich im August auf 5,5 % und lag damit leicht über ihrem Vormonatsniveau. Wie bereits in den Monaten zuvor begaben die Zentralstaaten per saldo mehr langfristige als kurzfristige Schuldverschreibungen. Die Jahreswachstumsrate der von den sonstigen öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich im August auf 16,9 %, nach 16,0 % im Vormonat.

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

(Jahreswachstumsraten)



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

Tabelle 3 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet

Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €) 2004 Q2	Jahreswachstumsraten ¹⁾					
		2003 Q3	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Juli	2004 Aug.
Schuldverschreibungen:	9 161	6,9	7,1	7,1	7,2	7,4	7,6
MFIs	3 477	4,7	5,4	6,3	8,0	8,4	8,9
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	721	28,2	27,6	22,2	17,6	15,1	15,2
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	589	10,7	10,0	7,0	3,1	4,3	3,4
Öffentliche Haushalte	4 373	5,4	5,4	5,6	5,6	5,7	6,0
<i>Darunter:</i>							
Zentralstaaten	4 135	4,7	4,6	4,9	5,0	5,2	5,5
Sonstige öffentliche Haushalte	238	22,8	22,4	21,4	18,4	16,0	16,9
Börsennotierte Aktien:	3 790	1,1	1,1	1,3	1,1	0,9	0,9
MFIs	582	0,8	1,3	1,9	2,3	1,8	1,4
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	362	2,1	2,4	3,1	1,7	1,9	1,6
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	2 846	1,0	0,9	0,9	0,8	0,6	0,7

Quelle: EZB.

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

BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet emittierten börsennotierten Aktien lag im August unverändert bei 0,9 % (siehe Abbildung 6 und Tabelle 3). Dieser Entwicklung lag ein leichter Anstieg des Nettoabsatzes börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sowie ein Rückgang des Nettoabsatzes durch MFIs zugrunde. Das jährliche Wachstum der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten börsennotierten Aktien betrug im August 0,7 %, verglichen mit 0,6 % im Vormonat, wohingegen die Jahresrate der von MFIs begebenen börsennotierten Aktien im August um 0,4 Prozentpunkte auf 1,4 % zurückging. Die Jahreswachstumsrate der von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften (einschließlich Versicherungsgesellschaften) begebenen börsennotierten Aktien verringerte sich im August geringfügig auf 1,6 %. Die in den letzten Quartalen insgesamt verhaltene Emissionstätigkeit am Primärmarkt spiegelt möglicherweise sowohl die als schwach empfundene Nachfrage der Anleger als auch den derzeit begrenzten Finanzierungsbedarf des Unternehmenssektors wider; Letzterer dürfte mit den von den Unternehmen als immer noch relativ hoch angesehenen Eigenkapitalkosten zusammenhängen.

2.3 GELDMARKTSÄTZE

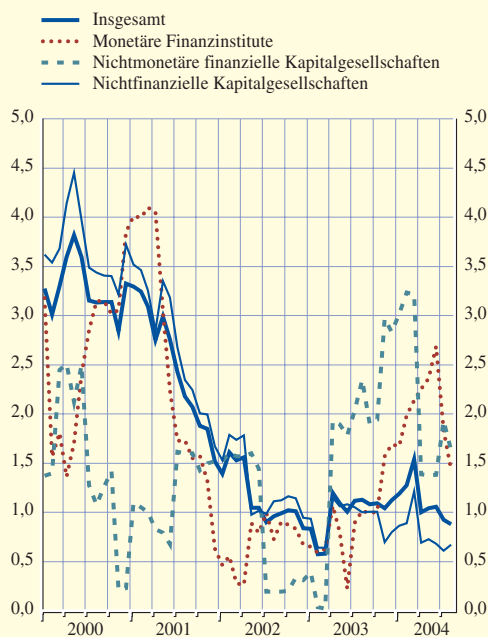
Im Oktober war bei den langfristigen Geldmarktsätzen ein leichter Rückgang zu verzeichnen, während die Kurzfristzinsen weitgehend unverändert blieben. Infolgedessen flachte sich die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt seit Ende September ab.

Nachdem die langfristigen Geldmarktsätze Anfang September gestiegen waren, gingen sie im Oktober leicht zurück (siehe Abbildung 7). Am 3. November lagen die Zwölfmonats-Geldmarktsätze 8 Basispunkte unter ihrem Ende September 2004 verzeichneten Niveau. Dagegen blieben die Zinsen am sehr kurzen Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt analog zu den EZB-Leitzinsen unverändert (siehe Abbildung 8). Infolgedessen flachte sich die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt seit Ende September deutlich ab. Die Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR belief sich am 3. November auf 22 Basispunkte.

Die Marktakteure rechneten im Oktober für die kommenden Monate mit sinkenden Kurzfristzinsen. Die Zinssätze, die in den Preisen für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2004 sowie im März und Juni 2005 zum Ausdruck kommen, gingen im Zeitraum von Ende September bis zum 3. November zwischen 5 und 15 Basispunkte zurück.

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

(Jahreswachstumsraten)

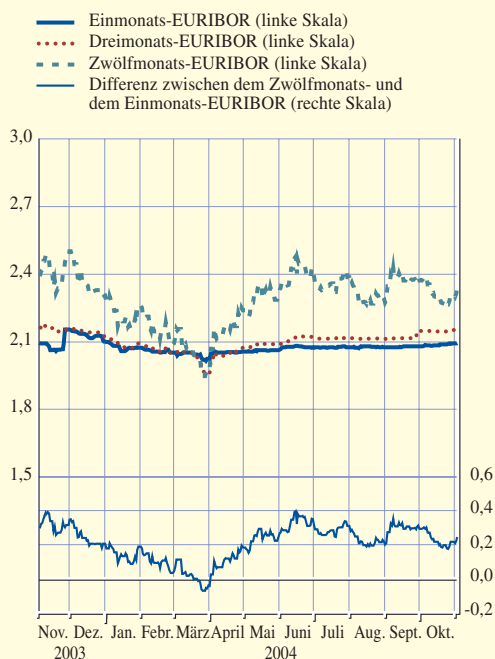


Quelle: EZB.

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

Abbildung 7 Geldmarktzinsen

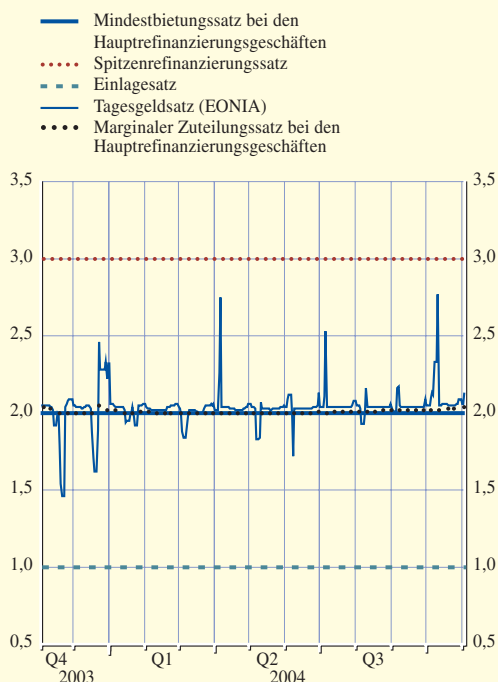
(in % p.a.; Prozentpunkte; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Abbildung 8 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

Die Liquiditätsbedingungen und die Zinssätze am ganz kurzen Ende veränderten sich von Ende September bis zum 3. November nur geringfügig. Im gesamten Oktober verharrten der marginale und der gewichtete Durchschnittssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems auf einem Niveau knapp über dem Mindestbietungssatz von 2,00 %. Der EONIA lag fast während des gesamten Monats (mit Ausnahme der letzten Woche der am 11. Oktober abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode) bei rund 2,04 %. In dieser letzten Woche stieg der EONIA auf 2,77 % am 11. Oktober an. Dies fand vor dem Hintergrund einer angespannten Liquiditätslage am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode statt. Die angespannte Liquiditätslage war auf Veränderungen der autonomen Liquiditätsfaktoren zurückzuführen, die das Eurosystem zum Zeitpunkt seiner Zuteilungsentscheidung beim letzten Hauptrefinanzierungsgeschäft in der Erfüllungsperiode nicht hatte vorhersehen können. Bei dem am 28. Oktober abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems lagen der marginale und der gewichtete Durchschnittssatz bei 2,10 % bzw. 2,11 % und damit 5 bzw. 4 Basispunkte unter dem zu diesem Zeitpunkt geltenden Dreimonats-EURIBOR.

2.4 ANLEIHEMÄRKTE

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen waren sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten im Oktober 2004 leicht rückläufig. Darin dürften sich teilweise die weniger optimistischen Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich der Aussichten für das Wirtschaftswachstum widerspiegeln. Die implizite Volatilität am Anleihemarkt, ein Indikator für die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Anleiherenditen, blieb im Euroraum und in den Vereinigten Staaten weitgehend unverändert.

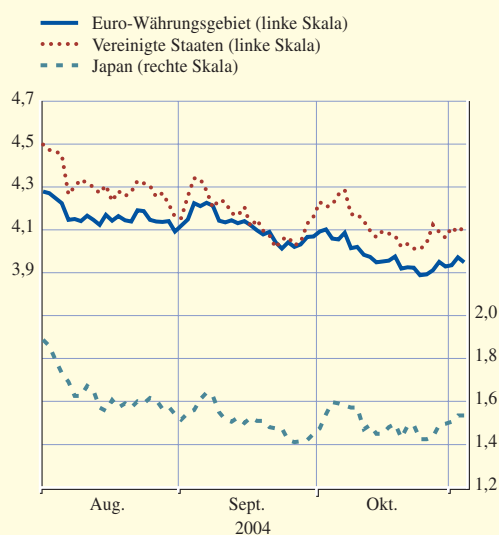
VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten sanken die langfristigen nominalen Anleiherenditen im Zeitraum von Ende September bis zum 3. November 2004 um rund 5 Basispunkte auf etwa 4,1 % (siehe Abbildung 9).

Während die Angaben zum realen BIP in den USA für das zweite Quartal 2004 besser als am Markt erwartet ausfielen und dadurch die Anleiherenditen etwas stützten, veranlassten die steigenden Ölpreise die Anleger dazu, ihre Einschätzung hinsichtlich des künftigen Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten bis zu einem gewissen Grad zu revidieren, was einen gegenläufigen Effekt

Abbildung 9 Renditen langfristiger Staatsanleihen

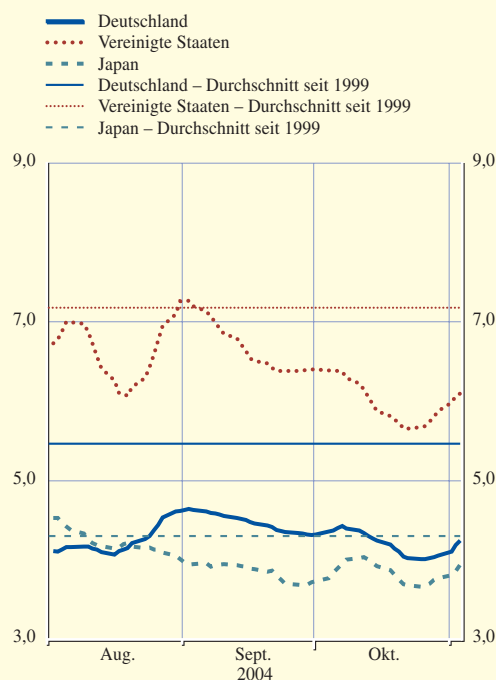
(in % p.a.; Tageswerte)



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

Abbildung 10 Implizite Volatilität an den Anleihemärkten

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



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

auf die Anleiherenditen ausübte. Die realen Anleiherenditen, gemessen an den Renditen inflationsindexierter zehnjähriger Staatsanleihen, gingen um rund 30 Basispunkte zurück, was bestätigt, dass die Entwicklung am Markt im Oktober hauptsächlich durch die korrigierten Wachstumserwartungen der Anleger bestimmt wurde. Gleichzeitig erhöhte sich die Breakeven-Inflationsrate, die aus dem Renditeabstand zwischen nominalen und indexgebundenen Anleihen abgeleitet wird, zwischen Ende September und dem 3. November um 25 Basispunkte, was darauf hindeutet, dass am Markt möglicherweise eine gewisse Besorgnis über einen sich in Zukunft erhöhenden Inflationsdruck aufgekommen ist.

Die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Entwicklung der langfristigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten, die sich in der impliziten Volatilität am Rentenmarkt niederschlägt, blieb im Oktober weitgehend unverändert und lag somit weiterhin knapp unter ihrem seit 1999 verzeichneten Durchschnittswert (siehe Abbildung 10).

JAPAN

In Japan zogen die Renditen langfristiger Staatsanleihen zwischen Ende September und dem 3. November um rund 10 Basispunkte auf zuletzt 1,5 % an. Einerseits wurden die Anleiherenditen durch eine Reihe von Wirtschaftsmeldungen gestützt, die besser als am Markt erwartet ausfielen. Darüber hinaus erhöhten sich die Anleiherenditen vor dem Hintergrund von öffentlichen Erklärungen der Bank von Japan, in denen sie betonte, die Kerninflation werde im nächsten Fiskaljahr oder etwas später möglicherweise eine stabile Zunahme aufweisen. Andererseits gingen die Marktteilnehmer davon aus, dass das hohe Ölpreisniveau die japanische Exportwirtschaft und somit die Konjunkturerwicklung beeinflusst, was einen gegenläufigen Effekt auf die Anleiherenditen ausübte.

Die am Markt herrschende Unsicherheit über die künftige Entwicklung der Anleiherenditen – gemessen an der impliziten Volatilität an den Rentenmärkten – blieb im Oktober weitgehend unverändert und lag damit weiterhin auf einem Niveau, das in etwa dem seit 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt entsprach.

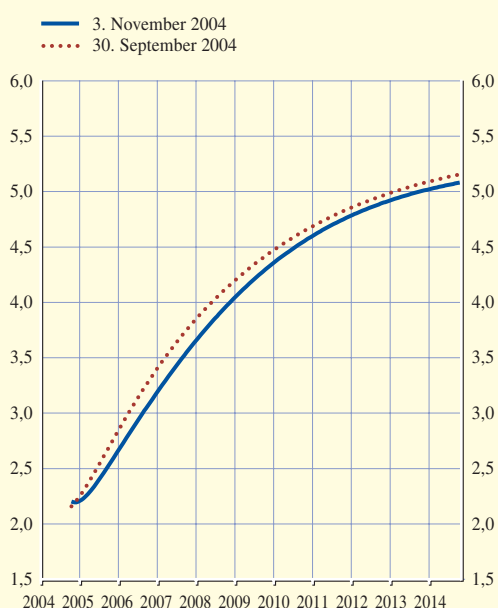
EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Im Euroraum war bei den Renditen langfristiger Staatsanleihen von Ende September bis zum 3. November 2004 ein leichter Rückgang von rund 10 Basispunkten zu beobachten. Sie lagen zuletzt bei rund 3,9 %, sodass sich die Renditedifferenz zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euro-Währungsgebiet auf rund 20 Basispunkte ausweitete.

Der Rückgang der Staatsanleiherenditen im Euroraum dürfte darauf zurückzuführen sein, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsicht-

Abbildung 11 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung.

Anmerkung: Die implizite Terminzinsstrukturkurve, die sich aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur ableitet, spiegelt die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Terminzinsstrukturkurven ist im Monatsbericht vom Januar 1999 auf Seite 28 f. erläutert. Die in der Schätzung verwendeten Daten sind von Swapkontrakten abgeleitet.

lich der weltweiten Wachstumsaussichten vor dem Hintergrund anhaltend hoher Ölpreise leicht korrigierten. Die Verringerung der Renditen war über das gesamte Laufzeitenspektrum der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld hinweg zu beobachten (siehe Abbildung 11).

Wie in den Vereinigten Staaten ging der Rückgang der nominalen langfristigen Anleiherenditen im Euroraum mit einer Verringerung der realen Anleiherenditen einher. Die Rendite zehnjähriger indexierter Staatsanleihen gab von Ende September bis zum 3. November 2004 um rund 15 Basispunkte nach. Anders als in den Vereinigten Staaten jedoch blieb die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Renditedifferenz zwischen zehnjährigen nominalen und indexgebundenen (an den HVPI des Euro-Währungsgebiets ohne Tabakwaren gekoppelten) Staatsanleihen ableitet und unter anderem die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer widerspiegelt, in diesem Zeitraum nahezu unverändert. Am 3. November belief sich die Breakeven-Inflationsrate im Eurogebiet auf 2,2 %. Auch wenn das Niveau dieses Indikators mit einer gewissen Vorsicht interpretiert werden sollte, da diverse Risikoprämien zu Verzerrungen führen können, so ist doch festzustellen, dass es im Vergleich zum Durchschnitt der letzten Jahre relativ hoch ist.

Die anhand der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit an den Anleihemärkten im Eurogebiet blieb im Oktober 2004 weitgehend unverändert und lag etwas unter ihrem seit 1999 verzeichneten Durchschnitt.

2.5 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

Im August 2004 blieben die meisten Zinsen im Neugeschäft der MFIs weitgehend unverändert.

Die meisten kurzfristigen Zinssätze im Neugeschäft der MFIs blieben im August 2004 weitgehend unverändert (siehe Abbildung 12 und 13 sowie Tabelle 4). Eine Ausnahme bildete dabei der Kurzfristzins für Konsumentenkredite an private Haushalte, der sich um rund 40 Basispunkte erhöhte. Dieser Anstieg schien hauptsächlich damit zusammenzuhängen, dass sich in einigen Ländern das Neugeschäft zur verhältnismäßig teuren Konsumfinanzierung mit Kreditkarten hin verlagerte.

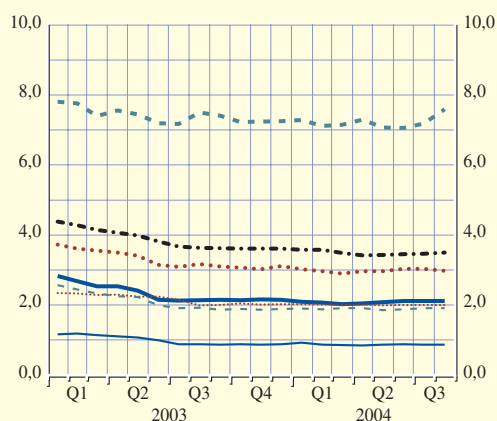
In etwas längerfristiger Betrachtung blieben die kurzfristigen Einlagenzinsen der MFIs in den ersten acht Monaten des laufenden Jahres nahezu unverändert, während die meisten Kreditzinsen in diesem Laufzeitbereich leicht rückläufig waren. So veränderten sich die Kurzfristzinsen für Einlagen privater Haushalte und Termineinlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften von Dezember 2003 bis August 2004 kaum, während die kurzfristigen Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte in diesem Zeitraum um rund 10 Basispunkte abnahmen. Während die Kurzfristzinsen für Kleinkredite (bis zu 1 Mio €) an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften seit Dezember 2003 unverändert geblieben sind, gingen die vergleichbaren Zinsen für Großkredite (mehr als 1 Mio €) ebenfalls um rund 10 Basispunkte zurück. Im Vergleich dazu verringerte sich der Drei-monats-Geldmarktsatz im laufenden Jahr bis zum August um insgesamt 4 Basispunkte.

Die meisten langfristigen Zinsen der MFIs blieben im August 2004 weitgehend unverändert. Lediglich die Langfristzinsen für Großkredite (mehr als 1 Mio €) an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sanken um über 10 Basispunkte. Bei längerfristiger Betrachtung zeigt sich bei den meisten Langfristzinsen von Dezember 2003 bis August 2004 ein leichter Rückgang parallel zu den entsprechenden Kapitalmarktsätzen (so verringerte sich die Rendite fünfjähriger Staatsanleihen um 26 Basispunkte). Die langfristigen MFI-Zinsen für Großkredite (mehr als 1 Mio €) sanken im genannten Zeitraum um rund 20 Basispunkte, während der Rückgang der MFI-Zinsen für Klein-

Abbildung 12 Kurzfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; Zinssätze im Neugeschäft; mit gleitend angepassten Gewichtungen berechnet¹⁾)

- Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld
- Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio € mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu einem Jahr
- - - - Konsumentenkredite an private Haushalte mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu einem Jahr
- Täglich fällige Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften
- Einlagen von privaten Haushalten mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten
- - - - Einlagen von privaten Haushalten mit vereinbarter Laufzeit von bis zu einem Jahr
- - - - Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu einem Jahr



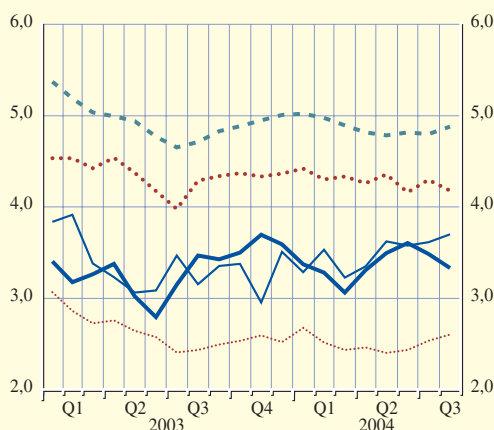
Quelle: EZB.

1) Für den Zeitraum ab Dezember 2003 werden die Zinssätze der MFIs anhand von Ländergewichten auf Basis eines gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens berechnet. Für den vorangehenden Zeitraum von Januar bis November 2003 werden die Zinssätze der MFIs anhand von Ländergewichten auf Basis des durchschnittlichen Neugeschäftsvolumens im Jahr 2003 berechnet. Weitere Einzelheiten finden sich im Kasten „Analyse der Zinssätze der MFIs im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom August 2004 auf S. 29 ff.

Abbildung 13 Langfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Zinssätze im Neugeschäft; mit gleitend angepassten Gewichtungen berechnet¹⁾)

- Rendite fünfjähriger Staatsanleihen
- Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als fünf Jahren
- - - - Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als fünf Jahren und bis zu zehn Jahren
- Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren
- Einlagen von privaten Haushalten mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren



Quelle: EZB.

1) Für den Zeitraum ab Dezember 2003 werden die Zinssätze der MFIs anhand von Ländergewichten auf Basis eines gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens berechnet. Für den vorangehenden Zeitraum von Januar bis November 2003 werden die Zinssätze der MFIs anhand von Ländergewichten auf Basis des durchschnittlichen Neugeschäftsvolumens im Jahr 2003 berechnet. Weitere Einzelheiten finden sich im Kasten „Analyse der Zinssätze der MFIs im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom August 2004 auf S. 29 ff.

kredite (bis zu 1 Mio €) mit rund 5 Basispunkten deutlich geringer ausfiel. Wenngleich sich die Bankzinssätze im bisherigen Jahresverlauf wie bereits in der Vergangenheit im Allgemeinen nur schleppend an das Marktzinsniveau angepasst haben, so war diese Anpassung im Bereich der Großkredite offenbar doch stärker ausgeprägt als bei kleineren Krediten.

2.6 AKTIENMÄRKTE

Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten konnten im Oktober 2004, gestützt durch die Veröffentlichung positiver Daten zur Ertragslage der Unternehmen und durch den Rückgang der Langfristzinsen, leichte Zuwächse verbuchen. Allerdings wirkte sich der Ölpreisanstieg dämpfend aus. Zugleich nahm die implizite Aktienkursvolatilität leicht zu, blieb aber weiterhin auf einem niedrigen Niveau.

Tabelle 4 Zinssätze der MFIs im Neugeschäft

 (in % p.a.; in Basispunkten; mit gleitend angepassten Gewichtungen berechnet ¹⁾)

							Veränderung in Basispunkten bis Aug. 2004			
	2004 März	2004 April	2004 Mai	2004 Juni	2004 Juli	2004 Aug.	2003 Jan.	2003 Dez.	2004 Mai	2004 Juli
Einlagenzinsen der MFIs										
Einlagen von privaten Haushalten										
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu einem Jahr	1,91	1,91	1,86	1,88	1,91	1,92	-65	3	6	1
Mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren	2,44	2,46	2,40	2,43	2,53	2,60	-47	8	20	7
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten	2,00	2,01	2,00	2,00	2,00	2,00	-34	-2	0	0
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten	2,59	2,57	2,55	2,54	2,54	2,53	-75	-15	-2	-1
Täglich fällige Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften										
Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften										
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu einem Jahr	1,96	1,97	1,96	1,99	1,99	1,98	-73	-2	2	-1
Mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren	3,23	3,35	3,62	3,58	3,61	3,70	-14	19	8	9
Kreditzinsen der MFIs										
Konsumentenkredite an private Haushalte										
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu einem Jahr	7,15	7,29	7,07	7,06	7,18	7,60	-20	34	53	42
Wohnungsbaukredite an private Haushalte										
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu einem Jahr	3,49	3,42	3,43	3,45	3,46	3,49	-89	-12	6	3
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als fünf Jahren und bis zu zehn Jahren	4,89	4,82	4,78	4,81	4,80	4,88	-49	-13	10	8
Überziehungskredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften										
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von bis zu 1 Mio €										
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu einem Jahr	3,98	3,94	3,96	3,96	4,02	4,03	-86	0	7	1
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als fünf Jahren	4,80	4,70	4,63	4,72	4,68	4,71	-46	-6	8	3
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio €										
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu einem Jahr	2,90	2,97	2,96	3,03	3,03	2,98	-74	-13	2	-5
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als fünf Jahren	4,33	4,26	4,36	4,16	4,30	4,18	-36	-18	-18	-12
Nachrichtlich										
Dreimonats-Geldmarktsatz	2,03	2,05	2,09	2,11	2,12	2,11	-72	-4	2	-1
Rendite zweijähriger Staatsanleihen	2,16	2,39	2,55	2,74	2,70	2,53	-11	-5	-2	-17
Rendite fünfjähriger Staatsanleihen	3,06	3,31	3,50	3,60	3,49	3,33	-7	-26	-17	-16

Quelle: EZB.

1) Für den Zeitraum ab Dezember 2003 werden die Zinssätze der MFIs anhand von Ländergewichten auf Basis eines gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens berechnet. Für den vorangehenden Zeitraum von Januar bis November 2003 werden die Zinssätze der MFIs anhand von Ländergewichten auf Basis des durchschnittlichen Neugeschäftsvolumens im Jahr 2003 berechnet. Weitere Einzelheiten finden sich im Kasten „Analyse der Zinssätze der MFIs im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom August 2004 auf S. 29 ff.

VEREINIGTE STAATEN

Der marktweite Standard-&-Poor's-500-Index gewann von Ende September bis zum 3. November 2004 rund 2 % hinzu (siehe Abbildung 14). Diese Entwicklung wurde offenbar durch eine Reihe gegenläufiger Faktoren bestimmt. Einerseits lasteten die anhaltend hohen Ölpreise auf den Aktienkursen. Andererseits sorgte die Veröffentlichung günstiger Unternehmensertragszahlen für positive Kursimpulse. Ferner wurden die Aktienkurse vom niedrigen bzw. rückläufigen Niveau der Staatsanleiherenditen gestützt. Am deutlichsten fiel der Gesamtzuwachs im Oktober im Technologiesektor aus, der von der Bekanntgabe positiver Ertragszahlen der Unternehmen profitierte.

Die Unsicherheit am Aktienmarkt in den Vereinigten Staaten – gemessen an der aus Optionen auf den Standard-&-Poor's-500-Index abgeleiteten impliziten Volatilität – nahm von Ende September bis zum 3. November 2004 leicht zu, blieb aber weiter deutlich unter ihrem seit 1999 verzeichneten Durchschnittswert (siehe Abbildung 15 und Kasten 3).

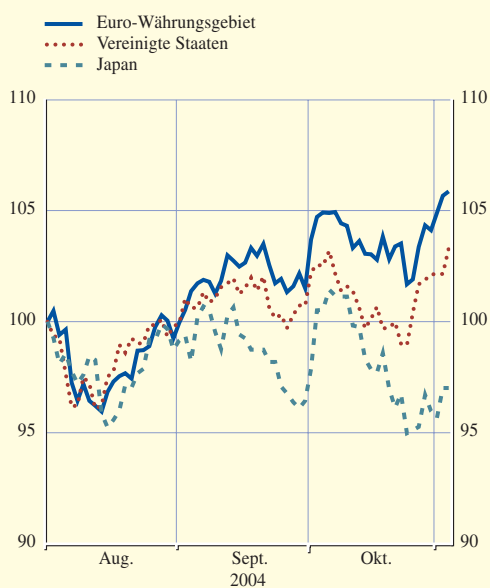
JAPAN

In Japan unterlagen die Aktienkurse gemessen am Nikkei 225 im Oktober einigen Schwankungen, legten jedoch insgesamt zwischen Ende September und dem 3. November 2004 leicht zu, und zwar um rund 1 %. Einerseits wurden die Aktienkurse durch eine Reihe von Hinweisen auf die nach Ansicht von Marktteilnehmern verbesserten mittelfristigen Konjunkturaussichten gestützt. Andererseits wuchs aufgrund der weiterhin hohen Ölpreise die Besorgnis der Investoren bezüglich der Aussichten für die Weltkonjunktur sowie der möglicherweise negativen Auswirkungen auf die japanischen Exporte, die bisher die Hauptstütze der konjunkturellen Erholung in Japan gewesen waren.

Die aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleitete implizite Volatilität – ein Maß für die Unsicherheit am japanischen Aktienmarkt – stieg zwischen Ende September und dem 3. November leicht an, blieb jedoch auch zuletzt noch deutlich unter dem seit 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt.

Abbildung 14 Aktienindizes

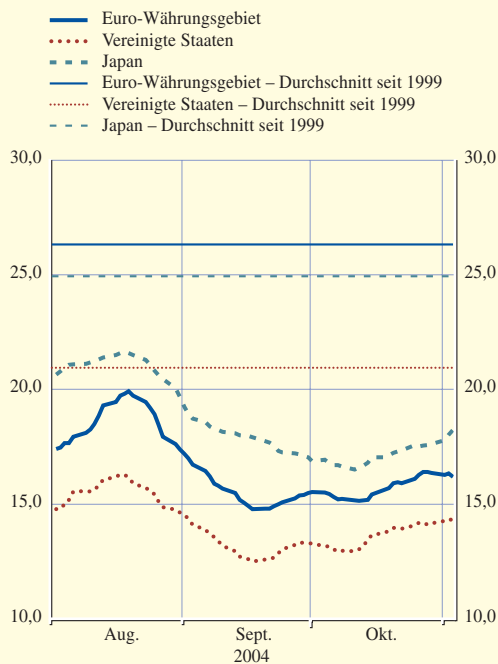
(Index: 1. August 2004 = 100; Tageswerte)



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

Abbildung 15 Implizite Aktienkursvolatilität

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



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

EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Die Aktienkurse im Euroraum stiegen von Ende September bis zum 3. November 2004 um rund 4 %. Auftrieb erhielten sie durch die nach oben revidierten Gewinnerwartungen der Unternehmen für die kommenden Quartale sowie durch die Veröffentlichung positiver Ertragszahlen. Dadurch wurde anscheinend der negative Einfluss der steigenden Ölpreise (aufgrund ihrer subjektiv wahrgenommenen Auswirkungen auf die Kosten für Vorleistungsgüter und die Unternehmensgewinne sowie generell die Einschätzung der Konjunkturaussichten durch die Marktteilnehmer) ausgeglichen.

Der Aktienkursanstieg im Euroraum vollzog sich auf breiter Front; in fast allen Sektoren des Dow-Jones-EURO-STOXX-Index waren Zugewinne zu verzeichnen. Die deutlichsten Kursanstiege wurden jedoch im Technologiesektor verbucht. Die Aktien aus diesem Sektor, die tendenziell hochgradig volatil sind und im vorangegangenen Monat relativ schlecht abgeschnitten hatten, profitierten von der Bekanntgabe besser als erhofft ausgefallener Unternehmensgewinne.

Die Unsicherheit am Aktienmarkt im Euro-Währungsgebiet – gemessen an der aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleiteten impliziten Volatilität – nahm zwischen Ende September und dem 3. November leicht zu, blieb jedoch weiter deutlich unter dem seit 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt.

Kasten 3

JÜNGSTE TENDENZEN BEI DER IMPLIZITEN AKTIENKURSVOLATILITÄT

Die implizite Volatilität an den Aktienmärkten, eine aus Optionspreisen abgeleitete Messgröße der von den Marktteilnehmern für die nähere Zukunft erwarteten Aktienkursvolatilität, ist in den letzten anderthalb Jahren weltweit stetig zurückgegangen und hat nun Werte erreicht, die deutlich unter denen der vergangenen Jahre liegen. Inzwischen sind sogar Bedenken geäußert worden, die gegenwärtigen Niveaus könnten eventuell zu niedrig sein. Im vorliegenden Kasten wird dieses Thema anhand von Daten zum Aktienmarkt in den Vereinigten Staaten analysiert, wobei die Ergebnisse im Wesentlichen auch auf die Aktienmärkte in anderen wichtigen Volkswirtschaften zutreffen dürften.

Abbildung A zeigt die implizite Volatilität des Standard & Poor's 500, gemessen am VIX-Index (Chicago Board Options Exchange Volatility Index¹) am Ende jedes Monats seit Januar 1990, sowie die realisierte Aktienkursvolatilität für den Folgemonat (berechnet als monatliche Standardabweichung der täglichen prozentualen Aktienkursänderungen). Das bei der Berechnung der realisierten Volatilität angesetzte Zeitfenster von einem Monat entspricht der Restlaufzeit der für die Kalkulation der impliziten Volatilität verwendeten Optionen. So kann ein Vergleich der beiden Zeitreihen Hinweise darauf liefern, ob und in welchem Ausmaß die von den Marktteilnehmern erwartete Volatilität von dem tatsächlich für jeden Monat gemessenen Ergebnis abgewichen ist.

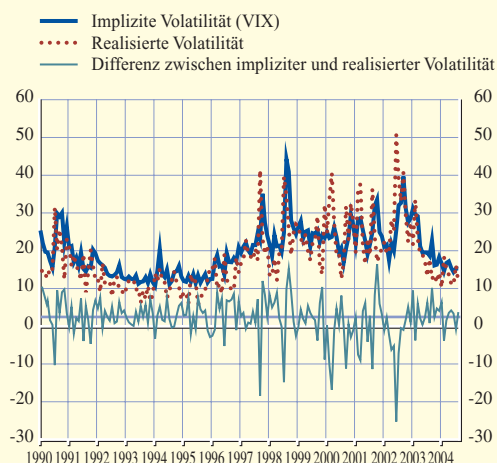
Abbildung A zeigt, dass die implizite und die realisierte Volatilität zu einem recht hohen Grad korrelieren. Insbesondere ist zu Zeiten hoher impliziter Volatilität meist auch eine hohe realisierte Volatilität erkennbar und umgekehrt.²

1 Eine Beschreibung dieses Index und der in letzter Zeit eingeführten methodischen Änderungen findet sich im entsprechenden Weißbuch der Chicago Board Options Exchange (<http://www.cboe.com/micro/vix/vixwhite.pdf>).

2 Im Schnitt liegt der VIX tendenziell leicht über der realisierten Volatilität. Dies ist wahrscheinlich auf einige Messfehler in den zwei Zeitreihen zurückzuführen. Eine Untersuchung dieser Messfehler findet sich in B. J. Christensen und N. R. Prabhala, The relation between implied and realized volatility, in: Journal of Financial Economics, 50, 1998, S. 125-150.

Abbildung A Implizite und realisierte Aktienkursvolatilität für den Standard-&-Poor's-500-Index

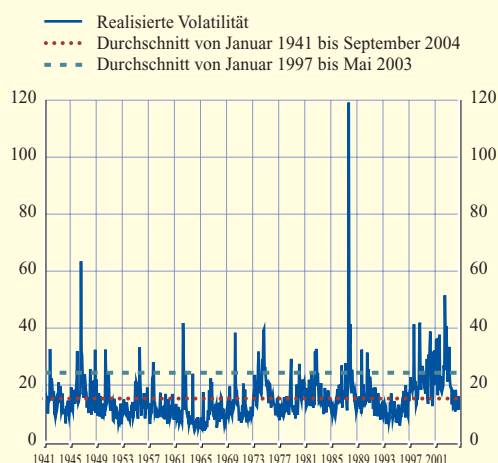
(in % p. a.)



Quellen: Chicago Board Options Exchange, Bloomberg und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Gerade zeigt den Durchschnitt in der Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität an.

Abbildung B Realisierte Volatilität im Standard-&-Poor's-500-Index

(in % p. a.)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die realisierte Volatilität wird berechnet als annualisierte Standardabweichung der täglichen prozentualen Veränderungen der Aktienkurse in jedem Monat.

Wenn die implizite Volatilität ein effizienter oder rationaler Erwartungswert der realisierten Volatilität im folgenden Monat ist, dann sollte die Differenz zwischen beiden rein zufällig sein. Dies würde bedeuten, dass die Ex-post-Erwartungsfehler der Marktteilnehmer nicht systematisch sind. Umgekehrt könnten systematische Muster bei den Abweichungen der erwarteten von der realisierten Volatilität, beispielsweise eine relativ lange Reihe von Erwartungsfehlern mit demselben Vorzeichen, Anzeichen für eine Bewertungsanomalie sein. Die Differenz zwischen der impliziten und der realisierten Volatilität für den Standard & Poor's 500 ist ebenfalls in Abbildung A dargestellt. Aus der Grafik ist ersichtlich, dass die erwartete Volatilität nur zwischen März und Oktober 2002 über längere Zeit erheblich von der realisierten Volatilität abwich. In diesem Zeitraum lag die implizite Volatilität aufgrund unerwarteter bedeutender Marktereignisse wie der Aufdeckung einer Reihe von Bilanzierungsskandalen bei Unternehmen in den Vereinigten Staaten recht deutlich unter der realisierten Volatilität.

Im Hinblick auf die jüngste Entwicklung gibt es allerdings keinerlei Anzeichen dafür, dass die implizite Volatilität die realisierte systematisch unterschritten hat, was der Fall gewesen wäre, wenn die implizite Volatilität durch andere Faktoren als die Erwartungen der Marktteilnehmer nach unten getrieben worden wäre. Stattdessen scheint die implizite Volatilität vor allem deshalb zurückgegangen zu sein, weil die Marktteilnehmer in den vergangenen Monaten einen Rückgang der realisierten Volatilität beobachtet haben.

Abbildung B, die die realisierte Volatilität am US-Aktienmarkt seit 1941 darstellt, ermöglicht eine Betrachtung der gegenwärtigen Situation im historischen Kontext. Aus der Abbildung geht deutlich hervor, dass das gegenwärtige Niveau der Aktienmarktunsicherheit längerfristig betrachtet im historischen Vergleich nicht niedrig ist. Es ist ebenfalls erkennbar, dass der Zeitraum von 1997 bis Mitte 2003 durch eine sehr hohe Volatilität geprägt war. In dieser Zeit gab es

eine relativ lange Phase von Marktturbulenzen, die mit den finanziellen Unruhen im Gefolge der Asien- und der Russlandkrise in den Jahren 1997 bis 1998 begann und unter anderem durch das Platzen der vermuteten Aktienblase am IT-Markt, eine Reihe von Bilanzierungsskandalen im Unternehmenssektor und verstärkte geopolitische Spannungen weiter angeheizt wurde.

Daher ist es möglich, dass die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich dieser vergangenen krisenähnlichen Ereignisse inzwischen nach und nach zurückgegangen ist. Das Ausbleiben weiterer bedeutender Marktturbulenzen im vergangenen Jahr hat die Marktteilnehmer offenbar überzeugt, dass die Lage am Aktienmarkt künftig stabiler sein wird. Dadurch sind die erwartete und die realisierte Volatilität auf Werte zurückgegangen, die den historischen Durchschnitten eher entsprechen.

3 PREISE UND KOSTEN

Der Vorabschätzung von Eurostat zufolge stieg die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet im Oktober 2004 auf 2,5 %, nachdem sie zwischen August und September um 0,2 Prozentpunkte gesunken war. Der im September verzeichnete Rückgang war vor allem auf die Entwicklung der Nahrungsmittelpreise zurückzuführen, während der Anstieg vom Oktober die höheren Teuerungsrate bei den Energiepreisen widerzuspiegeln scheint. In einer vorgelagerten Phase der Produktionskette wird aufgrund höherer Rohstoffpreise weiterhin ein gewisser Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise erwartet. Die jüngsten Daten zur Arbeitskostenentwicklung bestätigen die Einschätzung, dass das jährliche Lohnwachstum im Euroraum in der ersten Jahreshälfte 2004 weiterhin moderat verlief. Mit Blick auf die Zukunft ist es zwar wahrscheinlich, dass die jährlichen Inflationsraten in den kommenden Monaten auf einem Niveau von deutlich über 2 % verharren werden, aber es gibt bislang kaum Hinweise darauf, dass sich ein mittelfristiger Inflationsdruck aufbaut.

3.1 VERBRAUCHERPREISE

VORABSCHÄTZUNG FÜR OKTOBER 2004

Der von Eurostat veröffentlichten Vorabschätzung zufolge erhöhte sich die am HVPI gemessene Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet von 2,1 % im September auf 2,5 % im Oktober 2004 (siehe Tabelle 5). Zum gegenwärtigen Zeitpunkt liegen zwar noch keine detaillierten Angaben vor, aber die Jahresänderungsrate der Energiepreise hat sich offenbar wieder deutlich erhöht, nachdem sie im September einen leichten Rückgang aufgewiesen hatte. Da die Angaben vorläufiger Natur sind, ist diese Schätzung mit einer gewissen Unsicherheit behaftet.

HVPI-INFLATION IM SEPTEMBER 2004

Die am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet ging im September 2004 auf 2,1 % zurück und war somit 0,2 Prozentpunkte niedriger als im Vormonat. Dieses Ergebnis liegt 0,1 Prozentpunkte unter der von Eurostat veröffentlichten Vorabschätzung. Die meisten Komponenten, insbesondere die Nahrungsmittelpreise, trugen zu diesem Rückgang bei. Die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie sank im September 2004 um 0,1 Prozentpunkte auf 2,1 %.

Tabelle 5 Preisentwicklung

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

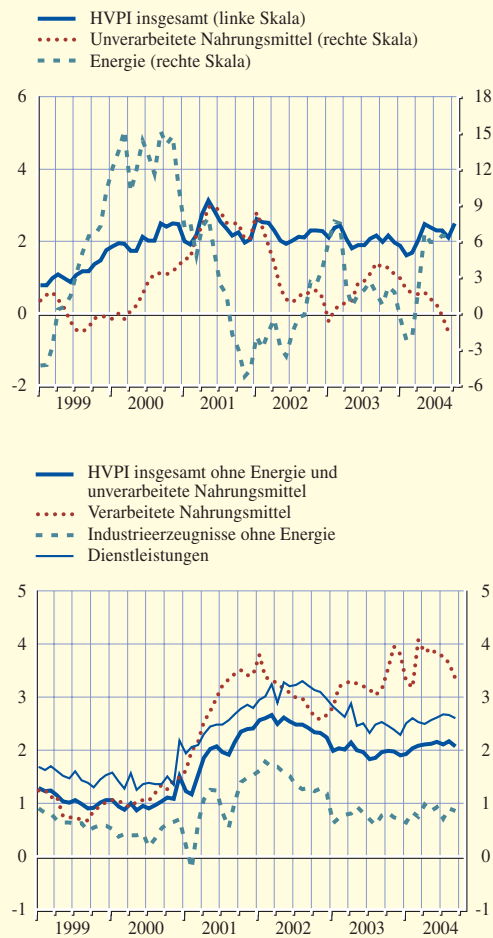
	2002	2003	2004 Mai	2004 Juni	2004 Juli	2004 Aug.	2004 Sept.	2004 Okt.
HVPI und seine Komponenten								
Gesamtindex ¹⁾	2,3	2,1	2,5	2,4	2,3	2,3	2,1	2,5
Energie	-0,6	3,0	6,7	5,9	5,9	6,5	6,4	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	3,1	2,1	1,7	1,2	0,7	-0,2	-1,5	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	3,1	3,3	3,9	3,8	3,8	3,6	3,4	.
Industrieerzeugnisse ohne Energie	1,5	0,8	0,9	0,9	0,7	0,9	0,9	.
Dienstleistungen	3,1	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,6	.
Weitere Preisindikatoren								
Industrielle Erzeugerpreise	-0,1	1,4	2,4	2,4	2,9	3,1	.	.
Ölpreise (€ je Barrel)	26,5	25,1	30,9	29,3	30,7	34,1	35,0	39,4
Rohstoffpreise ohne Energie	-0,9	-4,5	21,1	21,9	18,0	11,0	6,9	3,7

Quellen: Eurostat, Thomson Financial Datastream und HWWA.

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im Oktober 2004 bezieht sich auf die Vorabschätzung von Eurostat.

Abbildung 16 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

niedriger und läge bei rund 1 %. Die Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise war im September ebenfalls rückläufig und betrug 2,6 % gegenüber 2,7 % im Vormonat. Diese Abnahme erklärte sich hauptsächlich durch eine Verringerung der Jahresänderungsrate der Preise für Pauschalreisen.

3.2 ERZEUGERPREISE

Insgesamt gesehen weisen die Angaben zur Preisentwicklung in vorgelagerten Phasen der Produktionskette darauf hin, dass sich hier ein gewisser Preisdruck aufbaut. Die jährliche Änderung des Erzeugerpreisindex insgesamt (ohne Baugewerbe) lag im August 2004 3,1 Prozentpunkte über dem Ergebnis vom Februar dieses Jahres, als die jüngste Aufwärtsbewegung einsetzte (siehe Abbildung 17). In diesem Zeitraum trugen die Energiepreise mit circa 1,6 Prozentpunkten am stärksten zur Erhöhung der Erzeugerpreis-inflation bei. Der entsprechende Beitrag der Vorleistungsgüter

Die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel ging von -0,2 % im August auf -1,5 % im September 2004 zurück (siehe Abbildung 16). Diese Entwicklung ist hauptsächlich auf einen starken Basiseffekt im Zusammenhang mit der im vergangenen Jahr verzeichneten Verteuerung frischer Nahrungsmittel aufgrund des ungewöhnlich heißen Sommers und der Trockenheit im Euroraum zurückzuführen. Im Gegensatz dazu wirkte das durch die günstige Witterung im Sommer 2004 reichlich vorhandene Angebot im September insbesondere bei Gemüse preismindernd. Die Jahresänderungsrate der Energiepreise sank zwischen August und September leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 6,4 %. Hinter dieser leichten Abnahme stand im Wesentlichen ein Rückgang der Kraftstoffpreise für den Personenkraftverkehr.

Die Abnahme der jährlichen am HVPI gemessenen Teuerung ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie spiegelte niedrigere Jahresänderungsraten der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel und Dienstleistungen wider. Im gleichen Zeitraum lag die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie unverändert bei 0,9 %. Hinter diesem Ergebnis verbirgt sich die Tatsache, dass höhere jährliche Preisanstiege für Kraftwagen durch niedrigere Preissteigerungen bei Bekleidung ausgeglichen wurden. Die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel ging von 3,6 % im August auf 3,4 % im September zurück. Ohne Tabakwaren gerechnet wäre die Jahressteigerungsrate dieser Komponente deutlich

lag bei 1,3 Prozentpunkten. Der im bisherigen Jahresverlauf verzeichnete Anstieg der Teuerung auf der Erzeugerstufe lässt sich daher fast zur Gänze durch die Entwicklung dieser beiden Komponenten erklären.

Im August 2004 erhöhte sich die Jahresänderungsrate des Erzeugerpreisindex insgesamt (ohne Baugewerbe) auf 3,1 % gegenüber 2,9 % im Juli und erreichte somit ihren höchsten Stand seit Mai 2001. Die Zunahme spiegelte weitere Erhöhungen der Jahresänderungsraten der Preise für Vorleistungsgüter, Energie und – in geringerem Maße – für Investitionsgüter wider. Zugleich ging die Jahresänderungsrate der Konsumgüterpreise zurück. Im Erzeugerpreisindex ohne Baugewerbe und Energie kletterte die Vorjahrsrate leicht von 2,2 % im Juli auf 2,3 % im August.

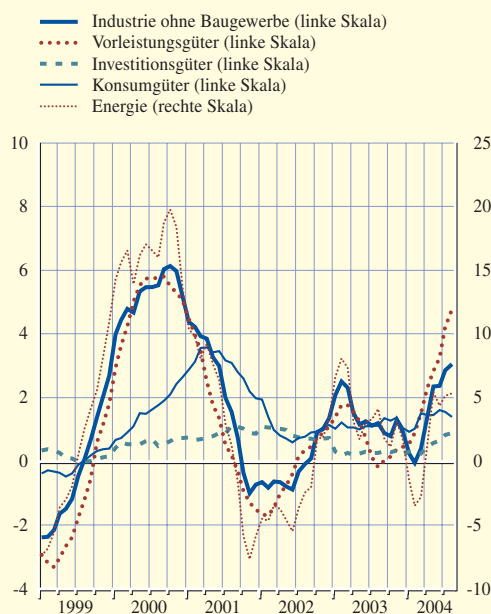
Umfragedaten zu den Vorleistungspreisen lassen darauf schließen, dass für September und Oktober 2004 weitere Erzeugerpreiserhöhungen zu erwarten sind. Der aus den Ergebnissen der Einkaufsmanagerumfrage gewonnene Index der Vorleistungsgüterpreise im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets stieg im Oktober weiter auf sein mittlerweile höchstes Niveau seit Anfang 2000. Neben den höheren Energiepreisen meldeten die Umfrageteilnehmer einen Preisauftrieb bei zahlreichen anderen Vorleistungen, insbesondere bei Stahlerzeugnissen. Unterdessen stieg der Index der Preise im verarbeitenden Gewerbe im Oktober 2004 ebenfalls an, und zwar auf seinen höchsten Stand seit der erstmaligen Erhebung dieser Daten im Jahr 2002. Im Dienstleistungssektor erhöhte sich der Index der Vorleistungspreise für das Euro-Währungsgebiet zwischen September und Oktober 2004 vor allem aufgrund der Energieverteuerung. Allerdings meldeten die Umfrageteilnehmer auch einen gewissen lohnbedingten Aufwärtsdruck. Gleichzeitig gingen die Durchschnittspreise im Dienstleistungsbereich im Oktober geringfügig zurück, was darauf schließen lässt, dass die Unternehmen die höheren Vorleistungskosten möglicherweise nicht überwälzt haben.

3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Die verfügbaren Indikatoren zur Arbeitskostenentwicklung stützen die Einschätzung, dass das jährliche Lohnwachstum im Eurogebiet im zweiten Quartal 2004 weiterhin moderat verlief (siehe Abbildung 18). Die Jahresänderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und die der Arbeitskosten pro Stunde lagen im zweiten Quartal 2004 bei 2,1 %. Gegenüber der entsprechenden Rate des Vorquartals blieb damit Erstere unverändert, während Letztere um 0,6 Prozentpunkte niedriger war. Zugleich betrug die Jahresänderungsrate im Index der Tarifverdienste 2,2 % und verringerte sich damit gegenüber dem ersten Vierteljahr um 0,1 Prozentpunkte (siehe Tabelle 6).

Abbildung 17 Industrielle Erzeugerpreise

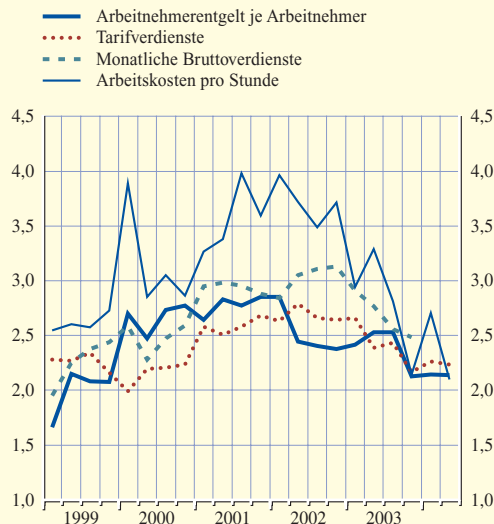
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung 18 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren

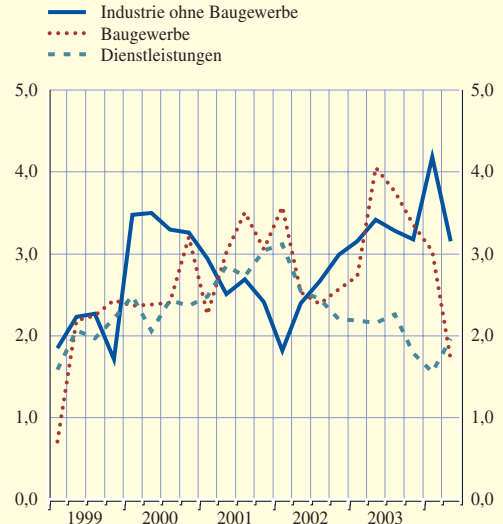
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Abbildung 19 Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Eine Aufgliederung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer nach Sektoren ergibt, dass zwischen dem ersten und dem zweiten Quartal 2004 die Abnahme des jährlichen Lohnwachstums in der Industrie und im Baugewerbe durch einen Anstieg der Jahresänderungsrate im Dienstleistungssektor (auf den ungefähr 70 % des Arbeitnehmerentgelts entfällt) ausgeglichen wurde (siehe Abbildung 19). Diese jüngste Entwicklung steht im Gegensatz zur Entwicklung seit Anfang 2002, als sich das Lohnwachstum in der Industrie nach oben bewegte, während es im Dienstleistungssektor einem Abwärtstrend folgte. Der jüngste Anstieg des jährlichen Lohnwachstums im Dienstleistungsbereich war allerdings zur Gänze auf die nicht marktbestimmte (öffentliche) Dienstleistungskomponente zurückzuführen, da der jährliche Lohnzuwachs bei den marktbestimmten Dienstleistungen abgenommen hat.

Aufgrund der jüngsten Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und eines stärkeren Produktivitätswachstums verlangsamte sich der Anstieg der Jahresänderungsrate der Lohn-

Tabelle 6 Arbeitskostenindikatoren

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

	2002	2003	2003 Q2	2003 Q3	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2
Tarifverdienste	2,7	2,4	2,4	2,4	2,2	2,3	2,2
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	3,7	2,8	3,3	2,8	2,1	2,7	2,1
Monatliche Bruttoverdienste	3,0	2,7	2,8	2,6	2,5	.	.
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,5	2,4	2,5	2,5	2,1	2,1	2,1
<i>Nachrichtlich:</i>							
Arbeitsproduktivität	0,3	0,4	0,1	0,2	0,5	1,2	1,9
Lohnstückkosten	2,2	2,0	2,5	2,3	1,6	1,0	0,3

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

stückkosten im zweiten Quartal 2004 weiterhin, und zwar auf 0,3 % gegenüber 1,0 % im Vorquartal. Dies stellt die niedrigste Wachstumsrate der Lohnstückkosten seit 1999 dar. In realer Rechnung (mit dem HVPI deflationiert) ist das Jahreswachstum der Lohnstückkosten seit drei Quartalen negativ. Mit Blick auf die Zukunft dürfte die anhaltende Arbeitsmarktschwäche zu einem weiterhin mäßigen Lohnwachstum führen. Auch bei den Lohnstückkosten wird für die kommenden Quartale eine weiterhin verhaltene Entwicklung erwartet, was nicht nur das mäßige Lohnwachstum, sondern auch die günstige Entwicklung der Arbeitsproduktivität widerspiegelt.

3.4 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Es wird erwartet, dass die Teuerung nach dem HVPI in den kommenden Monaten auf einem Niveau von deutlich über 2 % verharren wird, da die jüngste Ölverteuerung Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausüben dürfte. Über die kurze Sicht hinaus gibt es bislang jedoch kaum Hinweise darauf, dass sich im Eurogebiet ein mittelfristiger Inflationsdruck aufbaut. Diese Einschätzung wird auch durch die jüngsten Ergebnisse des von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters vom vierten Quartal 2004 gestützt (siehe Kasten 4). Insbesondere das Lohnwachstum scheint sich weiterhin in Grenzen zu halten, was zum Teil darauf zurückzuführen ist, dass vom Arbeitsmarkt kein Druck ausgeht. Zu beachten ist jedoch, dass diese Aussichten für die Inflationsentwicklung auf der Annahme basieren, dass die Ölpreise entsprechend den aktuellen Markterwartungen sinken und keine Zweitrundeneffekte über das Lohn- und Preissetzungsverhalten auftreten werden. Darüber hinaus könnten sich finanzpolitische Maßnahmen stärker auf die Inflation auswirken als derzeit angenommen, da weitere Erhöhungen indirekter Steuern und administrierter Preise nicht ausgeschlossen werden können.

Kasten 4

INFLATIONS- UND WACHSTUMSERWARTUNGEN DES PRIVATEN SEKTORS FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET: ERGEBNISSE DES SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS VOM VIERTEN QUARTAL 2004 UND SONSTIGE VERFÜGBARE INDIKATOREN

Vom 18. bis 21. Oktober 2004 führte die EZB ihren 25. Survey of Professional Forecasters (SPF) durch. Im Rahmen dieser Umfrage werden die Erwartungen einer Gruppe von Fachleuten aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Institutionen in der EU in Bezug auf Inflation, BIP-Wachstum und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ermittelt. Bei den in diesem Kasten dargestellten Ergebnissen ist zu berücksichtigen, dass die aggregierten Daten aus dem SPF angesichts des breiten Spektrums der Umfrageteilnehmer heterogene und subjektive Meinungen und Annahmen widerspiegeln können. Den SPF-Erhebungen werden – soweit möglich – auch andere verfügbare Indikatoren der Erwartungen des privaten Sektors für die gleichen Prognosezeiträume gegenübergestellt.

Inflationsaussichten gegenüber der vorherigen SPF-Umfrage unverändert

Was die Aussichten für die HVPI-Inflation angeht, so gab es im Vergleich zur letzten SPF-Umfrage vom Sommer bei der jüngsten Umfrage kaum Veränderungen. Die Erwartungen für 2004 beliefen sich unverändert auf 2,1 %, und mit dem sich nähernden Jahresende ging die Unsicherheit bezüglich dieser Zahl zurück. Im Jahr 2005 wird sich die Inflation den Erwartun-

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

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

Teuerung nach dem HVPI	Prognosezeitraum					
	2004	Sept. 2005	2005	Sept. 2006	2006	Längerfristig ²⁾
Jüngste Erhebung (2004 Q4 SPF)	2,1	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9
Vorherige Erhebung (2004 Q3 SPF)	2,1	-	1,9	-	1,9	1,9
Consensus Economics (Okt. 2004)	2,1	-	1,8	-	1,9	2,0
Euro Zone Barometer (Okt. 2004)	2,1	-	1,9	-	1,9	1,9
Reales BIP-Wachstum	2004	2005 Q2	2005	2006 Q2	2006	Längerfristig ²⁾
Jüngste Erhebung (2004 Q4 SPF)	1,9	2,0	2,0	2,2	2,2	2,2
Vorherige Erhebung (2004 Q3 SPF)	1,8	-	2,1	-	2,3	2,3
Consensus Economics (Okt. 2004)	1,9	-	2,0	-	2,0	2,1
Euro Zone Barometer (Okt. 2004)	1,9	-	2,1	-	2,2	2,2
Arbeitslosenquote ¹⁾	2004	Aug. 2005	2005	Aug. 2006	2006	Längerfristig ²⁾
Jüngste Erhebung (2004 Q4 SPF)	9,0	8,7	8,8	8,4	8,5	7,5
Vorherige Erhebung (2004 Q3 SPF)	8,9	-	8,6	-	8,3	7,5
Consensus Economics (Okt. 2004)	9,0	-	8,8	-	-	-
Euro Zone Barometer (Okt. 2004)	9,0	-	8,8	-	8,5	7,9

1) In Prozent der Erwerbspersonen.

2) In der laufenden und der vorherigen SPF-Umfrage beziehen sich die längerfristigen Erwartungen auf das Jahr 2009. Beim Euro Zone Barometer beziehen sie sich auf das Jahr 2008. Die Prognose von Consensus Economics erstreckt sich auf den Zeitraum von 2010 bis 2014.

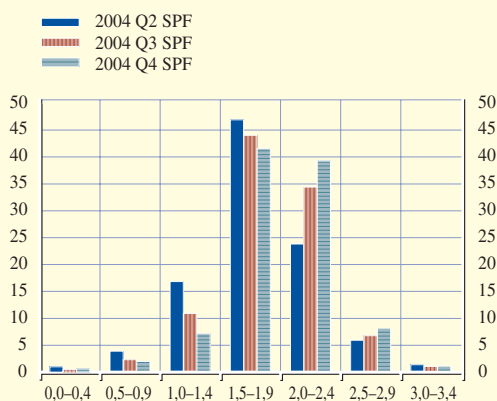
gen zufolge auf 1,9 % belaufen und 2006 auf diesem Stand bleiben. Das gleiche Profil wurde bei der vorherigen Umfragerunde erwartet. Die SPF-Teilnehmer gehen davon aus, dass die Ölpreise für die Inflationsaussichten insgesamt eine wichtige Rolle spielen werden. Es wird prognostiziert, dass die höheren Ölpreise 2005 auf die Verbraucherpreise durchwirken werden, dass dies aber von einer Aufwertung des Euro, einem dämpfenden Basiseffekt auf die Preise für Tabakwaren und Gesundheitsleistungen und der nur allmählichen Belebung des BIP-Wachstums aufgewogen wird. Das Risiko eines steigenden Lohndrucks aufgrund von Zweitrundeneffekten wird als begrenzt eingestuft, insbesondere angesichts der weiterhin verhaltenen Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt.

Insgesamt stehen die Erwartungen der Umfrageteilnehmer für 2004, 2005 und 2006 weitgehend im Einklang mit den Daten, die in den im Oktober 2004 veröffentlichten Ausgaben von Consensus Economics und des Euro Zone Barometer gemeldet wurden (siehe Tabelle).

Die SPF-Teilnehmer werden auch gebeten, ihre Prognosen mit einer Wahrscheinlichkeitsverteilung zu versehen. Dabei handelt es sich um die Zuordnung der Wahrscheinlichkeit (ausgedrückt in Prozent), mit welcher der in der Zukunft realisierte Wert in ein bestimmtes Intervall fällt. Anhand der sich aus der Aggregation der Antworten ergebenden Wahrscheinlichkeitsverteilung lässt sich auch einschätzen, wie die Umfrageteilnehmer im Durchschnitt das Risiko beurteilen, dass die tatsächlichen Ergebnisse über oder unter dem wahrscheinlichsten Intervall liegen werden. Abbildung A zeigt die bei den letzten drei Umfragen ermittelten aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die durchschnittlichen Jahresänderungsraten des HVPI für 2005. Die Wahrscheinlichkeitsverteilung weist auf eine weitere Erhöhung der Risiken hin, wobei die Umfrageteilnehmer jetzt einer Inflationsrate von 2,0 % bis 2,4 % im Jahr 2005 eine Wahrscheinlichkeit von 39 % einräumen. Die Wahrscheinlichkeitsverteilung für 2006 hat sich allerdings im Vergleich zum vorherigen SPF wenig verändert, und das Risiko, dass die Inflation zwischen

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

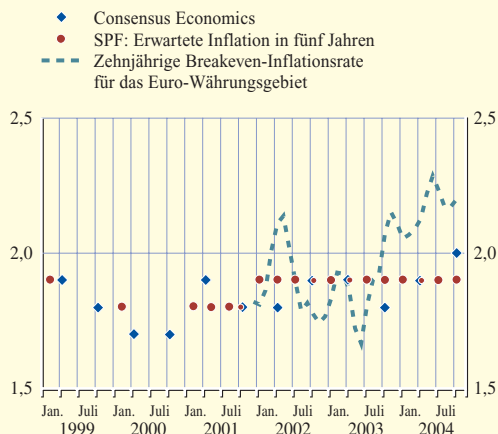
(in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Abbildung B Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

2,0 % und 2,4 % liegen wird, ist lediglich geringfügig gestiegen. Von vielen Umfrageteilnehmern wurde die geopolitische Unsicherheit, die sich über die Ölpreisentwicklung auf die Inflationssichten auswirkt, als größter Risikofaktor eingeschätzt.

Längerfristige Inflationserwartungen unverändert und kein weiterer Anstieg in der Risikobeurteilung

Die bei den SPF-Teilnehmern ermittelten längerfristigen Inflationserwartungen (d. h. in Bezug auf die Inflation in fünf Jahren) lagen zum zwölften Mal in Folge unverändert bei 1,9 % (siehe Abbildung B). Dieses Ergebnis stimmt mit den in der Oktober-Ausgabe des Euro Zone Barometer gemeldeten Inflationserwartungen überein und liegt leicht unter den im gleichen Monat von Consensus Economics veröffentlichten Angaben, die von April bis Oktober leicht gestiegen waren (von 1,9 % auf 2,0 %).

Was die aus Finanzinstrumenten gewonnenen Indikatoren für die Inflationserwartungen betrifft, so blieb die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate, die anhand französischer an den HVPI (ohne Tabakwaren) des Euro-Währungsgebiets gebundener Staatsanleihen ermittelt wird, auf einem relativ hohen Niveau.¹ Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Breakeven-Inflationsraten auch von einer Vielzahl von Risikoprämien (darunter die Liquiditäts- und die Inflationsrisikoprämie) beeinflusst werden. Die Hypothese, dass der aktuelle Stand der Breakeven-Inflationsrate teilweise die Inflationsunsicherheit widerspiegeln könnte, wird dadurch erhärtet, dass die Wahrscheinlichkeit, die im SPF auf lange Sicht einer Inflation von 2 % oder höher beigemessen

¹ Die Breakeven-Inflationsrate spiegelt die durchschnittliche erwartete Inflation in der (Rest-)Laufzeit der Anleihen wider, die zu ihrer Berechnung verwendet werden, und ist keine Punktschätzung für ein bestimmtes Jahr (anders als einige der Umfrageindikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen). Eine genaue Beschreibung des Konzepts der Breakeven-Inflationsrate findet sich im Kasten „Die Ableitung langfristiger Inflationserwartungen für das Eurogebiet aus vom französischen Schatzamt begebenen indexgebundenen Anleihen“ im Monatsbericht vom Februar 2002.

wurde, im Vergleich zu früheren Umfragerunden ebenfalls auf relativ hohem Niveau lag. Allerdings ist sie seit der im Sommer durchgeführten vorherigen Umfragerunde zurückgegangen.²

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

Für 2004 wird ein BIP-Wachstum im Euroraum von 1,9 % erwartet, das damit 0,1 Prozentpunkte höher als in der vorherigen SPF-Erhebung liegt. Allerdings wurden die Prognosen für 2005 und 2006 jeweils um 0,1 Prozentpunkte auf 2,0 % bzw. 2,2 % nach unten revidiert. Da das BIP-Wachstum nach Ansicht der Teilnehmer hauptsächlich von der Auslandsnachfrage getragen wird, wird eine Verlangsamung des Weltwirtschaftswachstums in den nächsten Jahren als wichtiges Abwärtsrisiko gesehen; dies erklärt auch größtenteils die Korrektur der Wachstumsaussichten nach unten. Auf der binnenwirtschaftlichen Seite dürften die günstigen Finanzierungsbedingungen einen Investitionsaufschwung stützen. Allerdings trüben nach Ansicht der Teilnehmer das niedrige Verbrauchervertrauen und die schwache Nachfrage aufgrund fehlender Verbesserungen auf dem Arbeitsmarkt die Wachstumsaussichten ein.

Die sich aus dem SPF ergebenden Wachstumsprognosen für 2004, 2005 und 2006 entsprechen weitgehend den Ergebnissen, die in den Oktober-Ausgaben des Euro Zone Barometer (1,9 % für 2004, 2,1 % für 2005 und 2,2 % für 2006) und von Consensus Economics (1,9 % für 2004 und 2,0 % sowohl für 2005 als auch für 2006) veröffentlicht wurden (siehe Tabelle). Die erwarteten längerfristigen Wachstumsraten in fünf Jahren (d. h. 2009) belaufen sich auf 2,2 % und liegen damit 0,1 Prozentpunkte unter dem im vorherigen SPF ermittelten Ergebnis.

Die Prognosen für die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet wurden im Vergleich zur vorherigen SPF-Umfrage leicht nach oben revidiert. Dies spiegelt zum einen die aktuelle Entwicklung dieser Quote wider, die sich – anders als von den Prognostikern in der vorherigen Runde erwartet – nicht verbessert hat, und zum anderen die Abwärtskorrektur des BIP-Wachstums in den nächsten Jahren. Der langsamere Rückgang der Arbeitslosigkeit, der für 2005 und 2006 erwartet wird (von 8,8 % auf 8,5 %), ist darauf zurückzuführen, dass das BIP-Wachstum den Prognosen zufolge knapp der Potenzialrate entsprechen dürfte. Strukturreformen und die Alterung der Bevölkerung werden als Gründe dafür genannt, dass – wie in der vorherigen SPF-Umfrage – in fünf Jahren eine Arbeitslosenquote von 7,5 % erwartet wird.

² Weitere Daten stehen auf der Website der EZB unter www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html zur Verfügung.

4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Die jüngsten Wirtschaftsdaten für das Euro-Währungsgebiet bestätigen, dass sich die konjunkturelle Erholung im ersten Halbjahr 2004 fortgesetzt hat. Die verfügbaren Angaben zur sektoralen Entwicklung deuten auf eine anhaltende Belebung im dritten Quartal hin, wenngleich sich das Wachstum in der Industrie, verglichen mit dem zweiten Vierteljahr, abgeschwächt haben könnte. Eine Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs in der zweiten Jahreshälfte lässt sich auch an den Umfrageergebnissen ablesen, wobei diese nicht ganz eindeutig sind, sodass das Tempo der Erholung mit einer gewissen Unsicherheit behaftet ist. Auf der Nachfrageseite lassen die Indikatoren der privaten Konsumausgaben für das dritte Quartal darauf schließen, dass der private Verbrauch gegenüber dem zweiten Jahresviertel wohl nicht zugenommen hat. Die Lage am Arbeitsmarkt ist im Großen und Ganzen unverändert. Mit Blick auf die Zukunft bestehen zwar einige Risiken für das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts, doch bleiben die fundamentalen Bestimmungsfaktoren einem anhaltenden Wirtschaftswachstum im Jahr 2005 förderlich.

4.1 PRODUKTION UND NACHFRAGE

DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

Die zweite Schätzung zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das zweite Quartal 2004 war gegenüber der ersten Meldung unverändert. Sie geht von einem Wachstum des realen BIP um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal aus und bestätigt den Eindruck einer fortgesetzten Konjunkturerholung in der ersten Jahreshälfte. Das reale BIP-Wachstum im ersten Jahresviertel wurde nach oben korrigiert, und zwar auf 0,7 % im Quartalsvergleich (siehe Abbildung 20).

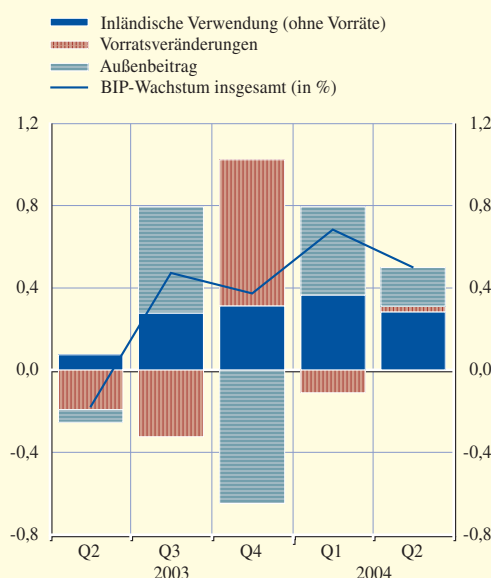
Die Verwendungskomponenten des BIP wurden für das zweite Quartal ebenfalls revidiert. Verglichen mit der ersten Schätzung fiel der Wachstumsimpuls des Außenbeitrags vor allem aufgrund der schwächeren Exportdynamik geringer aus. Dies wurde durch eine Aufwärtskorrektur des Beitrags der Vorratsveränderungen ausgeglichen. Dagegen leistete die inländische Nachfrage (ohne Vorräte) auch der zweiten Schätzung zufolge einen relativ geringen Wachstumsbeitrag, was vorwiegend der schwachen Zunahme der privaten Konsumausgaben zuzuschreiben war. Die mittlerweile für das zweite Quartal verfügbare Aufschlüsselung der Investitionen zeigt, dass die Bauinvestitionen weiterhin rückläufig waren, während sich das Wachstum in den übrigen Investitionskategorien beschleunigte (weitere Einzelheiten sind Kasten 5 zu entnehmen).

SEKTORALE WERTSCHÖPFUNG UND INDUSTRIEPRODUKTION

Aus den aktuellen Angaben zur Industrie geht hervor, dass sich das Produktionswachstum im dritten Quartal 2004 fortgesetzt haben dürfte, wenn auch langsamer als im Vorquartal. Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Euro-Währungsgebiet ging im August gegenüber dem

Abbildung 20 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

(vierteljährliche Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER INVESTITIONEN NACH GÜTERGRUPPEN

Nach einem Rückgang der Investitionen in den Jahren 2001 und 2002 wurde im Jahresverlauf 2003 ein breit angelegter Anstieg beobachtet. Seit Jahresbeginn 2004 ist die Investitionstätigkeit insgesamt nahezu unverändert geblieben (siehe Abbildung A). Hinter dieser Stabilisierung verbergen sich jedoch gegenläufige Entwicklungen bei den Bauinvestitionen und den übrigen Investitionen, die jeweils rund die Hälfte der Investitionen insgesamt ausmachen. Der Rückgang der Bauinvestitionen in der ersten Jahreshälfte 2004 wurde durch eine Zunahme der übrigen Investitionen ausgeglichen. Diese bestehen in erster Linie aus Ausrüstungsinvestitionen, enthalten aber auch Nutztiere und Nutzpflanzen sowie sonstige Anlagegüter. Im vorliegenden Kasten wird die jüngste Entwicklung der einzelnen Investitionskategorien bis zum Ende des zweiten Quartals 2004 zusammenfassend beleuchtet.

Investitionen in Maschinen und Geräte weiterhin für die Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen ausschlaggebend

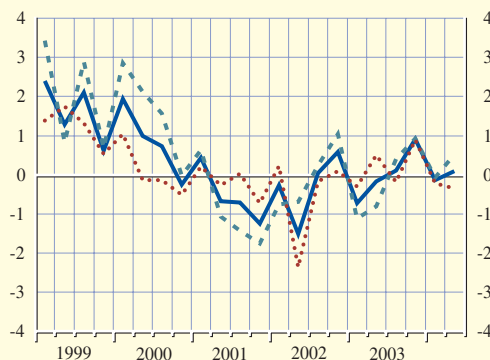
Die übrigen Investitionen (ohne Bauten) im Euro-Währungsgebiet haben in der ersten Jahreshälfte 2004 insgesamt weiter zugelegt, jedoch mit etwas geringerem Tempo als im zweiten Halbjahr 2003. Nach einer Zunahme um 0,9 % im Schlussquartal des vergangenen Jahres und einer Stabilisierung im ersten Quartal 2004 erhöhten sie sich im zweiten Jahresviertel um 0,5 %. Darin könnte sich unter anderem ein weiterer Anstieg des Vertrauens in der Industrie im zweiten Quartal 2004 nach einer Stabilisierung im ersten Vierteljahr widerspiegeln.

Bei den verschiedenen Teilkomponenten der übrigen Investitionen waren gegenläufige Entwicklungen zu verzeichnen (siehe Abbildung B). Während die Investitionen in Maschinen und Geräte (die als größte Teilkomponente rund 30 % der Gesamtinvestitionen ausmachen) im ers-

Abbildung A Investitionen insgesamt, Bauinvestitionen und übrige Investitionen

(Veränderung gegen Vorquartal; saisonbereinigt)

— Investitionen insgesamt
 Bauinvestitionen
 - - - Übrige Investitionen (ohne Bauten)

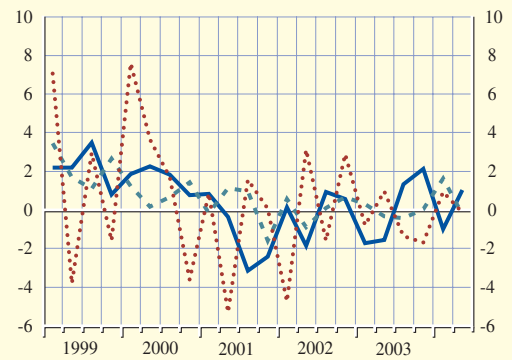


Quelle: Eurostat.

Abbildung B Aufschlüsselung der übrigen Investitionen (ohne Bauten)

(Veränderung gegen Vorquartal; saisonbereinigt)

— Maschinen und Geräte
 Fahrzeuge
 - - - Sonstige Anlagen¹⁾



Quelle: Eurostat.
 1) Einschließlich Landwirtschaft.

ten Quartal dieses Jahres rückläufig waren und im zweiten Jahresviertel zunahmen, war bei den beiden anderen Teilkomponenten ein umgekehrtes Verlaufsmuster zu beobachten. In der ersten Jahreshälfte 2004 wurden sowohl die Investitionen in Maschinen und Geräte als auch die Investitionen in sonstige Anlagen (deren Anteil an den Gesamtinvestitionen 10 % beträgt) gegenüber der zweiten Jahreshälfte 2003 insgesamt ausgeweitet. Die Investitionen in Fahrzeuge (auf die weitere 10 % der Investitionen insgesamt entfallen) blieben weitgehend unverändert, nachdem sie im zweiten Halbjahr 2003 gesunken waren.

Rückgang der Bauinvestitionen in der ersten Jahreshälfte 2004

Die Bauinvestitionen im Euro-Währungsgebiet verringerten sich sowohl im ersten als auch im zweiten Quartal 2004 um jeweils rund 0,2 % bis 0,3 %. Dies steht im Gegensatz zu der Ende vergangenen Jahres beobachteten Verbesserung. Der Rückgang ist in erster Linie dem Wirtschaftsbau zuzuschreiben, während die Wohnungsbauinvestitionen weiter zunahmen, wenn auch nicht mehr ganz so stark wie Ende letzten Jahres. Beide Teilkomponenten wurden stark von negativen Entwicklungen in Deutschland beeinflusst. Rechnet man Deutschland heraus, so wurden sowohl die Investitionen in Wohnbauten als auch in Nichtwohnbauten im ersten Halbjahr 2004 verglichen mit der zweiten Jahreshälfte 2003 ausgeweitet.

Vormonat zurück. Obwohl dieser Rückgang durch länderspezifische Sonderfaktoren verschärft wurde, war er über alle Länder und Sektoren hinweg zu beobachten. Infolgedessen wies der gleitende Dreimonatsdurchschnitt des Produktionswachstums im August zwar noch ein positives Vorzeichen auf, war aber im dritten Monat in Folge rückläufig (siehe Abbildung 21).

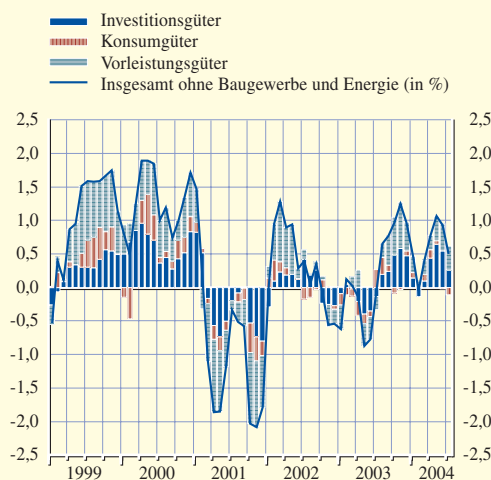
Trotz des im August in allen industriellen Hauptgruppen verzeichneten Produktionsrückgangs gegenüber dem Vormonat deutet die Entwicklung gemessen am weniger schwankungsanfälligen gleitenden Dreimonatsdurchschnitt auf eine Stabilisierung der Produktionsausweitung in der Vorleistungsgüterindustrie hin. Ausgehend von dem immer noch recht hohen Niveau im zweiten Quartal verringerte sich das Wachstum im Investitionsgütersektor weiter. Die Zunahme der Konsumgütererzeugung ging erneut zurück und dürfte im dritten Quartal insgesamt negativ ausgefallen sein.

UMFRAGEN IM VERARBEITENDEN GEWERBE UND IM DIENSTLEISTUNGSSEKTOR

Die Ergebnisse der Umfragen im verarbeitenden Gewerbe lassen darauf schließen, dass die Industrieproduktion ihren Wachstumskurs Anfang des vierten Quartals 2004 fortgesetzt haben dürfte. Die Umfrageergebnisse für den Dienstleistungssektor sind nicht so eindeutig, signalisieren aber im Großen und Ganzen auch für diese Branche ein anhaltendes Wachstum.

Abbildung 21 Beiträge zum Wachstum der Industrieproduktion

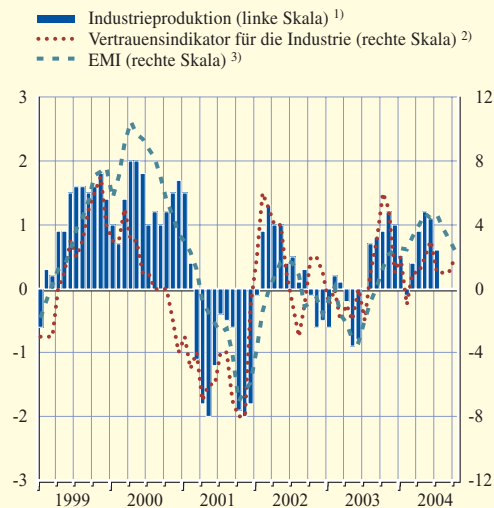
(Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



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

Abbildung 22 Industrieproduktion, Vertrauensindikator für die Industrie und EMI

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, Reuters und EZB-Berechnungen.
 1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %.
 2) Salden in %; Veränderung gegenüber dem Stand drei Monate zuvor.
 3) Einkaufsmanagerindex; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten.

Das Vertrauen in der Industrie ist den Branchen-umfragen der Europäischen Kommission zufolge im Oktober zum zweiten Mal in Folge leicht gestiegen (siehe Abbildung 22). Dieser Zuwachs deutet darauf hin, dass sich die Stimmung in der Industrie nach einer Unterbrechung in den Sommermonaten allmählich weiter aufhellt. Die Beurteilung der Auftragslage und der Vorräte trug zum Anstieg des Vertrauensindikator im Oktober bei, während die Produktionserwartungen unverändert blieben. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe war dagegen im Oktober wie schon in den vorangegangenen zwei Monaten rückläufig. Auch wenn fast alle Indexpunkten einen Rückgang verzeichneten, war – wie bereits im September – hierfür in erster Linie die Entwicklung der Komponenten Produktion und Auftragseingang verantwortlich. Der jüngste EMI-Verlauf lässt auf ein zu Beginn des Schlussquartals 2004 anhaltendes, aber gedämpfteres Wachstum im verarbeitenden Gewerbe schließen. Alles in allem zeigen die Umfrageergebnisse, dass der jüngste Ölpreisanstieg nicht zu einer deutlichen Stimmungseintrübung in der Industrie geführt hat. Dies lässt auf ein anhaltendes Wachstum der Industrieproduktion schließen.

Im Dienstleistungssektor ist die Stimmung laut den Umfragen der Europäischen Kommission in den ersten zehn Monaten dieses Jahres weitgehend unverändert geblieben. Der EMI-Teilindex für die Konjunkturerwicklung im Dienstleistungssektor stieg im Oktober leicht an, nachdem er in den ersten drei Quartalen dieses Jahres im Durchschnitt gesunken war. Das EMI-Niveau signalisiert zwar ein anhaltendes Wachstum im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen, doch lässt die Tatsache, dass der Index merklich unter seinem letzten Höchststand vom Januar 2004 liegt, vermuten, dass die Dynamik im Vergleich zum früheren Jahresverlauf in den letzten Monaten etwas nachgelassen hat.

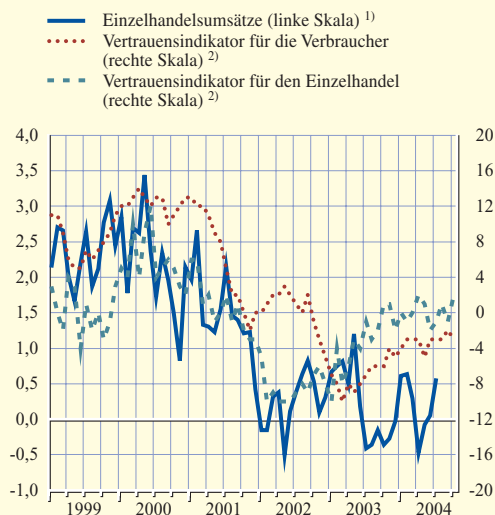
INDIKATOREN DER PRIVATEN KONSUMAUSGABEN

Die verfügbaren monatlichen Indikatoren der privaten Konsumausgaben im dritten Quartal 2004 lassen darauf schließen, dass der private Verbrauch gegenüber dem zweiten Jahresviertel wohl nicht zugenommen hat.

Die Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet gingen im August um 1,5 % gegenüber dem Vormonat zurück. Davon waren Nahrungsmittel und sonstige Waren gleichermaßen betroffen. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt war im Einzelhandel erstmals seit April 2004 wieder ein Umsatzplus zu verzeichnen (siehe Abbildung 23), das im Wesentlichen auf kräftige Umsatzsteigerungen im Juni zurückzuführen war. Wenn sich die Einzelhandelsumsätze im September jedoch nicht deutlich erhöht haben, ist es unwahrscheinlich, dass sie im dritten Quartal einen spürbaren Beitrag zum Wachstum der privaten Konsumausgaben leisteten. Die Pkw-Neuzulassungen im Euroraum nahmen im September gegenüber dem Vormonat zu. Aufgrund der erheb-

Abbildung 23 Einzelhandelsumsätze und Vertrauensindikatoren für den Einzelhandel und die Verbraucher

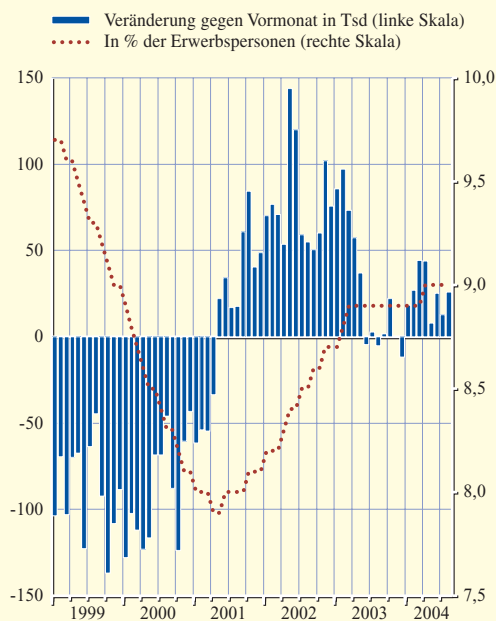
(Monatswerte)



Quellen: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission und Eurostat.
1) Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt; arbeitstäglich bereinigt.
2) Salden in %; saison- und mittelwertbereinigt. Die Angaben zum Verbrauchervertrauen im Euro-Währungsgebiet ab Januar 2004 sind aufgrund von Änderungen der französischen Fragebögen nicht vollständig mit früheren Umfrageergebnissen vergleichbar.

Abbildung 24 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

lichen Abnahme in den Monaten zuvor ergibt sich für das dritte Vierteljahr insgesamt jedoch ein Rückgang um 2,5 % im Quartalsvergleich. Das Verbrauchervertrauen sank im Oktober geringfügig und machte die im September beobachtete Stimmungsaufhellung wieder wett. Dazu trugen alle Komponenten des Vertrauensindikators bei. In den vorangegangenen Monaten des laufenden Jahres war das Verbrauchervertrauen weitgehend unverändert, nachdem es zu Beginn des Wirtschaftsaufschwungs Mitte 2003 gestiegen war. Die geringe Zuversicht der Verbraucher bleibt damit ein belastender Faktor für die Entwicklung der privaten Konsumausgaben.

4.2 ARBEITSMARKT

ARBEITSLOSIGKEIT

Bei der Arbeitslosigkeit im Euroraum ist kaum Bewegung festzustellen. Die Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet lag im August 2004 bei 9,0 % und ist damit seit April dieses Jahres unverändert (siehe Abbildung 24). Die Zahl der Arbeitslosen nahm im August weiter zu und hat sich nach den vorliegenden nationalen Angaben wohl auch im September wieder erhöht. Allerdings dürfte der durchschnittliche Anstieg der Arbeitslosenzahl im dritten Quartal 2004 geringer ausgefallen sein als im zweiten Vierteljahr sowie in der ersten Jahreshälfte insgesamt.

BESCHÄFTIGUNG

Nach einem Nullwachstum im ersten Quartal 2004 wurde im zweiten Jahresviertel mit 0,1 % gegenüber dem Vorquartal wieder ein Beschäftigungszuwachs verzeichnet (siehe Tabelle 7). Diese

Tabelle 7 Beschäftigungswachstum

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

	Jahresraten		Quartalsraten				
	2002	2003	2003 Q2	2003 Q3	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2
Gesamtwirtschaft	0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
<i>Darunter:</i>							
Landwirtschaft und Fischerei	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	0,1	-0,9	-0,5
Industrie	-1,2	-1,5	-0,3	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2
Ohne Baugewerbe	-1,4	-2,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3
Baugewerbe	-0,6	-0,2	0,4	-0,4	-0,2	0,1	0,1
Dienstleistungen	1,4	0,9	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3
Handel und Verkehr	0,4	0,5	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2
Finanzierung und Unternehmensdienstleister	2,4	1,2	0,1	0,4	0,6	0,4	0,4
Öffentliche Verwaltung	1,8	1,0	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Verbesserung ist auf einen geringeren Rückgang der Beschäftigung in der Industrie und ein höheres Beschäftigungswachstum im Dienstleistungssektor zurückzuführen.

Die Konjunkturindikatoren deuten auf einen anhaltenden Beschäftigungszuwachs in der zweiten Jahreshälfte 2004 hin, wobei jedoch nicht von einer wesentlichen Wachstumsbeschleunigung auszugehen ist. Den jüngsten Umfragen der Europäischen Kommission zufolge haben die Beschäftigungserwartungen im Euro-Währungsgebiet im Oktober in allen Sektoren zugenommen. Ausgenommen hiervon ist der Dienstleistungssektor, wo die Erwartungen gleich blieben. Insgesamt sind die Beschäftigungserwartungen im verarbeitenden Gewerbe seit Jahresmitte 2004 geringfügig gestiegen, im Dienstleistungssektor dagegen gesunken. Der EMI-Teilindex für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe war im Oktober leicht rückläufig und deutet nicht auf eine Beschäftigungszunahme zu Beginn des vierten Quartals hin. Dagegen ist der EMI-Teilindex für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor im Oktober etwas gestiegen, was darauf hinweist, dass sich der Beschäftigungszuwachs in diesem Sektor im dritten Monat in Folge beschleunigt hat. Insgesamt lassen die verfügbaren Informationen auf eine weitgehend stabile oder sich leicht verbessernde Lage am Arbeitsmarkt in der zweiten Jahreshälfte schließen.

4.3 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Während von den Konjunkturindikatoren nun uneinheitlichere Signale ausgehen, bleiben die fundamentalen Bestimmungsfaktoren nach wie vor einem anhaltenden Wirtschaftswachstum im Jahr 2005 förderlich. In außenwirtschaftlicher Hinsicht dürften die Exporte des Euroraums weiterhin von der positiven weltweiten Nachfrage profitieren, wenngleich hier eine gewisse Abschwächung eingetreten ist. Auf der binnenwirtschaftlichen Seite sollten das freundliche weltwirtschaftliche Umfeld, die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen im Euroraum, höhere Gewinne und eine gesteigerte Effizienz der Unternehmen im Zuge von Umstrukturierungsmaßnahmen die Investitionen ankurbeln. Darüber hinaus besteht im Eurogebiet insgesamt Spielraum für eine Belebung der privaten Konsumausgaben, insbesondere wenn sich die Beschäftigungsaussichten stärker aufhellen. Diese Aussichten sind allerdings weiterhin mit Unsicherheiten behaftet. Risiken gehen vor allem von der jüngsten Entwicklung an den Ölmärkten aus. Wenn die Ölpreise auf ihrem derzeitigen hohen Niveau verharren oder gar weiter steigen, könnten sie sich dämpfend auf das Ausmaß der konjunkturellen Erholung sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euroraums auswirken.

5 WECHSELKURS- UND ZAHLUNGSBILANZENTWICKLUNG

5.1 WECHSELKURSE

In der ersten Hälfte des Monats Oktober 2004 hielt sich der Euro überwiegend innerhalb der seit Mai dieses Jahres beobachteten Handelsspannen. Gegen Monatsende kam es allerdings zu einer Abwertung des US-Dollar auf breiter Front, die zu einer moderaten Aufwertung des Euro in effektiver Rechnung führte. Verstärkte Bedenken am Markt über die weltweiten Wachstumsaussichten angesichts der hohen Ölpreise sowie Anzeichen für geringere Kapitalzuflüsse in die Vereinigten Staaten haben offenbar zu dieser Entwicklung beigetragen. Im Gegensatz zu den relativ starken Wechselkursbewegungen bei den großen Währungen war der Euro gegenüber den Währungen der meisten neuen EU-Mitgliedstaaten recht stabil.

US-DOLLAR/EURO

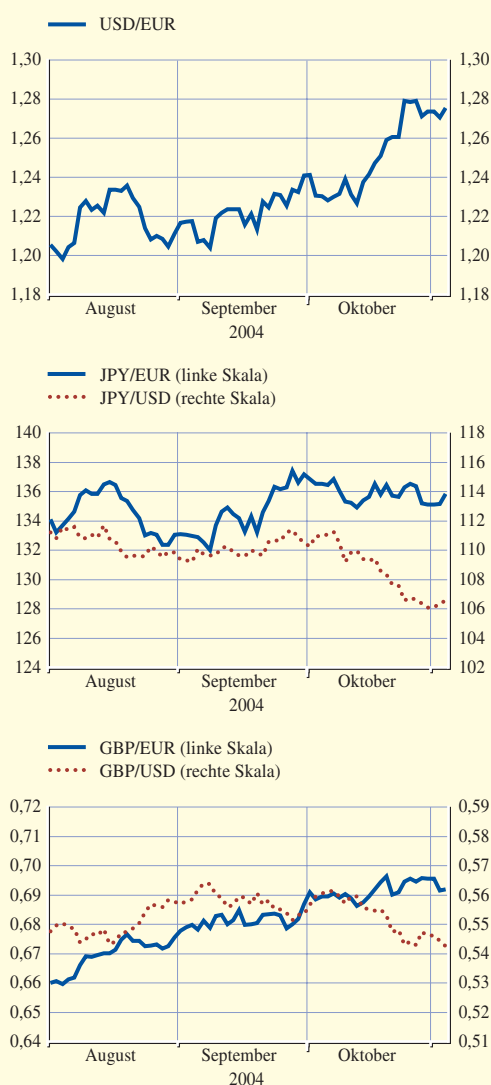
Im Oktober gewann der Euro im Verhältnis zum US-Dollar besonders gegen Ende des Monats deutlich an Boden und stabilisierte sich Anfang November (siehe Abbildung 25). Der breit angelegten Abwertung des US-Dollar, zu der es in der zweiten Oktoberhälfte kam, war die Veröffentlichung von Daten vorausgegangen, die auf eine Verlangsamung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten (wie an der hinter den Erwartungen zurückgebliebenen US-amerikanischen Industrieproduktion abzulesen war) sowie auf eine verhaltene Entwicklung am Arbeitsmarkt und einen Rückgang des Verbrauchervertrauens hindeuteten. Meldungen, die bestätigten, dass sich der Kapitalzufluss in die Vereinigten Staaten im August abgeschwächt hat, könnten ebenfalls eine Rolle gespielt haben. Außerdem scheinen die Marktteilnehmer unter dem Einfluss der anhaltend hohen Ölpreise ihre Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der US-Zinsen nach unten revidiert zu haben. Am 3. November übertraf der Euro mit 1,28 USD seinen Kurs von Ende September um 2,8 % und seinen Durchschnittsstand im Jahr 2003 um 12,8 %.

JAPANISCHER YEN/EURO

Im Oktober musste der Euro gegenüber dem japanischen Yen leichte Kursverluste hinnehmen (siehe Abbildung 25). Zugleich legte die japanische Währung vor allem gegen Ende Oktober gegenüber dem US-Dollar deutlich zu. Die japanische Devise dürfte durch die Bekanntgabe von Daten über eine relativ kräftige Entwicklung der Exporte sowie durch die Indikatoren zum Verbrauchervertrauen und zum Geschäftsklima gestützt worden sein, die auf eine nur

Abbildung 25 Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

leichte Abschwächung der Konjunktur in Japan hinwies. Am 3. November notierte der Euro bei 135,9 JPY und damit 1,0 % schwächer als Ende September und 3,7 % höher als im Jahresdurchschnitt 2003.

WÄHRUNGEN DER EU-MITGLIEDSTAATEN

Im WKM II schwankten die dänische Krone und der slowenische Tolar weiterhin in engen Bandbreiten in der Nähe ihres jeweiligen Leitkurses (siehe Abbildung 26). Der Selbstverpflichtung Estlands und Litauens entsprechend, ihre Währungen im Rahmen von Currency-Board-Regelungen im WKM II innerhalb der Standardschwankungsbreiten zu halten, blieben die estnische Krone und der litauische Litas gegenüber ihren Leitkursen unverändert.

Der Euro setzte im Oktober auch gegenüber dem Pfund Sterling seine leichte Aufwärtstendenz fort (siehe Abbildung 25). Wie schon zuvor hing die Abschwächung der britischen Währung in diesem Zeitraum vorwiegend damit zusammen, dass sich in den letzten Monaten ein langsamerer Anstieg der Preise für Wohnimmobilien abzeichnete. Am 3. November wurde der Euro mit 0,69 GBP gehandelt. Das war 0,7 % mehr als Ende September und entsprach seinem Durchschnittswert im Jahr 2003. In Relation zum lettischen Lats, der durch Lettlands Wechselkurssystem teilweise an den US-Dollar gebunden ist, wertete der Euro im Berichtszeitraum geringfügig auf, verlor aber zum polnischen Zloty und in geringerem Umfang zum ungarischen Forint und der tschechischen Krone weiterhin an Wert. Gegenüber dem Zypern-Pfund, der maltesischen Lira, der slowakischen Krone und der schwedischen Krone blieb der Euro im Großen und Ganzen unverändert.

ANDERE WÄHRUNGEN

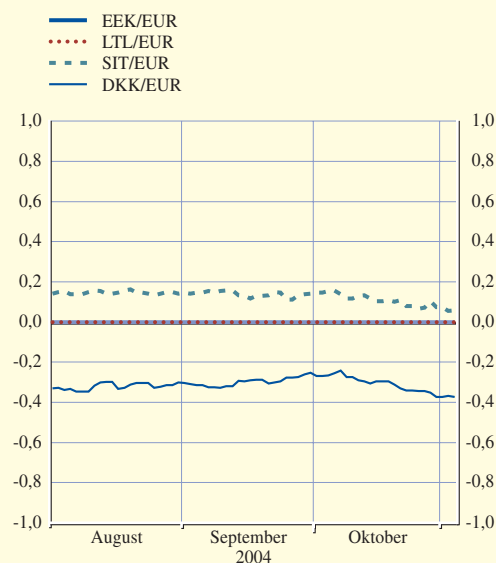
Im Verhältnis zum Schweizer Franken büßte der Euro im Oktober um mehr als 1 % an Wert ein. Weitere bemerkenswerte Entwicklungen in diesem Monat waren die fortgesetzte Aufwertung der norwegischen Krone, des kanadischen Dollar und des australischen Dollar, die vom anhaltenden Ölpreisanstieg und dem relativ hohen Niveau der Rohstoffpreise (ohne Öl) profitierten. Zur gleichen Zeit wertete der Euro weiter gegen eine Reihe asiatischer Währungen auf.

EFFEKTIVER WECHSELKURS DES EURO

Am 3. November lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen der 23 wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, 0,8 % über seinem Stand von Ende September und 5,0 % über seinem Durchschnitt des Jahres 2003 (siehe Abbildung 27). In der insgesamt verzeichneten Aufwertung des Euro auf Basis seines effektiven Wechselkurses spiegelte sich vor allem sein Anstieg gegenüber dem US-Dollar, dem chinesischen Renminbi und dem Pfund Sterling wider, d. h. Währungen mit einem beträchtlichen relativen Gewicht im handelsgewichteten Währungskorb. Dem wirkte die mäßige Abwertung des Euro gegenüber dem japanischen

Abbildung 26 Wechselkursentwicklung im WKM II

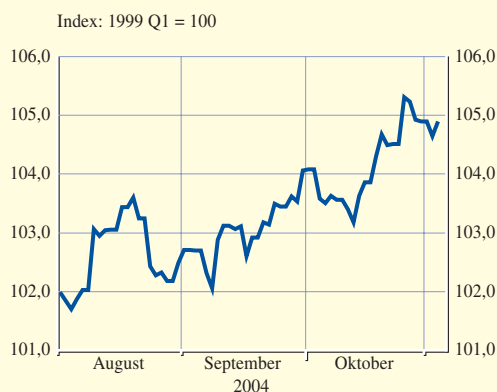
(Tageswerte; Abweichung vom Leitkurs in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Eine positive/negative Abweichung vom Leitkurs bedeutet, dass sich die Währung auf der unteren/oberen Seite des Kursbandes befindet. Für die dänische Krone gilt die Schwankungsbreite von $\pm 2,25\%$, für alle anderen Währungen die Standardschwankungsbreite von $\pm 15\%$.

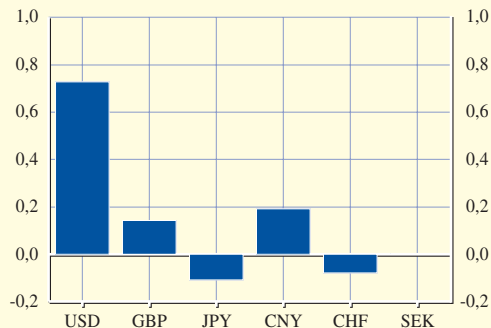
Abbildung 27 Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾

(Tageswerte)



Beitrag zu den Veränderungen des effektiven Wechselkurses²⁾

30. September bis 3. November 2004
(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen von 23 wichtigen Handelspartnern des Euro-Währungsgebiets.

2) Die Beiträge zu den Veränderungen des EWK-23-Index werden nur gegenüber den Währungen der sechs wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets dargestellt. Die Veränderungen werden mit den entsprechenden Außenhandelsgewichten im EWK-23-Index berechnet.

Yen, dem Schweizer Franken, dem polnischen Zloty und den Währungen rohstoffexportierender Länder nur teilweise entgegen.

5.2 ZAHLUNGSBILANZ

Der Wert der Wareneinfuhren blieb im August gegenüber dem Vormonat nahezu unverändert, während sich die Wareneinfuhren teilweise aufgrund der steigenden Ölpreise erhöhten. Dennoch übertraf der über zwölf Monate kumulierte Überschuss in der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets sein Vorjahresniveau. In der Kapitalbilanz gingen die über zwölf Monate kumulierten Nettokapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammen genommen im August zurück.

LEISTUNGSBILANZ UND WARENHANDEL

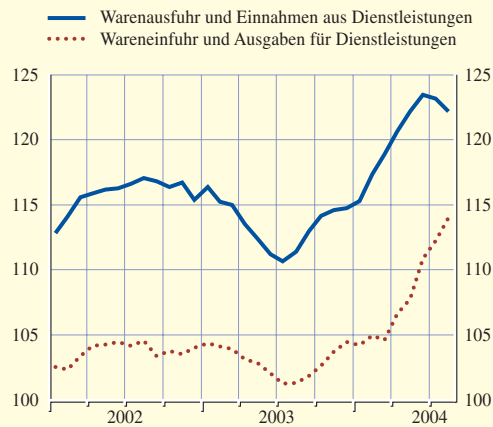
Im August wies die saisonbereinigte Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets mit einem Defizit von 0,4 Mrd € (was nicht saisonbereinigt einem Überschuss von 2,1 Mrd € entspricht) einen nahezu ausgeglichenen Saldo auf. Darin spiegelte sich in erster Linie ein Überschuss im Warenhandel wider, der durch ein Defizit bei den laufenden Übertragungen aufgewogen wurde (siehe Punkt 7.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Gegenüber dem Vormonat verringerte sich der Leistungsbilanzüberschuss um 1,4 Mrd €, was hauptsächlich einem Rückgang des Warenhandelsüberschusses (um 3,7 Mrd €) zuzuschreiben war, der durch einen Anstieg des Überschusses bei den Dienstleistungen (von 1,1 Mrd €) und eine Verringerung des Defizits sowohl bei

den Erwerbs- und Vermögenseinkommen (um 0,4 Mrd €) als auch bei den laufenden Übertragungen (um 0,8 Mrd €) nur teilweise ausgeglichen wurde.

Im August blieb der Wert der Wareneinfuhren verglichen mit dem Vormonat unverändert, während sich die Wareneinfuhren infolge der steigenden Ölpreise und der anhaltenden Nachfragebelegung im Eurogebiet um 4,2 % erhöhten. Dagegen war in der Dienstleistungsbilanz im gleichen Zeitraum ein Anstieg bei den Einnahmen um 3,7 % und ein Rückgang bei den Ausgaben um 0,4 % zu verzeichnen. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der wertmäßigen Exporte von Waren und Dienstleistungen sank im August, während die entsprechenden Importe nach wie vor robuste Zuwächse aufwiesen (siehe Abbildung 28).

Abbildung 28 Warenausfuhr und -einfuhr sowie Einnahmen und Ausgaben in der Dienstleistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

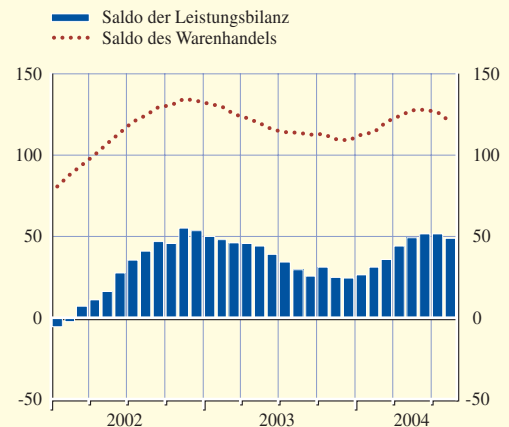
(in Mrd €; gleitende Dreimonatsdurchschnitte; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

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

(in Mrd €; saisonbereinigt; über zwölf Monate kumulierte Daten)



Quelle: EZB.

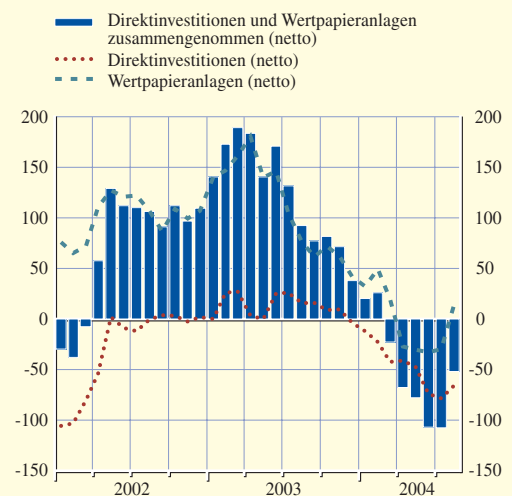
Längerfristig betrachtet belief sich der über zwölf Monate kumulierte Überschuss in der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets im August dieses Jahres auf 48,9 Mrd € (rund 0,7 % des BIP), verglichen mit 29,3 Mrd € ein Jahr zuvor (siehe Abbildung 29). Ausschlaggebend für diesen Anstieg war die Entwicklung der Salden des Warenhandels und der Erwerbs- und Vermögenseinkommen. So erhöhte sich der über zwölf Monate kumulierte Überschuss im Warenhandel um 6,8 Mrd €, und das Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen schwächte sich um 14,1 Mrd € ab. Der Rückgang des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen war in erster Linie den rückläufigen Zahlungsströmen in diesem Bereich zuzuschreiben.

KAPITALBILANZ

Die zusammengefassten Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets wiesen im August per saldo einen Mittelzufluss von 9,6 Mrd € auf, der Nettokapitalzuflüsse sowohl bei den Direktinvestitionen (4,4 Mrd €) als auch bei den Wertpapieranlagen (5,1 Mrd €) widerspiegelte. Für die Entwicklung im Bereich der Direktinvestitionen waren weitgehend Nettokapitalzuflüsse bei den sonstigen Anlagen, vor allem Rückzahlungen von Krediten zwischen verbundenen Unternehmen durch ausländische Niederlassungen von Unternehmen des Euro-Währungsgebiets, verantwortlich. Diese wurden durch Nettokapitalabflüsse beim Beteiligungskapital und bei den reinvestierten Gewinnen teilweise ausgeglichen. Die Nettokapitalzuflüsse bei den Wertpa-

Abbildung 30 Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)

(in Mrd €; über zwölf Monate kumulierte Daten)



Quelle: EZB.

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

pieranlagen waren vornehmlich auf den Nettoerwerb von Dividendenwerten des Euro-Währungsgebiets durch Gebietsfremde zurückzuführen, der durch die Nettokäufe ausländischer Dividendenwerte durch Gebietsansässige nur teilweise kompensiert wurde. Bei dem Nettoerwerb von Dividendenwerten des Eurogebiets durch Gebietsfremde könnte die relative Verbesserung der wirtschaftlichen Aussichten des Eurogebiets eine Rolle gespielt haben.

Im Zwölfmonatszeitraum bis August 2004 wiesen die Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen kumulierte Nettokapitalabflüsse in Höhe von 52,5 Mrd € auf, verglichen mit Nettokapitalzuflüssen von 63,8 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum (siehe Abbildung 30). Diese Entwicklung spiegelt eine Umkehr von Nettokapitalzuflüssen in Nettokapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen sowie niedrigere Nettokapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen wider. Der Umschwung bei den Nettodirektinvestitionen war hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass bedeutend weniger Direktinvestitionsmittel aus dem Ausland in das Eurogebiet geflossen sind (42,4 Mrd €, nach zuvor 135,4 Mrd €), während die von Gebietsansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets getätigten Direktinvestitionen mit gut 100 Mrd € vergleichsweise stabil geblieben sind. Der Rückgang der Nettokapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen war vor allem das Ergebnis eines Anstiegs des Nettoerwerbs ausländischer Dividendenwerte und Geldmarktpapiere durch Ansässige im Eurogebiet (von 66,7 Mrd € auf 156,9 Mrd €).

Verglichen mit dem Vormonat waren die kumulierten Nettokapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen im August 2004 rückläufig. Ausschlaggebend hierfür war, dass sich die Kapitalströme im Bereich der Wertpapieranlagen in diesem Zeitraum von Nettokapitalabflüssen in Nettokapitalzuflüsse umkehrten und es per saldo zu einem niedrigeren Mittelabfluss bei den Direktinvestitionen kam. Allerdings ist die Veränderung der kumulierten Nettokapitalströme im Wertpapierverkehr zum Teil Basiseffekten zuzuschreiben. So waren bei den Schuldverschreibungen im Juli und August 2003 hohe Nettoverkäufe durch Gebietsfremde zu verzeichnen, die in den neuesten, über zwölf Monate kumulierten Zahlen, d. h. im Zwölfmonatszeitraum bis August 2004, nicht mehr berücksichtigt sind.

AUFSÄTZE

DIE ÖLPREISE UND DIE WIRTSCHAFT IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET



Öl spielt aufgrund seiner verbreiteten Verwendung sowohl als Produktionsfaktor wie auch als Konsumgut eine wichtige Rolle in der Wirtschaft. Daher wirkt sich jede größere Ölpreisänderung auf unterschiedlichem Wege auf die Wirtschaft aus. Auf der Preisseite kommt es nach einem Ölpreisschock über die Energieprodukte im Warenkorb der Verbraucher zwangsläufig zu direkten Preiseffekten, und indirekte Effekte können durch höhere Vorleistungskosten entstehen, die über die inländische Produktionskette an die Verbraucherpreise weitergegeben werden. Besonders wichtig ist die Vermeidung von Zweitrundeneffekten durch eine angemessene Reaktion der Löhne auf Ölpreissteigerungen. Im Hinblick auf die Realwirtschaft wirkt sich ein Ölpreisanstieg insofern negativ auf die Produktion aus, als die Produktionskosten steigen und die reale Kaufkraft sinkt. Empirische Schätzungen anhand von großen makroökonomischen Modellen lassen allgemein darauf schließen, dass sich erhebliche Ölpreisänderungen merklich auf die Inflation und, wenn auch in etwas geringerem Maße, auf die Konjunktur im Euroraum auswirken. Diese Erkenntnisse sind allerdings mit Unsicherheit behaftet, da Standardmodelle nicht allen Möglichkeiten, wie sich die Ölpreise auf die Wirtschaft auswirken, Rechnung tragen können. Darüber hinaus hängt der Gesamteinfluss von Ölpreisänderungen auf Preise und Konjunktur vorwiegend davon ab, wie die Löhne sowie die Finanz- und die Geldpolitik tatsächlich darauf reagieren. Was die Eindämmung des Preisdrucks angeht, so kommt es vor allem auf ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit und eine angemessene Reaktion der Geldpolitik an.

Vergleicht man die jüngsten Ölpreissteigerungen mit den dramatischen Ölkrisen der Siebzigerjahre, so scheint ihr Einfluss vor allem in realer Rechnung geringer zu sein. Außerdem deuten strukturelle Veränderungen wie die geringere Ölabhängigkeit und die gestiegene Flexibilität der Arbeits- und Gütermärkte darauf hin, dass ein Ölpreisschock die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets heutzutage weniger hart trifft als in der Vergangenheit. Wenngleich die Konjunktur im Euroraum bislang durch die jüngste Ölpreiserhöhung offenbar nicht merklich beeinträchtigt wurde, könnte ein anhaltend hohes oder gar weiter steigendes Ölpreinsniveau dennoch Anlass zur Besorgnis geben. Mit Blick auf die Preisentwicklung ist festzustellen, dass sich der Ölpreisanstieg bereits deutlich in der Inflation des Euroraums niedergeschlagen hat. Vor diesem Hintergrund ist es Aufgabe der Geldpolitik sicherzustellen, dass dieser direkte Effekt keine Inflationserwartungen schürt, und weiterhin aufmerksam zu verfolgen, ob Zweitrundeneffekte entstehen.

I EINLEITUNG

Die aktuelle Ölpreisentwicklung hat die Frage aufgeworfen, ob sie zu ähnlichen Auswirkungen führen könnte wie die heftigen Ölkrisen von 1973/1974 und 1979/1980, die sowohl einen Konjunkturreinbruch als auch einen Inflationsanstieg zur Folge hatten. Allerdings dürften sich die jüngsten Ölpreissteigerungen von jenen in der Vergangenheit etwas unterscheiden. Außerdem hat sich die Art und Weise, wie sich die Ölpreise auf die Wirtschaft auswirken, möglicherweise durch eine Reihe von Faktoren geändert. So könnten beispielsweise Unterschiede bei der Wirtschaftsstruktur und den politischen Reaktionen die Wirkungsweise der verschiedenen Kanäle verändert haben, über die

sich Ölpreisschocks auf die konjunkturelle Entwicklung übertragen. Der vorliegende Beitrag beschäftigt sich mit den oben genannten Punkten und legt dabei besonderes Augenmerk auf die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets.

Der zweite Abschnitt gibt einen Überblick über die Ölpreisentwicklung seit den Siebzigerjahren und betrachtet den aktuellen Ölpreisanstieg vor dem Hintergrund vergangener Phasen steigender Ölpreise. Abschnitt 3 beschreibt die unterschiedlichen Kanäle, über die Ölpreise grundsätzlich das Wirtschaftswachstum und die Inflation beeinflussen. Darüber hinaus werden die durch makroökonomische Modelle gewonnenen empirischen Erkenntnisse zum Einfluss von Ölpreisschocks auf die Wirtschaft des Eurogebiets

dargestellt. Ferner werden in diesem Abschnitt bestimmte Merkmale von Ölschocks behandelt, welche die Auswirkungen auf Preise und Konjunktur mitbestimmen. Da die Transmission auch durch strukturelle Faktoren beeinflusst werden kann, wird im vierten Abschnitt analysiert, inwieweit solche Faktoren für die Wirtschaft des Euroraums von Bedeutung sind. Abschnitt 5 geht auf die Rolle der makroökonomischen Politik und deren Implikationen für das Durchwirken der Ölpreise auf die Wirtschaft ein, und Abschnitt 6 enthält einige Schlussbemerkungen.

2 ENTWICKLUNG DER ÖLPREISE SEIT DEN SIEBZIGERJAHREN

Dieser Abschnitt untersucht, wie sich die Ölpreise in den letzten 30 Jahren entwickelt haben, und vergleicht die jüngsten Entwicklungen mit den wichtigsten Ölpreisbewegungen der Vergangenheit.

HISTORISCHE ÖLPREISENTWICKLUNG

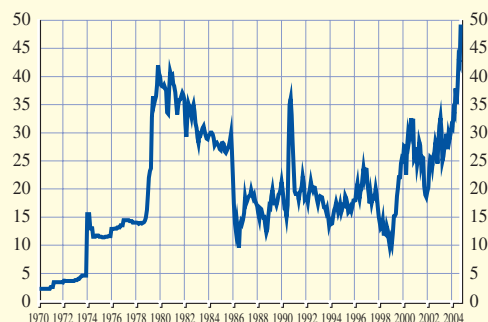
Nachdem die Ölpreise über Jahrzehnte hinweg recht stabil gewesen waren, kam es im Gefolge politischer und militärischer Spannungen im Nahen Osten zum ersten Ölpreisschock, was dazu führte, dass die Ölpreise von 4,6 USD im Oktober 1973 auf 15,5 USD im März 1974 hochschnellten (siehe Abbildung 1).

Der zweite Ölpreisschock, welcher ebenfalls durch politische und militärische Konflikte im Nahen Osten ausgelöst wurde, trieb die Ölpreise von 14,4 USD im Oktober 1978 auf 42,0 USD im November 1979, als die Krise ihren Höhepunkt erreichte. In der ersten Hälfte der Achtzigerjahre gingen die Ölpreise stetig zurück, blieben jedoch deutlich über dem vor 1978 vorherrschenden Niveau.

Die Ölkrisen der Siebzigerjahre führten zu einem sparsameren Umgang mit Energie und zur Substitution von Energieerzeugnissen (siehe Abschnitt 4). Aufgrund dieser Entwicklung und der globalen Rezession zu Beginn der Acht-

Abbildung 1 Rohöl der Sorte Brent in US-Dollar

(in USD je Barrel)



Quellen: IWF und Bloomberg.

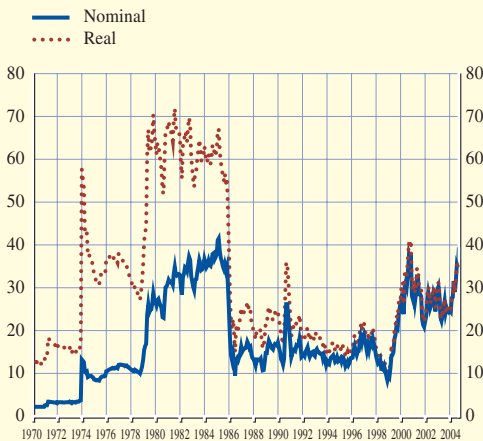
zigerjahre sank die Nachfrage nach Öl, und die Ölpreise gerieten unter Abwärtsdruck. Die Notierungen blieben bis August 1990 auf relativ niedrigem Niveau. Nach dem Einmarsch des Iraks in Kuwait stiegen die Ölpreise sprunghaft auf 36,1 USD, fielen nach Kriegsende im Februar 1991 aber wieder auf das vorherige Niveau zurück. Zwischen 1991 und 1997 notierte Öl im Durchschnitt bei 18,3 USD. 1998 brachen die Ölpreise im Gefolge der Wirtschaftskrise in Asien ein und fielen bis Dezember auf einen Stand von 9,8 USD zurück. Im Anschluss daran verdreifachten sie sich zwischen Januar 1999 und September 2000, wodurch der in den vorangegangenen Jahren verzeichnete Rückgang mehr als ausglich wurde. Trotz der Konjunkturabschwächung in den Jahren 2001 und 2002 sorgten politische und geopolitische Spannungen im Zeitraum von 2001 bis 2003 für ständigen Aufwärtsdruck auf die Ölpreise.

JÜNGSTE ENTWICKLUNGEN IM HISTORISCHEN VERGLEICH

Wenngleich der Preis für Öl im vergangenen Jahr sprunghaft gestiegen ist, unterscheidet sich die Situation von vorangegangenen Ölpreisschocks in mehrfacher Hinsicht. Erstens war der jüngste Anstieg deutlich geringer als bei den anderen großen Ölpreisschocks. Im Oktober 2004 notierten die Ölpreise in US-Dol-

Abbildung 2 Rohöl der Sorte Brent in Euro

(in EUR je Barrel)



Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Anhand der realen Ölpreise lassen sich die Auswirkungen der Ölpreisentwicklung auf die Kaufkraft im Zeitverlauf vergleichen. Die realen Ölpreise werden berechnet, indem die nominalen Ölpreise mit dem HVPI des Euroraums deflationiert werden. Die Preisangaben für den Zeitraum vor 1990 beziehen sich auf nationale VPI-Daten.

(siehe Abbildung 2), verglichen mit 39 € im Oktober 2004.

Drittens unterscheiden sich auch die preistreibenden Faktoren des zurückliegenden Jahres von früheren Ölpreisschocks. Die 1973, 1979, 1990 und 1999 beobachteten Ölpreissteigerungen wurden in erster Linie durch erhebliche Engpässe bei der Ölversorgung hervorgerufen. Der aktuelle Anstieg ist dagegen auf eine ganze Reihe von Faktoren zurückzuführen. Angesichts der sich verbessernden Weltwirtschaftslage herrscht vor allem seitens der Vereinigten Staaten und Chinas eine rege Ölnachfrage, die die Erwartungen systematisch übertrifft. Hinzu kommt, dass aufgrund der schrumpfenden weltweiten Reservekapazitäten nur ein sehr geringes Polster für den Fall unerwarteter Turbulenzen am Ölmarkt verbleibt. Folglich reagierten die Ölpreise heftig, als trotz der Ausweitung der Ölförderung in einigen Förderländern Bedenken hinsichtlich der Versorgungssicherheit aufkamen.

lar gerechnet 67 % höher als ein Jahr zuvor; verglichen damit erhöhten sie sich während der ersten Ölkrise beispielsweise um 237 % (siehe Tabelle 1). In den letzten zwölf Monaten sind sie in Euro gerechnet weniger stark gestiegen als die Dollarpreise, was daran lag, dass der Euro in diesem Zeitraum gegenüber dem US-Dollar aufwertete.

Zweitens liegen die Ölpreise inflationsbereinigt derzeit auf erheblich niedrigerem Niveau als in früheren Phasen mit hohen Preisen. So notierte der reale Ölpreis gemessen an den Preisen vom September 2004 während der ersten Ölkrise bei 58 € und während der zweiten Ölkrise bei 72 €

3 AUSWIRKUNGEN DER ÖLPREISSCHOCKS AUF PREISE UND KONJUNKTUR

Öl nimmt aufgrund der verbreiteten Verwendung von Öl- und Mineralölerzeugnissen sowohl als Produktionsfaktor wie auch als Konsumgut eine wichtige Rolle in der Wirtschaft ein. Daher wirkt sich jede größere Ölpreisänderung auf unterschiedlichem Wege auf die Wirtschaft aus. All diese Transmissionskanäle sind eng miteinander verbunden und bedingen sich gegenseitig. Es ist wichtig, diese Wirkungszusammenhänge zu berücksichtigen, wenn die verschiedenen Kanäle zu Darstellungszwecken

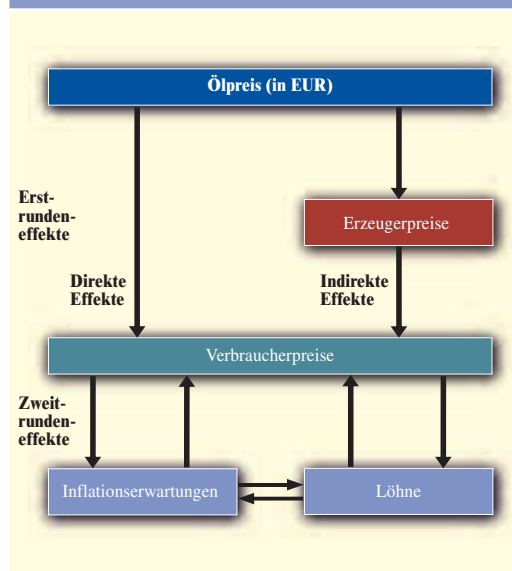
Tabelle 1 Anstieg der Ölpreise in ausgewählten Zeiträumen

(Veränderung in %)

	Okt. 1973 - März 1974	Okt. 1978 - Nov. 1979	Juli 1990 - Okt. 1990	Jan. 1999 - Sept. 2000	Okt. 2003 - Okt. 2004
In USD	237	193	111	198	67
In EUR	270	187	97	297	56

Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.

Abbildung 3 Wichtige Kanäle der Übertragung eines Ölpreisschocks auf die Preise



einzelnen erörtert werden (siehe unten). Die Kanäle, über die ein Ölpreisschock die Preise und die Produktion beeinträchtigt, werden aus der Sicht eines Netto-Ölimporteurs (wie dem Euro-Raum) geschildert. Auf der Preisseite kann zwischen direkten und indirekten Auswirkungen sowie Zweit-runden-effekten von Ölschocks unterschieden werden. Realwirtschaftlich betrachtet wirken sie über die üblichen Angebots- und Nachfragekanäle, wengleich auch zusätzliche Kanäle zum Tragen kommen können. Nach der Schilderung der Transmissionskanäle werden empirische Erkenntnisse über den Einfluss von Ölpreisschocks auf Inflation und Produktion beleuchtet, die mittels verschiedener großer makroökonomischer Modelle gewonnen wurden. Die wirtschaftlichen Folgen hängen in der Regel auch von der Art des Ölpreisschocks ab. In dieser Hinsicht scheint es unter anderem von Bedeutung zu sein, ob der Schock angebots- oder nachfragebedingt ist und wie lange er anhält.

AUSWIRKUNGEN AUF DIE PREISE

Abbildung 3 gibt einen stilisierten Überblick über die wichtigsten Transmissionskanäle, über die ein Ölpreisschock die Preise beeinflussen

Abbildung 4 Preise für Öl und andere ausgewählte Energieerzeugnisse im HVPI

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und Thomson Financial Datastream.

Ölpreissteigerungen schlagen sich unmittelbar in den Verbraucherpreisen nieder, da Energie ein Bestandteil des Warenkorbs der Verbraucher ist. Ferner können sie indirekt über höhere Erzeugerpreise auf die Verbraucherpreise durchwirken. Darüber hinaus können die Verbraucherpreise auch insofern beeinflusst werden, als der durch das Ölpreishoch ausgelöste inflationäre Druck zu Lohnerhöhungen oder ganz allgemein zu höheren Inflationserwartungen führen kann.

Was die direkten Effekte betrifft, so verdeutlicht Abbildung 4 die enge Verknüpfung zwischen der Preisentwicklung von Öl und Öl-erzeugnissen (Heizöl und Kraftstoffe), die in der Energiekomponente des HVPI des Euro-Währungsgebiets enthalten sind. Die Preise dieser beiden Teilkomponenten reagieren fast unmittelbar auf Ölpreissteigerungen, d. h. während des Monats, in dem der Schock auftritt, oder im darauf folgenden Monat, was unter anderem mit dem Zeitraum der Preiserhebung zusammenhängen könnte. Die Preise für sonstige Energieerzeugnisse, d. h. Ölsubstitute wie z. B. Gas, folgen ebenfalls der Ölpreisentwicklung – wenn auch gemeinhin mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung. Betrachtet man die gesamte

Energiekomponente des HVPI, besagt eine allgemeine Daumenregel, dass ein in Euro gerechneter Anstieg der Ölpreise um 10 % innerhalb ungefähr eines halben Jahres zu einem jährlichen Verbraucherpreisanstieg bei Energie um 1 ½ Prozentpunkte führt. Da auf die Energiekomponente ein Gewicht von rund 8 % bis 9 % des HVPI insgesamt entfällt, resultiert daraus eine direkte Erhöhung der Verbraucherpreis-inflation um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte.

Wie oben angedeutet können die Verbraucherpreise auch auf indirektem Wege beeinflusst werden, da die Unternehmen, auf die höhere Vorleistungspreise für Öl zukommen, versuchen werden, diese Mehrkosten auf ihre Verkaufspreise (d. h. die Erzeugerpreise) überzuwälzen, um so ihre Gewinnspannen beizubehalten oder wiederherzustellen. Schließlich können diese allgemeineren Preiserhöhungen auch auf die Preise für sonstige im Verbraucherpreisindex enthaltene Waren und Dienstleistungen (ohne Energie) durchschlagen. In welchem Ausmaß sich Kostensteigerungen auf die nachfolgenden Phasen der Preiskette auswirken, wird durch Faktoren wie den Wettbewerbsdruck am Markt und die Konjunkturlage beeinflusst. Da die Übertragung einer Kostenerhöhung auf die Preise in der Lieferantenkette nicht unmittelbar erfolgt, machen sich die indirekten Auswirkungen eines Ölpreisschocks auf die Verbraucherpreise erst mit einer gewissen Verzögerung bemerkbar und dauern länger an als die direkten Auswirkungen. Sowohl die direkten als auch die indirekten Effekte eines permanenten Ölpreisanstiegs wirken sich nachhaltig auf das Niveau des Verbraucherpreisindex aus, wobei die Inflationsrate zunächst nur vorübergehend betroffen ist. Während der direkte Einfluss auf die Jahresteuersatzrate allerdings von recht kurzer Dauer ist, schlagen sich die indirekten Auswirkungen aufgrund ihrer langsameren und allmählicheren Transmission für eine längere Zeit nieder.

Neben den direkten und indirekten Auswirkungen, die üblicherweise als Erstrundeneffekte bezeichnet werden, besteht das Risiko der Entstehung so genannter Zweitrundeneffekte, die

weiteren Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausüben können. Von Zweitrundeneffekten spricht man in der Regel, wenn die Erstrunden-Preiserhöhungen in die darauf folgenden Lohnverhandlungen einfließen, um so das gesunkene Realeinkommen auszugleichen. Dies könnte wiederum die Inflationserwartungen erhöhen und das Preissetzungsverhalten weiter beeinflussen. Sollte der Ölpreisschock zu größeren Lohnerhöhungen führen, kann eine Lohn-Preis-Spirale in Gang gesetzt werden: Unternehmen, die mit höheren Lohnforderungen konfrontiert werden, können sich dazu gezwungen sehen, ihre Preise weiter zu erhöhen, was wiederum die Inflationserwartungen schüren und somit Auswirkungen auf die kommenden Tarifverhandlungen haben könnte. Daher wirkt sich ein Ölpreisschock, sobald Zweitrundeneffekte entstanden sind, nicht nur permanent auf das Preisniveau aus, sondern könnte auch für die Inflation längerfristige Folgen haben.

Die Wahrscheinlichkeit der Entstehung von Zweitrundeneffekten variiert je nach der allgemeinen gesamtwirtschaftlichen Lage und ist von der Glaubwürdigkeit und Reaktion der Zentralbank abhängig. Bei einem Konjunkturabschwung dürften indirekte Auswirkungen und Zweitrundeneffekte weniger wahrscheinlich sein als in einer Boomphase, wenn die Arbeitsmarktlage gespannt und der Preisdruck hoch ist. Ebenso hängt insbesondere im Zusammenhang mit Zweitrundeneffekten ein möglicher Druck auf die Preise entscheidend von der Glaubwürdigkeit der Zentralbank sowie von der tatsächlichen geldpolitischen Reaktion ab, während der „automatische“ direkte Einfluss höherer Ölpreise auf die Energiekomponente von Verbraucherpreisindizes unvermeidbar ist. Bei einer glaubwürdigen, auf die Gewährleistung von Preisstabilität auf mittlere Sicht ausgerichteten Geldpolitik dürften die Beschäftigten die Verringerung des Realeinkommens eher akzeptieren und die Inflationserwartungen von dem ölpreisbedingten vorübergehenden Inflationsanstieg eher unberührt bleiben. Sollten die Inflationserwartungen allerdings steigen, muss die Geldpolitik die Zinsen anheben, um den von indirekten Auswirkungen und Zweitrundeneffek-

ten mittelfristig ausgehenden Inflationsdruck einzudämmen. Eine angemessene Reaktion der Löhne, d. h. die Akzeptanz der Auswirkungen eines Ölpreisanstiegs auf das Realeinkommen, trägt offenbar am stärksten zur Vermeidung einer inflationären Spirale und von Produktionseinbußen bei.

AUSWIRKUNGEN AUF DIE KONJUNKTUR

Die Auswirkungen eines Ölpreisschocks auf die Realwirtschaft lassen sich vor allem angebotsseitig erklären. Öl ist ein wichtiger Produktionsfaktor. Wenn die Ölpreise anziehen, steigen auch die Produktionskosten, da Öl – besonders auf kurze Sicht – nur begrenzt durch andere Energieträger ersetzt werden kann. Infolge des gestiegenen Ölpreises könnte das Produktionsniveau zurückgeschraubt werden, was auch eine geringere Nachfrage nach anderen Produktionsfaktoren wie z. B. Arbeit nach sich ziehen kann.

Auf der Nachfrageseite der Wirtschaft bewirkt eine Ölpreiserhöhung eine Verschlechterung der Terms of Trade für Netto-Ölimporteure wie den Euroraum. In der Folge wird das volkswirtschaftliche Einkommen der Nettoimporteure zugunsten der Nettoexporteure umverteilt. Der mit dem Ölpreisschock verbundene Rückgang des Realeinkommens der Nettoimporteure führt insoweit zu einer schwächeren Inlandsnachfrage, als er nicht durch eine geringere Sparquote oder eine erhöhte Kreditaufnahme ausgeglichen wird. Für den Fall, dass die Handelspartner eines Landes vorwiegend Netto-Ölimporteure sind, dürfte die Abschwächung der Inlandsnachfrage darüber hinaus mit einer geringeren Exportnachfrage einhergehen. Aus weltwirtschaftlicher Perspektive dürfte die Gesamtauswirkung auf die Nachfrage auch dann negativ sein, wenn viele Netto-Ölexporteure, die von einem Ölpreishoch profitieren, eine geringere Konsumneigung aufweisen als Nettoimporteure und ihre Nachfrage nur allmählich anpassen.

Die negativen Folgen eines Ölpreisschocks für die Konjunktur, die auf den grundlegenden kos-

treibenden und nachfragebedingten Effekten beruhen, können über eine Reihe von zusätzlichen Kanälen verstärkt werden. Beispielsweise kann eine Ölpreishausse über ihre Wirkung auf das Vertrauen einen zusätzlichen Einfluss auf die Konjunktur ausüben. Im Zuge eines Ölpreisanstiegs steigt die Unsicherheit über die künftige Ölpreisentwicklung und somit den Wirtschaftsausblick allgemein. Angesichts der gestiegenen Unsicherheit könnten die Verbraucher größere Anschaffungen zurückstellen und Unternehmen irreversible Investitionsprojekte aufschieben bzw. verlängern. Ebenso kann sich ein Ölpreisschock auch über seinen Einfluss auf die Aktienmärkte oder aber allgemein über die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen negativ auf den Verbrauch und die Investitionstätigkeit auswirken. Verschiebt sich das Preisniveau aufgrund eines Ölpreisschocks nach oben, so kommt es ceteris paribus zu einer Verringerung der Realkasse. Um Portfolios wieder auszugleichen, wird Vermögen tendenziell in liquide Anlageformen umgeschichtet. Dies kann zu einem Anstieg der Langfristzinsen führen.

Allerdings werden die Auswirkungen auf die Produktion durch die Glaubwürdigkeit und angemessene Reaktion der Geldpolitik abgemildert. Durch die Stabilisierung der Inflationserwartungen vermindert eine glaubwürdige, auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik die Produktionseinbußen. Während auf kurze Sicht die Substitution von Öl durch sonstige Produktionsfaktoren nur begrenzt möglich ist, stellt sie allerdings längerfristig betrachtet eine mögliche Option dar. Wenn also eine Ölpreiserhöhung als permanent angesehen wird, könnten Unternehmen sich dazu entschließen, zu einem weniger ölabhängigen Produktionsplan überzugehen. Ebenso dürfte ein nachhaltiger Ölpreisschock eine Verschiebung zwischen ölabhängigeren und weniger ölhängigen Sektoren hervorrufen, wodurch die Wirtschaft widerstandsfähiger gegenüber künftigen Ölschocks wird.

Tabelle 2 Auswirkungen eines Ölpreisanstiegs um 50 % auf die Inflation und das reale BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet

(in Prozentpunkten)

	Inflation ¹⁾			Reales BIP-Wachstum		
	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3
Vierteljährliche Modelle						
AWM (EZB)	0,5	0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,1
QUEST (Europäische Kommission) ²⁾	0,4	0,1	0,1	-0,6	-0,2	-0,1
NiGEM ²⁾	0,3	0,2	0,0	-0,8	0,0	0,1
Interlink (OECD)	0,6	0,2	0,1	-0,4	0,2	0,4
Jährliches Modell						
Multimod (IWF)	1,6	1,1	0,5	-0,1	-0,3	0,1

Quellen: AWM: A. Dieppe und J. Henry, The euro area viewed as a single economy: how does it respond to shocks?, in: Economic Modelling 21, 2004, S. 833-875. QUEST: Europäische Kommission, How vulnerable is the euro area economy to higher oil prices?, in: Quarterly Report on the Euro Area, 3(2), 2004, S. 15-20. NiGEM: R. Barrell und O. Pomerantz, Oil prices and the world economy, Discussion Paper Nr. 242 des NIESR, 2004. Interlink: T. Dalsgaard, C. André und P. Richardson, Standard shocks in the OECD Interlink Model, Working Paper Nr. 306 des Economics Department der OECD, 2001. Multimod: B. Hunt, P. Isard und D. Laxton, The macroeconomic effects of higher oil prices, Working Paper WP/01/14 des IWF, 2001.

1) HVPI-Inflation für das AWM der EZB; VPI-Inflation für die anderen Modelle.

2) Die ursprünglichen Ergebnisse für QUEST und NiGEM basieren auf der Simulation eines Ölpreisanstiegs von 25 % bzw. 20 %. Diese Ergebnisse wurden im vorliegenden Artikel unter der Linearitätsannahme angepasst.

EMPIRISCHE ERGEBNISSE FÜR DIE WIRTSCHAFT DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Dieser Abschnitt schildert empirische Ergebnisse über den mittels einer Reihe großer makroökonomischer Modelle geschätzten Einfluss einer dauerhaften Ölverteuerung um 50 % auf die Inflation im Euroraum und das Wachstum des realen BIP. Bei der Interpretation der Ergebnisse ist zu berücksichtigen, dass diese Schätzungen mit großen Unsicherheiten behaftet sind, da es sich um Modellrechnungen handelt.

Betrachtet man zunächst den Einfluss auf die Inflation, so legen die Schätzungen nahe, dass ein permanenter Anstieg der Ölpreise um 50 % im ersten Jahr zu einer Zunahme der Gesamtinflation um 0,3 bis 0,6 Prozentpunkte führt (siehe Tabelle 2), wenn man das vom IWF verwendete multiregionale ökonometrische Modell „Multimod“, das weiter unten beschrieben wird, unberücksichtigt lässt. Dieser Einfluss, der sich innerhalb des ersten Jahres zeigt, dürfte im Wesentlichen direkte Effekte widerspiegeln. Im zweiten Jahr fällt die Gesamtinflation um 0,1 bis 0,4 Prozentpunkte und im dritten Jahr um 0,0 bis 0,1 Prozentpunkte höher aus als bei konstanten Ölpreisen. Die meisten makroökonomischen Modelle trennen zwar nicht zwi-

schen indirekten Auswirkungen und Zweitrundeneffekten, doch könnte ihr Gesamteinfluss anhand der Ergebnisse für das zweite und das dritte Jahr approximiert werden. Dieser Einfluss entspricht weitgehend den Ergebnissen von Modellen, welche die Auswirkungen auf die Verbraucherpreise (ohne Energie) schätzen und dadurch die direkten Effekte herausrechnen. So deutet das euroraumweite Modell der EZB (area-wide model, AWM) für das zweite und dritte Jahr auf einen Gesamtbeitrag von 0,4 Prozentpunkten zum HVPI (ohne Energie) hin, worin sich die Summe der indirekten Auswirkungen und Zweitrundeneffekte widerspiegelt.

Das Multimod-Modell des IWF wird in den oben genannten Bandbreiten nicht berücksichtigt, da es eher auf längerfristige Zusammenhänge ausgerichtet ist und auf Jahresdaten basiert, weshalb ein Vergleich mit den Modellen, die vierteljährliche Daten heranziehen, schwierig ist. Es deutet auf viel stärkere Auswirkungen als die anderen Modelle hin. Dies ist auf erhebliche Auswirkungen im ersten Jahr zurückzuführen, worin sich der geschätzte, relativ starke direkte Effekt widerspiegelt. Ferner wird die erwartete Teuerung, die bei der Inflationsberechnung anhand dieses Modells eine große Rolle spielt, den Schätzungen zufolge merklich

durch die Ölpreisänderungen im Euroraum beeinflusst.¹ Die anhand von Multimod gewonnenen Ergebnisse basieren überdies auf der Annahme konstanter Reallöhne, was auf starke Zweitrundeneffekte schließen lässt. In der Realität sollten diese Effekte jedoch durch eine glaubwürdige Geldpolitik gedämpft werden.

Mit Blick auf die Wirtschaftsaktivität deuten die verschiedenen makroökonomischen Modelle (einschließlich des vom IWF verwendeten Modells) darauf hin, dass eine Ölverteuerung um 50 % zu einem Rückgang des realen BIP-Wachstums um 0,1 bis 0,8 Prozentpunkte im ersten Jahr führen würde. Gleichfalls sagen diese Modelle für das zweite Jahr einen Einfluss in der Größenordnung von -0,3 bis 0,2 Prozentpunkten und für das dritte Jahr von -0,1 bis 0,4 Prozentpunkten voraus. Die von einigen Modellen ausgewiesenen positiven Auswirkungen ab dem zweiten Jahr dürften mit der Annahme zusammenhängen, dass die Netto-Ölexporture, die mit der Wirtschaft des Euroraums über Drittlandeffekte verbunden sind, eine relativ hohe Konsumneigung haben. Das bedeutet, dass das infolge der Ölpreiserhöhung in diesen Ländern gestiegene Einkommen bei diesen Modellen eine kräftigere Nachfrage nach Exporten des Euroraums nach sich zieht.

Die Ergebnisse der Modellrechnungen sowohl für die Inflation als auch für das Wachstum des realen BIP sollten nicht als genaue Berechnung verstanden werden. Vielmehr sind mehrere Einschränkungen zu beachten, welche die Intensität der Auswirkung beeinflussen könnten. Erstens sind die Annahmen der verschiedenen Modelle zur Reaktion der Wechselkurse und Zinssätze nicht identisch, was sich in erheblichem Maße auf die Ergebnisse auswirken kann.² Zweitens legen die meisten Modelle die aggregierten Auswirkungen auf die einzelnen Euro-Länder zugrunde, wohingegen das von der EZB und das vom IWF verwendete Modell direkt auf Daten für den gesamten Euroraum basieren. Drittens zeigen solche Modelle normalerweise den durchschnittlichen historischen Einfluss der Ölpreise. Allerdings kommen einige Unter-

suchungen zu dem Schluss, dass sich der Einfluss der Ölpreise auf die Wirtschaft im Laufe der Zeit geändert hat (siehe Abschnitt 4). So kann beispielsweise argumentiert werden, dass Zweitrundeneffekte heutzutage geringer ausfallen dürften als in der Vergangenheit, was auf ein von geringer Inflation gekennzeichnetes Umfeld und eine glaubwürdige Geldpolitik zurückzuführen ist. Viertens umfassen die Modelle nicht sämtliche möglichen Transmissionskanäle. Die meisten makroökonomischen Modelle betrachten bei der Darstellung der Nachfrageseite beispielsweise nicht die unterschiedlichen Sektoren, weshalb eine etwaige Umverteilung von Ressourcen nach schweren Ölpreisschocks in den Ergebnissen der Simulation nicht zur Gänze widerspiegelt wird. Auch bleiben die Effekte, die sich über das Vertrauen und die Aktienmärkte auswirken, unberücksichtigt. Darüber hinaus räumen einige Modelle, z. B. das Multimod-Modell des IWF, den Erwartungen eine größere Rolle ein als andere Modelle. Fünftens werden in allen Modellen außer dem AWM der EZB Drittlandeffekte berücksichtigt. Und schlussendlich wird der Schock in diesen Modellen für gewöhnlich als prozentuale Veränderung der Ölpreise ausgedrückt, und die Modelle gehen in der Regel von einem linearen Zusammenhang zwischen Ölpreisen und Wirtschaftsentwicklung aus. Weiter unten werden einige mit diesem Ansatz verbundene Probleme erörtert. Insgesamt dienen die Modellergebnisse der Veranschaulichung, und eine Echtzeitanalyse müsste alle einschlägigen Faktoren berücksichtigen. Viele dieser Faktoren können jedoch durch solche Modelle nicht abgedeckt werden.

1 Siehe B. Hunt, P. Isard und D. Laxton, The macroeconomic effects of higher oil prices, Working Paper WP/01/14 des IWF, 2001.

2 Beispielsweise basieren die Ergebnisse für das AWM der EZB und das von der OECD verwendete Interlink-Modell auf der Annahme konstanter realer Zinssätze. Die Modelle QUEST, Multimod und NiGEM berücksichtigen eine der Taylor-Regel ähnelnde geldpolitische Reaktion. Unterschiedliche Annahmen zu geldpolitischen Reaktionen führen insbesondere zu verschiedenen indirekten Auswirkungen und Zweitrundeneffekten, da sie sich in Erwartungen widerspiegeln sollten.

AUSWIRKUNGEN AUF DIE WIRTSCHAFT ABHÄNGIG VON DER ART DES ÖLPREISSCHOCKS

Bei der Erörterung der Frage, wie die Ölpreisentwicklung die Wirtschaft beeinflusst, ist zu beachten, dass dies auch von der Art des Ölpreisschocks abhängt. So deutet einiges darauf hin, dass sich der Gesamteffekt nicht proportional zur prozentualen Ölpreisänderung verhält. Er verläuft also möglicherweise nicht linear. Verschiedene Faktoren, wie Wirkungsrichtung, Dauer und Ursache des Schocks sowie die absolute Höhe und Schwankungen der Ölpreise, dürften ebenfalls eine Rolle spielen.³

Die Folgen von Ölpreiserhöhungen und -senkungen für die Wirtschaft können aufgrund von Faktoren wie Rigiditäten oder Anpassungskosten asymmetrisch ausfallen. Eine ausführlichere Beschreibung der möglichen Gründe für diese Asymmetrien ist dem Kasten zu entnehmen. Es ist auch denkbar, dass das Ölpreisniveau (unabhängig von der vorangegangenen Veränderung) für die Auswirkung auf die Wirtschaft von Bedeutung ist und so genannte Schwelleneffekte auslöst. So könnten bestimmte Investitionsprojekte, wenn die Ölpreise ein hohes Niveau erreichen, als nicht durchführbar eingestuft werden. Überdies ist die absolute Veränderung des Ölpreisniveaus möglicherweise bedeutsamer als die prozentuale Veränderung. Ist der Ölver-

brauch eher preisunelastisch und das Gesamtbudget festgelegt, so bestimmt der absolute Ölpreisanstieg den zusätzlichen Betrag, den die privaten Haushalte und Unternehmen zur Begleichung ihrer Energierechnung aufwenden müssen. Die Reaktion der Wirtschaft auf einen Preisschock könnte auch davon beeinflusst werden, wie lange die Ölpreise steigen oder auf hohem Niveau bleiben. Je länger der Anstieg dauert, desto unwahrscheinlicher dürfte es sein, dass die Unternehmen und Privathaushalte den Schock durch eine Verringerung der Gewinnspanne bzw. der Sparquote auffangen. Außerdem ist es wahrscheinlicher, dass ein permanenter Ölpreisschock die Produktionsstrukturen einer Volkswirtschaft beeinflusst, weil die Firmen dann ihre Sachanlagen durch weniger ölintensive Ausrüstungen ersetzen oder sich bemühen können, ihren Energieverbrauch zu diversifizieren (siehe Abschnitt 4). Schwankungen der Ölpreise können ebenfalls insofern eine Rolle spielen, als Preissteigerungen, die vorangegangene Preissenkungen wieder ausgleichen, nicht unbedingt spürbare Folgen für die Wirtschaft haben müssen. Zudem dürften die Verbraucher und Unternehmen in einem Umfeld volatiler Ölpreise eher dazu neigen, eine Preisänderung als vorübergehendes Phänomen zu

³ Siehe z. B. J. D. Hamilton, What is an oil shock?, in: Journal of Econometrics 113, 2003, S. 363-398.

Kasten

WARUM KÖNNTEN SICH ÖLPREISERHÖHUNGEN STÄRKER AUF DIE WIRTSCHAFT AUSWIRKEN ALS ÖLPREISENKUNGEN?

Viele empirische Untersuchungen kommen zu dem Schluss, dass Inflation und Produktion stärker auf einen Anstieg als auf einen Rückgang der Ölpreise reagieren.¹ Für diese asymmetrische Reaktion werden in der Fachliteratur verschiedene Gründe angeführt.²

Eine oft vorgebrachte Erklärung ist, dass die *Preise für Kraftstoffe und andere Erdölerzeugnisse* stärker auf Steigerungen als auf Senkungen der Ölpreise reagieren. Dabei werden der Litera-

¹ Siehe z. B. R. Jiménez-Rodríguez und M. Sánchez, Oil price shocks and real GDP growth: empirical evidence for some OECD countries, Working Paper Nr. 362 der EZB, Mai 2004.

² Eine aktuelle Zusammenfassung der Literatur findet sich in: S. P. A. Brown, M. K. Yücel und J. Thompson, Business cycles: the role of energy prices, Working Paper Nr. 0304 der Federal Reserve Bank of Dallas, 2003.

tur zufolge insbesondere die Kraftstoffpreise rascher und teilweise als Folge davon stärker an Preiserhöhungen als an Preissenkungen angepasst. Führt also ein Anstieg der Ölpreise zu einer größeren Änderung der Kraftstoffpreise als ein Rückgang, dann schlägt er auch schneller und stärker auf die Teuerung und die Produktion durch.

Ferner könnte die asymmetrische Auswirkung der Ölpreisentwicklung auf Inflation und Produktion damit zusammenhängen, dass sich *die Löhne nicht nach unten anpassen*. Dies bezieht sich darauf, dass Beschäftigte einen höheren Nominallohnzuwachs fordern würden, um damit den durch eine Ölpreiserhöhung bedingten Verlust an realer Kaufkraft auszugleichen, während sie nicht bereit wären, bei fallenden Ölpreisen eine Senkung der Nominallöhne hinzunehmen.

Ein weiterer Grund für die asymmetrische Reaktion der Produktion könnten die *Anpassungskosten* sein. Jede Änderung der Ölpreise, sei es ein Rückgang oder ein Anstieg, bringt immer gewisse Anpassungskosten mit sich. Bei einer Ölpreiserhöhung belasten die Anpassungskosten die Unternehmen und Verbraucher zusätzlich und verstärken somit die direkte durch die Erhöhung der Produktionskosten bedingte Konjunkturdämpfung. Bei einer Ölpreissenkung zehren die Anpassungskosten jedoch den direkten positiven Effekt über andere Kanäle teilweise wieder auf. Daher wirkt sich ein Ölpreisanstieg stärker auf die Wirtschaft aus als ein vergleichbarer Ölpreisverfall.

Die asymmetrische Reaktion der Produktion kann auch mit *Unsicherheit und Finanzmarkturbulenzen* zusammenhängen. Jedwede Ölpreisänderung dürfte Unsicherheit über die künftige Entwicklung der Ölpreise und der Wirtschaft ganz allgemein hervorrufen. Ferner wird es für die Unternehmen bei negativen Schocks in der Regel schwieriger, Außenfinanzierungsmittel aufzunehmen. Wie bei den Anpassungskosten verstärken Unsicherheit und Finanzmarkturbulenzen die durch Ölpreiserhöhungen verursachten ungünstigen Auswirkungen auf die Konjunktur, während sie die auf Ölpreissenkungen zurückzuführenden günstigen Einflüsse dämpfen. Dies erklärt, warum die Gesamtwirtschaft asymmetrisch auf Ölpreisschocks reagiert.

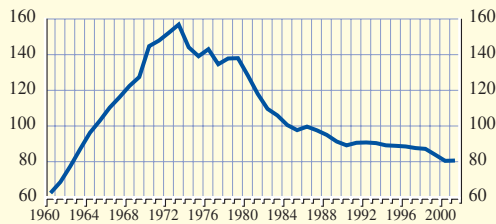
betrachten. Und schließlich ist auch die Ursache des Ölpreisschocks für den Gesamteffekt von zentraler Bedeutung. Auf Versorgungsengpässe zurückzuführende Ölpreisschocks führen in der Regel zu einem Produktionsrückgang und höheren Inflationsraten. Die Ölpreise können jedoch auch im Zuge einer kräftigen Erholung der Weltnachfrage steigen. In diesem Fall würden die negativen Folgen für die Produktion durch die zunehmende weltweite Nachfrage abgedeckt, während der Preisauftrieb stärker ausfallen dürfte als bei einem angebotsseitigen Schock.

4 STRUKTURELLE FAKTOREN UND IHR EINFLUSS AUF DIE AUSWIRKUNGEN VON ÖLPREISSCHOCKS

Bei der Frage nach den Folgen der Ölpreisschocks für Wirtschaft und Inflation müssen mehrere strukturelle Faktoren berücksichtigt werden. Erstens sind hier die langfristigen Trends bezüglich der Ölabhängigkeit des Euro-Währungsgebiets und die Austauschbarkeit zwischen Öl und anderen Primärenergieträgern zu nennen. Zweitens steht der Gesamteinfluss im Zusammenhang mit der sektoralen Struktur der Wirtschaft im Euroraum. Und drittens spielt die Funktionsweise der Güter- und Arbeitsmärkte für die Auswirkungen von Ölpreisschocks eine Rolle.

Abbildung 5 Verhältnis des Ölverbrauchs zum realen BIP des Euro-Währungsgebiets

(in Tonnen Öl je Mio BIP in Preisen von 1995)



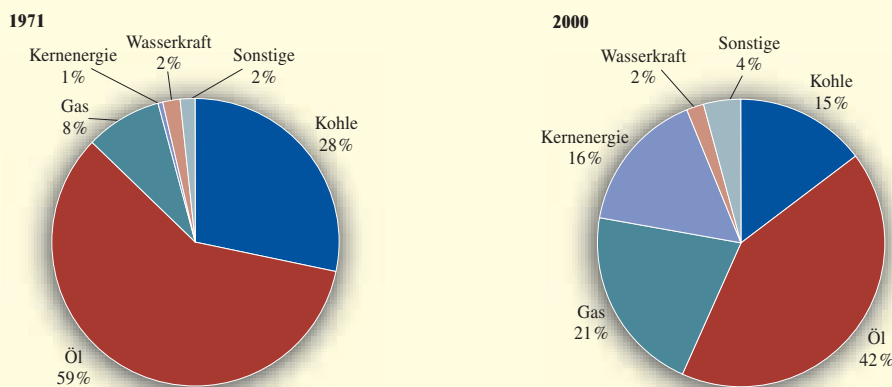
Quellen: Internationale Energieagentur und Europäische Kommission.

Mit Blick auf die langfristige Entwicklung der Ölabhängigkeit ist festzustellen, dass das Euro-Währungsgebiet verglichen mit den Siebzigerjahren inzwischen weit weniger auf Öl angewiesen ist, da es zu einer Sektorenverschiebung kam und Öl durch andere Energiequellen ersetzt wurde. Dieser Trend ist auch in anderen Industrienationen, wie zum Beispiel in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich, zu beobachten. Bis zum Jahr 2001 verringerte sich die als Quotient aus Ölverbrauch und realem BIP gemessene Ölintensität des Euroraums um fast 50 % gegenüber dem Rekordwert von 1973 (siehe Abbildung 5). Ausschlaggebend hierfür waren sektorale Verschiebungen zulasten von ölintensiveren Branchen, wie dem verarbeitenden

den Gewerbe, und zugunsten von ölunabhängigeren Bereichen, wie dem Dienstleistungssektor (ohne Transportwesen), sowie der Einsatz weniger ölintensiver Technologien. Auch die Abhängigkeit des Euro-Währungsgebiets von anderen Energiequellen hat seit den Siebzigerjahren abgenommen, wenn auch nicht so stark wie die Ölintensität. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Öl durch andere Primärenergieträger ersetzt wurde (siehe Abbildung 6). Im Jahr 2000 entfielen 42 % der gesamten euroraumweiten Nachfrage nach Primärenergie auf Öl, verglichen mit 59 % im Jahr 1971. Die Nutzung erneuerbarer Energien hat in den letzten 30 Jahren zugenommen, und dieser Trend dürfte sich mit der Entwicklung neuer Technologien fortsetzen. Eine verstärkte Substitution von Öl durch andere Energiequellen in Verbindung mit der insgesamt geringeren Ölabhängigkeit trägt dazu bei, dass die Wirtschaft im Euroraum für Ölpreisschocks weniger anfällig ist als Anfang der Siebzigerjahre.

Die sektorale Struktur der Volkswirtschaft ist für die Auswirkung von Ölpreisschocks auf die Gesamtkonjunktur von Bedeutung, weil die einzelnen Wirtschaftszweige unterschiedlich auf einen Schock reagieren können. Folglich müssen die sektoralen Ressourcen neu zugeordnet werden, um das Gleichgewicht wiederherzu-

Abbildung 6 Aufschlüsselung der Nachfrage nach Primärenergieträgern im Euro-Währungsgebiet



Quelle: Internationale Energieagentur.

Tabelle 3 Endenergieverbrauch im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren

	1971	2000	1971	2000
	In Mio Tonnen		Anteil (in %)	
Industrie	235 709	266 754	42,0	32,7
<i>Darunter: Öl</i>	121 039	80 195	21,6	9,8
Transport	109 004	251 631	19,4	30,9
<i>Darunter: Öl</i>	104 079	246 642	18,5	30,3
Sonstige	216 673	296 632	38,6	36,4
<i>Darunter: Öl</i>	121 550	82 281	21,7	10,1
Insgesamt	561 386	815 017	100,0	100,0

Quelle: Internationale Energieagentur.

stellen. Da es sich hierbei nicht um einen kurzfristigen Prozess handelt, wird die Produktion wahrscheinlich für einige Zeit unter das Potenzialniveau sinken, bevor ein neues langfristiges Gleichgewicht erreicht wird.

Während die meisten Branchen ihren Anteil am gesamten Ölverbrauch in den letzten 30 Jahren gesenkt haben, ist er im Transportsektor erheblich gestiegen. So machte im Jahr 2000 der Ölkonsum in der Industrie des Euro-Währungsgebiets 9,8 % des gesamten Endenergieverbrauchs aus, verglichen mit 21,6 % im Jahr 1971 (siehe Tabelle 3). Dagegen stieg der Ölverbrauch im Transportwesen im selben Zeitraum merklich an. Hauptgründe hierfür waren ein Anstieg der Personenbeförderung im Flugverkehr und eine Zunahme der Fahrzeugbesitzer. Im Jahr 2000 war der gesamte Endverbrauch von Öl im Transportsektor rund dreimal so hoch wie der Ölkonsum der anderen Branchen. Dies verdeutlicht, dass ein negativer Ölpreisschock wesentlich stärkere direkte Auswirkungen auf diesen Sektor hätte als auf die restliche Wirtschaft.

Je flexibler eine Volkswirtschaft ist, desto geringer sind in der Regel die negativen Auswirkungen eines Ölpreisschocks auf Produktion und Inflation, weil die Ressourcen schneller und reibungsloser an ein neues Gleichgewichtsniveau nach dem Schock angepasst werden können. Die Folgen von Ölpreisschocks hängen in besonderem Maß von der Funktionsweise der Güter- und Arbeitsmärkte ab, da die Auswirkungen auf Wirtschaft und Inflation je nach Preis- und Lohnflexibilität einer Volkswirtschaft unterschiedlich sind. Dies wird

wiederum vom Ausmaß des Wettbewerbs an den Gütermärkten und der Arbeitsmarktflexibilität beeinflusst.

Der Flexibilitätsgrad des Arbeitsmarkts muss bei einer Analyse der Übertragung von Ölpreisschocks auf die Wirtschaft berücksichtigt werden, weil er die Fähigkeit zur Anpassung an solche Schocks und die Effizienz des Einsatzes von Arbeit und anderen Produktionsfaktoren bestimmt. Arbeitsmarktflexibilität ist definiert als die Fähigkeit des Arbeitsmarkts, sich auf geänderte Wirtschaftsbedingungen einzustellen, indem er durch eine Änderung der Preise, also der Löhne, und/oder durch eine mengenmäßige Anpassung, also bei der Beschäftigung oder den geleisteten Arbeitsstunden, reagiert. Die Reaktion der Lohnentwicklung auf Preisniveauänderungen ist deshalb von besonderer Bedeutung (siehe Kasten), weil die Beschäftigten nach einem Ölpreisschock höhere Nominallöhne fordern könnten, um damit dem Verlust an realer Kaufkraft entgegenzuwirken, während sie nicht bereit sein dürften, bei fallenden Ölpreisen eine Senkung der Nominallöhne hinzunehmen. Anders ausgedrückt können die Löhne nach oben flexibel, aber nach unten starr (nominale Rigidität) sein und damit die möglichen Produktionseinbußen und Inflationssteigerungen im Gefolge eines Ölpreisschocks noch verstärken. Auch die Frage, inwieweit die Lohnentwicklung auf die Arbeitslosenquote reagiert, spielt eine wichtige Rolle, weil die realen Rigiditäten die negativen Folgen eines Ölpreisschocks verschärfen dürften. Der erforderliche sektorale Wandel könnte durch gesetzliche Kündigungsschutzbestimmungen oder andere Formen des

Kündigungsschutzes, die einen Teil der Arbeitskräfte vor Schocks schützen, behindert werden. Ebenso kann eine unzureichende Lohnspreizung – sektor- und firmenübergreifend – die notwendige Umverteilung erschweren.

Angesichts der Bedeutung der Arbeitsmarktflexibilität haben die Euro-Länder seit der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre ihre Anstrengungen zur Durchführung von Strukturreformen, die auf ein besseres Funktionieren und eine höhere Flexibilität der Arbeitsmärkte abzielen, verstärkt.⁴ Überdies scheint die Lohnindexierung nicht mehr so weit verbreitet zu sein wie in den Siebzigerjahren.⁵ Dies lässt auf eine größere Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets gegenüber negativen Schocks schließen.

Bei der Übertragung von Ölpreisschocks auf die Wirtschaft spielt auch die Flexibilität der Gütermärkte eine Rolle, da die Produktionseinbußen und Preissteigerungen im Zuge eines Ölpreisschocks auf wettbewerbsfähigen Märkten in der Regel geringer ausfallen als auf sehr starren Märkten. Bei ausgeprägtem Wettbewerb sollte durch eine rasche Umverteilung von Ressourcen gewährleistet sein, dass schnell wieder ein neues Gleichgewicht in Bezug auf Produktion, Beschäftigung und Preisniveau erreicht wird, wenn die Wirtschaft von einem Ölpreisschock getroffen wird. Ein funktionierender Wettbewerb an den Energiemärkten ist in diesem Zusammenhang von besonderer Bedeutung, damit die Transparenz der Energiepreise erhöht wird und die Ölpreisschocks absorbiert werden. Die Europäische Kommission hat eine Reihe von Initiativen ergriffen, um die Funktionsweise des gemeinsamen Binnenmarkts zu verbessern. Verschiedene Gütermarktindikatoren deuten auf eine größere Flexibilität der Gütermärkte in den Euro-Ländern hin.⁶ Dazu gehören auch die Energiemärkte, die sich zurzeit in einem weit reichenden Deregulierungsprozess befinden. Die Einführung des Euro dürfte ebenfalls zu diesem Prozess beigetragen haben, da sie den Wettbewerb und die Vergleichbarkeit der Preise zwischen inländischen und ausländischen Unternehmen weiter erhöht hat.

5 ÖLPREISSCHOCKS UND POLITISCHE GEGENMASSNAHMEN

Die Erfahrung hat gezeigt, dass die Wirtschaftspolitik großen Einfluss auf die Gesamteffekte von Ölpreisschocks auf die Volkswirtschaft nehmen kann. Dies lässt sich am Beispiel der ersten Ölkrise Anfang der Siebzigerjahre verdeutlichen. Damals kam es zu einem starken Lohnanstieg, und die Regierungen versuchten grobenteils, die negativen Folgen für die Konjunktur durch eine expansive Finanzpolitik abzufedern, die zu umfangreichen und lang anhaltenden Haushaltsdefiziten führte.⁷ Auch in der Geldpolitik schlugen viele Länder einen recht akkommodierenden Kurs ein. Dies lässt sich beispielsweise an den allgemein negativen Realzinsen im Anschluss an die Ölpreishausschläge ablesen. Betrachtet man den raschen Verbraucherpreisanstieg im Zuge des ersten Ölpreisschocks und den kräftigen Lohnzuwachs infolge der damals üblichen Lohnindexierung sowie insgesamt die Bemühungen der Beschäftigten um einen Ausgleich des entstandenen Verlusts an Realeinkommen, so waren die finanz- und geldpolitischen Maßnahmen in den meisten Ländern im Großen und Ganzen unangemessen. Diese politischen Reaktionen verzögerten nicht nur den Rückgang der Realeinkommen, der durch die Ölpreissteigerung erforderlich wurde, sondern verstärkten den Preisauftrieb sogar noch weiter und erhöhten damit letztendlich die Kosten des Inflationsabbaus. Aufgrund der Erfahrungen mit der ersten Ölkrise haben die Finanz- und Geldpolitiker später generell einen weit weniger akkommodierenden Kurs eingeschlagen. So wurden die geldpolitischen Zügel

4 Siehe den Beitrag „Zusammensetzung des Beschäftigungswachstums im Euro-Währungsgebiet in den letzten Jahren“ im Monatsbericht vom November 2002.

5 Siehe z. B. D. Checchi und J. Visser, Pattern persistence in European trade union density, Università degli Studi di Milano, Working Paper Nr. 1, Januar 2002.

6 Siehe z. B. A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti und F. Schiantarelli, Regulation and investment, Working Paper Nr. 352 des Economics Department der OECD, 2003. Aus dieser Studie geht hervor, dass die Gütermärkte in vielen Ländern 1975 stärker reguliert waren als 1998.

7 Siehe den Kasten „Erkenntnisse aus den Ölpreisschocks der Siebziger- und frühen Achtzigerjahre“ im Monatsbericht vom November 2000.

nach dem zweiten Ölpreisschock im Jahr 1979 deutlich stärker angezogen, um die Inflation einzudämmen, und die Finanzpolitik war in vielen Ländern nicht mehr so expansiv ausgerichtet.

Welche Lehren kann man also aus der Vergangenheit ziehen? An erster Stelle steht die Erkenntnis, dass ein Netto-Ölimporteur wie das Euro-Währungsgebiet der mit einem Ölpreisanstieg einhergehenden Verschlechterung der Terms of Trade nicht entgehen kann. Eine Ölverteuerung geht im Allgemeinen mit einer Vermögensübertragung von den Netto-Ölimporturen zu den Öl exportierenden Ländern einher. Diese Belastung muss von der Volkswirtschaft so aufgefangen werden, dass die Produktionseinbußen minimiert und höhere Inflationserwartungen vermieden werden. Insbesondere Tarifabschlüsse, die mit der Preisstabilität auf mittlere Sicht im Einklang stehen, leisten einen wichtigen Beitrag zur Erleichterung der nötigen Anpassung und Begrenzung der damit verbundenen Kosten.

Es ist die Aufgabe einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik sicherzustellen, dass die vorübergehenden und unvermeidbaren direkten Auswirkungen eines Ölpreisanstiegs auf die Inflation nicht zu höheren Inflationserwartungen und der Entstehung von Zweitrundeneffekten führen. Entscheidend ist in diesem Zusammenhang die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik. Solange für die Wirtschaftsakteure außer Frage steht, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger gegen einen aufkommenden allgemeinen Inflationsdruck energisch vorgehen werden, dürften sich vorausschauende Tarifpartner entsprechend verhalten. Diese Strategie, die die Inflationserwartungen stabil hält, trägt zu einer Verringerung der Produktionseinbußen bei. Wenn es Anzeichen für einen allgemein steigenden Inflationsdruck gibt, müssen die Zentralbanken gleichwohl zum Handeln bereit sein. In diesem Zusammenhang ist es von äußerster Wichtigkeit, dass die Geldpolitiker aufmerksam verfolgen, ob es im Anschluss an einen Ölpreisschock zu Zweitrundeneffekten kommt. Auch die Inflationserwartungen und die Entwicklung

der Tarifverhandlungen sind dabei genau zu beobachten. Überdies müssen die Zentralbanken die Gründe und die Art des Ölpreisschocks in Verbindung mit der aktuellen Konjunkturlage und der voraussichtlichen Entwicklung von Nachfrage und Angebot in der Gesamtwirtschaft analysieren. Des Weiteren muss die Geldpolitik auch das Verhalten anderer politischer Akteure berücksichtigen.

Die Finanzpolitik kann die Durchführung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik unterstützen, indem sie es vermeidet, die von einem Ölpreisschock ausgehenden negativen Folgen für die Wirtschaft auszugleichen, was nur eine Verlängerung der unvermeidbaren realen Effekte bewirken würde. Insgesamt sollte der finanzpolitische Kurs weitgehend unverändert bleiben, wengleich die automatischen Stabilisatoren ihre Wirkung entfalten können sollten. Wenn jedoch bereits erhebliche Ungleichgewichte entstanden sind und die Bemühungen zur Haushaltskonsolidierung den Verpflichtungen nicht mehr gerecht werden, müssen die Regierungen zwingend zu einem Konsolidierungskurs zurückkehren. Dies gilt besonders dann, wenn anzunehmen ist, dass der Ölpreisanstieg noch länger anhält. In diesem Fall könnte eine akkommodierende Haushaltspolitik einen destabilisierenden Effekt haben, weil sie eine strukturelle Anpassung verzögern und den Preisdruck verlängern könnte. Und schließlich muss auch die Strukturpolitik ihren Teil zur Steigerung der Flexibilität an den Arbeits- und Gütermärkten des Euroraums beitragen. Weitere Strukturformen, insbesondere am Arbeitsmarkt, werden den Anpassungsprozess nach einem Ölpreisschock erleichtern und das Euro-Währungsgebiet besser gegen künftige Schocks wappnen.

6 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Angesichts der intrinsischen Volatilität des Ölmarkts und der Bedeutung von Öl als Produktionsfaktor und Konsumgut dürfte die Ölpreisentwicklung eine wichtige Determinante der Inflations- und Wirtschaftsentwicklung im Euroraum bleiben. Berechnungen anhand von mak-

roökonomischen Standardmodellen deuten darauf hin, dass eine Ölpreishausse einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet haben kann, weil sie zu einem Anstieg der Inflation und einer – allerdings nicht ganz so ausgeprägten – Dämpfung des realen BIP-Wachstums führt. Solche Schätzungen sind jedoch mit einer erheblichen Unsicherheit behaftet und können nur zur Veranschaulichung herangezogen werden.

Vor diesem Hintergrund könnten der im letzten Jahr verzeichnete Ölpreisanstieg und vor allem die Tatsache, dass die Ölpreise über einen recht langen Zeitraum hinweg auf einem unerwartet hohen Niveau geblieben sind, Risiken für die Preisstabilität und das Wirtschaftswachstum bergen. Bei der Beurteilung der Folgen des Ölpreisschocks ist jedoch zu berücksichtigen, dass die jüngste Ölpreisverteuerung wesentlich geringer ausfiel als in anderen Phasen, als solche Preissteigerungen gravierende Auswirkungen auf die Weltwirtschaft hatten. Dies gilt nicht nur, wenn man sich die Ölpreisentwicklung auf US-Dollar-Basis anschaut, sondern insbesondere wenn man die Preise in Euro ausdrückt, weil die zuvor verzeichneten Kursgewinne des Euro eine leicht dämpfende Wirkung hatten. Überdies liegen die Ölpreise in realer Rechnung weit unter ihren früheren Rekordständen. Ferner wurden die vergangenen Ölpreissteigerungen in erster Linie durch angebotsseitige Faktoren ausgelöst, während der jüngste Anstieg auch auf eine höhere Ölnachfrage infolge der guten Weltkonjunktur zurückzuführen ist. Alles in allem dürfte die derzeitige Verteuerung sich nicht so stark auf die Wirtschaft im Euroraum auswirken wie die großen Ölkrisen der Vergangenheit. Dennoch wären ein dauerhaft hohes Ölpreisniveau oder noch weitere Preiserhöhungen ein Grund zur Besorgnis.

Aus struktureller Sicht lässt sich an verschiedenen Faktoren ablesen, dass die Wirtschaft im Euroraum heute für Ölpreisschocks besser gewappnet ist. Verglichen mit den Siebzigerjahren sind die Ölintensität der Produktion und der Ölverbrauch gemessen am gesamten Energiever-

brauch im Euro-Währungsgebiet deutlich gesunken. Ferner scheinen die Arbeits- und Gütermärkte etwas flexibler geworden zu sein, was eine reibungslosere und schnellere Umverteilung der Ressourcen ermöglicht. Weitere Strukturreformen sind allerdings unabdingbar, um die Fähigkeit des Euroraums zur problemloseren und rascheren Anpassung an künftige Schocks zu stärken.

Der jüngste Ölpreisanstieg hat sich bereits sichtbar in den Inflationsraten des Euro-Währungsgebiets niedergeschlagen. Es ist wichtig, dass die Geldpolitik die Entstehung eines allgemeinen Inflationsdrucks verhindert, indem sie die Inflationserwartungen niedrig hält. Wenn dies gelingt, werden durch eine glaubwürdige, stabilitätsorientierte Geldpolitik die Produktionseinbußen vermindert. Gleichwohl ist Aufmerksamkeit geboten, um sicherzustellen, dass keine Zweitrundeneffekte auftreten. Solche Effekte können vermieden werden, wenn sich die Tarifabschlüsse an dem Ziel der mittelfristigen Preisstabilität orientieren.

INFORMATIONSGEWINNUNG AUS FINANZMARKTPREISEN

Die Preise von Vermögenswerten sind für Zentralbanken eine wichtige und sehr zeitnahe Informationsquelle über Markterwartungen bezüglich einer Anzahl makroökonomischer Fundamentaldaten. Der vorliegende Artikel beschreibt eine Reihe von Instrumenten, mit denen Markterwartungen über wirtschaftliche Eckdaten, vor allem die Inflations- und die künftige Wirtschaftsentwicklung, aus Preisen für Vermögenswerte abgeleitet werden können. Die Liste der hier angeführten Instrumente ist keinesfalls erschöpfend, sollte aber eine Vorstellung davon vermitteln, wie eine Zentralbank die in Finanzmarktpreisen enthaltenen Informationen im Rahmen der Verfolgung ihres Ziels der Preisstabilität in der Praxis nutzen kann.

Auf dem Anleihemarkt liefert die Renditedifferenz zwischen vergleichbaren konventionellen und inflationsindexierten Anleihen – oft als „Breakeven-Inflationsrate“ bezeichnet – einen zeitnahen Indikator für die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer für den Euroraum. Die Renditen langfristiger indexierter Anleihen können Informationen über die Erwartungen in Bezug auf das langfristige Wirtschaftswachstum liefern; aus Optionspreisen kann die Verteilung der Markterwartungen hinsichtlich der sehr kurzfristigen Anleiherenditen abgeleitet werden. Schließlich lassen sich aus einem Vergleich der langfristigen nominalen Anleiherenditen mit alternativen Indikatoren für die Erwartungen hinsichtlich des langfristigen nominalen Wachstums möglicherweise Erkenntnisse über die Entwicklung der Risikoprämien an Anleihemärkten gewinnen.

Auf dem Aktienmarkt können die Kurse nützliche Zusatzinformationen für die Analyse der Markterwartungen in Bezug auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung liefern, da tendenziell ein enger Zusammenhang zwischen den insgesamt erwarteten Dividendenzahlungen und dem erwarteten Wirtschaftswachstum besteht. Darüber hinaus können Optionen auf Aktien Hinweise auf die wahrgenommene Fragilität der Lage am Aktienmarkt insgesamt geben.

Allgemein ist zu berücksichtigen, dass die aus den genannten Indikatoren gewonnenen Informationen zwar im Prinzip sehr nützlich für die Geldpolitik sein können, ihr Informationsgehalt jedoch in der Regel auf relativ weitgehenden Annahmen über den Zusammenhang zwischen den Preisen von Vermögenswerten und wirtschaftlichen Eckdaten basiert und daher mit Vorsicht interpretiert werden sollte.

I EINLEITUNG

Die Preise von Finanzaktiva und ihren Derivaten liefern den Zentralbanken wichtige Informationen über die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich einer Reihe von makroökonomischen Fundamentaldaten wie die Inflation oder Wirtschaftstätigkeit. Dieser Informationsgehalt beruht auf der Tatsache, dass die Finanzmarktpreise naturgemäß zukunftsgerichtet sind und somit die Markterwartungen hinsichtlich finanzieller und wirtschaftlicher Entwicklungen einschließen. Die regelmäßige Beobachtung von Finanzmarktentwicklungen kann den Zentralbanken daher nützliche Informationen liefern, und dies zeitnaher als die meisten Konjunktur- und Inflationsindikatoren, welche gewöhnlich

erst mit einem relativ großen Zeitabstand veröffentlicht werden.

Trotz dieser Vorteile ist die Interpretation von Indikatoren auf Basis der Preise finanzieller Vermögenswerte oft nicht ganz einfach und es sind einige Einschränkungen zu berücksichtigen. Obgleich der allgemeine Informationsgehalt der Vermögenspreise in Bezug auf die Markterwartungen in der Theorie so gut wie nie in Frage gestellt wird, werden die Methoden zur Ableitung dieser Erwartungen aus einer eher praxisorientierten Sicht kritisch gesehen. Im Besonderen stützen sich die von Preisen für Finanzaktiva abgeleiteten Informationen häufig auf vergleichsweise restriktive, wengleich notwendige Annahmen über den Zusammen-

hang zwischen dem betreffenden Preis eines Vermögenswerts und den gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten. Neben makroökonomischen Faktoren können zudem auch andere Faktoren die Vermögenspreise beeinflussen, wie institutionelle Merkmale des Marktes oder vorübergehende Verwerfungen in der Angebots- bzw. Nachfragestruktur für den Basiswert, die nicht mit den gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten zusammenhängen. Um eine gründliche Analyse der Markterwartungen durchzuführen, ist es daher wichtig, alle potenziellen Faktoren sorgfältig zu prüfen.

Dieser Artikel stellt eine Reihe von Instrumenten und Indikatoren vor, mit deren Hilfe Informationen aus Finanzinstrumenten gewonnen und Entwicklungen an den Finanzmärkten im Euroraum beobachtet werden können. Die weiteren Abschnitte dieses Artikels sind wie folgt gegliedert: Abschnitt 2 befasst sich mit den Anleihenmärkten. Es werden von Staatsanleihen abgeleitete Indikatoren für die Inflationserwartungen, der Informationsgehalt von Staatsanleiherenditen hinsichtlich der Markterwartungen über die Konjunktur sowie einige Messgrößen für die Unsicherheit untersucht. Abschnitt 3 zeigt, wie aus der Entwicklung der Aktienkurse die Erwartungen hinsichtlich der makroökonomischen Fundamentaldaten sowie die Risikoneigung und Risikoeinschätzung der Anleger abgeleitet werden können. Abschnitt 4 enthält einige Schlussbemerkungen.

2 ANALYSE DER ENTWICKLUNG AM ANLEIHEMARKT

Die langfristigen Staatsanleiherenditen spiegeln die Erwartungen der Anleger hinsichtlich der Inflations- und Wirtschaftsentwicklung auf vor allem mittlere bis lange Sicht sowie die auf kürzere Sicht erwartete Entwicklung der Leitzinsen wider. Darüber hinaus verlangen die Anleger für die Haltung dieser langfristigen Anleihen Risikoprämien, die sich ebenfalls im Niveau der Anleiherenditen niederschlagen. Diese Risikoprämien können als Ausgleich für die Unsicherheit gesehen werden, welche mit diesen Erwar-

tungen verknüpft ist, sodass davon auszugehen ist, dass sie sich im Laufe der Zeit verändern.

Obwohl die Ableitung all dieser Informationen sich nicht einfach gestaltet, stehen einige Instrumente zur Verfügung, die es ermöglichen, plausible Schlüsse zu ziehen. So kann beispielsweise eine Beobachtung der Anleiherenditen über längere Zeiträume hinweg helfen, die Entwicklung der Erwartungen hinsichtlich der Fundamentaldaten im Zeitverlauf nachzuvollziehen. Von ebenso großer Bedeutung ist der Vergleich der Renditen konventioneller nominaler und inflationsindexierter Anleihen, der eine Messgröße für die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer liefert. Mittels solcher über verschiedene Zeithorizonte hinweg angestellter Vergleiche kann ein Zeitprofil der Inflationserwartungen zu einem gegebenen Zeitpunkt erstellt werden. Schließlich können auch Indikatoren für die Verteilung der Markterwartungen für geldpolitische Zwecke nützlich sein.

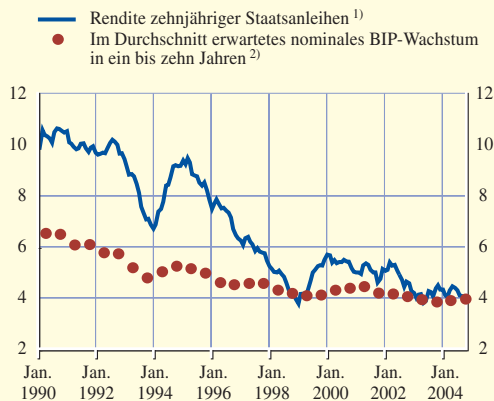
2.1 BESTIMMUNGSFAKTOREN LANGFRISTIGER ANLEIHERENDITEN

Die langfristigen nominalen Anleiherenditen lassen sich in drei Kernelemente aufspalten: den erwarteten Realzins, der oft in einen engen Zusammenhang mit den Erwartungen zum Wirtschaftswachstum gebracht wird, die erwartete Inflationsrate und Risikoprämien. Einige Anhaltspunkte für den Einfluss dieser drei Elemente auf die langfristigen Anleiherenditen können durch Vergleich dieser Renditen mit verfügbaren Umfrageergebnissen zu den langfristigen Inflations- und Wachstumserwartungen gewonnen werden.

Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum und vergleichbare Erwartungen hinsichtlich des nominalen BIP-Wachstums (errechnet als Summe der von Consensus Economics veröffentlichten Erwartungen hinsichtlich der Verbraucherpreis-inflation und des realen BIP-Wachstums) über lange Zeithorizonte hinweg. Aus der Abbildung lassen sich zwei bemerkenswerte Ergebnisse ablesen. Zum einen wiesen die Anleiherenditen

Abbildung 1 Langfristige nominale Anleiherenditen und Erwartungen zum langfristigen nominalen BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.)



Quellen: Consensus Economics und Reuters.

1) Für die Zeit vor 1999 werden die Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet als ein gewichteter Durchschnitt der Renditen in allen Ländern des Euroraums anhand nationaler BIP-Gewichte und auf Basis der Kaufkraftparität berechneter Wechselkurse errechnet. Danach werden die Umlaufbeträge der Anleihen als Gewichte für die Berechnung verwendet.

2) Bis Oktober 2002 werden die Erwartungen für das Euro-Währungsgebiet als ein mit dem BIP gewichteter Durchschnitt der Erwartungen für Deutschland, Frankreich, Italien, die Niederlande und Spanien berechnet.

und die Erwartungen hinsichtlich des Nominalwachstums im Beobachtungszeitraum im Allgemeinen eine ähnliche Entwicklung auf, was darauf hindeutet, dass die langfristigen Erwartungen in Bezug auf die makroökonomischen Fundamentaldaten für die Entwicklung der Anleiherenditen eine wichtige Rolle gespielt haben.¹ Zum anderen ist der Abstand zwischen den langfristigen nominalen Anleiherenditen und den Erwartungen hinsichtlich des langfristigen Nominalwachstums in den vergangenen zehn Jahren deutlich geschrumpft. In der ersten Hälfte der Neunzigerjahre lagen die langfristigen Anleiherenditen im Euroraum deutlich über dem erwarteten langfristigen Nominalwachstum. Dies könnte teilweise mit der damals relativ großen Unsicherheit über die künftige Entwicklung der Inflation, des Wirtschaftswachstums und der Realzinsen in Zusammenhang stehen. Seit Ende der Neunzigerjahre hat sich die Differenz zwischen den beiden allerdings wieder verkleinert, worin sich die Verringerung der von den Anlegern verlangten Risikoprämien aufgrund des stabileren gesamtwirtschaftlichen

Umfelds einschließlich einer immer größeren Wechselkursstabilität niederschlug. Diese Entwicklung könnte außerdem ein positiver Effekt einer Geldpolitik sein, die sich fest dem Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet insgesamt verschrieben hat.²

Neben fundamentalen Faktoren wie den langfristigen Wachstums- und Inflationserwartungen spielt oftmals auch der geldpolitische Kurs aufgrund seines Einflusses auf die kurzfristigen Zinsen bei der Bestimmung der langfristigen Anleiherenditen eine Rolle. Dies lässt sich am besten nachvollziehen, wenn man die Erwartungshypothese der Zinsstruktur heranzieht, die besagt, dass sich in den langfristigen Zinsen der Durchschnitt aus den gegenwärtigen und den während der Laufzeit einer langfristigen Anleihe erwarteten Kurzfristzinsen widerspiegeln sollte. Die zukünftige Entwicklung der Kurzfristzinsen wird wiederum im Wesentlichen von den Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich des künftigen Kurses der Geldpolitik bestimmt. Lässt man Laufzeitprämien unberücksichtigt, bedeutet dies, dass die Kurz- und Langfristzinsen jeweils auf einem in etwa dem erwarteten Nominalwachstum entsprechenden Niveau verharren sollten, wenn sich die Wirtschaft um die erwarteten langfristigen Wachstums- und Inflationsraten herum stabilisiert hat. Allerdings kann die Wirtschaft im Frequenzbereich typischer Konjunkturzyklen Schocks ausgesetzt sein, die geldpolitische Maßnahmen erforderlich machen, um die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Unter den genannten Umständen weichen die Kurzfristzinsen möglicherweise im Einklang mit den langfristigen makroökonomischen Fundamentaldaten, die den geldpolitischen Kurs widerspiegeln, eine Zeit lang von ihrem „neutralen“ Niveau ab. Dies kann sich über die Erwartungen

1 Strukturelle Faktoren wie beispielsweise ein geringeres Produktivitäts- und Bevölkerungswachstum haben möglicherweise ebenfalls zum Rückgang der Anleiherenditen in den Neunzigerjahren beigetragen. Eine ausführlichere Erörterung findet sich im Artikel „Der natürliche Realzins im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Mai 2004.

2 Siehe den Kasten „Der Informationsgehalt langfristiger Terminzinssätze im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom August 2004.

auch auf die längerfristigen Anleiherenditen auswirken.

Die Geldpolitik kann die langfristigen Anleiherenditen aber auch über andere Kanäle beeinflussen. Insbesondere sollte sich die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik in niedrigen und stabilen langfristigen Inflationserwartungen niederschlagen und so zu einem stabileren gesamtwirtschaftlichen Umfeld und einer geringen Variabilität des Produktionswachstums beitragen; dies würde wiederum aufgrund geringerer Risikoprämien tendenziell ein niedrigeres Niveau der Anleiherenditen stützen. Aus diesem Grund kann ein relativ hohes Niveau der kurzfristigen Zinssätze zuweilen mit niedrigen Zinsen am langen Ende des Laufzeitenspektrums einhergehen.

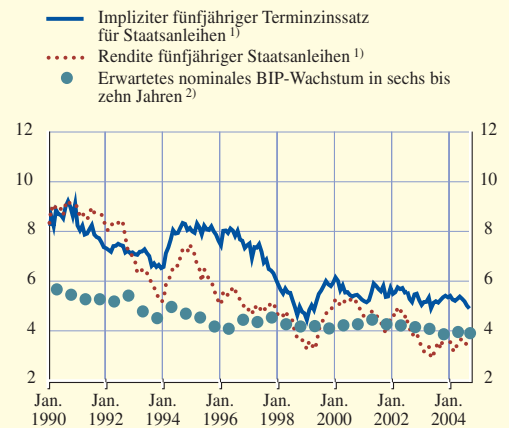
Eine nützliche Methode, um den kurzfristigen Einfluss der Geldpolitik auf die langfristigen Anleiherenditen auszuschließen, ist zum Beispiel die Zerlegung der Rendite zehnjähriger Anleihen in einen fünfjährigen Kassazins und einen impliziten fünfjährigen Terminzins in fünf Jahren (siehe Abbildung 2). Der Grund hierfür ist, dass kürzerfristige Anleiherenditen auf kurze Sicht stärker von geldpolitischen Erwartungen beeinflusst werden. Gleichzeitig sollte der Terminzinssatz in fünf Jahren viel stärker von der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik (sowie von den damit in Zusammenhang stehenden oben angeführten Faktoren) abhängen.

Für das Euro-Währungsgebiet liegen keine Terminzinssätze über einen längeren Zeitraum hinweg vor, doch kann eine Zerlegung der langfristigen Anleiherenditen mit Hilfe deutscher Anleihen durchgeführt werden. Angesichts der seit 1999 relativ geringen und stabilen Renditeabstände zwischen den Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet dürften deutsche Anleiherenditen die Zinsentwicklung im Euroraum insgesamt in den letzten Jahren hinreichend gut abbilden.

Abbildung 2 zeigt, dass der implizite fünfjährige Terminzins im Zeitraum von 1990 bis 2004 die Erwartungen hinsichtlich des langfristigen

Abbildung 2 Fünfjährige Renditen am Kassamarkt sowie implizite fünfjährige Terminzinssätze und Erwartungen zum langfristigen nominalen BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.)



Quellen: Deutsche Bundesbank und Consensus Economics.

1) Deutsche (Nullkupon-)Staatsanleihen.

2) Für die Zeit vor 1999 basieren die Erwartungen auf Angaben für Deutschland und danach auf Daten für das Euro-Währungsgebiet. Die Angaben für das Euro-Währungsgebiet werden als ein mit dem BIP gewichteter Durchschnitt der Daten für Frankreich, Italien, die Niederlande und Spanien zwischen April 1999 und Oktober 2002 ermittelt.

Nominalwachstums stets übertraf. Bei beiden Messgrößen war im Berichtszeitraum insgesamt ein Rückgang zu verzeichnen; zudem verkleinerte sich der Abstand zwischen ihnen im Zeitverlauf, worin möglicherweise eine Verringerung der Risikoprämien ihren Niederschlag fand. Allerdings blieb der Abstand zwischen den Terminzinssätzen und den Erwartungen bezüglich des nominalen Wachstums in den letzten Jahren größer als der in Abbildung 1 ausgewiesene Abstand zwischen Letzteren und den zehnjährigen Anleiherenditen. Dies ist auf die Tatsache zurückzuführen, dass die fünfjährige Rendite am Kassamarkt mehrfach auf ein Niveau leicht unterhalb der nominalen Wachstumserwartungen fiel, so auch in den letzten zwei Jahren, worin sich zum Teil der in diesen Zeiträumen relativ akkommodierende geldpolitische Kurs widerspiegelte. Dagegen lagen sowohl die fünfjährige Rendite am Kassamarkt wie auch der fünfjährige Terminzins Anfang der Neunzigerjahre aufgrund geldpolitischer Maßnahmen deutlich über den langfristigen Wachstumserwartungen.

2.2 GEWINNUNG VON INFORMATIONEN ÜBER DIE INFLATIONSERWARTUNGEN DER MARKTTEILNEHMER

In den langfristigen Nominalzinsen spiegeln sich zu einem großen Teil die Inflationserwartungen der Anleger wider. Solche Erwartungen liefern einer Zentralbank fundamentale Informationen. In der Tat werden die langfristigen Inflationserwartungen häufig als Indikator für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik herangezogen. Ist die Entschlossenheit der Zentralbank zur Gewährleistung von Preisstabilität glaubwürdig, so sollten die langfristigen Inflationserwartungen des privaten Sektors fest auf einem Niveau verankert sein, das der Definition von Preisstabilität entspricht.

BREAKEVEN-INFLATIONS RATEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

In den letzten Jahren haben einige Länder im Euroraum Staatsanleihen begeben, deren Kuponzahlungen und Tilgung an den HVPI des Euro-Währungsgebiets ohne Tabakwaren gekoppelt sind (siehe Kasten 1). Der Renditeabstand zwischen vergleichbaren konventionellen und indexierten Anleihen sollte unter anderem die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer für das Eurogebiet während der Restlaufzeit der Anleihe widerspiegeln. Daher wird diese Renditedifferenz oftmals als „Breakeven-Inflationsrate“ bezeichnet; sie liefert eine Schätzung des Niveaus der erwarteten Inflation, bei dem ein Anleger – unter bestimmten Annahmen – indifferent zwischen beiden Anleihearten wäre.

Breakeven-Inflationsraten bieten als Informationsquelle für die langfristigen Inflationserwartungen des privaten Sektors eine Reihe bedeutender Vorteile. So stehen sie zum einen in sehr kurzen Abständen zur Verfügung. Infolgedessen eignen sie sich besonders dazu, Veränderungen der langfristigen Inflationserwartungen, sobald diese auftreten, zu erkennen, was sich anhand von Umfragedaten schwieriger gestaltet, da die Umfragen nur einige Male im Jahr durchgeführt werden. Was die Zuverlässigkeit angeht, so liefern sie zum anderen Informationen über die Inflationserwartungen, die den am

Markt abgeschlossenen Geschäften zugrunde liegen. Da konventionelle und indexierte Anleihen in der Regel mit vielen unterschiedlichen Ursprungslaufzeiten emittiert werden, ermöglichen sie zudem prinzipiell, Informationen über Inflationserwartungen für eine größere Anzahl von Zeiträumen zu gewinnen, als üblicherweise in Umfragen ausgewiesen werden.

Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass Breakeven-Inflationsraten die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer nur unvollkommen abbilden, da die Renditedifferenz zwischen vergleichbaren nominalen und indexierten Anleihen auch von rein technischen sowie institutionellen Marktfaktoren beeinflusst werden und mehrere Prämien enthalten kann, darunter die Inflationsrisikoprämie und die Liquiditätsprämie. Insbesondere sind folgende Punkte zu beachten:

- Die Breakeven-Inflationsraten beinhalten meist eine Inflationsrisikoprämie, die von den Anlegern für das Halten von nominalen Anleihen mit langen Laufzeiten als Ausgleich für die Inflationsunsicherheit verlangt wird. Der Grund hierfür ist folgender: Die künftige Inflation schmälert die Zinserträge aus Wertpapieren mit Nominalzins, nicht jedoch jene aus indexierten Anleihen. Die Anleger dürften daher eine Prämie als Ausgleich für die Haltung langfristiger Wertpapiere mit Nominalzins fordern, und da sie in der Regel risikoscheu sind, sollte diese Prämie im Zeitverlauf entsprechend der Unsicherheit über die künftige Inflationsentwicklung variieren. Darüber hinaus ist nahe liegend, dass diese Risikoprämie mit zunehmender Laufzeit der Anleihe steigt. Diese Prämie verzerrt die Breakeven-Inflationsrate tendenziell nach oben. Gleichzeitig kann die Inflationsunsicherheit über lange Zeiträume hinweg auch ein Indikator dafür sein, wie stabil die Inflationserwartungen sind, und dies ist für eine Zentralbank eine wichtige Information.
- Der Liquiditätsgrad einer indexierten Anleihe ist in der Regel geringer als der einer ver-

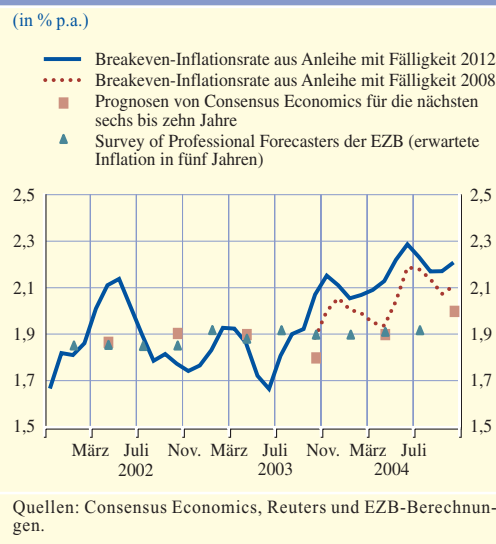
gleichbaren nominalen Anleihe, was dazu führen kann, dass die Rendite indexierter Anleihen eine höhere Liquiditätsprämie enthalten. Diese Liquiditätsprämie würde folglich tendenziell eine Verzerrung der Breakeven-Inflationsrate nach unten bewirken.

- Im Euro-Währungsgebiet beziehen sich die Breakeven-Inflationsraten auf den HVPI ohne Tabakwaren.³ Die am HVPI insgesamt (also einschließlich Tabakwaren) gemessene Inflationsrate lag in den vergangenen Jahren etwas über der am HVPI ohne Tabakwaren gemessenen Teuerung. Blicke dies auch in Zukunft so, hätte es eine Verzerrung der Breakeven-Inflationsraten nach unten zur Folge, die ein Indikator für die Erwartungen bezüglich der Teuerung nach dem HVPI (insgesamt) sind.

- Breakeven-Inflationsraten können zuweilen infolge technischer und institutioneller Marktfaktoren verzerrt sein, welche möglicherweise wenig mit Veränderungen der Inflationserwartungen zu tun haben. Beispiele sind abgabeninduzierte Verzerrungen und Regelungen zur Steuerpflicht der Anleger oder Anreize, die sich auf die aktuelle Nachfrage nach indexierten Instrumenten auswirken. Es ist leider schwierig, den verzerrenden Effekt von Rechtsänderungen und Veränderungen der Marktgepflogenheiten auf die Breakeven-Inflationsraten zu isolieren und zu quantifizieren; dies ist sogar in reiferen Märkten für indexierte Anleihen (wie dem im Vereinigten Königreich) der Fall.⁴

Angesichts dieser Einschränkungen ist es ratsam, sich bei der Interpretation der Breakeven-Inflationsraten im Hinblick auf die langfristigen Inflationserwartungen auf die Veränderung dieser Raten statt auf ihr Niveau zu konzentrieren. Allerdings bleiben indexierte Anleihen für die Zentralbanken eine sehr wertvolle Informationsquelle für die Inflationserwartungen. Mit der Zunahme der verfügbaren Laufzeiten und Liquidität am Markt ist davon auszugehen, dass ihre Bedeutung im Laufe der Zeit noch zunehmen wird (siehe Kasten 1). Als Plausibilitäts-

Abbildung 3 Breakeven-Inflationsraten und Umfrageergebnisse zu den langfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet



prüfung ist es zudem hilfreich, wenn man die Breakeven-Inflationsraten mit Umfrageergebnissen zu den langfristigen Inflationserwartungen vergleicht.

Abbildung 3 zeigt die Breakeven-Inflationsraten, die aus zwei vom italienischen bzw. französischen Schatzamt begebenen inflationsindexierten Anleihen mit Fälligkeit im Jahr 2008 bzw. 2012 errechnet wurden. Da beide Anleihen an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelt sind, können diese Breakeven-Inflationsraten genutzt werden, um die langfristigen Inflationserwartungen der Anleger für das Eurogebiet zu messen. Angesichts des noch relativ begrenzten Laufzeitenspektrums für die Emission indexierter Anleihen im Eurogebiet werden die 2008 und 2012 fällig werdenden indexgebundenen Anleihen trotz der Tatsache, dass sich ihre Restlaufzeit mittlerweile auf etwa vier bzw. acht Jahre verkürzt hat, auch weiterhin als Referenzanleihen zur Berechnung der fünfjährigen und zehnjährigen Breakeven-Inflationsraten herangezogen.

³ In Kasten 1 wird dies erläutert.

⁴ Eine entsprechende Erläuterung am Beispiel des Marktes im Vereinigten Königreich findet sich in dem Beitrag von C. Scholtes, On market-based measures of inflation expectations, Bank of England Quarterly Bulletin, Frühjahr 2002.

Kasten I

ENTWICKLUNG AM MARKT FÜR INDEXIERTE ANLEIHEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET IN DEN LETZTEN JAHREN

Die erste Anleihe mit an die Inflation im Euro-Währungsgebiet gebundenen Zinszahlungen wurde vom französischen Schatzamt im November 2001 mit Fälligkeit im Juli 2012 begeben. Obwohl die Definition der EZB von Preisstabilität auf dem HVPI insgesamt, d. h. einschließlich Tabakwaren, beruht, fiel die Wahl in Anlehnung an die in Frankreich geltenden Regelungen zur Begebung indexierter Finanzinstrumente auf den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren. Seitdem gilt dieser Index als Referenzgröße des Marktes im Euro-Währungsgebiet, und alle bisher emittierten inflationsindexierten Anleihen wurden an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelt.

Nach einem recht verhaltenen Start hat sich der Markt für indexierte Anleihen im Euro-Währungsgebiet seit 2003 mit dem Beschluss von zwei weiteren Euro-Ländern, nämlich Griechenland und Italien, indexierte Anleihen zu begeben, erheblich ausgeweitet (siehe Tabelle).¹ Zudem kündigten einige andere Staaten im Eurogebiet an, die Emission indexierter Schuldtitel im Jahr 2005 in Erwägung zu ziehen. Die italienischen und griechischen Anleihen besitzen weitgehend dieselben Ausstattungsmerkmale wie die französischen indexgebundenen Anleihen. Sie sind an den HVPI des Eurogebiets unter Ausklammerung von Tabakwaren gekoppelt und garantieren gleichfalls die Einlösung zum Nennwert. Dies bedeutet, dass die Anleihen mit Deflationsschutz versehen sind. Laut Einstufung der Ratingagenturen sind sie aber nicht mit demselben Kreditrisiko behaftet.

Mit der höheren Anzahl von Emittenten und dem breiteren Laufzeitenspektrum ist der Markt für indexierte Anleihen im Euro-Währungsgebiet liquider geworden, und auch der Umsatz scheint in den vergangenen zwei Jahren beträchtlich zugenommen zu haben (siehe Abbildung). Darüber hinaus haben die Anleger zuletzt ein deutlich stärkeres Interesse an indexgebundenen Wertpapieren gezeigt. Einige Änderungen von Regulierungsvorschriften dürften bei der gestiegenen Nachfrage nach solchen Instrumenten – vor allem seitens der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen – eine wesentliche Rolle gespielt haben, was trotz des wachsenden Emissionsvolumens zu gewissen Engpässen am Markt geführt haben könnte.²

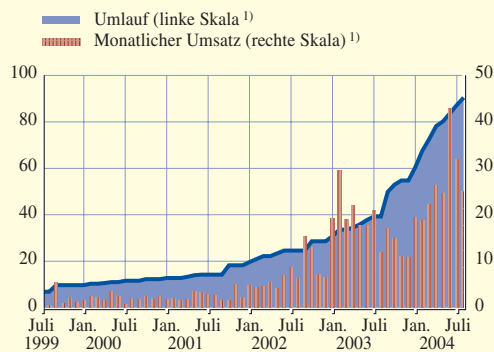
Merkmale der in Umlauf befindlichen an den HVPI des Euro-Währungsgebiets (ohne Tabakwaren) gekoppelten Anleihen

Emittent	Fälligkeit	Emissionsdatum	Umlauf (in Mrd €)
Italien	Sept. 2008	Sept. 2003	7,00
Frankreich	Juli 2012	Nov. 2001	11,00
Frankreich	Juli 2020	Jan. 2004	5,08
Italien	Sept. 2014	Febr. 2004	8,50
Griechenland	Juli 2025	März 2003	1,25
Frankreich	Juli 2032	Okt. 2002	5,00

Quellen: Französisches, italienisches und griechisches Schatzamt.

Monatlicher Umsatz und Umlauf der vom französischen Schatzamt begebenen inflationsindexierten Anleihen

(in Mrd €)



Quellen: Französisches Schatzamt und BNP Paribas.
1) Diese Daten beziehen sich auf Schuldtitel, die sowohl an den HVPI des Euro-Währungsgebiets ohne Tabakwaren als auch an den französischen VPI ohne Tabakwaren gekoppelt sind.

1 Weitere Einzelheiten finden sich im Kasten mit dem Titel „Jüngste Entwicklungen am Markt für indexierte Anleihen im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Dezember 2003.

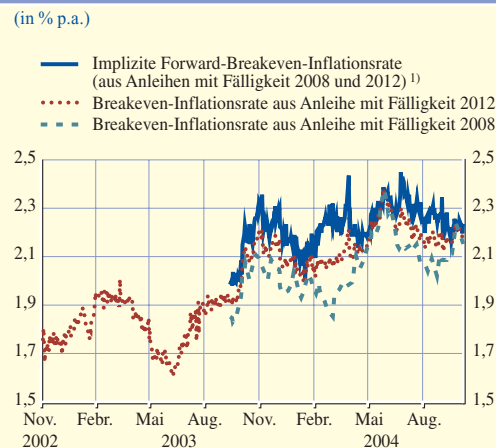
2 So gibt es beispielsweise Hinweise darauf, dass eine Änderung der französischen Regelung hin zu einer Indexierung der Zinszahlungen auf bestimmte Einlagen für Finanzinstitute, die solche Produkte anbieten, die Notwendigkeit der Inflationsabsicherung mit sich brachte.

Seit der Emission der 2012 fälligen Anleihe im November 2001 bewegt sich die aus ihr gewonnene Breakeven-Inflationsrate zwischen 1,6 % und 2,4 %, im Durchschnitt lag sie bei rund 1,9 %. Dagegen blieb die Breakeven-Inflationsrate, die aus der im September 2003 begebenen und 2008 fälligen Anleihe abgeleitet wird, im gleichen Zeitraum unter der zehnjährigen Breakeven-Inflationsrate. Dies dürfte teilweise darauf hindeuten, dass sich die Inflationsrisikoprämie mit zunehmender Laufzeit erhöht.

Der immer größer werdende Laufzeitenbereich, für den an den HVPI des Eurogebiets gebundene Anleihen zur Verfügung stehen, ermöglicht einen Vergleich der durchschnittlichen Inflationserwartungen über unterschiedliche Zeithorizonte. So stiegen die Breakeven-Inflationsraten im zweiten Quartal 2004 offenbar deutlich an. Die Ölpreisentwicklung in diesem Zeitraum hat vermutlich nicht nur die kurzfristigen Inflationserwartungen in die Höhe getrieben, sondern angesichts der anhaltenden Erholung der Weltwirtschaft auch die Unsicherheit über die künftige Preisentwicklung. Wichtig in diesem Zusammenhang war es, genau zu beobachten, bei welchen Zeithorizonten die Inflationserwartungen am stärksten betroffen waren. Die kürzerfristigen Breakeven-Inflationsraten stiegen stärker an als die längerfristigen, wobei die fünfjährige Breakeven-Inflationsrate das Niveau der zehnjährigen Rate Anfang Juni 2004 erreichte (siehe Abbildung 4). Dies spricht dafür, dass die Inflationserwartungen während dieses Zeitraums vor allem mit Blick auf die kürzeren Zeithorizonte beeinflusst wurden, während sie für längere Zeithorizonte stabiler blieben.

In dieser Hinsicht könnte die Berechnung der in den Kassa-Breakeven-Inflationsraten enthaltenen impliziten Forward-Breakeven-Inflationsrate genaueren Aufschluss geben. Die in Abbildung 3 dargestellten Kassa-Breakeven-Inflationsraten sollten den von den Anlegern während der Restlaufzeit der Anleihe verlangten durchschnittlichen Inflationsausgleich widerspiegeln. Diese durchschnittlich erwartete Inflation

Abbildung 4 Zerlegung von zehnjährigen Breakeven-Inflationsraten in Kassa- und Terminalsätze



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

¹⁾ Angesichts der begrenzten Verfügbarkeit von Laufzeiten für indexierte Anleihen im Euro-Währungsgebiet basiert diese Zerlegung auf Anleihen verschiedener Schatzämter im fünf- und zehnjährigen Laufzeitenbereich.

lässt sich zerlegen in die durchschnittlich erwartete Inflation zwischen 2004 und 2008 (gemessen anhand der Kassa-Breakeven-Inflationsrate aus der 2008 fälligen indexierten Anleihe) und die durchschnittlich erwartete Inflation zwischen 2009 und 2012 (gemessen anhand der impliziten Forward-Breakeven-Inflationsrate). Dabei ist anzunehmen, dass die implizite Forward-Breakeven-Inflationsrate höher ausfällt als die fünfjährige Breakeven-Inflationsrate, weil die Inflationsrisikoprämie aufgrund der höheren Inflationsunsicherheit bei längeren Zeithorizonten mit zunehmender Laufzeit steigen sollte.

Die implizite Forward-Breakeven-Inflationsrate für den Zeitraum von 2009 bis 2012 weist zwar ähnliche Schwankungen auf wie die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate (siehe Abbildung 4), lässt aber eine etwas größere Stabilität erkennen. Dies deutet darauf hin, dass die Inflationserwartungen über längere Zeithorizonte stabiler geblieben sind, sich über kürzere Zeithorizonte dagegen als volatiler erweisen. Außerdem dürfte die Inflationsrisikoprämie bei längeren Zeithorizonten weniger schwankungsanfällig als in kürzeren Zeiträumen sein.

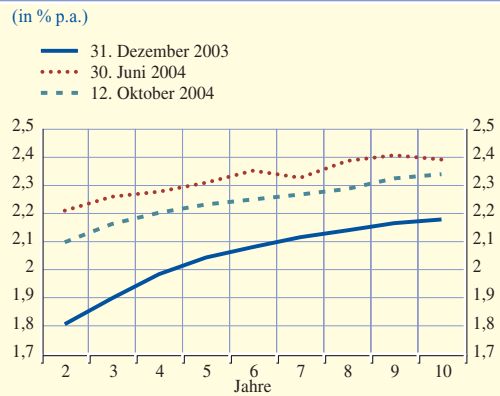
DIE KURVE INFLATIONSINDEXIERTER SWAPS UND IMPLIZITE TERMINSätze INFLATIONS-INDEXIERTER SWAPS

Inflationsindexierte Swaps sind eine alternative Informationsquelle für die Inflationserwartungen des privaten Sektors im Euro-Währungsgebiet. Bei einer inflationsindexierten Swap-Vereinbarung verpflichtet sich ein Anleger, einem anderen Anleger Zahlungen auf Basis eines Festzinses gegen Zahlungen, die an die tatsächliche Inflation während der Laufzeit des Kontrakts gebunden sind, zu leisten.⁵

Der Markt für inflationsindexierte Swaps hat seit 2002 bei einer zunehmenden Nachfrage nach inflationsindexierten Instrumenten und einem relativ begrenzten Angebot an indexierten Anleihen im Eurogebiet kräftig expandiert. So können sich Unternehmen, deren Einnahmen an die Inflationsrate gekoppelt sind (z.B. Versorgungs- und Einzelhandelsunternehmen), dieses Marktes bedienen, um sich gegen die Auswirkung einer niedrigen Teuerungsrate auf ihre Einnahmen abzusichern, während Unternehmen mit an die Preissteigerungsrate gebundenen Zahlungsverpflichtungen (z. B. Pensionskassen und Lebensversicherungsunternehmen) ihn zur Absicherung gegen die Auswirkungen einer hohen Inflationsrate auf ihre Verbindlichkeiten nutzen können.

Die Sätze inflationsindexierter Swaps bieten insbesondere für kurz- und mittelfristige Anlagenshorizonte ein viel breiteres Laufzeitenspektrum als indexierte Anleihen, sodass sich eine angemessene „Inflationsstrukturkurve“ für sie ableiten lässt. Ebenso wie die Zinsstrukturkurve ist auch die Kurve der Sätze inflationsindexierter Swaps tendenziell aufwärtsgerichtet, was ein Indiz für das Vorhandensein von Laufzeitprämien – die wahrscheinlich in engem Zusammenhang mit der Inflationsunsicherheit stehen und mit zunehmender Laufzeit steigen – sein dürfte. Wie die Breakeven-Inflationsraten sind wohl daher auch die Sätze inflationsindexierter Swaps als ein verzerrter und somit unvollkommener Indikator der Inflationserwartungen anzusehen.

Abbildung 5 Aus inflationsindexierten Swaps des Euro-Währungsgebiets abgeleitete Inflationskurve



Quelle: Bloomberg.

Es gibt jedoch zwei Hauptgründe, warum Quotierungen inflationsindexierter Swaps von Breakeven-Inflationsraten mit ähnlicher Fristigkeit abweichen dürften. Zum einen sind die gängigsten Arten inflationsindexierter Swaps im Eurogebiet Nullkupon-Swaps, d. h. die Zahlungen finden nur einmal, am Verfalltag des Swaps, statt, während es sich bei indexierten Anleihen um Kuponanleihen mit jährlicher Zahlung handelt, was erklären helfen könnte, warum inflationsindexierte Swapsätze höher quotiert werden als vergleichbare Breakeven-Inflationsraten.⁶ Zum anderen dürfte in der aus inflationsindexierten Swaps abgeleiteten Messgröße für die Inflationserwartungen auch ein Adressenausfallrisiko enthalten sein. Zwar wird dieses Risiko gewöhnlich durch die gestellten Sicherheiten gemindert und sollte daher eher unbedeutend sein, doch verzerrt es die Sätze inflationsindexierter Swaps in Relation zu den Breakeven-Inflationsraten nach oben.

Veränderungen der Inflationserwartungen lassen sich durch Beobachtung der im Zeitverlauf

- 5 Dieser Abschnitt konzentriert sich auf Informationen, die aus Nullkupon-Swaps gewonnen werden.
- 6 Eine andere Möglichkeit des Vergleichs zwischen Breakeven-Inflationsraten und Sätzen inflationsindexierter Swaps bestünde darin, die Duration beider Finanzinstrumente aufeinander abzustimmen. Zur Veranschaulichung dieses Ansatzes siehe den Kasten „Ableitung von Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet aus inflationsindexierten Swaps“ im Monatsbericht vom September 2003.

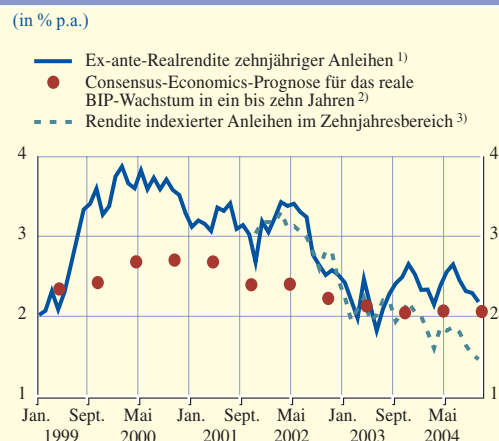
aufgetretenen Verschiebungen der Kurve aus den Sätzen inflationsindexierter Swaps analysieren. So hatte beispielsweise der Anstieg der Inflationsängste im zweiten Quartal 2004 eine deutliche Aufwärtsverschiebung dieser Kurve im Mai und Juni 2004 zur Folge, die sich in den Sommermonaten allmählich wieder umkehrte. Wie bei Breakeven-Inflationsraten lassen sich implizite Terminalsätze auch aus Sätzen inflationsindexierter Swaps ermitteln. In der Tat ermöglicht das breitere Laufzeitenspektrum, in dem Kassakurse für inflationsindexierte Swaps zur Verfügung stehen, die Berechnung impliziter Terminalsätze für viele unterschiedliche Horizonte.

2.3 MARKTERWARTUNGEN HINSICHTLICH DER KONJUNKTURENTWICKLUNG

Die Erwartungen hinsichtlich des künftigen Wirtschaftswachstums stellen über ihre Auswirkungen auf die reale Zinskomponente eine weitere grundlegende Bestimmungsgröße der langfristigen Anleiherenditen dar. Die Beschreibung des Zusammenhangs zwischen langfristigen Wachstumsaussichten für die Wirtschaft und dem Niveau der Realzinsen geht zumindest bis auf Irving Fisher zurück.⁷

In dieser Hinsicht kann ein Vergleich der Realrenditen den Zentralbanken nützliche Informationen darüber liefern, wie die Marktteilnehmer die langfristigen Wachstumsaussichten der Wirtschaft einschätzen. Dabei besteht eine Möglichkeit in der Betrachtung der Renditen von indexierten Anleihen, die an den HVPI des Eurogebiets gekoppelt sind, doch liegen diese Daten erst ab November 2001 vor. Eine alternative Methode bestünde darin, die Ex-ante-Realrenditen der Anleihen durch Diskontierung der langfristigen nominalen Anleiherenditen mit Messgrößen der Inflationserwartungen für die nächsten ein bis zehn Jahre, wie sie zum Beispiel von Consensus Economics zur Verfügung gestellt werden, zu berechnen. Allerdings darf eine solche Messgröße der Ex-ante-Realrenditen der Anleihen nur mit einer gewissen Vorsicht interpretiert werden, denn sie beinhaltet auch Inflationsrisikoprämien, während die Ren-

Abbildung 6 Ex-ante-Realrenditen zehnjähriger Anleihen, Renditen langfristiger indexierter Anleihen und Erwartungen zum langfristigen realen BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Consensus Economics, Reuters und EZB-Berechnungen.
 1) Ermittelt aus Nominalrenditen zehnjähriger Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets, die mit den von Consensus Economics erhobenen Inflationserwartungen in ein bis zehn Jahren diskontiert wurden.
 2) BIP-gewichteter Durchschnitt der Erwartungen für Deutschland, Frankreich, Italien, die Niederlande und Spanien.
 3) Bezieht sich auf französische an den HVPI (ohne Tabakwaren) des Euro-Währungsgebiets gebundene Staatsanleihen.

den indexierter Anleihen lediglich eine Prämie für das Realzinsrisiko enthalten sollten.

Die Abbildung 6 lässt einige Besonderheiten erkennen. Zum einen weisen die Messgrößen für die langfristigen Realrenditen und die Erwartungen der Marktteilnehmer über das langfristige reale BIP-Wachstum einen ähnlichen Trend auf. Dies bestätigt, dass die langfristigen Wachstumserwartungen der Anleger bei der Entwicklung der langfristigen Realzinsen im Eurogebiet eine Rolle spielen. Zweitens bewegten sich die Messgröße der Ex-ante-Realrenditen zehnjähriger Anleihen (d. h. die mit Inflationsprognosen diskontierten nominalen Anleiherenditen) und die auf indexierten Anleihen basierende Messgröße weitgehend parallel. Allerdings hat sich die Höhe der Messgröße für die auf Umfragen basierenden Ex-ante-Realrenditen der Anleihen etwa seit Mitte 2003 etwas von den Renditen entfernt, die inflationsindexierte Anleihen des Eurogebiets abwerfen. Diese Abweichung zwischen den beiden Messgrößen könnte insgesamt auf einen Anstieg der

7 Siehe I. Fisher, *The Rate of Interest*, New York, Macmillan, 1907.

– nur in den nominalen Anleiherenditen enthaltenen – Inflationsrisikoprämie hindeuten; dies spiegelt sich auch in der gleichzeitigen Erhöhung wider, die bei der zehnjährigen Breakeven-Inflationsrate zu beobachten war.

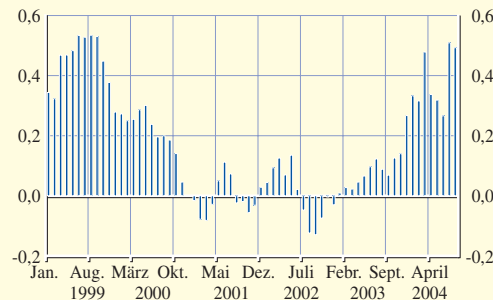
2.4 DER INFORMATIONSGEHALT VON OPTIONEN AUF ANLEIHEKURSE

Neben der Betrachtung der zentralen Erwartungen über die künftige Entwicklung wichtiger makroökonomischer Variablen ist es auch nützlich, wenn man der Frage nachgeht, wie breit und gleichmäßig die Erwartungen um ihren Mittelwert verteilt sind. In dieser Hinsicht sind die in Optionspreisen enthaltenen Informationen besonders geeignet, denn mit ihrer Hilfe lassen sich Rückschlüsse auf die vollständige Verteilung der Markterwartungen und folglich eine Vielzahl höherer Momente ziehen. Eine beliebte, aus Optionspreisen abgeleitete Messgröße ist die implizite Volatilität, die rein theoretisch Aufschluss über die Streuung der Erwartungen über den künftigen Preis des Basiswertes gibt.⁸

Aus Optionspreisen lassen sich jedoch Informationen gewinnen, die über die in der impliziten Volatilität enthaltenen Informationen hinausgehen. Da der Preis einer Option abhängig ist von der wahrgenommenen Wahrscheinlichkeit, dass der Preis des Basistitels den Ausübungspreis der Option am Verfalltag überschreiten wird, kann man eine Reihe von Optionspreisen mit derselben Laufzeit, aber mit unterschiedlichen Ausübungspreisen heranziehen, um auf die gesamte Wahrscheinlichkeitsverteilung der Preiserwartungen der Marktteilnehmer zu schließen. Durch die Schätzung der kompletten impliziten Wahrscheinlichkeitsdichtefunktion von Optionen erhält man somit alle Wahrscheinlichkeiten, die die Marktteilnehmer den unterschiedlichen Preisniveaus des Basiswerts bei Fälligkeit der Optionen beimessen. Dabei ist allerdings zu bedenken, dass jegliche von den Risikoprämien ausgehenden Effekte, die unter Umständen beträchtlich sein und im Zeitverlauf signifikant variieren können, bei der Interpretation dieser Verteilungen in Bezug auf die tat-

Abbildung 7 In Optionen implizierter Schiefekoeffizient für langfristige Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet

(Monatsdurchschnitte der Tageswerte)



Quellen: Eurex und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Berechnung des in Optionen implizierten Schiefekoeffizienten beruht auf Preisen für Optionen auf deutsche Staatsanleihen-Futures (mit 30 Tagen Restlaufzeit).

sächlichen Erwartungen keine Berücksichtigung finden.

Eine interessante, aus solch einer impliziten Wahrscheinlichkeitsdichtefunktion gewonnene Messgröße ist der anhand des Schiefekoeffizienten gemessene Grad der Asymmetrie. Diesen kann man heranziehen, um die von Marktteilnehmern wahrgenommenen relativen Aufwärts- und Abwärtsrisiken für den zugrunde liegenden Vermögenspreis zu beurteilen. Berechnet man ihn für die aus Optionen auf deutsche BUNDFutureskontrakte herausgefilterte Wahrscheinlichkeitsdichtefunktion, so zeigt eine positive Schiefe an, dass die Marktteilnehmer einen kräftigen Anstieg der Anleiherenditen für wahrscheinlicher halten als einen Rückgang derselben Größenordnung. Abbildung 7 zeigt das monatliche durchschnittliche Schiefemaß auf Basis dieser Optionen mit 30 Tagen bis zum Erfüllungsdatum.⁹ Dieser Indikator bewegte sich 2003 und 2004 durchweg im positiven Bereich, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer per saldo Aufwärtsrisiken für das künftige Niveau der Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet antizipiert hatten.

⁸ Siehe den Artikel „Der Informationsgehalt von Zinssätzen und ihren Derivaten für die Geldpolitik“ im Monatsbericht vom Mai 2000.

⁹ Da Ergebnisse zur Rendite bis Fälligkeit aussagekräftiger und intuitiver sein können, wird die geschätzte Verteilung des Preises der Anleihefutures in Abbildung 7 in eine Verteilung der Anleiherenditen umgewandelt.

3 BEURTEILUNG DER ENTWICKLUNGEN AN DEN AKTIENMÄRKTEN

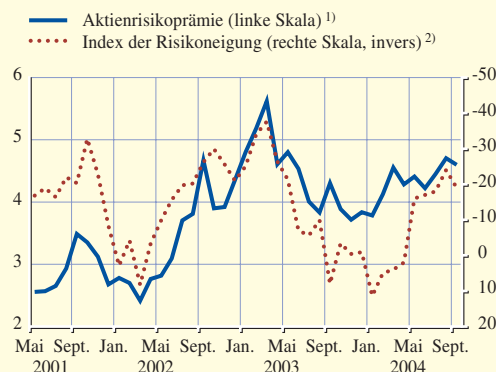
Aggregierte Aktienkurse können Informationen über die Erwartungen hinsichtlich des zukünftigen Konjunkturverlaufs vermitteln, die über den Informationsgehalt von Anleihekursen hinausgehen. Da tendenziell ein enger Zusammenhang zwischen den insgesamt erwarteten Dividendenzahlungen und der erwarteten Entwicklung der Unternehmensgewinne besteht, können Aktienmarktdaten nützliche Zusatzinformationen für die Analyse der Erwartungen am Markt hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Konjunktorentwicklung liefern. Darüber hinaus können Messgrößen der von Anlegern wahrgenommenen Aktienrisiken die Beurteilung der Unsicherheit, mit der die gesamtwirtschaftlichen Erwartungen der Anleger behaftet ist, erleichtern und Hinweise auf die wahrgenommene Fragilität der Lage am Aktienmarkt insgesamt geben.

3.1 ERKLÄRUNG DER AKTIENKURSENTWICKLUNG: EINE MODELLGESTÜTZTE DEKOMPOSITIONSANALYSE

Für eine empirische Erklärung der Aktienkursentwicklung wird ein Modell benötigt, das die Aktienkurse mit anderen beobachtbaren Größen verknüpft, welche für die Bewertung von Aktien als „fundamental“ erachtet werden können. In der Theorie wird hierzu üblicherweise das Dividendendiskontierungsmodell herangezogen. Unter der Annahme effizienter Märkte müsste der Kurs einer Aktie im Gleichgewicht exakt dem Gegenwartswert der erwarteten zukünftigen Dividendenausschüttungen entsprechen. Der zur Berechnung dieses Gegenwartswerts verwendete Diskontierungssatz lässt sich in einen realen Zinssatz als Maß für die Opportunitätskosten (d. h. die reale Rendite auf eine alternative Anlage etwa in Staatsanleihen) und eine aktienspezifische Risikoprämie zerlegen. Diese Aktienrisikoprämie dient als Ausgleich für das im Vergleich zu verzinslichen Wertpapieren üblicherweise höhere Risiko einer Aktienanlage aufgrund der Unsicherheit der zukünftigen Dividendenzahlungen. Dementspre-

Abbildung 8 Aktienrisikoprämie im Euro-Währungsgebiet und Risikoneigung globaler Investoren

(linke Skala in % p.a.; rechte Skala in Prozentpunkten)



Quellen: Thomson Financial Datastream, Consensus Economics, STOXX, Merrill Lynch Global Fund Manager Survey und EZB-Berechnungen.

1) Geschätzt auf Basis des in Kasten 2 beschriebenen dreistufigen Dividendendiskontierungsmodells.

2) Prozentualer Saldo der Befragten im Rahmen des Global Fund Manager Survey von Merrill Lynch, die angaben, dass sie in ihrer Anlagestrategie gemessen an ihrer Benchmark derzeit ein höheres, normales oder geringeres Risiko eingehen. Ein negativer Wert bezeichnet dabei ein per saldo unter dem Normalniveau liegendes Risiko.

chend sind nach dem Dividendendiskontierungsmodell die fundamentalen Bestimmungsgrößen für den Kurs einer Aktie die aktuellen und erwarteten Dividenden (beziehungsweise Unternehmensgewinne), die Realzinsen und die Aktienrisikoprämie. Im Folgenden wird die Verwendung eines Dividendendiskontierungsmodells zur Erklärung der tatsächlichen Entwicklung der Aktienkurse im Euroraum anhand dieser makroökonomischen Fundamentalfaktoren erläutert. (Nähere Einzelheiten zur empirischen Anwendung des Modells sind Kasten 2 zu entnehmen.)

Die auf Basis des dreistufigen Dividendendiskontierungsmodells geschätzte Aktienrisikoprämie für den Dow-Jones-Euro-STOXX-Index scheint ein nützlicher Indikator für das von den Marktteilnehmern wahrgenommene Aktienrisiko und den Grad ihrer Risikoaversion zu sein. So ist beispielsweise, wie aus Abbildung 8 ersichtlich, ein recht enger Gleichlauf zwischen der geschätzten Aktienrisikoprämie und einem umfragebasierten Indikator für die Risikoneigung von Anlegern am Aktienmarkt zu beobachten. Der Indikator für die Risikonei-

Kasten 2

EIN DREISTUFIGES DIVIDENDENDISKONTIERUNGSMODELL FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

In diesem Modell wird unterstellt, dass Aktien entsprechend dem Gegenwartswert des erwarteten Dividendenstroms über eine grundsätzlich unendlich lange Frist bewertet werden können. Der reale Aktienkurs P lässt sich demnach wie folgt darstellen:

$$P_t = \frac{D_t(1+g)}{h-g}$$

wobei D das aktuelle Niveau der realen Dividenden bezeichnet und g und h für die erwartete Wachstumsrate der realen Dividende beziehungsweise den Diskontierungssatz stehen, die in der einfachsten Version jeweils konstant gesetzt werden.¹ Ferner kann die erwartete Dividendenwachstumsrate unter der Annahme, dass Dividenden einen konstanten Anteil des Ertrags darstellen, durch die erwartete zukünftige Wachstumsrate des Ertrags ersetzt werden.

Um das Modell auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-Index anzuwenden, wird in Anlehnung an Fuller und Hsia (1984) unterstellt, dass das reale Wachstum der Unternehmensgewinne in drei Phasen verläuft.² In der ersten Phase (den ersten vier Jahren) wächst der Ertrag annahmegemäß mit einer realen Rate g_t^{IBES} , die entsprechend den „langfristigen“ Prognosen der Analysten zum Gewinn pro Aktie (in drei bis fünf Jahren)³ für im Dow-Jones-Euro-STOXX-Index enthaltene Unternehmen gemäß dem I/B/E/S (Institutional Brokers Estimate System) – abzüglich der Prognosen von Consensus Economics für die Inflation in fünf Jahren – festgesetzt wird. Die zweite Phase stellt eine Übergangsperiode (von acht Jahren) dar, für die unterstellt wird, dass sich der reale Ertragszuwachs linear an eine konstante langfristige Wachstumsrate der realen Unternehmensgewinne g anpasst, die während der dritten, unendlichen Phase beständig bleibt.

Der Gleichgewichtskurs des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index kann demnach wie folgt dargestellt werden:

$$P_t = \frac{D_t[(1+g) + 8(g_t^{IBES} - g)]}{h_t - g}$$

Dabei sind P_t , D_t und g_t^{IBES} beobachtbare Größen, und g wird konstant und gleich 2,5 % gesetzt.⁴

Der Diskontierungssatz h_t kann implizit als Residualterm berechnet und in einen realen Zinssatz und eine Aktienrisikoprämie zerlegt werden. Demzufolge lässt sich die Aktienrisikoprämie für den Dow-Jones-Euro-STOXX-Index schätzen, indem man die Rendite auf eine zehnjährige französische an den HVPI des Euro-Währungsgebiets gebundene Staatsanleihe (als Messgröße der Realzinsen) von dem implizit errechneten Diskontierungssatz subtrahiert. Die implizite

1 Eine Erläuterung des Modells ist dem Anhang zum Artikel „Aktienmarkt und Geldpolitik“ im Monatsbericht vom Februar 2002 zu entnehmen.

2 Siehe R. J. Fuller und C.-C. Hsia, A simplified common stock valuation model, Financial Analysts Journal, September-Oktober, 1984, S. 49–56, sowie N. Panigirtzoglou und R. Scammell, Analysts' earnings forecasts and equity valuations, Bank of England Quarterly Bulletin, Frühjahr 2002, S. 59–66.

3 Diese Erwartungen zur Ertragsentwicklung sind in jedem Fall mit einiger Vorsicht zu interpretieren, da sie möglicherweise nicht frei von Verzerrungen sind und die Erwartungen am Markt nicht vollständig abbilden. Siehe hierzu den Kasten „Informationsgehalt der Gewinnerwartungen von Analysten am Aktienmarkt“ im Monatsbericht vom März 2004.

4 Diese langfristige Wachstumsrate der realen Unternehmensgewinne wird gewählt, weil sie sich mit den Erwartungen des privaten Sektors hinsichtlich des Potenzialwachstums im Euro-Währungsgebiet weitgehend deckt.

Aktienrisikoprämie sollte mit Vorsicht interpretiert werden, da mehrere Faktoren in diesem verkürzten Modell nicht angemessen abgebildet sind.

gung ist invers dargestellt, das heißt, ein Rückgang in dieser Datenreihe zeigt eine höhere Risikobereitschaft der Anleger an. Diese ging in der Regel tatsächlich mit einer Abnahme der geschätzten Aktienrisikoprämie einher. Überdies scheint sich das durchschnittliche Niveau der impliziten Aktienrisikoprämie von rund 4 % im Erfassungszeitraum mit den üblichen Schätzungen zur Aktienrisikoprämie zu decken.

Hat man auf diese Weise die Aktienrisikoprämie berechnet, lässt sich eine gegebene prozentuale Veränderung der Aktienkurse (näherungsweise) nach den Beiträgen der einzelnen Bestimmungsgrößen, nämlich den Veränderungen der Dividenden, den Erwartungen der Analysten hinsichtlich der realen Ertragsentwicklung, den realen Langfristzinsen und der Aktienrisikoprämie, aufschlüsseln. Eine solche Zerlegung ist in Abbildung 9 für die vierteljährlichen prozentualen Veränderungen des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index im Zeitraum vom zweiten Quartal 2002 bis zum zweiten Quartal 2004 ausgewiesen.

Aus der Abbildung geht hervor, dass für die Aktienkurse im Eurogebiet in den vergangenen zwei Jahren vor allem die Veränderungen der Aktienrisikoprämie und der realen Langfristzinsen maßgeblich waren. Die Entwicklung der aktuellen Dividenden und der erwarteten Erträge spielte hingegen bei der Erklärung der Aktienkursentwicklung insgesamt eine wesentlich geringere Rolle.

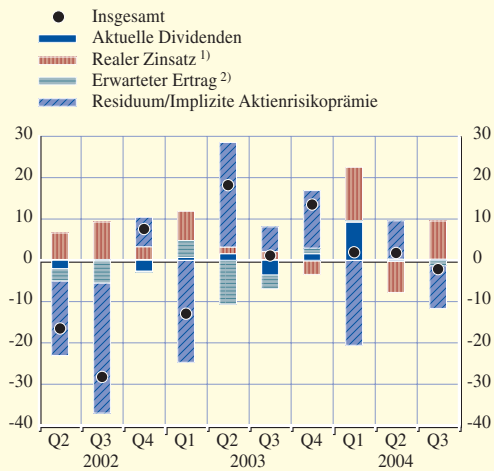
Wenngleich ein solches Erklärungsmuster für diesen speziellen Zeitraum durchaus plausibel erscheint, sollte nochmals auf einige Einschränkungen im Zusammenhang mit dem dreistufigen Dividendendiskontierungsmodell hingewiesen werden. So wird die Aktienrisikoprämie in diesem Modell als Residualgröße berechnet, in welcher der Einfluss aller anderen Bestimmungsfaktoren der Aktienkurse erfasst wird, die nicht angemessen modelliert sind. Demzu-

folge kann die geschätzte Aktienrisikoprämie unter Umständen stärkere Schwankungen aufweisen als durch die „wirklichen“ Veränderungen der Risikoneigung und Risikowahrnehmung der Anleger gerechtfertigt wäre. Infolgedessen wird der Einfluss der Aktienrisikoprämie auf die Aktienkurse bei der Zerlegung tendenziell überzeichnet. Auch der Einfluss der Erwartungen hinsichtlich der Ertragsentwicklung und der Realzinsen wird möglicherweise nicht angemessen berücksichtigt, da beide Komponenten nur durch einen einzigen Indikator und nicht mit ihrer gesamten Fristenstruktur abgebildet sind.

Darüber hinaus wird der Inflationsentwicklung als potenzieller Bestimmungsgröße für die Aktienkurse im Dividendendiskontierungsmodell nicht explizit Rechnung getragen: Da die reale Ertragsentwicklung mit einer realen Staatsanleiherendite diskontiert wird, dürfte das Modell gegenüber Veränderungen der Inflationserwartungen – abgesehen vom Einfluss der Inflation auf die Höhe der nominalen Dividenden – grundsätzlich neutral sein. Die Tatsache, dass die Dividendenrenditen im Zeitverlauf offenbar wieder zu einem bestimmten langfristigen Gleichgewichtswert zurückkehren, lässt den Schluss zu, dass die nominalen Aktienkurse und die nominalen Dividenden auf lange Sicht tendenziell dieselbe Wachstumsrate aufweisen. Unter der Annahme, dass Veränderungen der Inflationsrate zu einem proportionalen Anstieg der Wachstumsrate der nominalen Erträge und der nominalen Dividenden führen, könnte dies wiederum darauf hindeuten, dass Aktien zur langfristigen Absicherung gegen die Inflation eingesetzt werden könnten. Die empirische Evidenz spricht jedoch insgesamt dafür, dass die Inflation im Allgemeinen einen negativen Einfluss auf die realen Aktienkurse ausübt. Dazu sind einige Erklärungen angeführt worden. Erstens können hohe und variable Inflationsraten der Realwirtschaft und dem Unternehmenssektor im Besonderen schaden. In diesem Fall

Abbildung 9 Zerlegung der Veränderungen des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index auf Basis des dreistufigen Dividendendiskontierungsmodells

(Beiträge zur vierteljährlichen prozentualen Veränderung)



Quellen: Thomson Financial Datastream, Consensus Economics und EZB-Berechnungen.

1) Der reale Zinssatz entspricht der Rendite auf französische an den HVPI des Euro-Währungsgebiets gebundene Staatsanleihen im Zehnjahresbereich.

2) Erwartungen der Analysten zur langfristigen Ertragsentwicklung des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index gemäß dem Institutional Brokers Estimate System.

kann es zu Abwärtskorrekturen bei der für die Zukunft erwarteten realen Ertragsentwicklung kommen, was die nach dem Dividendendiskontierungsmodell geringeren realen Aktienkurse rechtfertigen würde. Zweitens dürfte die mit einer hohen Inflation verbundene größere wirtschaftliche Unsicherheit tendenziell auch das Risiko bei Aktienanlagen erhöhen und einen Aufwärtsdruck auf die Aktienrisikoprämie ausüben, was sich wiederum dämpfend auf die realen Aktienkurse auswirkt.

3.2 ANALYSE DES AM MARKT WAHrgENOMMENEN AKTIENRISIKOS

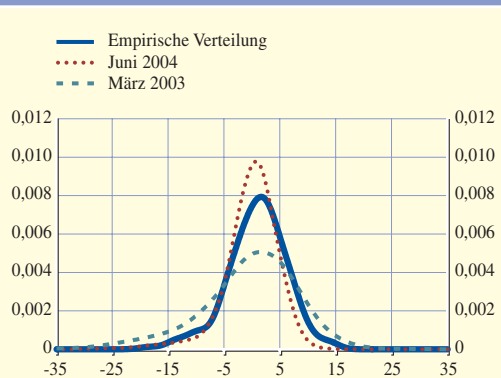
Wie bei den Anleihekursen können auch die in Optionspreisen enthaltenen Informationen dazu verwendet werden, die Gesamtverteilung der Erwartungen am Markt hinsichtlich der künftigen Aktienkursentwicklung auszuloten. Durch Herleitung impliziter Wahrscheinlichkeitsdichtefunktionen aus Aktienindexoptionen lässt sich die Entwicklung der von den Marktteilnehmern empfundenen Unsicherheit am Aktien-

markt und beispielsweise die Ausgewogenheit der subjektiv wahrgenommenen Risiken für die künftigen Aktienrenditen untersuchen. Dabei ist jedoch zu beachten, dass der Einfluss von Veränderungen bei den Risikoprämien, der potenziell beträchtlich ist und im Zeitverlauf erheblich variieren kann, bei der Interpretation dieser Verteilungen im Hinblick auf die tatsächlichen Erwartungen unberücksichtigt bleibt.

Der Nutzen dieser aus Optionen abgeleiteten impliziten Verteilungen lässt sich anhand von Angaben zum Euro-Währungsgebiet für die letzten beiden Jahre veranschaulichen, in denen sich der Aktienmarkt weltweit nach drei aufeinander folgenden Jahren mit negativen Jahresrenditen wieder kräftig erholte. In Abbildung 10 sind zwei implizite Wahrscheinlichkeitsdichtefunktionen aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index mit einer Restlaufzeit von jeweils 30 Tagen dargestellt, wobei die erste Dichtefunktion im März 2003 und die zweite im Juni 2004 ermittelt wurde. Wie die Abbildung zeigt, lässt die im März 2003 – also auf dem Höhepunkt des Irakkonflikts – hergeleitete implizite Wahrscheinlichkeitsdichtefunktion auf eine relativ große Wahrscheinlichkeit bevorstehender kräftiger Abwärtskorrekturen der Aktienkurse schließen, was darauf hindeutet, dass die Unsicherheit im Hinblick auf eine möglicherweise anstehende Kurskorrektur zu jener Zeit als relativ hoch empfunden wurde. So lag beispielsweise die Wahrscheinlichkeit eines Rückgangs des Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index um 10 % oder mehr bei Fälligkeit der Optionen nach Einschätzung der Anleger bei rund 15 %. Bis zum Juni 2004 verringerte sich diese Wahrscheinlichkeit auf etwa 5 %.

Die empirische Renditeverteilung beruht auf dem beobachteten monatlichen Ertrag auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index ab 1988. Dabei gilt es zu beachten, dass die Herleitung von auf Optionen basierenden impliziten Verteilungen und der empirischen Verteilung auf verschiedenen Annahmen beruht. Die implizite Verteilung wird nach dem Grundsatz der risiko-

Abbildung 10 Auf Optionen basierende und empirische Verteilung der Aktienrendite für das Euro-Währungsgebiet



Quellen: Eurex und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die für März 2003 und Juni 2004 ausgewiesenen Verteilungen sind risikoneutrale Wahrscheinlichkeitsdichtefunktionen, die anhand der Preise von Optionen mit einer Restlaufzeit von 30 Tagen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index berechnet werden.

neutralen Bewertung abgeleitet, wonach der Preis einer Option als Gegenwartswert der erwarteten zukünftigen Optionsgewinne ausgedrückt werden kann, die Erwartungen auf der „risikoneutralen Wahrscheinlichkeitsmessgröße“ basieren und der Diskontierungssatz dem risikofreien Zinssatz während der Laufzeit der Option entspricht.¹⁰ Die empirische Verteilung wird hingegen auf Basis der beobachteten Aktienkurse berechnet und daher von Veränderungen der Risikoprämien beeinflusst. Aus der Abbildung geht hervor, dass die Verteilung der zukünftigen Aktienrenditen nach Einschätzung der Marktteilnehmer im Juni 2004 stärker den historischen Renditen entsprach als im März 2003.

4 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die Preise finanzieller Vermögenswerte können grundsätzlich Informationen liefern, die für die Beurteilung der Aussichten für Konjunktur und Inflation hilfreich sind. Im vorliegenden Artikel wurde gezeigt, wie diese Informationen aus verschiedenen Arten von Finanzinstrumenten gewonnen werden können. Konkret wurde nachgewiesen, dass die anhand der Breakeven-Inflationsraten gemessenen langfristigen Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet in

den letzten Jahren auf mittlere bis lange Sicht relativ stabil waren, wengleich sie über kürzere Zeithorizonte deutlich schwankungsanfälliger gewesen sind. Die Aktienkursentwicklung im Eurogebiet scheint vor allem Veränderungen des Realzinssatzes und der Aktienrisikoprämie widerspiegelt zu haben. Was die Unsicherheit der Anleger betrifft, so wurden die kurzfristigen Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Anleiherenditen in den vergangenen Jahren offenbar von höheren Aufwärtsrisiken bestimmt, während die Unsicherheit über die künftigen Aktienkurse derzeit deutlich geringer zu sein scheint als etwa vor Jahresfrist.

Als Fazit lässt sich insgesamt feststellen, dass die Finanzmarktpreise eine sehr wertvolle Informationsquelle darstellen und einen nützlichen Beitrag zur geldpolitischen Entscheidungsfindung leisten. Gleichwohl treten bei der Interpretation von Preisschwankungen bei Finanzanlagen insbesondere in Echtzeit einige Probleme auf, weshalb Vorsicht geboten scheint. Zunächst einmal schwanken die Preise von Vermögenswerten offenbar weitaus stärker als durch die tatsächliche und erwartete Entwicklung gesamtwirtschaftlicher Fundamentaldaten allein gerechtfertigt wäre. Dies ist darauf zurückzuführen, dass zahlreiche weitere Faktoren – wie etwa vorübergehende Veränderungen der Risikoneigung der Anleger – die Vermögenspreise zumindest kurzfristig ebenfalls beeinflussen können. Darüber hinaus sind für die zur Ableitung relevanter Informationen angewandten Methoden in der Regel recht restriktive Annahmen über den Zusammenhang zwischen Vermögenspreisen und den betrachteten ökonomischen Variablen erforderlich. Aufgrund dieser Einschränkungen müssen die aus Vermögenspreisen gewonnenen Informationen stets in einen breiteren Zusammenhang gestellt und mit anderen Informationsquellen abgeglichen werden.

¹⁰ Eine ausführlichere Beschreibung der Herleitung von auf Optionen basierenden impliziten Verteilungen ist dem Anhang „Schätzungen impliziter risikoneutraler Dichten“ zum Aufsatz „Der Informationsgehalt von Zinssätzen und ihren Derivaten für die Geldpolitik“ im Monatsbericht vom Mai 2000 zu entnehmen.

ENTWICKLUNGEN BEIM EU-RAHMEN FÜR DIE FINANZMARKTREGULIERUNG, -AUFSICHT UND -STABILITÄT

AUFSÄTZE

Entwicklungen beim EU-Rahmen für die Finanzmarktregulierung, -aufsicht und -stabilität

Der Abschluss des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen (FSAP) dürfte die Verwirklichung des einheitlichen Marktes für Finanzdienstleistungen deutlich vorantreiben. Die Umsetzung der wichtigsten Maßnahmen des Aktionsplans wird dazu beitragen, die noch bestehenden legislativen und regulatorischen Hindernisse für eine volle Finanzintegration zu beseitigen und gleichzeitig die Finanzmarktstabilität zu fördern. Zusätzlich zum FSAP werden weitere öffentliche Initiativen auf EU-Ebene umgesetzt, die einen deutlichen Beitrag zur Erreichung der Ziele der Finanzintegration und der Finanzmarktstabilität leisten können. Erstens stellt die Verabschiedung des „Lamfalussy-Ansatzes“, der ursprünglich für den Wertpapierbereich entwickelt wurde und jetzt auf Banken und Versicherungen ausgedehnt worden ist, eine einzigartige Gelegenheit zur Verbesserung der Wirksamkeit der regulatorischen und aufsichtlichen Prozesse im Finanzsektor dar. Zweitens dürfte die unter Federführung des Wirtschafts- und Finanzausschusses (EFC) angestrebte Stärkung bestimmter Regelungen zur Finanzmarktstabilität erheblich dazu beitragen, die Zusammenarbeit und den Informationsaustausch unter den zuständigen Behörden sowohl in normalen Zeiten als auch in Krisensituationen zu verbessern. Die wirksame Umsetzung dieser Initiativen wird für die Zeit nach dem FSAP von entscheidender Bedeutung sein.

EINLEITUNG

Die Einführung der gemeinsamen Währung Anfang des Jahres 1999 hat der Integration der europäischen Finanzmärkte einen kräftigen Impuls verliehen, und zwar unter anderem dadurch, dass sie die Nutzung von Kredit- und Anlagemöglichkeiten erleichterte, wodurch wiederum die Finanzierungskosten gesenkt und die Allokation finanzieller Ressourcen im gesamten Euro-Währungsgebiet verbessert werden konnten. Um die potenziellen Vorteile des Euro und der zunehmenden Finanzintegration voll ausschöpfen zu können, muss der Aufbau eines einheitlichen Finanzmarktes durch einen wirksamen politischen Rahmen unterstützt werden, der darauf abzielt, die verbleibenden Hindernisse für die Finanzmarktintegration zu beseitigen und gleichzeitig die Stabilität des Finanzsystems zu fördern und aufrecht zu erhalten. Die wichtigsten Elemente dieses Rahmens sind Regulierung, Aufsicht und gezielte Maßnahmen zur Förderung der Finanzmarktstabilität. In allen diesen Bereichen sind bereits wichtige Entwicklungen im Gange.

Im Bereich der Finanzregulierung zielte der FSAP, der von der Europäischen Kommission im Mai 1999 eingeführt wurde,¹ auf den Abschluss der notwendigen legislativen Maßnahmen ab, um die EU-weite Ausübung der Marktfreiheiten bei Finanzdienstleistungen zu ermöglichen. Der Ab-

schluss des FSAP am Ende der Legislaturperiode des Europäischen Parlaments Mitte 2004 war ein wichtiger Erfolg. Die Verabschiedung von 39 der 42 im FSAP geplanten Maßnahmen der Gemeinschaft führte zu einer grundlegenden Verbesserung der Regulierung des Finanzsektors in der EU. Allerdings dürfte es einige Zeit dauern, bevor die Auswirkungen des FSAP auf die Finanzmärkte in vollem Umfang deutlich werden, da eine ganze Reihe von FSAP-Maßnahmen erst kürzlich verabschiedet wurden und die meisten noch in regulatorischer und aufsichtlicher Hinsicht auf nationaler Ebene umgesetzt werden müssen. Diese Phase ist von entscheidender Bedeutung, denn es hängt von der konsequenten Umsetzung und Durchsetzung der Maßnahmen durch die Mitgliedstaaten ab, inwieweit der FSAP zur wirksamen Errichtung eines einheitlichen Finanzmarktes beitragen wird.

Die Finanzmarktaufsicht gewinnt als wichtiges Werkzeug zur Förderung sowohl der Finanzmarktintegration als auch der Finanzmarktstabilität immer mehr an Bedeutung. Hier wird die Einführung des Lamfalussy-Ansatzes² und seine kürzlich erfolgte Ausweitung vom Wertpa-

1 Mitteilung der Kommission vom 11. Mai 1999 mit dem Titel „Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan“ (KOM(1999) 232).

2 Der Lamfalussy-Ansatz wurde vom Ausschuss der Weisen für die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte unter Vorsitz von Baron Alexandre Lamfalussy in seinem Abschlussbericht vom 15. Februar 2001 beschrieben.

pier- auf den Banken- und den Versicherungssektor die Mechanismen der Zusammenarbeit verbessern und eine engere Koordination zwischen den zuständigen Behörden ermöglichen.

Schließlich macht die zunehmende Finanzmarktintegration auch verbesserte Regelungen für die Überwachung und Aufrechterhaltung der Finanzmarktstabilität erforderlich. Dieses Ziel wird auf der Grundlage der auf dem Lamfalussy-Ansatz beruhenden Strukturen und der Empfehlungen des Wirtschafts- und Finanzausschusses verfolgt.

In diesem Beitrag soll ein Überblick über die jüngsten Entwicklungen bei der Errichtung eines EU-Rahmens für die Finanzmarktregulierung, -aufsicht und -stabilität gegeben werden, und es sollen mögliche zukünftige Entwicklungen in diesen Bereichen aufgezeigt werden. Im ersten Abschnitt, in dem es um die Regulierung geht, werden die wichtigsten im Rahmen des FSAP verabschiedeten legislativen Maßnahmen sowie die Organisationsstruktur diskutiert, die den im Rahmen des Lamfalussy-Ansatzes geschaffenen flexibleren regulatorischen Prozess der Umsetzung dieser Maßnahmen unterstützt. Der zweite Abschnitt befasst sich mit der Aufsicht (d. h. mit der Umsetzung und Durchsetzung der Gesetze und Verordnungen). Er konzentriert sich auf die Verbesserung der Zusammenarbeit zwischen den zuständigen Behörden, insbesondere auf der Grundlage der neu errichteten EU-Aufsichtsausschüsse. Im dritten Abschnitt wird die Stärkung der Regelungen für die Finanzmarktstabilität sowohl hinsichtlich der laufenden Beobachtung von Schwachstellen als auch bezüglich des institutionellen Rahmens für das Krisenmanagement diskutiert. Der Aufsatz schließt mit einem Ausblick auf mögliche zukünftige Entwicklungen in diesen Aufsichtsbereichen.

I FINANZMARKTREGULIERUNG

Eines der Hauptmerkmale des Lamfalussy-Ansatzes ist die Anerkennung des Unterschieds zwischen den gesetzlichen Grundlagen und den

technischen Regeln.³ Einerseits sollten grundlegende politische Entscheidungen in Form von Rahmegrundsätzen in Gemeinschaftsrecht umgesetzt werden. Was das Verfahren angeht, so sollten diese Rahmegrundsätze nach den normalen EU-Gesetzgebungsverfahren verabschiedet werden, d. h. dem Rat und dem Europäischen Parlament wird ein Kommissionsvorschlag vorgelegt, der dann im Mitentscheidungsverfahren verabschiedet wird. Diese Ebene der Gesetzgebung entspricht in der Lamfalussy-Terminologie der 1. Stufe. Andererseits gibt es die detaillierteren technischen Maßnahmen, die zur Umsetzung der grundsätzlichen Ziele der Gesetzgebung erforderlich sind. Diese sollten mittels eines flexibleren regulatorischen Verfahrens verabschiedet werden. Insbesondere ist die Kommission – mit Unterstützung der sektorspezifischen Ausschüsse, in denen die zuständigen Stellen vertreten sind – berechtigt, Gesetzesentwürfe vorzubereiten, über die von den Regulierungsausschüssen, in denen die Mitgliedstaaten vertreten sind, abgestimmt wird. Dieser Schritt der Gesetzgebung, der sich auf das „Komitologie“-Verfahren⁴ stützt, entspricht der 2. Stufe.

Viele der in jüngerer Zeit verabschiedeten FSAP-Maßnahmen beruhen bereits auf dem Lamfalussy-Ansatz. Sie beschränken sich auf

3 Der Lamfalussy-Ansatz ist ein vierstufiger Prozess zur Beschleunigung der Gesetzgebung zur Wertpapier-, Banken- und Versicherungsregulierung. Stufe 1 umfasst die Rahmegrundsätze in Form von Richtlinien oder Verordnungen, die im normalen Gesetzgebungsverfahren der EU zu entscheiden sind. In Stufe 2 geht es um detaillierte Umsetzungsmaßnahmen auf der Grundlage der Rahmengesetzgebung der Stufe 1. Stufe 3 besteht aus einer vertieften Zusammenarbeit und dem Informationsaustausch unter den EU-Aufsichtsbehörden, um eine konsistente und äquivalente Umsetzung der Gesetzgebung der Stufe 1 und der Stufe 2 zu gewährleisten. In Stufe 4 geht es um eine Stärkung der Durchsetzung des Gemeinschaftsrechtes, insbesondere mittels Maßnahmen der Kommission, gestützt auf verbesserte Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten, ihren Regulierungsbehörden und dem privaten Sektor.

4 Der Begriff „Komitologie“ bezieht sich auf das Verfahren, nach dem die Kommission bei der Annahme von Durchführungsbestimmungen zum Gemeinschaftsrecht von einem Ausschuss von Vertretern der Mitgliedsstaaten unterstützt wird. Nach Artikel 202 des Vertrags ist die Kommission für die Umsetzung der Rechtsvorschriften auf Gemeinschaftsebene zuständig. Im Beschluss des Rates 1999/468/EG vom 28. Juni 1999 werden die Komitologieverfahren bestimmt, die bei der Verabschiedung von Umsetzungsmaßnahmen anzuwenden sind.

Kasten I

WICHTIGE MASSNAHMEN DES AKTIONSPLANS FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGEN**Bankenaufsicht**

- Änderung der Richtlinien über die **Eigenkapitalregelungen** für Banken und Wertpapierfirmen (umzusetzen bis zum 31. Dezember 2006);
- Richtlinie über die **Sanierung und Liquidation von Kreditinstituten** (2001/24/EG vom 4. April 2001); und
- Richtlinie über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von **E-Geld-Instituten** (2000/46/EG vom 18. September 2000).

Aufsicht über das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung

- Überarbeitung des **Solvenzsystems bei Versicherungen** (erwartet für 2005);
- Richtlinie über die **Aufsicht über Rückversicherer** (erwartet für 2005);
- Richtlinie über **Versicherungsvermittlung** (2002/92/EG vom 9. Dezember 2002);
- Richtlinie über die **Sanierung und Liquidation von Versicherungsunternehmen** (2001/17/EG vom 19. März 2001); und
- Richtlinie über die **Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung** (2003/41/EG vom 3. Juni 2003).

Wertpapiere und Investmentfonds

- Richtlinie über **Transparenzpflichten für Wertpapiere** (geplant für Herbst 2004);
- Richtlinie über **Märkte für Finanzinstrumente** (2004/39/EG vom 21. April 2004);
- Richtlinie betreffend den **Prospekt**, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist (2003/71/EG vom 4. November 2003);
- Richtlinie über **Insider-Geschäfte und Marktmanipulation** (Marktmissbrauch) (2003/6/EG vom 28. Januar 2003);
- Richtlinie über den **Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher** (2002/65/EG vom 23. September 2002); und
- Richtlinien zur **Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)** (2001/107/EG und 2001/108/EG vom 21. Januar 2002).

Sektorübergreifende Aufsicht

- Richtlinie über die **zusätzliche Beaufsichtigung der Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen und Wertpapierfirmen in einem Finanzkonglomerat** (2002/87/EG vom 16. Dezember 2002).

Zahlungsverkehr, Clearing und Abrechnung

- Mitteilung der Kommission über **Clearing und Abrechnung** (KOM(2004) 312 vom 28. April 2004);

- Richtlinie über **Finanzsicherheiten** (2002/47/EG vom 6. Juni 2002); und
- Mitteilung der Kommission über einen **einheitlichen Markt für Zahlungen** (KOM(2000) 36 vom 31. Januar 2000).

Rechnungslegungsvorschriften

- Verordnung betreffend die **Anwendung der internationalen Rechnungslegungsgrundsätze** (1606/2002/EG vom 19. Juli 2002, tritt am 1. Januar 2005 in Kraft).

Gesellschaftsrecht

- Vorschläge für eine **10. Richtlinie zum Gesellschaftsrecht über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedstaaten** und eine **14. Richtlinie zum Gesellschaftsrecht über die grenzüberschreitende Verlegung des Gesellschaftssitzes von Kapitalgesellschaften** (sollen 2005 verabschiedet werden);
- Richtlinie betreffend **Übernahmeangebote** (2004/25/EG vom 21. April 2004);
- Mitteilung der Kommission zur **Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union** (KOM(2003) 284 vom 21. Mai 2003);
- **Statut der Europäischen Gesellschaft** (Richtlinie 2001/86/EG und Verordnung 2001/2157/EG vom 8. Oktober 2001 – trat am 8. Oktober 2004 in Kraft); und
- Vorschlag für eine Richtlinie über die **Prüfung des Jahresabschlusses und des konsolidierten Abschlusses** (KOM(2004) 177 vom 16. März 2004).

Marktintegrität

- Vorschlag für eine Richtlinie zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der **Geldwäsche** einschließlich der **Finanzierung des Terrorismus** (Dritte Geldwäscherichtlinie); und
- Richtlinie zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der **Geldwäsche** (2001/97/EG vom 4. Dezember 2001, Zweite Geldwäscherichtlinie).

Besteuerung

- Richtlinie im Bereich der **Besteuerung von Zinserträgen** (2003/48/EG vom 3. Juni 2003).

die Definition von Rahmengrundsätzen und berechnen die Kommission, gemäß den nach Stufe 2 vorgesehenen Verfahren Durchführungsbestimmungen zu verabschieden.

STUFE 1: DIE WICHTIGSTEN MASSNAHMEN DES FSAP

Mit den FSAP-Maßnahmen wird sowohl das bestehende Regulierungssystem für zahlreiche Fi-

nanzdienstleistungen überarbeitet als auch die EU-weite Harmonisierung auf neue Bereiche ausgeweitet. Sie schließen auch bestimmte Lücken bei den EU-Rechtsvorschriften für den Finanzsektor (siehe Kasten 1). Der Großteil der Arbeit galt der Verbesserung der Regulierung im Wertpapierbereich. Dies ist auch der erste Sektor, in dem der Lamfalussy-Rahmen umgesetzt wurde. Die regulatorische Intervention betraf hier die Intermediäre, die Handelssysteme und weitere Bereiche.

Die neue Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente ist eine der wichtigsten Maßnahmen des FSAP. Sie wurde nach vier Jahren intensiver Verhandlungen verabschiedet und ersetzte die 1993 von der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG) eingeführten Regelungen. Sie betrifft sowohl die Handelsinfrastruktur als auch die Intermediäre. Sie befasst sich mit neuartigen Problemen, die durch den verstärkten Wettbewerb zwischen Börsen und neuen Handelsplattformen auftreten, und legt umfangreiche Vorschriften fest, die alle Marktformen betreffen, insbesondere die regulierten Märkte, multilaterale Handelsplattformen und Intermediäre, die Kundenaufträge intern ausführen. Was die Intermediäre angeht, so ist die wichtigste Auswirkung der neuen Richtlinie, dass sie den Rahmen derjenigen anlegerorientierten Tätigkeiten erweitert, die vom Europäischen Pass profitieren, und gleichzeitig den Anlegerschutz verbessert. Somit stärkt sie auch die Zusammenarbeit unter den Wertpapieraufsehern mit dem Ziel, einen wirksamen EU-weiten Aufsichtsrahmen zu schaffen. Die EZB hat in ihrer Stellungnahme gemäß Artikel 105 Absatz 4 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (Vertrag) die wichtigsten Vorschriften dieser Richtlinie begrüßt und unterstützt.⁵

Weitere wichtige Maßnahmen sind im Bereich der Regulierung des Wertpapiersektors verabschiedet worden. Sie zielen auf eine verbesserte Harmonisierung wichtiger Aspekte des Wertpapiergeschäfts und eine Modernisierung der gesetzlichen Vorschriften für die Wertpapiermärkte in Europa ab. Erstens führte die Börsenprospektrichtlinie einen Europäischen Pass für Wertpapieremittenten ein. Damit wird es ermöglicht, dass die Zulassung eines Prospekts für die Emission von Wertpapieren durch die zuständige Stelle in einem Mitgliedstaat von den zuständigen Stellen in den anderen Mitgliedstaaten akzeptiert wird. Um dieses Ziel zu erreichen, führt die Richtlinie die notwendige Harmonisierung der Regeln für die Börseneinführung und der in einem Prospekt enthaltenen Informationen ein und gewährleistet so einen gleichwertigen Schutz der Anleger auf Gemeinschaftsebene.

Zweitens hat die Richtlinie über Marktmissbrauch harmonisierte Regeln in diesem Bereich eingeführt und so das Anlegervertrauen in die europäischen Finanzmärkte gestärkt.

Die EZB hat beide regulatorischen Initiativen unterstützt, welche die Integrität der europäischen Finanzmärkte weiter fördern, das Anlegervertrauen stärken und das reibungslose Funktionieren der Märkte gewährleisten dürfen.⁶

Drittens wurden regulatorische Maßnahmen ergriffen, um die Publizitätsvorschriften für Unternehmen mit an europäischen Finanzmärkten notierten Wertpapieren (durch die Transparenzrichtlinie) bzw. die Rechnungslegungsvorschriften (durch die Verordnung betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards) weiter zu harmonisieren. Die Einführung harmonisierter und verbesserter Publizitätsnormen wird sich positiv auf die europäische Wirtschaft auswirken, da sie die Markteffizienz verbessern, die Integration der europäischen Finanzmärkte fördern und zur Finanzmarktstabilität beitragen wird.

Viertens hat die Richtlinie über Finanzsicherheiten die Rechtssicherheit bei der grenzüberschreitenden Nutzung von Sicherheiten im Wholesale-Bereich der Finanzmärkte verbessert. Diese Maßnahmen sind für das Eurosystem von besonderer Bedeutung, da sie das reibungslose Funktionieren der einheitlichen Geldpolitik unterstützen werden.⁷

Im Bankensektor stellen die von der Kommission am 14. Juli 2004 vorgeschlagenen Änderungen der kodifizierten Bankenrichtlinie (2000/12/EG) und der Kapitaladäquanzrichtlinie (93/6/EWG) über den neuen Rahmen für Mindestkapitalanforderungen für Banken und Wertpapierfirmen die umfassendste und auch die

5 Siehe Stellungnahme der EZB vom 12. Juni 2003, ABl. C144, 20.6.2003.

6 Siehe Stellungnahme der EZB vom 16. November 2001, ABl. C344, 6.12.2001 und Stellungnahme der EZB vom 22. November 2001, ABl. C24, 26.1.2002.

7 Siehe Stellungnahme der EZB vom 30. September 2003, ABl. C242, 9.10.2003.

jüngste Initiative dar. Ziel dieser Neufassung ist die Modernisierung des bestehenden EU-Rahmens auf der Grundlage der Arbeit des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht (BCBS). Am 26. Juni 2004 billigten die Zentralbankpräsidenten und die Leiter der Bankenaufsichtsbehörden der G 10-Staaten den Bericht des BCBS mit dem Titel „Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework“ (Basel II: Internationale Konvergenz der Kapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen: Überarbeitete Rahmenvereinbarung). Der Vorschlag der Kommission zur Neufassung der oben genannten Richtlinien steht auch weitgehend im Einklang mit dem Lamfalussy-Ansatz und ermöglicht ein flexibles Verfahren bei der Anpassung der technischen Regeln, die im Zuge der Verfahren der Stufe 2 modifiziert werden könnten.

Auch im Versicherungsbereich wurde eine umfassende Überarbeitung der aufsichtsrechtlichen Bestimmungen in die Wege geleitet. Das „Solvabilität-II-Projekt“ zielt auf die Errichtung eines regulatorischen Rahmens ab, der dem Risikoprofil eines Versicherungsunternehmens besser entspricht. Wie Basel II für die Banken will die Solvabilität-II-Initiative die Mindestkapitalanforderungen für die Versicherer reformieren, indem sie eine Drei-Säulen-Struktur einführt. Der Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie wird für 2005 erwartet. Die Kommission beabsichtigt auch, die neuen Regelungen für die Bankenaufsicht am Lamfalussy-Ansatz auszurichten. Der verwandte Bereich der betrieblichen Altersversorgung, der auch Institutionen wie beispielsweise Pensionsfonds umfasst, profitierte ebenfalls von den Verbesserungen des aufsichtlichen Rahmens, die 2003 durch die Richtlinie über die betriebliche Altersversorgung eingeführt wurden.

Zum FSAP gehören auch Maßnahmen, die sich mit sektorübergreifenden Aktivitäten befassen. Die Richtlinie von 2002 über die zusätzliche Beaufsichtigung der Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen und Wertpapierfirmen eines Finanzkonglomerats, die von den Mitgliedstaaten bis August 2004 umgesetzt werden musste,

beinhaltet aufsichtliche Anforderungen, die auf die besonderen Merkmale großer Finanzgruppen abzielen, welche im Versicherungsbereich und mindestens einem anderen Finanzsektor (z. B. Banken, Wertpapiere) tätig sind. Diese Richtlinie befasst sich mit Solvabilitätsanforderungen, Risikokonzentrationsregeln, Eignung von Managern, Risikomanagement und internen Kontrollsystemen innerhalb des Konglomerats. Sie fördert auch die aufsichtliche Zusammenarbeit und sieht in diesem Zusammenhang die Benennung eines koordinierenden Aufsehers vor, der aus der Reihe der mit der Aufsicht über ein Finanzkonglomerat beschäftigten Aufsichtsbehörden bestimmt wird. Der Finanzkonglomeratausschuss, bei dem es sich um einen Stufe-2-Ausschuss nach dem Lamfalussy-Ansatz handelt, wird die Kommission bei der Verabschiedung der technischen Regeln und der Bereitstellung weiterer Orientierungshilfen für die Regulierung von Finanzkonglomeraten unterstützen.

Im Folgenden werden weitere Maßnahmen aufgeführt, die aus dem FSAP resultieren. In der Mitteilung der Kommission zu Clearing und Abrechnung vom April 2004 wird eine Richtlinie vorgeschlagen, die darauf abzielt, Wettbewerb und Effizienz durch umfassende Zugangsrechte für die Anbieter von Clearing- und Abrechnungsdienstleistungen in der gesamten EU zu erhöhen. Außerdem stellte im Bereich des Gesellschaftsrechts die Verabschiedung des Statuts der Europäischen Aktiengesellschaft, das im Oktober 2004 in Kraft trat, einen wichtigen Durchbruch dar und war gleichzeitig Ausgangspunkt für ein noch ehrgeizigeres Projekt: einen Aktionsplan für die Modernisierung des Gesellschaftsrechts und die Verbesserung der Corporate Governance.⁸ Damit sollen die Prioritäten für den regulatorischen Rahmen in diesem Bereich auf EU-Ebene festgelegt werden. Der Aktionsplan umfasst Initiativen zur Stärkung der Aktionärsrechte, zur Verbesserung des Schutzes von Angestellten und Gläubigern und zur Erhöhung der Effizienz und der Wettbe-

⁸ Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament über „Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union – Aktionsplan“ (KOM(2003) 284 vom 21. Mai 2003).

Kasten 2

DER LAMFALUSSY-ANSATZ: DIE NEUE ORGANISATORISCHE STRUKTUR

	Regulierungsausschüsse	Aufsichtsausschüsse
Banken	Europäischer Bankenausschuss	Ausschuss der europäischen Bankenaufsichtsbehörden
Versicherungen und Pensionsfonds	Europäischer Ausschuss für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung	Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung
Wertpapiere und Investmentfonds	Europäischer Wertpapierausschuss	Ausschuss der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden
Finanzkonglomerate	Europäischer Ausschuss für Finanzkonglomerate	Kein Aufsichtsausschuss vorgesehen

werbsfähigkeit von Unternehmen aus grenzüberschreitender Sicht. Schließlich ist auch noch der jüngste Vorschlag der Kommission erwähnenswert, mit dem der Anwendungsbereich der Maßnahmen zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems für die Terrorismusfinanzierung erweitert wird.

STUFE 2 DES LAMFALUSSY-ANSATZES

Wie weiter oben erwähnt, ermöglichen es viele FSAP-Maßnahmen der Kommission bereits jetzt, Rechtsvorschriften der Stufe 2 zu erlassen. Nach dem Bericht des EFC vom Oktober 2002 über die Finanzmarktregulierung, -aufsicht und -stabilität wurde der Lamfalussy-Ansatz vom Wertpapiersektor auf die Sektoren Banken, Versicherungen und Investmentfonds ausgeweitet. Die Ausschussstrukturen, die erforderlich sind, um die Kommission in ihrer Regulierungsrolle zu unterstützen, wurden eingerichtet.⁹ Das Verfahren zur Verwirklichung effizienterer und flexiblerer Gesetzgebungs- und Regulierungsprozesse auf EU-Ebene ist also in Gang gesetzt worden.

Die neuen Regulierungsausschüsse (siehe Kasten 2) werden die Kommission bei der Verabschiedung der technischen Maßnahmen in Stufe 2 im Rahmen des Komitologieverfahrens unterstützen. Diese Ausschüsse setzten sich aus hochrangigen Vertretern der Mitgliedstaaten zusammen. Den Vorsitz hat jeweils ein Vertreter der Kommission. Im Bankenbereich wird

der Europäische Bankenausschuss (European Banking Committee – EBC) den Ausschuss für Bankenaufsicht (Banking Advisory Committee) ersetzen. Im Versicherungssektor wird der bereits bestehende Versicherungsausschuss (Insurance Committee) durch den Europäischen Ausschuss für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Committee – EIOPC) ersetzt. Im Wertpapiersektor besteht der Europäische Wertpapierausschuss (European Securities Committee – ESC) zwar bereits seit 2001¹⁰, aber er wird jetzt die regulatorischen Zuständigkeiten des OGAW-Kontakt Ausschusses (UCITS Contact Committee)¹¹ übernehmen. Der Europäische Ausschuss für Finanzkonglomerate (European Financial Conglomerates Committee) wurde 2002 eingerichtet.¹² Die EZB hat in diesen Banken-, Wertpapier- und Finanzkonglomeratausschüssen Beobachterstatus.

9 Auf der Grundlage der folgenden Beschlüsse der Kommission: Beschluss der Kommission 2004/5/EG zur Einsetzung des Ausschusses der europäischen Bankaufsichtsbehörden; Beschluss der Kommission 2004/6/EG zur Einsetzung des Ausschusses der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung; Beschluss der Kommission 2004/9/EG zur Einsetzung des Europäischen Ausschusses für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung; Beschluss 2004/10/EG zur Einsetzung des Europäischen Bankenausschusses, alle vom 5. November 2003.

10 Beschluss der Kommission vom 6. Juni 2001 (2001/528/EG) zur Einsetzung des Europäischen Wertpapierausschusses.

11 Beschluss der Kommission vom 5. November 2003 (2004/8/EG) zur Änderung des Beschlusses 2001/528/EG zur Einsetzung des Europäischen Wertpapierausschusses.

12 Richtlinie 2002/87/EG vom 16. Dezember 2002.

Die neuen Aufsichtsausschüsse (siehe Abschnitt 2) haben hinsichtlich der Rechtsvorschriften der Stufe 2 die Aufgabe, die Kommission beim Inhalt der Durchführungsbestimmungen technisch zu beraten.

2 FINANZMARKTAUFSICHT

Die Durchführung der Finanzmarktaufsicht bezieht sich auf die laufende Umsetzung und Durchsetzung der Rechtsvorschriften und Regelungen. Gemäß dem Lamfalussy-Ansatz sollte die Umsetzung der Stufe-1- und Stufe-2-Vorschriften in nationales Recht und nationale Praktiken auf der Grundlagen einer verbesserten Zusammenarbeit unter den Aufsichtsbehörden stattfinden. Dies geschieht in Stufe 3, deren Ziel darin besteht, eine konsistente und äquivalente Umsetzung der Stufe-1- und Stufe-2-Vorschriften unter den Mitgliedstaaten zu gewährleisten.

Die Entwicklung der Stufe-3-Aktivitäten wurde den jüngst gegründeten Aufsichtsausschüssen übertragen (siehe Kasten 2). Sie setzen sich aus hochrangigen Vertretern der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden zusammen. Im Bankensektor umfasst der Ausschuss der Europäischen Bankenaufsichtsbehörden (Committee of European Banking Supervisors – CEBS) auch Vertreter der Zentralbanken, die nicht direkt in die Aufsicht über einzelne Kreditinstitute eingeschaltet sind, einschließlich der EZB. Zentralbanken können nämlich aufgrund ihrer Aufgaben einen Beitrag zur Durchführung der Bankenaufsicht leisten, was sich auch in Artikel 105 Absatz 5 des Vertrags widerspiegelt. Die Stimmrechte liegen allerdings bei den Bankenaufsichtsbehörden. Im Wertpapiersektor folgte der Ausschuss der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden (Committee of European Securities Regulators – CESR)¹³ dem 1997 gegründeten Forum der Europäischen Wertpapierkommissionen (European Securities Commissions) nach, während im Versicherungssektor der Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (Committee of

European Insurance and Occupational Pension Supervisors – CEIOPS) auf der früheren Konferenz der Versicherungsaufsichtsbehörden (Conference of European Insurance Supervisors) aufbaut, die vor mehr als 40 Jahren gegründet wurde.

Mit der Einführung der Stufe-3-Aktivitäten in den EU-Rahmen für die Finanzmarktaufsicht soll auch den aufsichtlichen Herausforderungen begegnet werden, die sich aus der zunehmenden Integration der Finanzmärkte ergeben. Erstens kann der verbesserte regulatorische Rahmen, der durch Rechtsvorschriften der Stufe 1 und der Stufe 2 geschaffen wurde, nur dann wirksam sein, wenn eine konsequente Anwendung der gemeinsamen Regeln auf nationaler Ebene erreicht wird. Die Förderung der Finanzmarktintegration im Rahmen des FSAP bedeutet, dass die Marktteilnehmer, die im gesamten einheitlichen Markt operieren, im Wesentlichen ähnliche Durchsetzungspraktiken und -verfahren vorfinden sollten. Wäre dies der Fall, könnten die Kosten für grenzüberschreitende Aktivitäten sowie potenzielle Wettbewerbsverzerrungen, die sich aus unterschiedlichen Verfahren in den Mitgliedstaaten ergeben, erheblich gesenkt werden. Die regulatorische Konvergenz muss daher durch aufsichtliche Konvergenz ergänzt werden; dann wäre es möglich, die Ziele des FSAP zu erreichen. Zweitens würde eine verbesserte Zusammenarbeit und ein verbesserter Informationsaustausch unter den Behörden eine wirksamere Aufsicht von Finanzinstituten mit umfangreichen grenzüberschreitenden Aktivitäten erlauben. Dies gilt insbesondere für große Finanzgruppen, die aufgrund ihrer grenzüberschreitenden Aktivitäten oder der Rolle, die sie auf wichtigen Finanzmärkten oder in Marktinfrastrukturen spielen, von EU-weiter Relevanz sind.

¹³ Beschluss der Kommission vom 6. Juni 2001 (2001/527/EG) zur Einsetzung des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden.

STUFE-3-AKTIVITÄTEN DER NEUEN AUFSICHTSAUSSCHÜSSE

Gemäß den Vorschlägen des Lamfalussy-Ausschusses und dem EFC-Bericht vom Oktober 2002 über die Regulierung, Beaufsichtigung und Stabilität der Finanzmärkte haben die Aufsichtsausschüsse die folgenden spezifischen Stufe-3-Aufgaben. Erstens sollen sie die konsequente Umsetzung der EU-Richtlinien fördern und in diesem Bereich optimale Aufsichtspraktiken entwickeln. Zweitens sollen sie ein wirksames operationelles Netzwerk einrichten, das sowohl in normalen Zeiten als auch in Krisensituationen die aufsichtliche Konvergenz und den Austausch von Informationen über bestimmte Institutionen ermöglicht. Bei der Durchführung dieser Aufgaben sollten die Ausschüsse institutionell und operationell unabhängig sein. Um die Erfüllung der Rechenschaftspflicht zu gewährleisten, sollten die Ausschüsse der Kommission einen Jahresbericht vorlegen, der dann dem Europäischen Parlament und dem Rat übersandt wird. Die jeweiligen Ausschussvorsitzenden sollten dem Europäischen Parlament regelmäßig und/oder auf Anfrage berichten. Eine wichtige Anforderung ist, dass die Ausschüsse offen und transparent arbeiten und über geeignete Konsultations- und Offenlegungspraktiken verfügen sollten.

Die Aufsichtsausschüsse können eine Vielzahl von Instrumenten einsetzen, um ihre Aufgaben zu erfüllen. So können sie beispielsweise Richtlinien für auf nationaler Ebene zu verabschiedende Regelungen verfassen, Auslegungsempfehlungen aussprechen und Standards festlegen oder „Best Practices“ für Angelegenheiten aufzeigen, die weder von Rechtsvorschriften der Stufe 1 noch von Rechtsvorschriften der Stufe 2 abgedeckt werden. Da diese Instrumente nicht rechtsverbindlich sind, bleibt ihre Umsetzung durch die Mitglieder der Ausschüsse freiwillig. Außerdem können die Ausschüsse „Peer Reviews“ der nationalen Praktiken durchführen.

Die drei Aufsichtsausschüsse haben sich, obwohl sie erst kürzlich eingesetzt wurden, anspruchsvolle Ziele gesetzt, um die sich aus den FSAP-Maßnahmen im Besonderen und aus der

Finanzmarktintegration im Allgemeinen ergebenden Anforderungen zu erfüllen.

Der in Paris ansässige CESR war der erste Aufsichtsausschuss, der aufgrund der Lamfalussy-Empfehlungen eingerichtet wurde. Er hat bereits einen Großteil seiner Aktivitäten der Beratung der Kommission in technischen Fragen hinsichtlich des Inhalts von Stufe-2-Regeln zur Umsetzung der Richtlinien im Wertpapierbereich, die im Rahmen des FSAP verabschiedet wurden, gewidmet. Dazu gehört Beratung zur Umsetzung von Maßnahmen im Rahmen der Marktmissbrauch-, Transparenz-, Prospekt- und Finanzinstrumente-Märkte-Richtlinien. In Stufe 3 arbeitet der CESR an der Entwicklung von Standards für Angelegenheiten, die noch nicht von EU-Rechtsvorschriften abgedeckt werden (insbesondere in Bezug auf die Koordination der Arbeit der Wertpapieraufsichtsbehörden hinsichtlich der Kontrolle von Finanzinformationen), sowie für Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme. Mit dem zuletzt genannten Thema befasst sich eine gemeinsame Arbeitsgruppe des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und des CESR. Um seine Rolle in Stufe 3 zu stärken, hat der CESR im April 2004 eine öffentliche Konsultation über die Definition und Organisation der Arbeit auf dieser Ebene eingeleitet. In seinem Konsultationspapier macht der CESR einige Vorschläge zur Verbesserung seiner Funktionsweise im Hinblick auf die regulatorische und aufsichtliche Konvergenz. So schlägt er beispielsweise vor, seinen Leitlinien, Empfehlungen und Standards mehr Autorität zu verleihen. Außerdem könnten die Mitglieder des CESR die Reichweite gemeinsamer Initiativen erweitern, indem z. B. gemeinsame Aufsichtsbesuche, gemeinsame Aus- und Fortbildung und die Entwicklung von Datenbanken in den Bereichen der regulatorischen Auslegung und für Rechtsstreitigkeiten vorgesehen werden.

Was den Bankensektor angeht, so dürfte der kürzlich eingerichtete und in London ansässige CEBS eine wichtige Rolle bei der konsequenten Umsetzung von Basel II spielen. Er hat bereits eine Reihe von Prioritäten festgelegt, zu denen

die Einschränkung des nationalen Ermessensspielraums in der anstehenden Gesetzgebung, die praktische Verbesserung der grenzüberschreitenden Bankenaufsicht, die Entwicklung gemeinsamer Grundsätze für die Umsetzung des aufsichtlichen Überprüfungsverfahrens (Säule 2 von Basel II) sowie die Validierung der auf internen Ratings basierenden Ansätze (IRB-Ansätze) der Banken für die Messung von Kreditrisiken und fortgeschrittener Ansätze für die Messung operationeller Risiken gehören.¹⁴ Die Verbesserung der Zusammenarbeit beim Krisenmanagement ist eine weitere Aufgabe dieses Ausschusses, die zusammen mit dem Ausschuss für Bankenaufsicht des ESZB (Banking Supervision Committee – BSC) durchzuführen ist. CEBS wird auch ein operationelles Netzwerk für den Austausch von Informationen über spezifische Institutionen und insbesondere EU-Bankengruppen einrichten.

Der in Frankfurt ansässige CEIOPS ist das Forum, das für die Zusammenarbeit und den Austausch von Informationen unter Aufsichtsbehörden für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung zuständig ist. Seine Hauptaufgabe ist die Förderung der aufsichtlichen Konvergenz im Versicherungssektor, um eine effizientere Aufsicht der Versicherungsunternehmen, Versicherungsgruppen und Finanzkonglomerate zu gewährleisten. Im August 2004 startete er eine Konsultation über die Leitlinien für Koordinierungsausschüsse im Zusammenhang mit der zusätzlichen Aufsicht, wie sie in der Richtlinie über Versicherungsgruppen (98/78/EG) definiert wird. Ziel war es, bei der zusätzlichen Aufsicht von Versicherungsgruppen Einheitlichkeit zu gewährleisten sowie die Effizienz und die Wirksamkeit der Arbeit der für jede Gruppe eingerichteten Koordinierungsausschüsse zu erhöhen. Neben der Ergänzung der bestehenden Rechtsvorschriften wird CEIOPS sich auch mit der Überarbeitung und Aktualisierung der EU-Bestimmungen zur Solvabilität (Solvabilität II) befassen. Diese Bestimmungen dürften einen stärker harmonisierten Rahmen sowohl für die Mindestkapitalanforderungen als auch für die Aufsichtsmaßnahmen zur Verfügung stellen.

3 VEREINBARUNGEN AUF DEM GEBIET DER FINANZMARKTSTABILITÄT

Die Regelungen für die Finanzmarktstabilität befassen sich sowohl mit der Analyse von Schwachstellen im Finanzsektor als auch mit dem institutionellen Rahmen für das Management von Finanzkrisen. Mit der Einführung der gemeinsamen Währung haben die grenzüberschreitenden Risiken für die Finanzmarktstabilität an Bedeutung gewonnen. Während einerseits die stärkere Finanzmarktintegration wegen der größeren Tiefe und Liquidität der Finanzmärkte das Finanzsystem widerstandsfähiger gegenüber Schocks macht, kann sie andererseits auch neue Schwachstellen hervorrufen. Insbesondere können die inländischen Finanzsysteme aufgrund der engeren grenzüberschreitenden Verbindungen sowohl zwischen den Finanzmärkten als auch zwischen den Institutionen häufiger allgemeinen Schocks ausgesetzt sein und einem erhöhten Ansteckungsrisiko unterliegen. Die Konzentration von finanziellen Risiken, die mit der zunehmenden Bedeutung von systemrelevanten, großen und hochgradig komplexen, in verschiedenen Rechtssystemen operierenden Finanzinstituten einhergeht, kann eine zusätzliche Herausforderung für die Finanzmarktstabilität darstellen, die grenzüberschreitend bewältigt werden muss.

Da es aufgrund der Finanzmarktintegration weniger wahrscheinlich wird, dass Finanzmarktstörungen auf einen einzigen Mitgliedstaat beschränkt bleiben, gewinnt das Ziel der Finanzmarktstabilität und deren Aufrechterhaltung auch eine europäische Dimension. Ein reibungsloses Zusammenspiel zwischen den nationalen Behörden ist erforderlich, um mögliche Risiken für die Finanzmarktstabilität zu erkennen und systemische Störungen zu verhindern oder ihnen wirksam zu begegnen.

DIE EMPFEHLUNGEN DES EFC

Die Vereinbarungen über die Finanzmarktstabilität und das Krisenmanagement in der EU sind

¹⁴ Die IRB-Ansätze und die fortgeschrittenen Ansätze sind von den Banken im Zusammenhang mit Basel II und dem regulatorischen Rahmen der EU für Mindestkapitalanforderungen anzuwenden.

infolge der Umsetzung der Empfehlungen des EFC in diesem Bereich erheblich gestärkt worden. Auf der Grundlage der Arbeit hochrangig besetzter Gruppen unter Vorsitz des Vizegouverneurs der De Nederlandsche Bank, Henk Brouwer, verabschiedete der EFC im April 2000 einen ersten Bericht zur Finanzmarktstabilität und im April 2001 einen zweiten Bericht über das Management von Finanzkrisen, die beide anschließend vom ECOFIN gebilligt wurden. In den Berichten wird zwar die Ansicht vertreten, dass die derzeitigen institutionellen Regelungen angemessen seien, aber es werden auch eine Reihe von Vorschlägen zur Verbesserung der praktischen Funktionsweise unterbreitet. Dafür werden drei Bereiche genannt. Erstens sollte der Informationsaustausch unter den Aufsichtsbehörden einerseits und zwischen den Aufsichtsbehörden und den Zentralbanken andererseits deutlich verstärkt werden. Dies erscheint nicht nur auf einer grenzüberschreitenden, sondern auch auf einer sektorübergreifenden Ebene notwendig, und zwar aufgrund der stärkeren Integration der Finanzprodukte, der Märkte und der Intermediäre über die traditionellen Grenzen der Banken-, Wertpapier- und Versicherungssektoren hinweg. Zweitens sollte die Konvergenz der aufsichtlichen Praktiken auf EU-Ebene erhöht werden, um die Effizienz der Behörden, die in die Überwachung von grenzüberschreitend agierenden Finanzinstituten involviert sind` zu verbessern. Drittens könnten auch die Regelungen für das Krisenmanagement verbessert werden, insbesondere hinsichtlich der Koordinierung zwischen den verschiedenen Behörden.

Im Einzelnen betreffen die Empfehlungen im Bereich der *Überwachung der Stabilität des Finanzsystems* einen verbesserten Informationsaustausch über große Finanzgruppen und über Marktentwicklungen. Dadurch könnten sich die zuständigen Behörden ein genaueres Bild darüber machen, inwieweit die Finanzmärkte, Intermediäre und Infrastrukturen in der Lage sind, Schocks zu widerstehen. Die Zentralbanken sollten – angesichts ihres bei der Erfüllung ihrer grundlegenden Aufgaben erworbenen besonderen Fachwissens und ihrer besonderen In-

teressen im Bereich der Finanzmarktstabilität – an diesem Dialog teilnehmen, unabhängig von der Rolle, die sie bei der Finanzmarktaufsicht auf nationaler Ebene spielen. Ein intensiverer Informationsaustausch zwischen den Aufsichtsbehörden und den Zentralbanken würde auch dazu dienen, mögliche Lücken zwischen mikro- und makroprudenzieller Überwachung zu schließen. Ein weiterer Schwerpunkt für die Förderung der Finanzmarktstabilität sollte die Stärkung der aufsichtlichen Konvergenz und Zusammenarbeit sein, besonders bei der Aufsicht über große und komplexe in verschiedenen Rechtssystemen operierende Finanzinstitute.

Im Bereich des *Krisenmanagements* hob der EFC hervor, dass die erste Verteidigungslinie nach wie vor innerhalb der Finanzinstitute verlaufen sollte. Die Aufsichtsbehörden sollten Maßnahmen ergreifen, um zu gewährleisten, dass große Finanzgruppen genaue Finanzinformationen kurzfristig zur Verfügung stellen können, über angemessene Notfallverfahren verfügen und regelmäßig Stress-Tests durchführen. Um eine wirksame Zusammenarbeit in Krisensituationen sicherzustellen, sollten die Mitgliedstaaten dafür sorgen, dass einem zeitgerechten Austausch der notwendigen Informationen zwischen Aufsichtsbehörden, Zentralbanken, Überwachungsorganen für Zahlungsverkehrssysteme sowie Einrichtungen, die Einlagensicherungssysteme verwalten, keine rechtlichen oder praktischen Hindernisse im Wege stehen. Außerdem sollten klare Ex-ante-Regelungen für den Informationsaustausch und eine Zuständigkeitsverteilung zwischen den Behörden für Krisenfälle entwickelt werden, besonders für die großen Finanzgruppen und vorzugsweise auf multilateraler Basis.

UMSETZUNG DER EFC-EMPFEHLUNGEN

Die Hauptadressaten der EFC-Empfehlungen sind die Aufsichtsbehörden und Zentralbanken der EU (siehe Kasten 3). Insbesondere berichten sowohl die Aufsichtsausschüsse, die aufgrund des Lamfalussy-Ansatzes eingerichtet wurden, als auch der BSC regelmäßig über die

Fortschritte, die bei der Umsetzung dieser Empfehlungen erzielt wurden. Die laufenden Fortschritte bei der Umsetzung werden im Namen des EFC vom Ausschuss für Finanzdienstleistungen (Financial Services Committee – FSC) überwacht.

Aufgrund der EFC-Empfehlungen wurde im Bereich der *Überwachung der Stabilität des Finanzsystems* der Austausch von Informationen unter den Aufsichtsbehörden einerseits und zwischen diesen und den Zentralbanken andererseits deutlich ausgebaut. Der BSC hat einen umfassenden Rahmen für die regelmäßige Analyse der strukturellen Entwicklungen und möglichen Schwachstellen im EU-Bankensektor entwickelt. In Zusammenarbeit mit der EZB wurde dieser Rahmen auf das gesamte Finanzsystem ausgeweitet, zu dem auch Finanzintermediäre aus dem Nichtbankensektor, Finanzmärkte und Marktinfrastrukturen gehören. Die neuen Aufsichtsausschüsse liefern auch den institutionellen Rahmen für einen verbesserten Informationsaustausch, einschließlich mikroprudenzieller Informationen über bestimmte Institute. Zur Unterstützung dieser Prozesse wurden eine Reihe von Regelungen und Vereinbarungen, wie z. B. „Memoranda of Understanding“, abgeschlossen.

Im Bereich des *Krisenmanagements* ist einer der größten Erfolge das „Memorandum of Understanding“ (MoU) zur Zusammenarbeit zwischen den Bankenaufsichtsbehörden und Zentralbanken in der EU in Krisensituationen, das unter Federführung des BSC im März 2003 unterzeichnet wurde. Die Behörden der neuen Mitgliedstaaten, die der EU am 1. Mai 2004 beigetreten sind, unterzeichneten das MoU im Juni 2004. Es enthält Grundsätze und Verfahren für die Identifizierung der Behörden, die für das Krisenmanagement in der EU zuständig sind, für den notwendigen Informationsfluss zwischen den Bankenaufsichtsbehörden und den Zentralbanken und für die praktischen Bedingungen eines grenzüberschreitenden Informationsaustausches. Das MoU könnte auch als Baustein für zukünftige Kooperationsregelungen dienen. Dies war beispielsweise in Skandinavien der Fall, wo die Zentralbanken und Aufsichtsbehörden ein spezifisches MoU für das Krisenmanagement abgeschlossen haben, welches das allgemeinere auf EU-Ebene abgeschlossene MoU ergänzt. Die Arbeit an Vereinbarungen für das Krisenmanagement wird gemeinsam vom BSC und CEBS weitergeführt werden.

Kasten 3

DIE ARCHITEKTUR DER EU-AUSSCHÜSSE FÜR FINANZMARKTSTABILITÄT

	Mandat
Wirtschafts- und Finanzausschuss (EFC) – umfasst Finanzminister, Kommission, nationale Zentralbanken, EZB.	<ul style="list-style-type: none"> – Hochrangige Beurteilung der Entwicklungen an den Finanzmärkten und bei den Finanzdienstleistungen – Beratung des ECOFIN und der Kommission
Ausschuss für Finanzdienstleistungen (FSC) – umfasst Finanzminister, Kommission.	<ul style="list-style-type: none"> – Strategische Diskussion und Orientierung über Grundsatzfragen im Bereich der Finanzdienstleistungen, hauptsächlich aus sektorübergreifender Perspektive – Bindeglied zwischen politischen und technischen Gremien – Unterstützt den EFC bei der Vorbereitung der Beratung des ECOFIN
Ausschuss für Bankenaufsicht des ESZB (BSC) – umfasst nationale Zentralbanken, Bankenaufsichtsbehörden, EZB.	<ul style="list-style-type: none"> – Makroprudenzielle und strukturelle Überwachung des EU-Finanzsystems – Zusammenarbeit und Informationsaustausch zwischen Bankenaufsichtsbehörden und Zentralbanken zu Themen von gemeinsamem Interesse – Analyse der Auswirkungen der regulatorischen und aufsichtlichen Anforderungen auf die Finanzmarktstabilität
Aufsichtsausschüsse (CEBS, CESR und CEIOPS)	<ul style="list-style-type: none"> – Informationsaustausch zu Entwicklungen in den Banken-, Wertpapier- und Versicherungssektoren

Auch die *sektorübergreifende Koordination* wird verstärkt. Um den Dialog und die Koordination sektorübergreifend zu verbessern, haben die Aufsichtsausschüsse für regelmäßige Kontakte gesorgt. Außerdem sollte erwähnt werden, dass das FSC, das 2003 die Politische Gruppe für Finanzdienstleistungen (Financial Services Policy Group) ersetzte,¹⁵ den Auftrag hat, der Finanzmarktpolitik strategische Orientierung zu geben, insbesondere in sektorübergreifender Hinsicht. Der FSC agiert als Bindeglied zwischen hochrangigen politischen Foren, wie dem ECOFIN und dem EFC, und technischen Gremien, wie den neuen Aufsichtsausschüssen.

4 ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNGEN

Mit dem Abschluss des FSAP, der Ausweitung des Lamfalussy-Ansatzes auf alle Finanzsektoren und der laufenden Umsetzung der EFC-Empfehlungen für die Finanzmarktstabilität und das Krisenmanagement wurde der EU-Rahmen zur weiteren Förderung des einheitlichen Finanzmarktes weitgehend verwirklicht. Eine Herausforderung für die an der Finanzintegration Beteiligten wird zukünftig darin bestehen, die Möglichkeiten zu nutzen, die sich aufgrund der verbesserten Prozesse für die Finanzmarktregulierung, -aufsicht und -stabilität ergeben. Obwohl die Finanzmarktintegration seit der Einführung des Euro deutliche Fortschritte gemacht hat, insbesondere im Hinblick auf die Wholesale-Märkte, sind nach wie vor zahlreiche Marktsegmente nicht ausreichend integriert.¹⁶ Die EZB hat ihrerseits ein starkes Interesse an einem voll integrierten europäischen Finanzsystem und beabsichtigt, im Rahmen ihrer Fähigkeiten und Zuständigkeiten aktiv dazu beizutragen. Die potenziellen Vorteile der Währungsunion können nur dann voll ausgeschöpft werden, wenn die verbleibenden Barrieren für die Integration der EU-Finanzmärkte wirksam beseitigt werden.

An der Definition und Umsetzung einer FSAP-Folgestrategie werden sich sowohl die staatlichen Stellen als auch die Marktteilnehmer beteiligen müssen. Der politische Rahmen sollte der

weiteren Integration förderlich sein, indem er die bestehenden Hindernisse beseitigt und dabei die Finanzmarktstabilität aufrecht erhält. Letztlich wird der Prozess der Finanzintegration jedoch von Marktkräften getragen. Insbesondere die Definition der konkreten Abgrenzung von Märkten und von neuen Produkten bleibt der Initiative der Marktteilnehmer überlassen.

Was die öffentlichen Maßnahmen angeht, so leitete die Kommission den Post-FSAP-Prozess mit einer breit angelegten Bestandsaufnahme ein, um die Meinungen aller Interessenten, insbesondere der Marktteilnehmer, zu erfragen. Im Oktober 2003 richtete die Kommission vier Expertengruppen ein, in denen Marktteilnehmer aus den Bereichen Banken, Versicherungen, Wertpapier- und Vermögensverwaltung vertreten waren. Die Berichte der Expertengruppen wurden im Mai 2004 veröffentlicht und liefern eine erste Analyse der möglichen Prioritäten für die Zeit nach der Umsetzung des FSAP. Sie enthalten eine umfassende Einschätzung, inwieweit unterschiedliche Arten von Finanzgeschäften auf gesamteuropäischer Ebene getätigt werden können, skizzieren die wichtigsten Erwartungen und Probleme bezüglich der Umsetzung und Durchsetzung der FSAP-Rechtsvorschriften und identifizieren bestimmte Bereiche, in denen eine Verbesserung der Selbstregulierung und der aufsichtlichen Zusammenarbeit nötig erscheint. Diese Berichte wurden zum Gegenstand einer öffentlichen Konsultation gemacht, um einschätzen zu können, inwieweit die in dem Bericht dargelegten Ansichten einem allgemeinen Konsens unter den Marktteilnehmern entsprechen. Im Anschluss an diese Konsultation und nach Diskussionen unter den staatlichen Stellen wird die Kommission voraussichtlich eine Mitteilung veröffentlichen, in der sie die Prioritäten für die Zeit nach dem FSAP im ersten Quartal 2005 festlegt.

Obwohl diese breit angelegte politische Debatte noch anhält, lassen sich doch aufgrund der Zie-

¹⁵ Dies war ein Ergebnis der Empfehlungen des EFC-Berichts über die Finanzmarktregulierung, aufsicht und -stabilität.

¹⁶ Siehe den Aufsatz „Die Integration der europäischen Finanzmärkte“ im Monatsbericht vom Oktober 2003.

le, die dem FSAP, dem Lamfalussy-Ansatz und den EFC-Empfehlungen zur Finanzmarktstabilität und zum Krisenmanagement zugrunde liegen, bereits jetzt eine Reihe von Prioritäten erkennen. Erstens ist die wirksame und konsequente Umsetzung sowohl der Stufe-1- als auch der Stufe-2-Rechtsvorschriften in nationale Gesetze und Regelungen von zentraler Bedeutung für die wirksame Umsetzung der FSAP-Maßnahmen. Eine wirksame aufsichtliche Konvergenz wird entscheidend zur Erreichung dieses Ziels beitragen. All das dürfte letztlich zu einer echten gemeinsamen Basis von Rechtsvorschriften für den Finanzsektor und von Regelungen für die Marktteilnehmer führen, die in allen Mitgliedstaaten konsequent durchgesetzt werden, während gleichzeitig der im Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft verankerte Grundsatz der Subsidiarität gewahrt wird. Zweitens sollte weiterhin ein robuster aufsichtlicher und die Finanzmarktstabilität wahrender Rahmen für die integrierten Finanzmärkte gefördert werden. In dem Maße, wie die Integration voranschreitet, werden die Finanzinstitute immer stärker im grenzüberschreitenden Geschäft tätig werden, was zu Änderungen bei den Transmissionskanälen für Systemrisiken führen wird. Daher ist es wichtig, dass die zuständigen Behörden – nämlich die Aufsichtsbehörden und Zentralbanken – ihre Zusammenarbeit und ihren Informationsaustausch weiter verbessern, um diese Entwicklungen überwachen und gegebenenfalls koordinierte Maßnahmen ergreifen zu können.

Neben diesen spezifischen Zielen herrscht auch Einigkeit darüber, dass die Auswirkungen des FSAP-Rahmens sich erst voll entfalten sollten, bevor ein weiteres breit angelegtes Gesetzgebungsprogramm eingeleitet wird. Zukünftige Initiativen sollten ex ante sorgfältig analysiert werden, und auch nicht-legislative Alternativen zur Regulierung sowie marktbasierende Lösungen sollten angemessen berücksichtigt werden. Legislative Maßnahmen sind in nächster Zeit nur im bereits geplanten Rahmen zu erwarten, also bei Clearing und Abrechnung, Gesellschaftsrecht und Corporate Governance sowie Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung oder in

einigen anderen Bereichen, in denen ein bestimmter Bedarf entstehen könnte.

Eines der wichtigsten Elemente für den erfolgreichen Abschluss des FSAP war die Festlegung von genauen Terminen für die Initiativen und die Umsetzung eines strikten Überwachungsrahmens. Dadurch wurde es möglich, einen klaren Überblick über die erzielten Fortschritte zu behalten und Engpässe rechtzeitig für ihre Beseitigung zu erkennen. Daher würde, wie auch für den FSAP selbst, die Verfolgung einer FSAP-Folgestrategie einen Überwachungs- und Überprüfungsprozess erfordern, der die Einhaltung des vereinbarten Zeitplans gewährleistet. Bestimmte Teile dieses Prozesses wurden bereits verwirklicht. Die 2003 eingerichtete Interinstitutionelle Beobachtungsgruppe (Inter-Institutional Monitoring Group), die eine Gruppe von unabhängigen Fachleuten umfasst, hat den Auftrag, die bei der Umsetzung des Lamfalussy-Ansatzes im Wertpapierbereich erzielten Fortschritte zu bewerten. Der FSC überwacht im Namen des EFC auch die Umsetzung der Empfehlungen für die Finanzmarktstabilität und das Krisenmanagement. Daher sollte eine unabhängige Überwachungsstruktur eingerichtet werden, um die an den verschiedenen Fronten erzielten Fortschritte berücksichtigen und regelmäßig überprüfen zu können, wobei gleichzeitig die Rechenschaftspflicht und Transparenz des Prozesses in vollem Umfang gewährleistet sein muss. Damit würde sichergestellt, dass die FSAP-Folgestrategie in die richtige Richtung zielt und im richtigen Tempo verfolgt wird.

STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS



INHALT¹

	ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET	
	Übersicht über volkswirtschaftliche Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet	S5
I	MONETÄRE STATISTIK	
1.1	Konsolidierter Ausweis des Eurosystems	S6
1.2	Schlüsselzinssätze der EZB	S7
1.3	Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren)	S8
1.4	Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik	S9
2	MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS	
2.1	Aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet	S10
2.2	Konsolidierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet	S11
2.3	Monetäre Statistik	S12
2.4	Kredite der MFIs, Aufschlüsselung	S14
2.5	Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung	S17
2.6	Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung	S20
2.7	Neubewertung ausgewählter Bilanzpositionen der MFIs	S21
2.8	Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen	S22
2.9	Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet	S24
2.10	Aktiva der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen	S25
3	FINANZKONTEN UND NICHTFINANZIELLE KONTEN	
3.1	Wichtige Forderungen der nichtfinanziellen Sektoren	S26
3.2	Wichtige Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren	S27
3.3	Wichtige Forderungen und Verbindlichkeiten von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	S28
3.4	Jährliche Ersparnis, Investitionen und Finanzierung	S29
4	FINANZMÄRKTE	
4.1	Emissionen von Wertpapieren ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen	S31
4.2	Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten und Emittentengruppen	S32
4.3	Jahreswachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien	S34
4.4	Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet	S36
4.5	Zinssätze der MFIs für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	S38
4.6	Geldmarktsätze	S40
4.7	Renditen von Staatsanleihen	S41
4.8	Börsenindizes	S42
5	PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE	
5.1	HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern	S43
5.2	Produktion und Nachfrage	S46
5.3	Arbeitsmärkte	S50

¹ Weitere Informationen finden sich unter: statistics@ecb.int. Detailliertere und längere Zeiträume erfassende Datenreihen finden sich auf der Website der EZB (www.ecb.int).

6	ÖFFENTLICHE FINANZEN	
6.1	Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo	S51
6.2	Verschuldung	S52
6.3	Veränderung der Verschuldung	S53
6.4	Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis	S54
7	AUSSENWIRTSCHAFT	
7.1	Zahlungsbilanz	S55
7.2	Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz	S61
7.3	Warenhandel	S62
7.4	Auslandsvermögensstatus	S64
7.5	Währungsreserven	S66
8	WECHSELKURSE	
8.1	Effektive Wechselkurse	S67
8.2	Bilaterale Wechselkurse	S68
9	ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS	
9.1	In anderen EU-Mitgliedstaaten	S69
9.2	In den Vereinigten Staaten und Japan	S70
	ABBILDUNGEN	S72
	TECHNISCHER HINWEIS	S73
	ERLÄUTERUNGEN	S77

In den Tabellen verwendete Abkürzungen und Zeichen

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



ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

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

1. Monetäre Entwicklung und Zinssätze

	M1 ^{b)}	M2 ^{b)}	M3 ^{b),2)}	Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3 ^{b),2)}	Kredite der MFIs an Ansässige im Euro-Währungs- gebiet (ohne MFIs und öffent- liche Haushalte) ^{b)}	Von nicht- finanziellen und nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebene Wert- papiere ohne Aktien in Euro ^{b)}	Dreimonats- zinssatz (EURIBOR, in % p.a., Durchschnitts- werte der Berichtszeit- räume)	Rendite von Staatsanleihen im Zehnjahres- bereich (in % p.a., Durch- schnittswerte der Berichts- zeiträume)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	7,7	6,6	7,3	-	5,4	21,5	3,32	4,92
2003	11,0	8,0	8,1	-	5,0	20,8	2,33	4,16
2003 Q4	11,0	7,9	7,6	-	5,3	22,1	2,15	4,36
2004 Q1	11,1	7,2	6,5	-	5,4	16,8	2,06	4,15
Q2	10,3	6,0	5,4	-	5,6	12,0	2,08	4,36
Q3	9,6	5,8	5,6	-	6,2	.	2,12	4,21
2004 Mai	9,4	5,5	4,9	5,2	5,7	11,4	2,09	4,39
Juni	9,5	5,6	5,3	5,2	6,0	11,7	2,11	4,44
Juli	10,1	5,9	5,5	5,4	6,2	11,4	2,12	4,34
Aug.	9,2	5,7	5,6	5,7	6,1	11,0	2,11	4,17
Sept.	9,7	6,3	6,0	.	6,5	.	2,12	4,11
Okt.	.	.	.	.	.	.	2,15	3,98

2. Preise, Produktion, Nachfrage und Arbeitsmärkte

	Harmonisierter Verbraucher- preisindex (HVPI)	Industrielle Erzeugerpreise	Arbeitskosten pro Stunde	Bruttoinlands- produkt (BIP) in konstanten Preisen	Industrie- produktion (ohne Baugewerbe)	Kapazitäts- auslastung im verarbeitenden Gewerbe (in %)	Erwerbstätige	Arbeitslose (in % der Erwerbs- personen)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	2,3	-0,1	3,7	0,8	-0,5	81,5	0,5	8,4
2003	2,1	1,4	2,8	0,5	0,3	81,0	0,1	8,9
2003 Q4	2,0	1,0	2,1	0,7	1,4	81,1	0,2	8,9
2004 Q1	1,7	0,2	2,7	1,4	1,0	80,7	0,1	8,9
Q2	2,3	2,0	2,1	2,0	2,9	81,1	0,1	9,0
Q3	2,2	.	.	.	.	81,6	.	.
2004 Mai	2,5	2,4	-	-	3,7	-	-	9,0
Juni	2,4	2,4	-	-	3,3	-	-	9,0
Juli	2,3	2,9	-	-	2,2	81,6	-	9,0
Aug.	2,3	3,1	-	-	1,6	-	-	9,0
Sept.	2,1	.	-	-	.	-	-	.
Okt.	2,5	.	-	-	.	81,7	-	.

3. Zahlungsbilanz, Währungsreserven und Wechselkurse

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €)

	Zahlungsbilanz (Nettotransaktionen)				Währungs- reserven (Stand am Ende des Berichts- zeitraums)	Effektiver Wechselkurs des Euro: EWK-23 ³⁾ (Index, 1999 Q1 = 100)		EUR/USD- Wechselkurs
	Leistungsbilanz und Vermögens- übertragungen	Warenhandel	Direkt- investitionen	Wertpapier- anlagen		Nominal	Real (VPI)	
2002	65,4	133,6	-4,7	114,6	366,1	89,2	90,3	0,9456
2003	38,3	108,5	-13,1	17,6	306,5	99,9	101,7	1,1312
2003 Q4	24,7	30,7	-9,6	10,5	306,5	102,2	104,3	1,1890
2004 Q1	17,2	28,6	-23,6	-3,1	308,4	104,7	106,7	1,2497
Q2	12,7	32,7	-19,2	20,9	301,4	102,1	104,1	1,2046
Q3	.	.	.	.	298,2	102,8	104,9	1,2220
2004 Mai	4,8	10,5	-0,7	-0,8	298,9	102,4	104,4	1,2007
Juni	7,0	12,0	-13,8	31,7	301,4	102,3	104,2	1,2138
Juli	3,9	13,9	-8,5	-30,7	301,3	102,8	104,7	1,2266
Aug.	3,7	5,5	4,4	5,1	301,7	102,7	104,8	1,2176
Sept.	.	.	.	.	298,2	103,0	105,1	1,2218
Okt.	.	.	.	.	.	104,2	106,4	1,2490

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

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

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



MONETÄRE STATISTIK

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

1. Aktiva

	8. Okt. 2004	15. Okt. 2004	22. Okt. 2004	29. Okt. 2004
Gold und Goldforderungen	130 641	130 614	130 598	130 581
Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	166 372	163 440	162 252	164 878
Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	17 387	19 163	18 451	17 589
Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	6 883	7 497	7 539	7 698
Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	330 512	319 531	328 006	343 015
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	255 498	244 500	252 999	268 001
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	75 001	75 001	75 001	75 000
Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Spitzenrefinanzierungsfazilität	10	3	1	0
Forderungen aus Margenausgleich	3	27	5	14
Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	1 979	1 824	1 797	1 850
Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	68 020	67 465	67 643	68 471
Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte	42 060	42 061	42 062	42 062
Sonstige Aktiva	116 720	116 811	117 070	117 634
Aktiva insgesamt	880 574	868 406	875 418	893 778

2. Passiva

	8. Okt. 2004	15. Okt. 2004	22. Okt. 2004	29. Okt. 2004
Banknotenumlauf	469 936	469 142	467 316	471 255
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	137 481	138 842	137 774	121 991
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	137 318	138 804	137 756	121 965
Einlagefazilität	163	37	18	26
Termineinlagen	0	0	0	0
Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	0	1	0	0
Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	125	125	125	125
Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen	1 054	1 054	1 054	1 054
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	59 759	47 612	58 694	84 345
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	9 180	9 138	9 049	9 388
Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	304	280	248	257
Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	9 592	8 565	6 907	8 809
Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte	5 807	5 807	5 807	5 807
Sonstige Passiva	56 778	57 283	57 884	60 186
Ausgleichsposten aus Neubewertung	70 696	70 696	70 696	70 696
Kapital und Rücklagen	59 862	59 862	59 864	59 865
Passiva insgesamt	880 574	868 406	875 418	893 778

Quelle: EZB.

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

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

Quelle: EZB.

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

1.3 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren) ^{1), 2)}

(in Mio €; Zinssätze in % p.a.)

1. Hauptrefinanzierungsgeschäfte und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte ³⁾

Abwicklungstag	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Zinstender			Laufzeit (Tage)	
				Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungssatz ⁴⁾	Gewichteter Durchschnittssatz		
	1	2	3	4	5	6	7	
Hauptrefinanzierungsgeschäfte								
2004	7. Juli	315 956	383	253 000	2,00	2,00	2,01	7
	14.	328 840	390	242 500	2,00	2,01	2,01	7
	21.	322 945	416	259 500	2,00	2,01	2,01	7
	28.	321 937	403	258 000	2,00	2,01	2,02	7
	4. Aug.	342 842	359	255 000	2,00	2,01	2,02	7
	11.	336 449	348	247 500	2,00	2,01	2,02	7
	18.	332 633	368	246 000	2,00	2,01	2,02	7
	25.	339 539	366	259 000	2,00	2,02	2,02	7
	1. Sept.	343 768	333	254 000	2,00	2,02	2,02	7
	8.	326 708	339	252 500	2,00	2,02	2,02	7
	15.	332 636	357	253 000	2,00	2,02	2,02	7
	22.	331 112	380	262 500	2,00	2,02	2,02	7
	29.	327 330	353	259 000	2,00	2,02	2,03	6
	5. Okt.	325 420	298	255 500	2,00	2,02	2,03	7
	12.	338 406	345	244 500	2,00	2,02	2,03	8
	20.	380 224	382	253 000	2,00	2,03	2,03	5
	25.	355 097	356	268 000	2,00	2,03	2,04	9
	3. Nov.	381 182	331	264 500	2,00	2,04	2,04	6
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte								
2003	30. Okt.	32 384	150	15 000	-	2,13	2,14	91
	27. Nov.	25 402	128	15 000	-	2,12	2,13	91
	18. Dez.	24 988	114	15 000	-	2,12	2,14	105
2004	29. Jan.	47 117	145	25 000	-	2,03	2,04	91
	26. Febr.	34 597	139	25 000	-	2,01	2,03	91
	1. April	44 153	141	25 000	-	1,85	1,90	91
	29.	54 243	180	25 000	-	2,01	2,03	91
	27. Mai	45 594	178	25 000	-	2,04	2,05	91
	1. Juli	37 698	147	25 000	-	2,06	2,08	91
	29.	40 354	167	25 000	-	2,07	2,08	91
	26. Aug.	37 957	152	25 000	-	2,06	2,08	91
	30. Sept.	37 414	138	25 000	-	2,06	2,08	84
	28. Okt.	46 646	187	25 000	-	2,10	2,11	91

2. Sonstige Tendergeschäfte

Abwicklungstag	Art des Geschäfts	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Mengtender	Zinstender			Laufzeit (Tage)	
						Festzinssatz	Mindest- bietungs- satz	Marginaler Zuteilungs- satz ⁴⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2000	5. Jan. ⁵⁾	Hereinnahme von Termineinlagen	14 420	43	14 420	-	-	3,00	3,00	7
	21. Juni	Befristete Transaktionen	18 845	38	7 000	-	-	4,26	4,28	1
2001	30. April	Befristete Transaktionen	105 377	329	73 000	-	4,75	4,77	4,79	7
	12. Sept.	Befristete Transaktionen	69 281	63	69 281	4,25	-	-	-	1
	13.	Befristete Transaktionen	40 495	45	40 495	4,25	-	-	-	1
	28. Nov.	Befristete Transaktionen	73 096	166	53 000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002	4. Jan.	Befristete Transaktionen	57 644	61	25 000	-	3,25	3,30	3,32	3
	10.	Befristete Transaktionen	59 377	63	40 000	-	3,25	3,28	3,30	1
	8. Dez.	Befristete Transaktionen	28 480	50	10 000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003	23. Mai	Hereinnahme von Termineinlagen	3 850	12	3 850	2,50	-	-	-	3
2004	11. Mai	Hereinnahme von Termineinlagen	16 200	24	13 000	2,00	-	-	-	1

Quelle: EZB.

- Geringfügige Abweichungen von den in Abschnitt 1.1 ausgewiesenen Beträgen sind aufgrund von zugeteilten, jedoch nicht abgewickelten Geschäften möglich.
- Mit Wirkung von 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 enthält Tabelle 1.3 Punkt 2.
- 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.
- Bei liquiditätszuführenden (-abschöpfenden) Geschäften bezieht sich der marginale Zuteilungssatz auf den niedrigsten (höchsten) Zinssatz, zu dem Gebote angenommen wurden.
- Dieses Geschäft wurde zu einem Höchstsatz von 3,00 % durchgeführt.

1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik

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

1. Mindestreservebasis der reservspflichtigen Kreditinstitute

Reservebasis per ^{b)} :	Insgesamt	Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 2 %		Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 0 %		
		Einlagen (täglich fällig, mit vereinbarter Laufzeit und Kündigungsfrist von bis zu 2 Jahren)	Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen (mit vereinbarter Laufzeit und Kündigungsfrist von mehr als 2 Jahren)	Repogeschäfte	Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren
	1	2	3	4	5	6
2002	11 116,8	6 139,9	409,2	1 381,9	725,5	2 460,3
2003	11 538,7	6 283,8	412,9	1 459,1	759,5	2 623,5
2004 Q1	11 926,7	6 404,7	442,5	1 483,2	867,7	2 728,6
2004 April	12 088,2	6 474,0	451,3	1 492,1	911,8	2 759,0
Mai	12 141,3	6 506,8	442,3	1 499,1	898,2	2 794,9
Juni	12 148,5	6 524,1	439,1	1 515,1	859,0	2 811,2
Juli	12 182,0	6 517,4	442,6	1 527,7	857,0	2 837,3
Aug.	12 167,6	6 470,3	446,4	1 531,1	884,2	2 835,5

2. Mindestreserve-Erfüllung

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode:	Reserve-Soll	Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Überschussreserven	Unterschreitungen des Reserve-Solls	Verzinsung der Mindestreserven
	1	2	3	4	5
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 Q1	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
Q2	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
2004 6. Juli	138,0	138,8	0,8	0,0	2,00
10. Aug.	138,5	139,1	0,6	0,0	2,01
7. Sept.	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
11. Okt.	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
8. Nov.	137,8				

3. Liquidität

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode:	Liquiditätszuführende Faktoren					Liquiditätsabschöpfende Faktoren				Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Basisgeld	
	Nettoaktiva des Eurosystems in Gold und Devisen	Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems				Banknoten-umlauf	Einlagen von Zentralstaaten beim Eurosystem	Sonstige Faktoren (netto)				
		Hauptrefinanzierungsgeschäfte	Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	Spitzenrefinanzierungsfazilität	Sonstige liquiditätszuführende Faktoren				Einlagefazilität			Sonstige liquiditätsabschöpfende Faktoren
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004 Q1	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3
Q2	311,3	224,7	75,0	0,1	0,0	0,5	0,0	442,5	52,2	-21,1	137,1	580,1
2004 6. Juli	308,2	245,4	75,0	0,3	0,0	0,1	0,0	449,1	65,0	-24,1	138,8	588,1
10. Aug.	300,8	253,6	75,0	0,0	0,0	0,2	0,0	460,9	61,1	-31,8	139,1	600,1
7. Sept.	299,4	251,6	75,0	0,1	0,0	0,2	0,0	462,8	56,3	-32,4	139,3	602,3
11. Okt.	298,8	256,4	75,0	0,3	0,0	0,0	0,0	465,1	58,2	-32,1	139,3	604,4

Quelle: EZB.

1) Stand am Ende des Berichtszeitraums.



MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

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

1. Aktiva

	Insgesamt	Kredite an Ansässige im Euro-Währungsgebiet				Wertpapiere ohne Aktien von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet				Geldmarkt-fonds-anteile ¹⁾	Aktien und sonstige Dividenden-werte von Beteiligungen an Ansässigen im Euro-Währungs-gebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungs-gebiets	Sach-anlagen	Sonstige Aktiv-positionen
		Zu-sammen	Öffent-liche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro-Währungs-gebiet	MFIs	Zu-sammen	Öffent-liche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro-Währungs-gebiet	MFIs					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosystem														
2002	1 042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,6	86,0	1,0	7,6	-	13,2	374,0	11,9	132,9
2003	1 086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004 Q1	1 102,7	467,6	22,6	0,7	444,3	143,4	128,9	1,5	13,0	-	13,1	320,7	14,0	143,9
2004 April	1 130,8	493,6	22,6	0,6	470,3	146,0	131,4	1,8	12,7	-	13,3	314,6	13,9	149,4
2004 Mai	1 128,2	493,4	22,6	0,6	470,1	147,0	132,9	1,8	12,3	-	13,0	310,1	14,0	150,8
2004 Juni	1 200,0	560,9	22,2	0,6	538,0	147,8	133,5	1,9	12,3	-	13,3	311,3	14,1	152,7
2004 Juli	1 192,2	548,7	22,2	0,6	525,8	148,5	134,0	1,8	12,7	-	13,2	312,6	14,2	154,9
2004 Aug.	1 175,0	527,1	22,2	0,6	504,3	151,1	135,6	1,8	13,7	-	13,2	313,3	14,3	156,1
2004 Sept. ^(p)	1 193,3	544,3	22,2	0,6	521,5	150,5	135,0	1,9	13,6	-	13,5	308,8	14,2	162,1
MFIs ohne Eurosystem														
2002	18 857,9	11 611,4	813,0	6 780,6	4 017,8	2 671,5	1 135,0	366,2	1 170,4	62,4	827,6	2 465,5	167,6	1 051,8
2003	19 799,8	12 114,4	819,0	7 101,8	4 193,5	2 947,6	1 246,0	425,7	1 275,9	67,3	895,1	2 566,8	161,8	1 046,9
2004 Q1	20 395,0	12 217,9	823,3	7 170,1	4 224,5	3 081,2	1 305,6	431,6	1 344,0	78,0	926,4	2 832,0	160,0	1 099,5
2004 April	20 688,3	12 385,3	817,6	7 228,2	4 339,4	3 104,4	1 313,8	435,8	1 354,8	79,8	954,0	2 914,9	160,6	1 089,4
2004 Mai	20 660,8	12 347,2	811,7	7 268,1	4 267,4	3 146,2	1 340,5	440,1	1 365,6	77,4	955,6	2 886,7	159,1	1 088,5
2004 Juni	20 757,4	12 434,0	818,3	7 319,8	4 296,0	3 158,3	1 351,7	444,5	1 362,1	76,8	948,3	2 869,9	159,7	1 110,4
2004 Juli	20 855,1	12 540,8	824,6	7 355,8	4 360,4	3 171,2	1 347,8	446,6	1 376,7	78,4	936,3	2 870,4	160,4	1 097,5
2004 Aug.	20 869,6	12 511,3	819,2	7 347,5	4 344,6	3 177,0	1 349,0	446,1	1 381,9	77,2	925,6	2 909,7	160,4	1 108,4
2004 Sept. ^(p)	20 981,9	12 568,9	812,0	7 403,0	4 353,9	3 186,0	1 355,7	442,9	1 387,4	77,6	919,9	2 903,9	161,0	1 164,6

2. Passiva

	Insgesamt	Barggeld-umlauf	Einlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet				Geldmarkt-fonds-anteile ²⁾	Begebene Schuld-verschrei-bungen ³⁾	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungs-gebiets	Sonstige Passiv-positionen
			Zusammen	Zentral-staaten	Sonstige öffentliche Haushalte/sonstige Ansässige im Euro-Währungs-gebiet	MFIs					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosystem											
2002	1 042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003	1 086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004 Q1	1 102,7	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,3
2004 April	1 130,8	450,2	358,3	43,6	16,7	297,9	-	1,6	149,4	25,1	146,2
2004 Mai	1 128,2	459,3	350,2	46,0	18,3	285,8	-	1,6	146,5	22,2	148,3
2004 Juni	1 200,0	465,1	413,2	67,1	18,4	327,6	-	1,6	145,5	23,5	151,1
2004 Juli	1 192,2	478,5	388,2	58,5	16,5	313,2	-	1,6	146,8	24,2	152,8
2004 Aug.	1 175,0	475,7	367,4	58,2	15,9	293,2	-	1,6	151,5	23,3	155,5
2004 Sept. ^(p)	1 193,3	480,7	380,4	57,8	16,3	306,3	-	1,6	148,2	23,6	158,9
MFIs ohne Eurosystem											
2002	18 857,9	0,0	10 197,8	106,9	5 954,3	4 136,6	532,8	2 992,5	1 108,7	2 594,2	1 431,7
2003	19 799,8	0,0	10 773,3	132,3	6 277,6	4 363,5	649,3	3 160,3	1 151,0	2 607,6	1 458,4
2004 Q1	20 395,0	0,0	10 863,5	140,7	6 310,3	4 412,5	680,0	3 303,5	1 160,4	2 833,7	1 553,8
2004 April	20 688,3	0,0	11 015,3	136,0	6 351,3	4 528,1	690,6	3 338,5	1 167,6	2 912,8	1 563,4
2004 Mai	20 660,8	0,0	10 993,4	149,1	6 375,2	4 469,1	687,2	3 359,2	1 171,6	2 909,7	1 539,8
2004 Juni	20 757,4	0,0	11 087,8	156,6	6 408,5	4 522,8	686,2	3 369,3	1 177,7	2 871,4	1 565,0
2004 Juli	20 855,1	0,0	11 158,1	143,0	6 422,1	4 592,9	691,5	3 401,6	1 181,6	2 874,7	1 547,5
2004 Aug.	20 869,6	0,0	11 113,1	134,8	6 401,4	4 576,8	701,3	3 417,8	1 182,3	2 880,7	1 574,3
2004 Sept. ^(p)	20 981,9	0,0	11 170,2	146,2	6 441,5	4 582,4	687,4	3 444,5	1 182,4	2 842,7	1 654,7

Quelle: EZB.

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

2.2 Konsolidierte Bilanz der MFI's im Euro-Währungsgebiet
(in Mrd €: Bestände am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

1. Aktiva

	Ins- gesamt	Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Wertpapiere ohne Aktien von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Aktien und sonstige Divi- dendenwerte von sowie Beteiligungen an sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets ¹⁾	Sachanlagen	Sonstige Aktiv- positionen
		Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro- Währungs- gebiet	Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro- Währungs- gebiet				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Bestände											
2002	13 931,2	7 618,5	837,2	6 781,2	1 588,1	1 221,0	367,1	572,7	2 839,5	179,5	1 132,9
2003	14 554,4	7 944,2	841,7	7 102,5	1 794,5	1 367,4	427,0	623,8	2 884,8	174,1	1 133,0
2004 Q1	15 063,6	8 016,8	846,0	7 170,8	1 867,6	1 434,5	433,1	649,4	3 152,7	173,9	1 203,1
2004 April	15 226,1	8 069,1	840,2	7 228,9	1 882,8	1 445,3	437,6	672,1	3 229,5	174,5	1 198,0
Mai	15 251,5	8 103,1	834,4	7 268,8	1 915,3	1 473,5	441,9	666,6	3 196,8	173,1	1 196,6
Juni	15 331,0	8 161,0	840,5	7 320,5	1 931,6	1 485,2	446,4	662,5	3 181,2	173,8	1 221,1
Juli	15 351,7	8 203,3	846,8	7 356,5	1 930,2	1 481,8	448,4	650,4	3 183,0	174,7	1 210,2
Aug.	15 385,2	8 189,6	841,5	7 348,1	1 932,6	1 484,6	448,0	643,3	3 223,0	174,6	1 222,2
Sept. ¹⁾	15 487,4	8 237,9	834,2	7 403,6	1 935,4	1 490,7	444,7	642,1	3 212,7	175,2	1 284,1
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2002	605,9	301,9	-9,3	311,2	72,6	43,6	29,1	7,7	245,1	-1,3	-19,9
2003	794,0	388,5	13,7	374,9	172,3	118,0	54,3	19,4	224,4	-3,8	-6,9
2004 Q1	428,0	83,2	5,7	77,4	56,4	53,4	3,0	24,6	212,0	-0,4	52,3
2004 April	149,8	51,6	-6,9	58,5	16,7	11,7	5,0	21,6	69,2	0,6	-9,9
Mai	56,7	37,9	-5,9	43,8	35,1	30,7	4,3	-3,1	-10,4	0,3	-3,1
Juni	62,5	60,2	5,7	54,5	13,6	8,6	5,0	-10,6	-25,8	0,7	24,4
Juli	8,5	43,0	6,4	36,6	-5,0	-4,5	-0,6	-11,0	-7,9	0,9	-11,5
Aug.	40,3	-8,5	-5,3	-3,2	-0,5	-0,1	-0,4	-6,8	45,3	0,0	10,7
Sept. ¹⁾	144,1	55,3	-7,0	62,3	4,9	7,9	-3,0	-2,1	24,2	0,6	61,3

2. Passiva

	Insgesamt	Barggeld- umlauf	Einlagen von Zentralstaaten	Einlagen von sonstigen öffentlichen Haushalten/ sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Geldmarkt- fonds- anteile ²⁾	Begebene Schuld- verschrei- bungen ³⁾	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets ¹⁾	Sonstige Passiv- positionen	Überschuss der Inter- MFI-Ver- bindlich- keiten
Bestände										
2002	13 931,2	341,2	136,4	5 969,9	470,5	1 818,1	1 006,4	2 627,1	1 550,9	10,8
2003	14 554,4	397,9	153,6	6 294,4	582,0	1 875,1	1 010,7	2 635,1	1 597,8	7,8
2004 Q1	15 063,6	399,6	183,8	6 326,1	602,0	1 948,2	1 025,9	2 857,3	1 699,1	21,5
2004 April	15 226,1	409,4	179,6	6 368,1	610,8	1 972,7	1 021,8	2 937,9	1 709,7	16,2
Mai	15 251,5	416,6	195,1	6 393,6	609,7	1 983,0	1 016,1	2 931,9	1 688,1	17,4
Juni	15 331,0	423,0	223,7	6 426,9	609,4	1 996,5	1 024,2	2 894,9	1 716,1	16,4
Juli	15 351,7	436,2	201,5	6 438,7	613,1	2 013,8	1 029,3	2 898,9	1 700,3	19,9
Aug.	15 385,2	433,4	193,0	6 417,4	624,1	2 023,9	1 038,4	2 904,1	1 729,8	21,2
Sept. ¹⁾	15 487,4	438,0	204,0	6 457,8	609,8	2 045,1	1 039,4	2 866,3	1 813,6	13,4
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2002	605,9	101,4	-5,8	225,3	70,0	114,7	39,7	76,6	-107,4	91,3
2003	794,0	79,0	12,9	319,2	58,0	141,7	37,3	131,1	-50,0	64,7
2004 Q1	428,0	1,7	30,2	24,1	21,3	59,0	7,6	174,6	120,5	-11,0
2004 April	149,8	9,8	-4,7	40,2	8,4	21,2	2,3	62,9	18,4	-8,6
Mai	56,7	7,3	15,5	29,2	-1,1	14,4	-0,9	10,0	-22,8	5,1
Juni	62,5	6,4	28,7	33,1	-4,3	12,6	7,4	-40,6	17,9	1,4
Juli	8,5	13,2	-22,2	10,6	3,7	12,3	4,1	-6,7	-7,2	0,7
Aug.	40,3	-2,8	-8,5	-19,0	11,0	12,3	5,0	15,5	20,0	6,9
Sept. ¹⁾	144,1	4,7	11,0	45,1	-12,9	29,6	4,8	-8,3	68,5	1,6

Quelle: EZB.

- Seit Ende November 2000 werden Salden aus dem TARGET-System täglich durch Schuldumwandlung miteinander verrechnet. So wurden die bilateralen Salden jeder NZB gegenüber der EZB und den anderen NZBen durch eine einzige bilaterale Nettoposition gegenüber der EZB ersetzt. Die Brutto-Monatsendstände des Jahres 1999 und des Zeitraums von Januar bis Oktober 2000 aus dem TARGET-System sind den entsprechenden Fußnoten in den Ausgaben des Monatsberichts vom Februar 2000 und Dezember 2000 zu entnehmen.
- Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gehaltene Bestände.
- Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltene Bestände mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in den Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets enthalten.

2.3 Monetäre Statistik

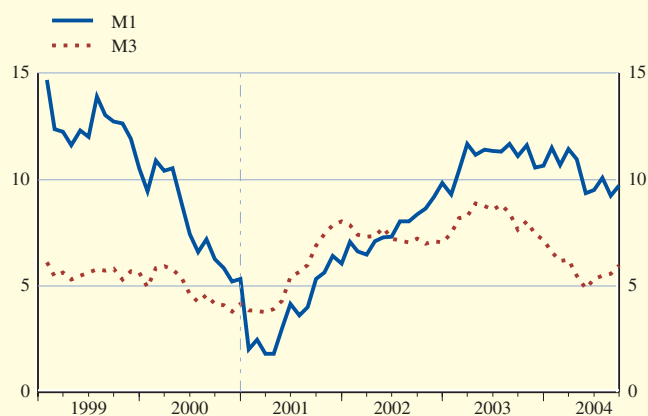
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

1. Geldmengenaggregate¹⁾ und Gegenposten

	M1		M2	M3-M2	M3	Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3	Länger- fristige finanzielle Verbind- lichkeiten	Kredite an öffentliche Haushalte	Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	Buchkredite	Nettoforde- rungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Bestände										
2002	2 441,7	2 475,9	4 917,6	852,7	5 770,3	-	3 989,2	2 072,2	7 723,3	6 778,9	184,3
2003	2 676,1	2 559,6	5 235,7	908,5	6 144,2	-	4 143,5	2 225,7	8 156,0	7 100,9	222,5
2004 Q1	2 769,2	2 552,2	5 321,4	901,4	6 222,7	-	4 242,2	2 263,5	8 239,1	7 165,0	320,8
2004 April	2 782,0	2 556,2	5 338,2	911,1	6 249,3	-	4 280,2	2 278,7	8 297,8	7 209,3	332,3
Mai	2 768,1	2 578,1	5 346,1	906,3	6 252,4	-	4 289,3	2 292,4	8 336,3	7 254,4	289,4
Juni	2 790,3	2 581,9	5 372,2	926,7	6 298,9	-	4 308,5	2 311,5	8 400,1	7 293,3	273,0
Juli	2 831,2	2 592,8	5 424,1	934,7	6 358,7	-	4 341,6	2 329,2	8 453,5	7 348,8	283,4
Aug.	2 837,5	2 604,1	5 441,6	941,8	6 383,4	-	4 370,3	2 340,9	8 473,1	7 371,1	316,6
Sept. ^(p)	2 867,8	2 621,7	5 489,5	927,3	6 416,8	-	4 395,9	2 334,4	8 519,5	7 417,0	335,5
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2002	218,5	90,8	309,3	70,0	379,3	-	197,0	35,4	350,0	314,4	170,2
2003	259,3	116,2	375,5	35,3	410,8	-	244,9	134,0	449,0	375,7	94,3
2004 Q1	92,0	-14,0	78,0	-3,0	75,0	-	74,2	25,5	88,0	73,1	90,0
2004 April	11,9	3,8	15,7	9,4	25,1	-	40,4	15,0	58,6	44,7	21,7
Mai	-13,0	24,0	11,0	-4,0	7,0	-	17,9	16,2	44,8	49,1	-36,6
Juni	21,7	4,2	25,8	16,8	42,6	-	17,5	15,5	60,7	41,7	-23,0
Juli	40,8	10,0	50,8	7,9	58,7	-	27,1	16,7	52,5	56,2	11,5
Aug.	6,8	11,8	18,6	7,3	25,9	-	27,7	8,9	25,2	27,4	28,1
Sept. ^(p)	32,3	19,8	52,1	-14,2	37,9	-	39,5	-4,5	52,5	52,7	24,0
Wachstumsraten											
2002 Dez.	9,8	3,8	6,7	8,9	7,0	7,2	5,1	1,7	4,7	4,8	170,2
2003 Dez.	10,7	4,7	7,7	4,1	7,2	7,1	6,2	6,4	5,8	5,6	94,3
2004 März	11,4	2,1	6,8	3,1	6,2	6,0	7,1	6,6	5,8	5,3	96,2
2004 April	10,9	1,5	6,2	1,1	5,5	5,5	7,5	6,3	5,9	5,5	107,2
Mai	9,4	1,5	5,5	1,6	4,9	5,2	7,4	6,2	5,8	5,7	45,8
Juni	9,5	1,7	5,6	3,5	5,3	5,2	7,7	7,4	6,1	6,0	1,3
Juli	10,1	1,7	5,9	3,0	5,5	5,4	7,5	6,4	6,3	6,2	39,6
Aug.	9,2	2,0	5,7	5,0	5,6	5,7	7,6	6,6	6,0	6,1	102,0
Sept. ^(p)	9,7	2,8	6,3	4,1	6,0	.	7,9	5,5	6,3	6,5	121,1

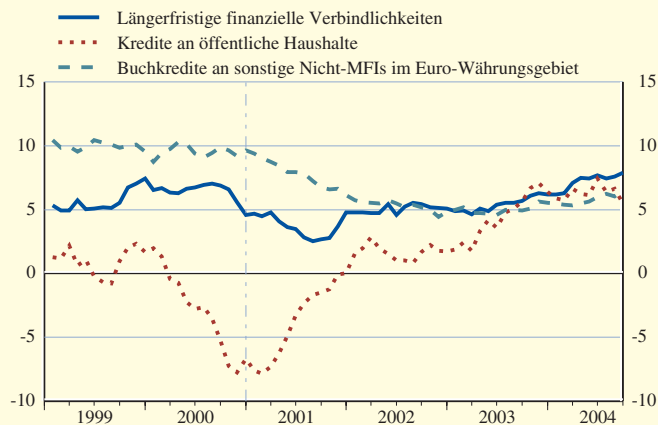
A1 Geldmengenaggregate

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



A2 Gegenposten

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

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

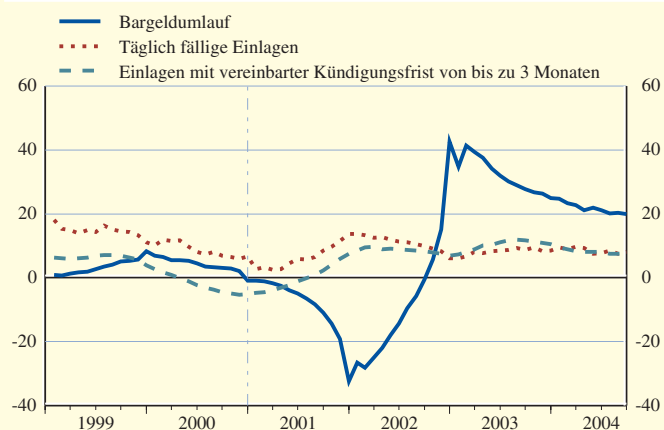
2.3 Monetäre Statistik

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

2. Komponenten der Geldmengenaggregate und längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten

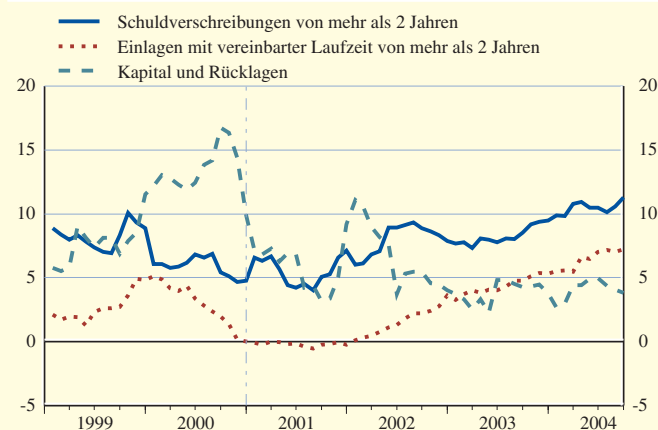
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo- geschäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen bis zu 2 Jahren	Schuld- verschrei- bungen von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Bestände											
2002	332,3	2 109,4	1 077,0	1 399,0	240,6	484,5	127,6	1 694,0	103,8	1 186,6	1 004,8
2003	387,6	2 288,6	1 037,0	1 522,6	222,4	597,7	88,4	1 791,2	90,6	1 253,1	1 008,7
2004 Q1	406,2	2 363,1	1 003,9	1 548,3	215,1	596,5	89,8	1 857,2	90,1	1 268,3	1 026,6
2004 April	409,6	2 372,4	995,9	1 560,3	215,2	601,1	94,8	1 879,6	90,0	1 284,1	1 026,5
Mai	416,4	2 351,7	1 006,0	1 572,1	214,0	601,3	91,0	1 889,1	89,4	1 287,7	1 023,0
Juni	420,5	2 369,7	995,2	1 586,7	220,0	611,7	95,0	1 900,2	89,1	1 298,5	1 020,7
Juli	425,2	2 406,0	998,3	1 594,5	230,8	611,2	92,7	1 916,7	89,4	1 307,4	1 028,1
Aug.	433,2	2 404,3	996,3	1 607,8	229,5	618,5	93,8	1 932,1	89,3	1 311,4	1 037,5
Sept. ^(p)	439,9	2 428,0	1 003,3	1 618,4	222,4	615,8	89,1	1 953,7	88,4	1 318,3	1 035,5
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2002	99,3	119,2	0,4	90,4	10,7	70,6	-11,3	126,0	-10,0	41,6	39,4
2003	77,8	181,5	-27,3	143,5	-9,0	59,5	-15,2	157,9	-13,2	63,2	37,0
2004 Q1	18,6	73,4	-39,5	25,5	-6,4	0,1	3,3	50,1	-0,5	14,3	10,3
2004 April	3,4	8,5	-8,3	12,0	-0,2	4,2	5,4	18,7	-0,1	15,6	6,2
Mai	6,8	-19,8	12,1	11,9	-1,2	0,1	-2,9	12,8	-0,6	4,3	1,4
Juni	4,2	17,5	-10,4	14,6	6,0	6,4	4,4	9,8	-0,3	10,9	-2,9
Juli	4,7	36,1	2,2	7,8	10,8	-0,5	-2,4	11,7	0,3	8,7	6,3
Aug.	8,0	-1,2	-1,5	13,3	-1,4	7,3	1,3	17,5	-0,1	5,1	5,2
Sept. ^(p)	6,7	25,7	9,1	10,7	-7,0	-1,2	-6,0	31,2	-0,9	7,4	1,8
Wachstumsraten											
2002 Dez.	42,6	6,0	0,0	6,9	4,6	17,1	-8,2	7,9	-8,8	3,6	4,0
2003 Dez.	24,9	8,6	-2,6	10,4	-3,9	11,4	-15,4	9,5	-12,7	5,3	3,7
2004 März	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,2	7,0	-8,7	10,8	-9,9	5,5	4,4
2004 April	21,2	9,3	-7,3	8,1	-2,0	6,7	-18,5	10,9	-8,6	6,6	4,4
Mai	21,8	7,4	-7,2	8,1	-3,5	5,4	-8,0	10,5	-8,3	6,5	4,9
Juni	21,1	7,7	-6,9	8,0	1,9	4,7	-0,3	10,5	-7,1	7,0	4,9
Juli	20,0	8,5	-6,3	7,4	2,1	3,5	-2,4	10,1	-4,9	7,2	4,3
Aug.	20,3	7,5	-5,7	7,5	4,6	5,0	5,7	10,6	-3,3	7,0	4,0
Sept. ^(p)	19,9	8,0	-4,2	7,6	3,2	4,3	4,7	11,3	-3,0	7,2	3,8

A3 Komponenten der Geldmengenaggregate (Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

A4 Komponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung ¹⁾

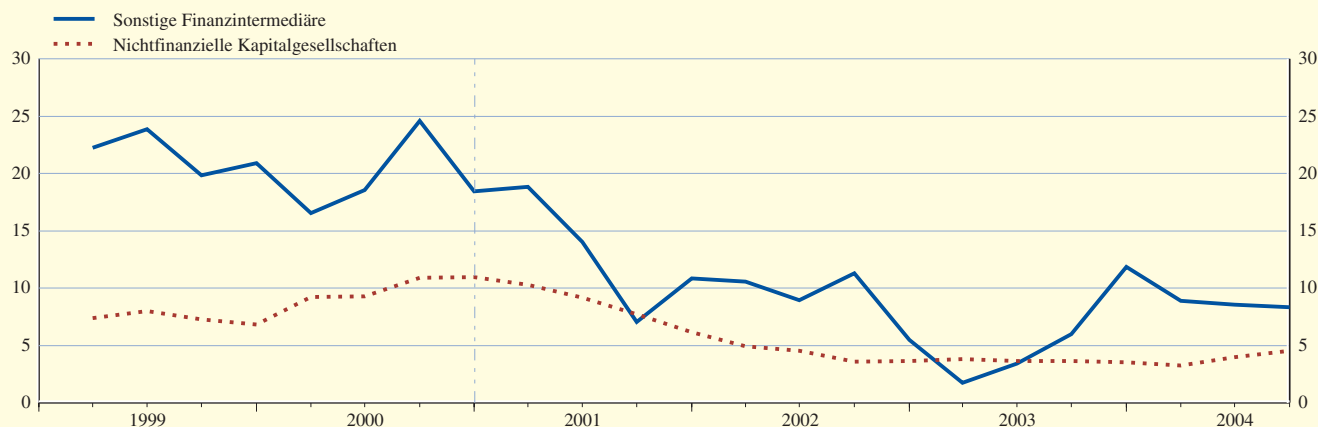
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

1. Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen		Sonstige Finanzintermediäre ²⁾		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften				
	Insgesamt		Insgesamt		Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	
	1	2	3	4					
Bestände									
2002	32,9	19,6	455,5	289,3	2 965,1	980,2	514,8	1 470,1	
2003	35,4	22,1	511,6	321,9	3 034,2	958,7	527,0	1 548,5	
2004 Q1	46,3	32,2	503,8	303,8	3 055,3	955,1	526,2	1 574,0	
2004 April	51,4	37,7	510,8	313,3	3 076,5	958,1	531,6	1 586,8	
Mai	56,5	42,6	515,3	317,1	3 085,7	952,2	537,1	1 596,4	
Juni	53,7	39,8	509,7	305,7	3 093,3	966,4	537,2	1 589,7	
Juli	56,7	41,9	506,0	302,7	3 101,7	963,4	540,7	1 597,5	
Aug.	53,9	39,1	490,4	287,1	3 095,3	946,7	544,9	1 603,7	
Sept. ^(p)	52,8	37,9	507,4	301,4	3 106,7	952,3	545,3	1 609,1	
Transaktionsbedingte Veränderungen									
2002	-4,1	-7,3	24,0	16,2	106,1	-23,6	32,4	97,3	
2003	4,2	2,2	54,6	26,6	103,9	-7,5	15,8	95,6	
2004 Q1	10,7	10,0	-3,1	-11,8	21,6	-4,0	3,9	21,7	
2004 April	4,7	5,1	8,6	11,5	21,4	3,4	5,8	12,2	
Mai	5,1	4,9	5,5	4,5	11,5	-4,4	5,3	10,5	
Juni	-2,8	-2,7	-5,7	-11,5	26,6	16,8	0,5	9,2	
Juli	2,9	2,0	-4,4	-3,2	9,4	-2,7	3,9	8,2	
Aug.	-2,7	-2,8	-12,3	-12,5	-5,3	-16,4	4,3	6,8	
Sept. ^(p)	-1,0	-1,1	18,5	15,2	14,9	6,9	0,8	7,2	
Wachstumsraten									
2002 Dez.	-10,3	-26,4	5,5	5,9	3,7	-2,3	6,6	7,0	
2003 Dez.	11,9	11,7	11,8	8,9	3,5	-0,8	3,1	6,6	
2004 März	8,7	6,4	8,9	3,0	3,3	-2,4	3,6	6,9	
2004 April	9,5	10,2	8,3	4,4	3,5	-2,4	4,3	7,1	
Mai	21,2	26,0	7,9	4,6	3,7	-2,3	5,8	7,0	
Juni	18,9	25,7	8,5	3,0	4,0	-2,1	6,4	7,2	
Juli	15,3	26,2	8,8	5,5	4,4	-1,0	6,0	7,4	
Aug.	21,7	37,1	6,9	3,1	4,1	-1,7	5,6	7,3	
Sept. ^(p)	18,3	32,6	8,4	5,7	4,6	-0,6	5,9	7,4	

A5 Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2) Hierzu gehören auch Investmentfonds.

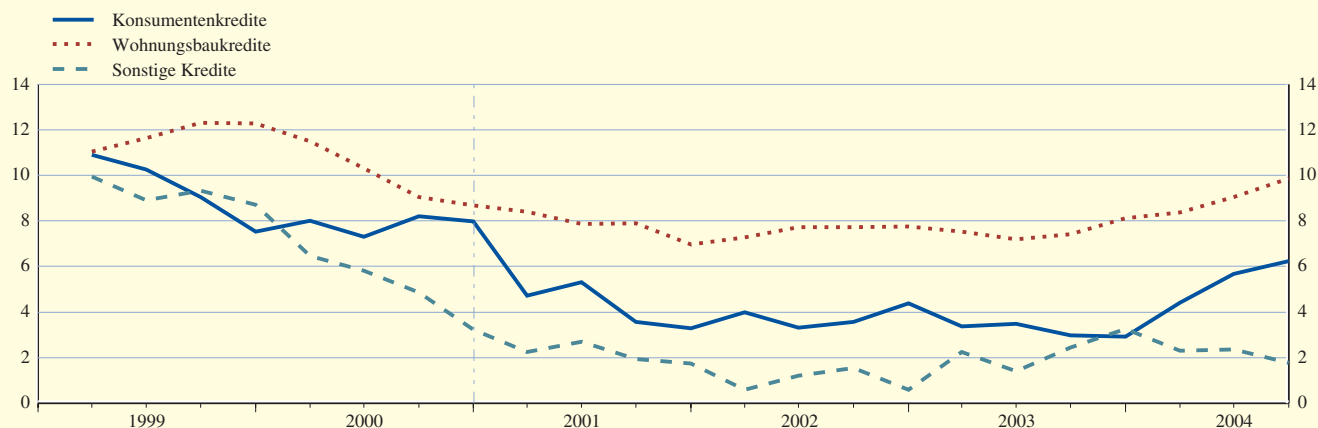
2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung ¹⁾

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

2. Kredite an private Haushalte ²⁾

	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
Bestände													
2002	3 327,0	518,9	105,9	178,3	234,7	2 188,5	22,3	65,1	2 101,1	619,6	153,9	99,7	366,0
2003	3 520,6	484,4	112,0	181,0	191,5	2 360,4	14,3	63,3	2 282,7	675,7	145,1	95,5	435,2
2004 Q1	3 564,7	484,5	109,9	182,3	192,3	2 400,2	14,2	61,6	2 324,4	680,0	141,8	95,2	443,1
2004 April	3 589,5	489,3	110,7	184,0	194,6	2 419,2	14,1	62,0	2 343,0	681,1	141,1	96,1	443,9
Mai	3 610,7	489,7	110,2	183,9	195,6	2 439,5	14,2	62,4	2 362,9	681,5	139,8	96,1	445,6
Juni	3 663,2	502,2	114,9	187,2	200,0	2 463,7	15,2	64,7	2 383,7	697,4	147,7	99,2	450,4
Juli	3 691,5	503,9	113,7	188,6	201,6	2 491,6	14,9	65,2	2 411,6	696,0	144,0	99,5	452,6
Aug.	3 707,8	504,8	114,6	188,2	202,0	2 508,6	14,8	65,5	2 428,4	694,4	142,4	99,2	452,8
Sept. ^(p)	3 736,2	507,8	115,8	188,6	203,4	2 534,3	15,0	65,9	2 453,4	694,1	144,7	98,6	450,7
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2002	182,3	21,9	7,1	5,4	9,4	156,8	-0,3	2,3	154,9	3,6	-3,0	2,2	4,4
2003	212,1	13,7	8,7	6,4	-1,4	177,6	-5,9	1,7	181,8	20,8	-6,4	-5,0	32,3
2004 Q1	48,1	2,0	-1,7	1,8	1,9	44,8	0,0	-0,8	45,6	1,3	-2,3	0,5	3,2
2004 April	23,8	3,9	0,8	1,5	1,6	18,9	0,0	0,4	18,6	1,0	-0,7	0,8	0,9
Mai	21,7	0,8	-0,5	0,1	1,2	20,4	0,1	0,3	20,0	0,5	-1,2	0,0	1,7
Juni	36,3	8,7	4,3	2,1	2,3	20,6	0,9	1,8	17,9	7,0	5,1	0,2	1,7
Juli	28,7	1,9	-1,2	1,5	1,6	28,0	-0,4	0,5	27,9	-1,1	-3,6	-0,1	2,5
Aug.	17,1	1,1	0,9	-0,5	0,8	17,2	-0,1	0,3	16,9	-1,2	-1,6	-0,2	0,6
Sept. ^(p)	29,9	2,7	1,3	0,4	0,9	26,2	0,2	0,5	25,5	1,0	2,5	-0,4	-1,1
Wachstumsraten													
2002 Dez.	5,8	4,4	6,9	3,1	4,2	7,8	-1,4	3,7	8,0	0,6	-1,9	2,1	1,2
2003 Dez.	6,4	2,9	8,3	3,6	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,7	3,3	-4,3	-5,1	8,5
2004 März	6,6	4,4	0,1	6,3	5,2	8,4	4,7	-3,3	8,8	2,3	-1,1	-1,8	4,4
2004 April	6,8	4,9	0,4	6,4	6,2	8,7	6,1	-3,4	9,1	2,1	-1,0	-1,3	3,9
Mai	6,9	4,8	0,8	5,4	6,5	8,8	5,6	-3,4	9,2	1,9	-0,8	-1,2	3,5
Juni	7,3	5,7	3,1	5,9	6,9	9,0	9,1	1,0	9,3	2,4	-1,2	1,8	3,8
Juli	7,3	5,4	3,5	5,9	6,2	9,2	7,7	0,6	9,5	2,4	-0,8	1,5	3,7
Aug.	7,5	6,4	6,1	6,2	6,9	9,3	5,8	0,6	9,6	2,1	-0,4	1,6	3,1
Sept. ^(p)	7,8	6,2	4,9	5,5	7,7	9,8	4,5	0,7	10,2	1,8	0,1	-0,4	2,8

A6 Kredite an private Haushalte (Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2.4 Kredite der MFI, Aufschlüsselung ¹⁾

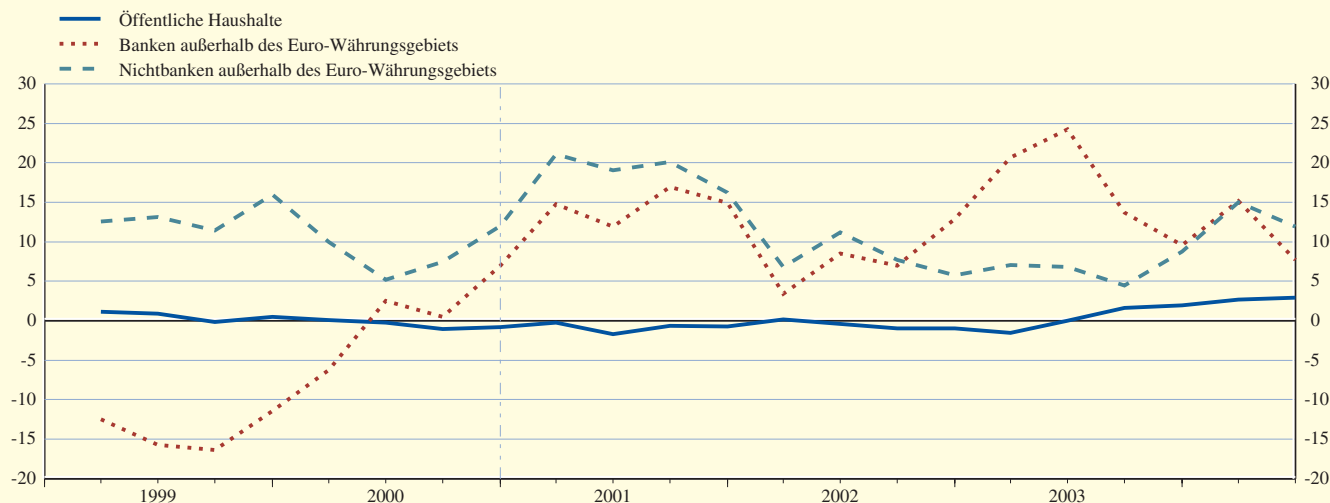
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

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

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken ²⁾	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1 730,1	1 146,2	583,9	64,6	519,3
2003	819,0	130,0	265,1	388,9	35,0	1 762,7	1 182,2	580,6	59,3	521,2
2004 Q1	823,3	134,6	261,3	388,5	38,9	1 955,5	1 308,6	646,9	61,1	585,8
Q2 ^(p)	818,3	129,3	253,4	395,0	40,7	1 965,4	1 323,4	642,6	61,0	581,5
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2002	-7,8	-11,2	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,2	34,5	-1,2	35,7
2003	15,3	-4,3	-12,3	16,6	15,3	159,8	109,5	50,0	-4,9	54,8
2004 Q1	5,7	5,7	-3,9	-0,3	3,9	163,9	107,9	57,0	1,7	55,3
Q2 ^(p)	-6,7	-6,3	-8,5	6,4	1,8	5,5	11,9	-5,7	-0,3	-5,4
Wachstumsraten										
2002 Dez.	-1,0	-7,7	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 Dez.	1,9	-3,2	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,7	-7,5	10,8
2004 März	2,7	0,9	-2,2	2,9	63,1	15,1	15,2	15,0	4,1	16,3
Juni ^(p)	2,9	1,6	-4,0	5,0	43,7	8,9	7,7	11,9	3,2	12,9

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

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

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

2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung ¹⁾

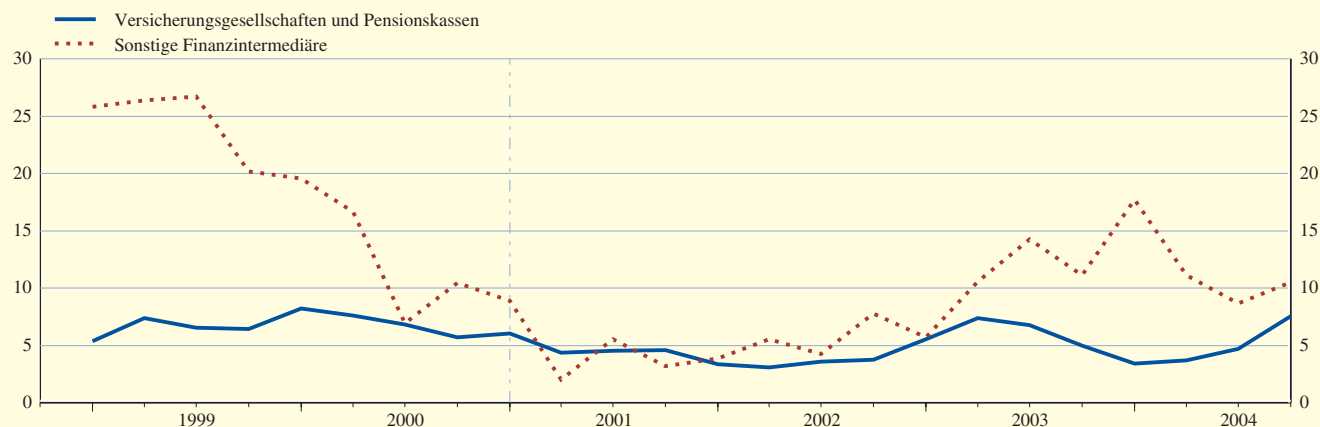
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

1. Einlagen von Finanzintermediären

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen							Sonstige Finanzintermediäre ²⁾						
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte
			Bis zu 2 Jahre	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahre	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Bestände														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,8	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	541,9	58,9	41,7	420,5	1,3	0,3	19,1	568,9	183,1	130,6	144,6	6,1	0,1	104,4
2004 Q1	556,6	64,7	42,2	426,1	1,3	0,3	22,0	587,8	197,0	119,7	147,1	7,8	0,1	116,1
2004 April	562,3	62,3	41,7	431,3	1,4	0,4	25,2	601,3	195,2	129,0	150,0	8,3	0,1	118,6
Mai	563,1	57,2	45,7	435,7	1,5	0,4	22,7	596,0	192,1	127,4	149,1	7,9	0,1	119,3
Juni	565,4	59,9	42,1	439,8	1,3	1,0	21,2	597,2	194,3	122,3	155,1	8,3	0,1	117,2
Juli	567,0	55,8	46,2	440,8	1,3	1,0	21,9	595,0	186,7	123,2	158,0	8,4	0,1	118,6
Aug.	566,4	53,7	46,9	441,2	1,3	1,0	22,3	590,8	176,5	128,0	161,8	8,2	0,1	116,1
Sept. ^(p)	573,7	61,6	47,4	442,4	1,2	1,0	20,0	598,9	189,6	120,2	164,9	8,1	0,1	115,9
Transaktionsbedingte Veränderungen														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,7	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	17,9	1,7	-3,8	18,8	0,3	-0,1	1,1	86,1	27,9	-0,4	39,3	3,2	0,0	16,0
2004 Q1	14,4	5,7	0,3	5,6	0,0	0,0	2,8	14,9	13,9	-14,7	1,4	1,6	0,0	12,7
2004 April	5,5	-2,4	-0,5	5,2	0,1	0,0	3,1	12,5	-2,1	9,2	2,7	0,5	0,0	2,2
Mai	0,7	-5,2	4,0	4,4	0,0	0,0	-2,5	-3,0	-2,8	-0,2	-0,4	-0,4	0,0	0,8
Juni	1,7	2,7	-3,6	4,2	-0,1	0,0	-1,5	2,6	3,5	-5,1	5,9	0,4	0,0	-2,2
Juli	1,6	-4,1	4,0	1,0	0,0	0,0	0,7	-2,6	-7,7	0,8	2,9	0,0	0,0	1,4
Aug.	-0,3	-2,1	0,8	0,5	0,0	0,0	0,4	-4,6	-10,2	4,3	3,9	-0,1	0,0	-2,4
Sept. ^(p)	7,2	8,0	0,5	1,0	-0,1	0,0	-2,3	9,6	13,8	-7,3	3,3	-0,1	0,0	-0,2
Wachstumsraten														
2002 Dez.	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 Dez.	3,4	2,9	-8,1	4,7	40,9	-12,5	6,0	17,7	18,1	-0,4	37,2	71,4	-	17,1
2004 März	3,7	5,1	8,1	2,4	40,8	1,8	18,6	11,1	17,2	-13,1	22,6	47,9	-	17,9
2004 April	4,4	8,4	-3,8	3,9	49,2	6,2	17,0	10,3	15,5	-13,3	25,0	64,7	-	15,1
Mai	4,0	-0,8	0,1	5,2	10,0	6,6	1,8	5,4	7,2	-14,9	15,9	39,0	-	16,6
Juni	4,7	-6,4	10,8	6,4	40,0	3,8	-6,3	8,6	7,8	-10,1	18,6	44,6	-	20,5
Juli	5,5	0,3	16,9	5,1	32,5	3,1	3,6	9,2	9,1	-9,3	22,6	51,7	-	14,1
Aug.	5,8	4,5	17,6	4,3	18,7	7,1	16,6	9,3	6,3	-5,8	25,0	67,5	-	11,3
Sept. ^(p)	7,5	7,1	44,1	4,8	13,6	6,7	6,8	10,5	7,4	-6,1	27,3	63,8	-	12,8

A8 Einlagen von Finanzintermediären

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2) Hierzu gehören auch Investmentfonds.

2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung ¹⁾

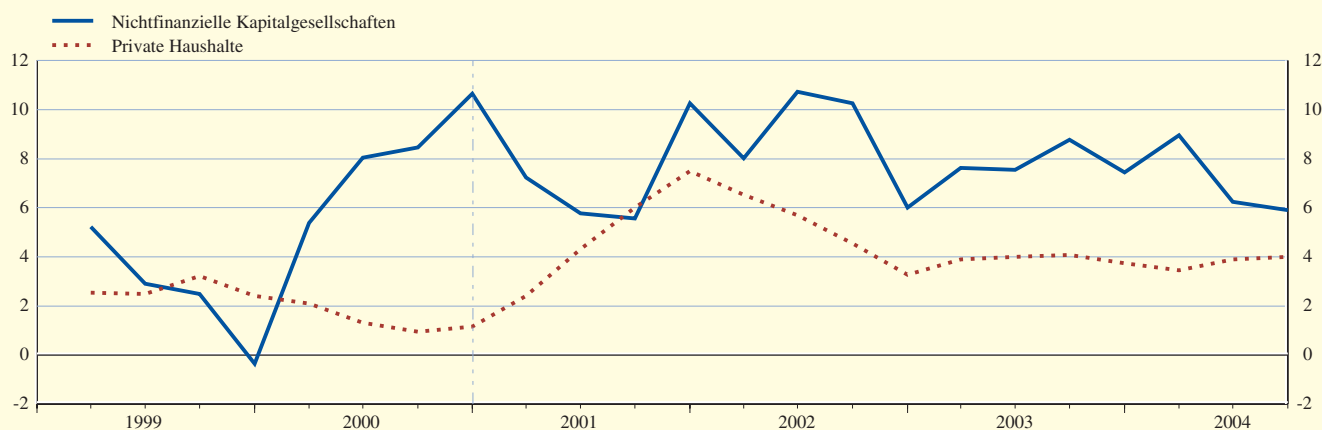
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

2. Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften							Private Haushalte ²⁾						
	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	
Bestände														
2002	990,0	595,6	-	-	-	-	34,7	3 806,3	1 173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1 049,3	633,3	280,2	66,2	38,1	1,5	30,0	3 978,5	1 311,8	544,0	600,8	1 379,2	89,9	52,9
2004 Q1	1 035,9	624,2	275,9	68,5	39,9	1,7	25,8	3 997,9	1 320,7	527,4	608,6	1 401,2	88,2	51,9
2004 April	1 037,9	628,0	271,7	69,7	40,5	1,7	26,4	4 014,9	1 335,9	523,1	610,1	1 406,5	87,1	52,3
Mai	1 051,4	633,0	279,4	70,4	40,9	1,7	26,0	4 027,4	1 349,5	518,9	610,9	1 411,4	86,2	50,5
Juni	1 052,6	650,6	265,6	68,9	41,0	1,0	25,5	4 055,5	1 367,5	517,0	612,4	1 422,3	85,8	50,4
Juli	1 053,5	642,0	271,0	71,4	41,6	1,0	26,5	4 069,2	1 372,1	517,0	613,3	1 428,3	85,9	52,6
Aug.	1 052,9	639,2	271,0	70,7	42,2	1,0	28,8	4 053,7	1 351,0	515,2	615,8	1 431,3	85,8	54,6
Sept. ^(p)	1 066,5	656,7	269,6	71,0	42,5	1,1	25,6	4 060,5	1 363,2	512,2	614,2	1 431,7	85,5	53,7
Transaktionsbedingte Veränderungen														
2002	57,5	30,1	-	-	-	-	-1,2	120,6	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	73,0	41,5	54,9	-29,8	10,2	0,4	-4,2	142,6	95,4	-70,8	36,0	117,4	-13,7	-21,8
2004 Q1	-14,9	-9,6	-5,6	2,6	1,9	0,2	-4,2	17,7	8,5	-17,7	7,7	21,9	-1,7	-1,0
2004 April	1,6	3,4	-4,1	1,1	0,6	0,0	0,7	16,8	15,1	-4,4	1,5	5,3	-1,1	0,4
Mai	14,5	5,7	7,9	0,8	0,4	0,0	-0,4	12,8	13,6	-3,9	0,8	4,9	-0,9	-1,8
Juni	4,5	18,7	-12,7	-1,0	0,0	0,0	-0,5	23,9	15,1	-2,7	1,0	10,9	-0,4	-0,1
Juli	0,3	-8,9	5,1	2,4	0,6	0,0	1,0	13,5	4,9	-0,4	0,9	5,9	0,1	2,1
Aug.	0,9	-2,3	0,9	-0,7	0,6	0,0	2,3	-15,5	-21,0	-1,7	2,2	3,1	-0,1	2,0
Sept. ^(p)	15,5	18,4	-0,6	0,5	0,4	0,0	-3,2	7,8	12,4	-2,4	-1,5	0,5	-0,3	-0,9
Wachstumsraten														
2002 Dez.	6,0	5,3	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 Dez.	7,4	6,8	23,7	-30,7	41,5	49,6	-12,4	3,7	7,9	-11,4	6,4	9,3	-13,2	-29,2
2004 März	9,0	11,9	3,4	13,3	23,1	20,6	-19,1	3,5	7,7	-8,7	3,7	7,4	-10,5	-26,5
2004 April	8,0	10,9	1,1	15,9	22,2	20,3	-15,9	3,5	7,7	-8,8	4,1	7,2	-9,3	-25,5
Mai	7,1	10,4	-0,3	19,1	20,4	22,2	-23,4	3,6	8,0	-9,2	4,3	7,1	-8,8	-26,5
Juni	6,2	10,1	-3,2	14,9	17,1	20,6	-13,5	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
Juli	6,9	10,6	-2,9	16,7	17,8	21,5	-6,2	4,0	7,8	-7,8	4,7	6,6	-5,5	-15,9
Aug.	6,3	10,9	-4,9	10,8	18,0	22,0	-1,1	3,6	6,2	-7,7	5,0	6,3	-4,0	-10,4
Sept. ^(p)	5,9	9,7	-2,5	10,1	18,7	17,3	-16,1	4,0	7,1	-7,5	4,7	6,4	-3,5	-4,5

A9 Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2.5 Einlagen bei MFI, Aufschlüsselung ¹⁾

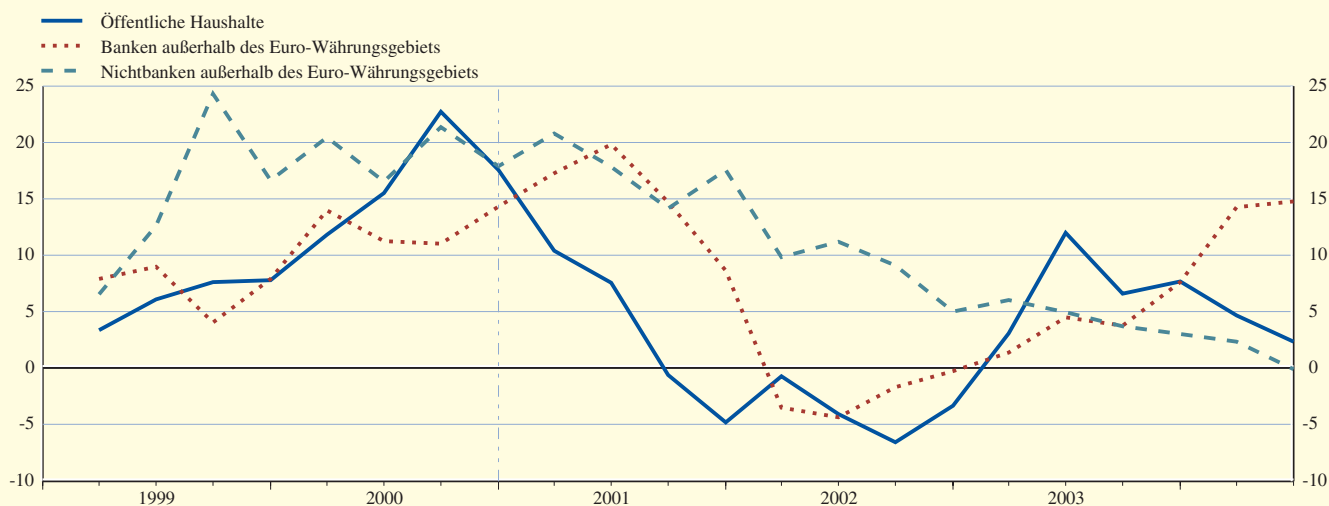
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

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

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken ²⁾	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozial- versicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2 271,0	1 585,3	685,7	97,4	588,3
2003	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2 245,1	1 580,9	664,3	96,1	568,2
2004 Q1	272,7	140,7	30,0	62,4	39,6	2 444,2	1 742,7	701,5	100,8	600,7
Q2 ^(p)	294,4	156,6	31,6	64,4	41,8	2 471,6	1 785,1	688,1	102,5	585,6
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003	19,3	21,1	-0,5	-2,3	1,0	138,5	117,5	21,1	-1,3	22,4
2004 Q1	1,5	8,4	-1,1	-4,5	-1,3	155,3	129,6	25,7	4,8	21,0
Q2 ^(p)	21,1	15,4	1,6	2,0	2,2	21,3	37,5	-13,8	1,7	-15,5
Wachstumsraten										
2002 Dez.	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 Dez.	7,7	19,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 März	4,7	14,4	-6,2	-4,7	-1,4	10,6	14,3	2,3	3,1	2,2
Juni ^(p)	2,4	7,9	-7,7	-0,2	-4,2	10,1	14,8	-0,1	8,4	-1,5

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

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

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

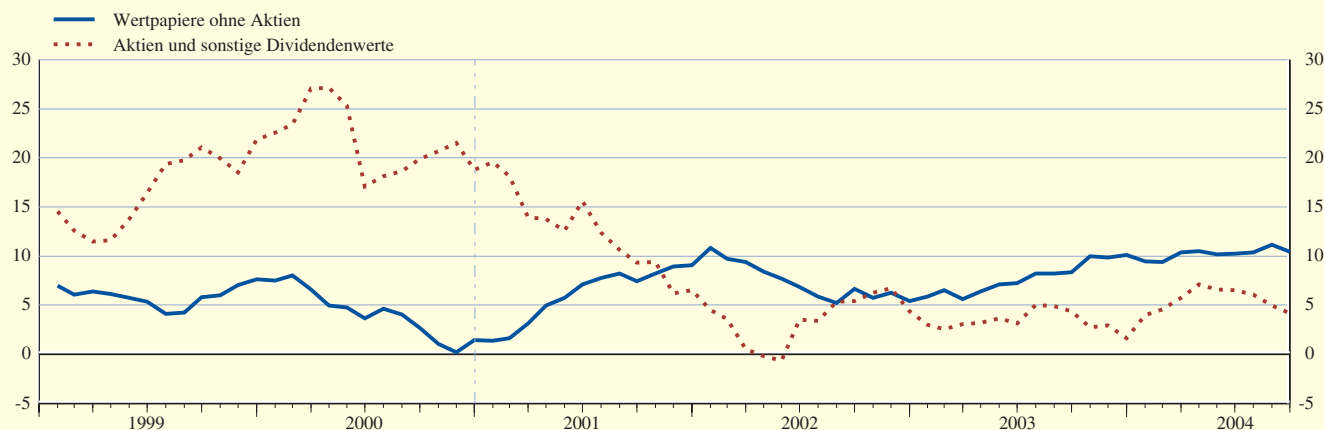
2.6 Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung ¹⁾

(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	
Bestände												
2002	3 228,2	1 122,2	48,2	1 119,5	15,5	349,5	16,7	556,6	1 004,9	263,3	564,3	177,3
2003	3 576,9	1 218,5	57,4	1 230,4	15,6	407,2	18,6	629,3	1 068,7	279,7	615,4	173,7
2004 Q1	3 767,1	1 283,1	60,9	1 287,9	17,8	413,5	18,0	685,9	1 115,8	285,7	640,7	189,5
2004 April	3 811,8	1 292,7	62,0	1 296,5	17,3	417,2	18,6	707,4	1 145,4	290,8	663,2	191,4
Mai	3 849,7	1 304,2	61,5	1 323,4	17,2	422,4	17,6	703,5	1 148,9	297,6	658,0	193,3
Juni	3 855,3	1 298,9	63,2	1 334,2	17,6	426,3	18,1	697,0	1 154,3	294,7	653,6	206,0
Juli	3 900,4	1 313,8	62,9	1 330,4	17,4	429,4	17,3	729,2	1 150,8	294,8	641,6	214,5
Aug.	3 918,5	1 318,6	63,3	1 332,1	16,9	429,1	17,0	741,5	1 143,8	291,0	634,5	218,2
Sept. ^(p)	3 915,7	1 324,9	62,5	1 339,8	15,9	425,5	17,4	729,7	1 126,8	286,8	633,0	207,0
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2002	168,1	47,2	0,2	38,6	-0,6	25,9	3,5	53,4	42,7	14,0	7,0	21,8
2003	331,4	91,6	6,2	80,3	1,1	51,9	2,3	98,0	16,0	7,2	19,5	-10,7
2004 Q1	153,1	61,3	0,1	45,8	1,3	4,1	-1,3	41,8	44,7	6,1	24,6	14,0
2004 April	41,9	9,7	0,9	8,7	-0,4	4,3	0,4	18,2	29,0	5,6	21,6	1,8
Mai	46,4	11,3	-0,4	28,6	0,1	5,0	-0,7	2,4	6,1	6,7	-2,9	2,4
Juni	3,1	-5,8	1,9	7,5	0,3	4,5	0,4	-5,7	-9,4	-6,1	-10,7	7,3
Juli	41,2	17,9	-0,9	-4,3	-0,2	0,5	-0,9	29,1	-1,3	0,3	-11,0	9,4
Aug.	19,6	4,7	1,3	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	15,1	-6,0	-3,6	-6,8	4,4
Sept. ^(p)	10,3	7,8	1,0	8,9	-0,5	-3,9	0,9	-3,8	-19,1	-4,8	-2,1	-12,1
Wachstumsraten												
2002 Dez.	5,5	4,4	-0,6	3,7	-3,3	8,1	23,6	10,1	4,4	5,5	1,3	13,6
2003 Dez.	10,1	8,1	12,6	7,0	7,0	14,7	11,5	17,6	1,6	2,7	3,5	-5,8
2004 März	10,4	9,6	6,1	7,3	6,1	10,7	5,2	19,1	5,8	6,2	7,5	-0,3
2004 April	10,5	10,6	11,6	6,6	3,6	8,0	8,2	20,4	7,1	8,7	8,3	0,9
Mai	10,2	10,3	8,5	6,6	6,6	9,0	-7,4	19,0	6,6	9,4	5,9	4,6
Juni	10,3	9,4	7,4	8,6	10,3	10,3	2,5	15,7	6,5	6,3	5,2	11,1
Juli	10,4	9,5	5,1	7,2	6,1	11,3	-6,9	19,1	6,1	5,2	3,9	14,4
Aug.	11,2	10,0	12,8	7,6	5,1	10,2	-5,7	21,7	5,0	3,6	2,6	14,6
Sept. ^(p)	10,4	10,6	12,7	6,6	0,3	7,6	-3,9	20,0	4,2	2,6	3,1	10,0

All Wertpapierbestände der MFIs

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2.7 Neubewertung ausgewählter Bilanzpositionen der MFIs¹⁾
(in Mrd €)

1. Abschreibungen/Wertberichtigungen von Krediten an private Haushalte²⁾

	Konsumentenkredite				Wohnungsbaukredite				Sonstige Kredite			
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,9	-	-	-	-1,3	-	-	-	-5,3	-	-	-
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,0	-3,2	-0,3	-0,1	-2,8	-7,4	-2,8	-0,3	-4,3
2004 Q1	-1,2	-0,5	-0,2	-0,5	-1,3	-0,1	0,0	-1,1	-2,5	-1,0	-0,1	-1,4
2004 April	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
Mai	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
Juni	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	0,0	-0,3
Juli	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2
Aug.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,2
Sept. ^(p)	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-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
2002	-9,7	-2,1	-2,7	-4,9	-7,2	-	-
2003	-17,6	-8,8	-1,3	-7,6	-1,0	-0,4	-0,6
2004 Q1	-5,7	-3,0	-0,6	-2,2	-0,9	-0,3	-0,5
2004 April	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,2
Mai	-0,7	-0,7	0,3	-0,3	0,2	0,0	0,2
Juni	-1,6	-0,9	-0,1	-0,6	0,2	0,1	0,2
Juli	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Aug.	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Sept. ^(p)	-0,9	-0,5	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0

3. Neubewertung von Wertpapieren der MFIs

	Wertpapiere ohne Aktien								Aktien und sonstige Dividendenwerte			
	Insgesamt	MFIs		Öffentliche Haushalte		Sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet		Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Insgesamt	MFIs	Nicht-MFIs	Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets
		Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	39,6	9,9	0,6	13,2	-0,1	5,8	0,2	9,9	-12,3	-5,0	-1,5	-5,8
2003	-1,2	-0,7	-0,4	3,1	-0,1	-1,2	-0,1	-2,0	19,2	7,9	5,0	6,4
2004 Q1	16,6	2,5	0,3	11,1	0,1	1,5	0,0	1,0	2,3	-0,3	1,0	1,7
2004 April	-5,1	-0,3	0,0	-4,1	0,0	-0,4	0,0	-0,3	0,6	-0,5	0,9	0,1
Mai	-3,7	0,1	-0,1	-1,9	0,0	0,2	0,0	-2,1	-2,1	0,3	-1,9	-0,5
Juni	0,2	-0,5	0,0	1,0	0,0	-0,6	0,0	0,3	1,6	-0,3	1,0	1,0
Juli	0,3	-0,6	0,0	0,5	0,0	0,3	0,0	0,1	-2,2	-0,3	-1,0	-1,0
Aug.	2,3	0,0	0,0	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,1	-0,3	-0,6
Sept. ^(p)	-0,5	0,0	-0,1	-1,2	0,0	0,4	0,0	0,5	2,2	0,7	0,6	0,9

Quelle: EZB.

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

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen ¹⁾

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

1. Einlagen

	MFIs ²⁾							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen					
			Insgesamt						Insgesamt					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet														
2002	4 136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6 061,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003	4 363,5	91,2	8,8	5,4	0,5	1,5	0,9	6 409,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 Q1	4 412,5	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6 451,0	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
Q2 ^(p)	4 522,8	90,3	9,7	5,8	0,5	1,5	1,4	6 565,1	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets														
2002	1 585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003	1 580,9	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	664,3	51,0	49,0	32,1	2,1	2,2	9,6
2004 Q1	1 742,7	46,3	53,7	35,1	2,0	3,3	10,4	701,5	53,2	46,8	30,0	2,1	1,8	9,7
Q2 ^(p)	1 785,1	45,2	54,8	36,6	1,8	3,2	10,2	688,1	52,1	47,9	31,0	1,9	1,9	9,8

2. Schuldverschreibungen der MFIs im Euro-Währungsgebiet

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

Quelle: EZB.

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

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

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

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

3. Kredite

	MFIs ²⁾							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen					
			Insgesamt						Insgesamt					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
An Ansässige im Euro-Währungsgebiet														
2002	4 017,8	-	-	-	-	-	7 593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003	4 193,5	-	-	-	-	-	7 920,9	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004 Q1	4 224,5	-	-	-	-	-	7 993,4	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4	
Q2 ^(p)	4 296,0	-	-	-	-	-	8 138,1	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
An Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets														
2002	1 146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,1	583,9	36,2	63,8	47,6	2,3	4,7	5,6
2003	1 182,2	50,2	49,8	29,5	4,7	2,3	9,3	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 Q1	1 308,6	49,1	50,9	30,6	4,7	2,5	9,4	646,9	40,0	60,0	41,9	2,5	4,4	8,0
Q2 ^(p)	1 323,4	49,3	50,7	30,2	5,0	2,6	9,1	642,6	38,3	61,7	42,8	2,4	4,5	8,8

4. Wertpapiere ohne Aktien

	Von MFIs ³⁾ begeben							Von Nicht-MFIs begeben						
	Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen					
			Insgesamt						Insgesamt					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet														
2002	1 170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1 501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003	1 275,9	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,4	1 671,7	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
2004 Q1	1 344,0	95,5	4,5	2,1	0,3	0,4	1,5	1 737,2	97,9	2,1	1,1	0,5	0,1	0,2
Q2 ^(p)	1 362,1	95,4	4,6	2,2	0,4	0,4	1,4	1 796,2	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets														
2002	239,6	36,9	63,1	45,5	1,7	0,6	13,2	317,1	41,5	58,5	42,0	5,8	0,9	5,6
2003	275,5	44,9	55,1	35,1	1,2	0,6	16,2	353,8	45,8	54,2	36,0	5,9	1,1	6,4
2004 Q1	307,1	44,4	55,6	34,2	1,2	0,6	17,3	378,8	44,3	55,7	35,9	6,2	0,8	7,2
Q2 ^(p)	313,3	46,4	53,6	32,7	1,2	0,6	16,8	384,6	44,7	55,3	34,4	6,7	0,9	7,2

Quelle: EZB.

- 1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.
- 2) Bei Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets bezieht sich der Begriff „MFIs“ auf Institute, die den MFIs im Euro-Währungsgebiet ähnlich sind.
- 3) Einschließlich in den nationalen Währungseinheiten des Euro angegebener Positionen.

2.9 Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet ¹⁾

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

1. Aktiva

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien			Aktien, sonstige Dividenden- werte und Beteiligungen 6	Investment- fondsanteile 7	Sachanlagen 8	Sonstige Aktiva 9
			Zusammen 3	Bis zu 1 Jahr 4	Mehr als 1 Jahr 5				
2003 Q1	2 746,9	217,2	1 331,8	70,6	1 261,2	767,3	205,8	116,7	108,1
Q2	2 959,5	232,6	1 382,7	67,1	1 315,6	880,9	224,5	120,7	118,1
Q3	3 085,6	248,3	1 405,3	65,3	1 340,0	932,3	234,6	126,3	138,8
Q4	3 175,0	235,2	1 389,4	67,4	1 322,0	1 033,7	243,9	133,7	139,1
2004 Q1	3 353,6	266,5	1 433,9	70,3	1 363,6	1 102,8	262,6	136,7	151,2
Q2 ^(p)	3 365,8	245,1	1 428,5	69,2	1 359,3	1 117,3	277,5	139,7	157,8

2. Passiva

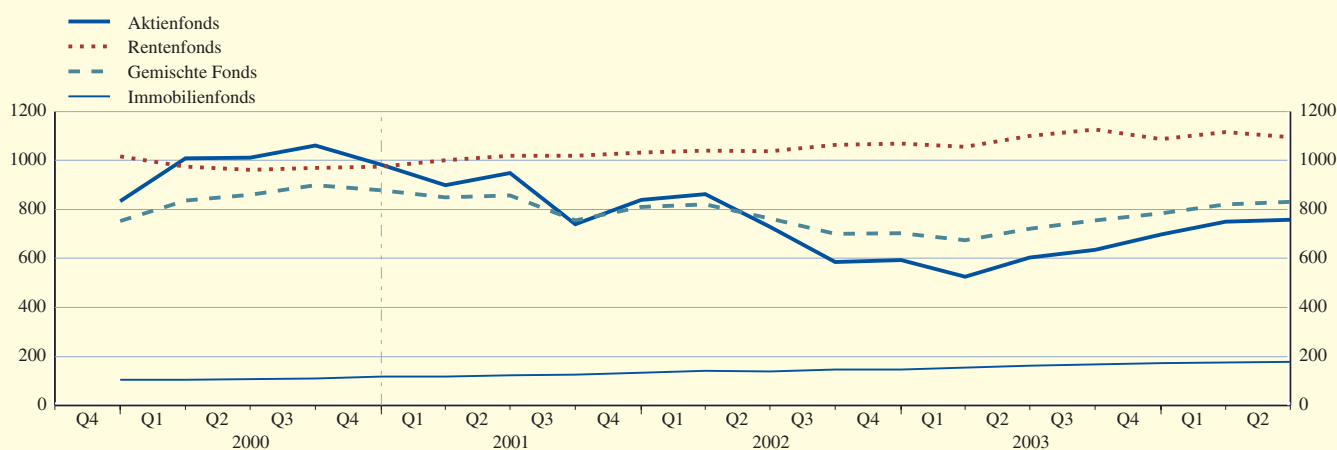
	Insgesamt 1	Einlagen und aufgenommene Kredite 2	Investmentfondsanteile 3	Sonstige Passiva 4
Q2	2 959,5	41,8	2 825,8	91,9
Q3	3 085,6	43,2	2 917,7	124,8
Q4	3 175,0	44,2	3 011,7	119,1
2004 Q1	3 353,6	49,6	3 171,2	132,8
Q2 ^(p)	3 365,8	50,2	3 188,6	127,1

3. Aktiva/Passiva nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen

	Insgesamt 1	Fonds nach Anlageschwerpunkten					Fonds nach Anlegergruppen	
		Aktienfonds 2	Rentenfonds 3	Gemischte Fonds 4	Immobilien- fonds 5	Sonstige Fonds 6	Publikumsfonds 7	Spezialfonds 8
2003 Q1	2 746,9	525,9	1 054,1	675,3	153,9	337,7	1 975,5	771,4
Q2	2 959,5	603,3	1 099,5	720,8	161,4	374,4	2 140,4	819,1
Q3	3 085,6	635,4	1 127,0	754,2	167,7	401,4	2 249,0	836,6
Q4	3 175,0	697,8	1 086,6	783,4	171,7	435,6	2 318,2	856,8
2004 Q1	3 353,6	750,5	1 116,6	821,2	175,9	489,5	2 470,6	883,1
Q2 ^(p)	3 365,8	756,5	1 094,5	830,4	179,0	505,4	2 478,8	887,0

A12 Gesamtaktiva der Investmentfonds

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Ohne Geldmarktfonds. Die Daten beziehen sich auf die Euro-Länder ohne Irland. Weitere Einzelheiten sind den „Erläuterungen“ zu entnehmen.

2.10 Aktiva der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen
(in Mrd €: Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

1. Fonds nach Anlageschwerpunkten

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien			Aktien, sonstige Dividenden- werte und Beteiligungen 6	Investment- fondsanteile 7	Sachanlagen 8	Sonstige Aktiva 9
			Zusammen 3	Bis zu 1 Jahr 4	Mehr als 1 Jahr 5				
Aktienfonds									
2003 Q1	525,9	24,5	30,2	2,8	27,5	438,5	16,5	-	16,1
Q2	603,3	27,9	31,6	2,9	28,7	506,5	18,5	-	18,8
Q3	635,4	29,5	27,8	2,4	25,4	536,4	19,5	-	22,1
Q4	697,8	29,3	31,3	2,9	28,4	593,6	21,1	-	22,5
2004 Q1	750,5	32,8	32,2	3,0	29,2	635,7	23,4	-	26,5
Q2 ^(p)	756,5	31,4	31,8	3,3	28,5	642,8	25,2	-	25,3
Rentenfonds									
2003 Q1	1 054,1	77,5	899,8	35,8	864,0	26,6	18,6	-	31,5
Q2	1 099,5	82,4	927,8	33,0	894,8	31,1	20,9	-	37,3
Q3	1 127,0	93,6	934,7	30,7	904,1	29,1	21,7	-	47,9
Q4	1 086,6	82,5	905,9	31,6	874,3	31,0	21,6	-	45,5
2004 Q1	1 116,6	97,3	918,4	35,3	883,1	32,9	21,4	-	46,6
Q2 ^(p)	1 094,5	79,3	909,8	36,3	873,5	33,0	21,9	-	50,5
Gemischte Fonds									
2003 Q1	675,3	50,4	300,8	21,8	278,9	209,9	83,7	0,7	29,9
Q2	720,8	49,4	311,9	20,9	291,0	237,0	91,9	0,3	30,3
Q3	754,2	50,5	324,0	22,2	301,8	248,4	95,4	0,3	35,6
Q4	783,4	49,5	324,0	22,1	301,9	272,5	100,5	0,3	36,7
2004 Q1	821,2	52,9	333,9	21,2	312,6	287,0	107,2	0,3	39,9
Q2 ^(p)	830,4	52,3	340,1	22,3	317,8	279,1	115,0	0,3	43,6
Immobilienfonds									
2003 Q1	153,9	14,7	8,3	0,5	7,7	0,7	8,6	115,1	6,5
Q2	161,4	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3
Q3	167,7	16,1	9,0	0,6	8,4	0,8	9,5	125,3	6,9
Q4	171,7	13,2	9,3	0,6	8,7	0,8	8,5	132,7	7,4
2004 Q1	175,9	14,7	9,1	0,6	8,5	0,8	7,7	135,6	8,0
Q2 ^(p)	179,0	15,0	8,5	0,6	7,9	0,6	7,7	138,6	8,6

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
2003 Q1	1 975,5	165,6	882,6	599,9	155,1	101,3	71,0
Q2	2 140,4	181,6	912,3	691,7	168,3	104,2	82,2
Q3	2 249,0	199,0	927,6	736,5	176,6	108,9	100,4
Q4	2 318,2	191,7	913,6	815,8	183,8	115,4	98,0
2004 Q1	2 470,6	219,3	948,9	878,2	198,8	117,5	107,8
Q2 ^(p)	2 478,8	202,3	944,9	890,4	211,3	119,9	109,9
Spezialfonds							
2003 Q1	771,4	51,6	449,2	167,4	50,7	15,4	37,1
Q2	819,1	51,0	470,4	189,2	56,1	16,5	36,0
Q3	836,6	49,3	477,7	195,8	58,0	17,4	38,4
Q4	856,8	43,4	475,9	217,9	60,1	18,3	41,2
2004 Q1	883,1	47,2	485,0	224,6	63,8	19,1	43,3
Q2 ^(p)	887,0	42,7	483,6	226,9	66,2	19,8	47,8

Quelle: EZB.



FINANZKONTEN UND NICHTFINANZIELLE KONTEN

3.1 Wichtige Forderungen der nichtfinanziellen Sektoren

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

	Bargeld und Einlagen										Nachrichtlich: Einlagen von Nichtbanken außerhalb des Euro- Währungs- gebiets
	Insgesamt	Zusammen	Bargeld	Einlagen nichtfinanzieller Sektoren (ohne Zentralstaaten) bei MFIs im Euro-Währungsgebiet					Einlagen von Zentralstaaten bei MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Einlagen bei Nicht-MFIs ¹⁾	
				Zusammen	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit	Mit verein- barter Kün- digungsfrist	Repo- geschäfte			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Bestände											
2002 Q4	14 587,1	5 610,9	309,2	4 952,2	1 846,7	1 581,9	1 411,7	111,9	136,4	213,1	293,2
2003 Q1	14 542,9	5 635,8	288,9	4 948,2	1 836,2	1 571,9	1 434,1	106,1	176,2	222,5	323,9
Q2	15 003,5	5 749,7	310,1	5 029,7	1 918,4	1 560,2	1 456,4	94,7	200,3	209,6	329,8
Q3	15 110,6	5 754,4	320,9	5 071,2	1 956,6	1 555,8	1 469,5	89,3	183,9	178,4	345,4
Q4	15 400,8	5 871,9	350,7	5 182,4	2 027,5	1 557,8	1 511,9	85,2	153,6	185,2	348,4
2004 Q1	15 597,9	5 907,7	350,8	5 180,4	2 021,0	1 543,6	1 534,5	81,2	183,8	192,8	394,9
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2002 Q4	171,7	171,1	30,8	135,7	83,0	13,2	46,4	-6,9	-9,9	14,5	10,1
2003 Q1	154,7	40,2	1,3	-3,3	-29,3	-11,3	43,0	-5,7	32,8	9,4	32,2
Q2	212,9	132,1	21,2	86,4	84,0	-8,4	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,4
Q3	131,9	12,6	11,4	12,4	6,9	-3,7	13,0	-3,9	-13,7	2,5	17,2
Q4	154,6	125,9	29,8	119,6	79,3	9,1	36,4	-5,2	-30,3	6,8	10,9
2004 Q1	148,6	32,6	0,1	-5,3	-7,4	-16,5	22,5	-3,9	30,2	7,6	40,6
Wachstumsraten											
2002 Q4	3,9	5,0	33,8	3,6	5,8	0,2	5,3	-3,9	-4,2	12,2	4,0
2003 Q1	4,3	5,9	31,2	4,4	7,4	-0,2	7,3	-10,6	5,1	14,5	13,7
Q2	4,6	6,4	27,0	4,5	7,6	-0,9	8,9	-19,0	22,3	13,7	22,6
Q3	4,7	6,5	23,3	4,8	8,2	-0,6	9,1	-23,5	22,8	13,4	24,5
Q4	4,5	5,5	20,6	4,3	7,6	-0,9	8,1	-23,4	9,5	8,9	24,5
2004 Q1	4,5	5,4	21,7	4,3	8,9	-1,2	6,6	-23,0	5,9	7,7	24,8
Wertpapiere ohne Anteilsrechte											
Anteilsrechte²⁾											
Versicherungstechnische Rückstellungen											
	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Börsen- notierte Aktien	Investment- zertifikate	Geldmarkt- fondsanteile	Zusammen	Ansprüche privater Haus- halte und Rück- stellungen bei Lebensversiche- rungen und Pensionsein- richtungen	Prämienüber- träge und Rück- stellungen für eingetretene Versicherungs- fälle	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
Bestände											
2002 Q4	1 955,3	208,7	1 746,6	3 490,9	1 778,1	1 712,8	310,0	3 530,0	3 185,7	344,3	
2003 Q1	1 946,5	190,0	1 756,5	3 350,9	1 610,0	1 740,9	396,6	3 609,8	3 259,9	349,8	
Q2	1 915,4	172,6	1 742,7	3 652,9	1 815,6	1 837,3	402,7	3 685,5	3 332,4	353,1	
Q3	1 918,0	172,4	1 745,6	3 687,3	1 825,8	1 861,5	406,7	3 750,9	3 395,8	355,1	
Q4	1 921,5	178,0	1 743,4	3 828,3	1 952,7	1 875,6	404,5	3 779,1	3 422,3	356,8	
2004 Q1	1 944,6	185,0	1 759,6	3 912,7	1 985,4	1 927,3	414,1	3 832,9	3 468,9	364,0	
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2002 Q4	-13,6	-10,3	-3,3	-23,9	-23,7	-0,2	-7,4	38,2	40,1	-1,9	
2003 Q1	-21,8	-21,8	-0,1	65,3	3,0	62,2	29,9	71,0	64,6	6,5	
Q2	-41,5	-17,1	-24,4	63,1	25,1	38,0	3,7	59,3	55,1	4,2	
Q3	11,0	0,1	10,9	50,3	33,0	17,3	2,6	57,9	54,9	3,0	
Q4	7,1	4,4	2,7	-24,6	-24,7	0,2	-10,3	46,2	43,6	2,6	
2004 Q1	19,9	3,4	16,5	27,0	1,5	25,5	10,4	69,1	61,3	7,9	
Wachstumsraten											
2002 Q4	0,9	-14,0	3,0	2,0	0,1	4,7	12,1	6,4	6,6	4,5	
2003 Q1	-0,6	-16,1	1,3	2,8	0,8	5,6	11,9	6,3	6,6	3,7	
Q2	-2,4	-14,6	-1,1	3,8	1,3	7,1	13,5	6,4	6,7	3,7	
Q3	-3,4	-23,7	-1,0	4,6	2,2	6,9	9,2	6,5	6,9	3,4	
Q4	-2,3	-16,4	-0,6	4,4	2,0	6,9	8,3	6,6	6,8	4,7	
2004 Q1	-0,2	-4,8	0,3	3,5	2,2	4,6	1,6	6,4	6,6	5,0	

Quelle: EZB.

1) Umfassen Einlagen bei Zentralstaaten (S1311, ESVG 95), sonstigen Finanzinstituten (S123, ESVG 95) sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (S125, ESVG 95) im Euro-Währungsgebiet.

2) Ohne nicht börsennotierte Aktien.

3.2 Wichtige Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren

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

	Kredite von MFIs und sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet an												Nachrichtlich: Kredite von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets an Nichtbanken
	Zusammen			Öffentliche Haushalte (Staat)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			Private Haushalte ¹⁾			
		Von MFIs im Euro-Währungsgebiet	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2002 Q4	15 613,9	8 080,9	7 130,0	886,3	60,9	825,5	3 581,0	1 175,4	2 405,6	3 613,6	296,8	3 316,7	241,6
2003 Q1	15 580,4	8 138,5	7 168,8	884,8	68,5	816,3	3 603,9	1 188,4	2 415,5	3 649,8	286,8	3 363,0	256,4
Q2	16 139,2	8 244,2	7 236,3	876,9	69,7	807,3	3 652,1	1 213,2	2 438,9	3 715,2	291,4	3 423,8	253,8
Q3	16 233,3	8 326,8	7 293,7	884,2	70,8	813,4	3 657,5	1 184,7	2 472,8	3 785,0	285,9	3 499,1	275,6
Q4	16 561,4	8 462,9	7 397,1	952,6	80,7	871,9	3 660,0	1 164,3	2 495,7	3 850,3	287,3	3 563,1	266,5
2004 Q1	16 899,6	8 513,2	7 466,6	956,4	84,7	871,7	3 654,9	1 161,1	2 493,8	3 901,9	281,8	3 620,1	304,1
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2002 Q4	165,9	141,6	96,9	14,9	6,0	9,0	58,4	-5,0	63,4	68,3	2,8	65,5	6,4
2003 Q1	265,7	94,7	66,9	6,1	7,9	-1,8	45,4	18,6	26,8	43,2	-7,6	50,8	7,1
Q2	234,2	116,2	84,9	-5,4	3,2	-8,6	52,0	24,3	27,7	69,6	5,3	64,3	2,6
Q3	136,1	79,8	58,7	7,3	1,1	6,2	1,5	-25,9	27,5	71,0	-4,7	75,7	22,9
Q4	111,0	110,6	119,2	20,3	9,9	10,4	17,2	-16,3	33,6	73,1	4,5	68,5	-1,3
2004 Q1	192,9	45,9	75,1	4,9	4,1	0,8	-14,4	-6,5	-7,9	55,5	-4,0	59,5	32,6
Wachstumsraten													
2002 Q4	3,9	4,4	4,0	-1,9	21,8	-3,3	3,9	-2,9	7,6	6,5	0,8	7,1	-3,3
2003 Q1	4,4	4,8	4,1	-1,4	28,4	-3,3	4,6	-0,8	7,5	6,7	-0,3	7,4	-4,1
Q2	4,8	4,9	4,0	0,8	34,3	-1,3	4,3	1,5	5,8	6,5	-1,5	7,3	3,6
Q3	5,2	5,4	4,4	2,6	33,1	0,6	4,4	1,0	6,2	7,1	-1,4	7,9	16,1
Q4	4,8	5,0	4,6	3,2	36,2	0,8	3,2	0,1	4,8	7,1	-0,8	7,8	12,9
2004 Q1	4,3	4,3	4,7	3,1	26,7	1,1	1,6	-2,1	3,3	7,4	0,4	8,0	22,1

	Emission von Wertpapieren (ohne Anteilsrechte) durch							Emission von börsennotierten Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen	Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften
	Zusammen	Öffentliche Haushalte (Staat)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
		Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig			
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
Bestände										
2002 Q4	4 670,0	4 137,0	480,1	3 656,9	533,0	144,7	388,3	2 383,9	209,9	269,1
2003 Q1	4 835,7	4 272,5	529,9	3 742,7	563,1	167,1	396,1	2 114,2	219,4	272,6
Q2	4 962,0	4 377,7	563,6	3 814,1	584,3	165,6	418,7	2 451,3	205,7	276,1
Q3	4 977,5	4 395,4	557,7	3 837,8	582,1	164,4	417,6	2 474,6	174,3	280,1
Q4	4 904,9	4 316,2	538,9	3 777,2	588,8	163,5	425,2	2 729,2	181,7	282,7
2004 Q1	5 071,2	4 477,8	576,1	3 901,7	593,5	179,9	413,5	2 839,5	189,0	286,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2002 Q4	4,2	-0,2	-8,3	8,0	4,4	6,9	-2,5	2,5	14,4	3,2
2003 Q1	157,5	128,8	49,9	78,9	28,7	22,3	6,4	-0,2	9,5	4,2
Q2	98,9	84,3	33,9	50,4	14,6	-1,4	16,0	15,5	-0,6	4,2
Q3	45,8	43,7	-5,6	49,3	2,1	-1,1	3,2	4,0	2,4	4,2
Q4	-11,5	-19,4	-18,4	-1,0	7,9	-0,9	8,8	0,4	7,4	4,1
2004 Q1	134,0	134,6	35,8	98,9	-0,7	16,2	-16,9	1,6	7,3	4,0
Wachstumsraten										
2002 Q4	5,1	5,2	10,6	4,5	4,1	3,7	4,3	0,7	12,3	5,3
2003 Q1	6,3	6,1	16,7	4,7	8,0	15,2	5,3	0,4	14,7	5,6
Q2	7,0	6,5	15,5	5,2	11,3	27,0	5,9	0,8	13,4	5,9
Q3	6,6	6,2	14,6	5,1	9,4	19,4	5,9	0,9	13,2	6,0
Q4	6,2	5,7	12,5	4,9	10,0	13,0	8,9	0,8	8,9	6,2
2004 Q1	5,5	5,7	8,6	5,3	4,2	7,6	2,8	1,0	7,5	6,1

Quelle: EZB.

1) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

3.3 Wichtige Forderungen und Verbindlichkeiten von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

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

	Wichtige Forderungen											
	Insgesamt	Einlagen bei MFIs im Euro-Währungsgebiet					Kredite			Wertpapiere ohne Anteilsrechte		
		Zusammen	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit	Mit vereinbarter Kündigungsfrist	Repos-geschäfte	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Bestände											
2002 Q4	3 328,7	523,1	55,9	445,9	3,5	17,8	341,6	69,9	271,7	1 334,1	50,0	1 284,1
2003 Q1	3 343,2	535,8	61,7	454,2	1,6	18,3	332,9	63,6	269,3	1 382,6	55,9	1 326,7
Q2	3 472,8	537,8	63,8	450,5	1,3	22,3	337,1	64,8	272,3	1 411,8	53,7	1 358,0
Q3	3 522,5	532,9	57,5	455,3	1,4	18,7	338,8	65,2	273,6	1 433,3	56,6	1 376,7
Q4	3 629,6	541,9	58,9	462,3	1,6	19,1	327,3	65,8	261,5	1 461,2	58,3	1 403,0
2004 Q1	3 778,1	556,6	64,7	468,3	1,7	22,0	338,0	68,8	269,3	1 532,9	56,1	1 476,8
	Transaktionsbedingte Veränderungen											
2002 Q4	68,7	16,8	5,8	8,0	-0,4	3,5	5,0	-4,6	9,6	36,5	2,4	34,1
2003 Q1	67,1	12,4	4,3	7,8	-0,2	0,5	-8,7	-6,4	-2,4	53,8	6,7	47,1
Q2	42,3	2,3	2,3	-3,9	0,0	3,9	4,2	1,2	3,0	18,7	-2,3	21,1
Q3	33,7	-6,3	-6,4	3,8	0,1	-3,8	1,7	0,4	1,3	22,6	2,9	19,7
Q4	59,3	9,5	1,6	7,2	0,2	0,5	-11,5	0,7	-12,2	37,6	1,7	35,9
2004 Q1	95,4	14,4	5,7	5,8	0,0	2,8	10,5	2,9	7,6	44,5	-2,4	47,0
	Wachstumsraten											
2002 Q4	6,3	5,6	16,3	4,3	1,9	8,5	-0,2	-3,2	0,7	9,4	8,3	9,5
2003 Q1	5,8	7,4	37,1	4,8	-17,5	3,3	-1,4	-11,6	1,4	10,0	17,5	9,7
Q2	6,8	6,7	28,9	3,9	-9,5	17,4	-0,6	-12,3	2,6	12,0	41,1	11,1
Q3	6,5	5,0	11,8	3,6	-12,4	28,2	0,6	-12,6	4,4	10,1	20,7	9,7
Q4	6,1	3,4	3,0	3,4	4,7	6,1	-4,2	-5,9	-3,8	10,0	18,0	9,6
2004 Q1	6,9	3,7	5,0	2,9	24,7	18,7	1,5	8,1	-0,1	8,9	-0,4	9,3

	Wichtige Forderungen						Wichtige Verbindlichkeiten						
	Anteilsrechte ¹⁾				Prämien-überträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungs-fälle	Insgesamt	Kredite von MFIs und sonstigen finanziellen Kapital-gesellschaften im Euro-Währungsgebiet		Wertpapiere ohne Anteilsrechte	Börsen-notierte Aktien	Versicherungstechnische Rückstellungen		
	Zu-sammen	Börsen-notierte Aktien	Investment-zertifikate	Geldmarkt-fonds-anteile			Zusammen	Von MFIs im Euro-Währungs-gebiet			Zusammen	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen für eingetretene bei Lebens-versicherungen und Pensionseinrichtungen	Prämien-überträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungs-fälle
	Bestände												
2002 Q4	1 020,6	455,5	565,0	56,4	109,4	3 521,2	47,3	32,9	10,7	111,4	3 351,8	2 847,0	504,8
2003 Q1	979,9	422,9	557,1	60,1	111,9	3 586,5	61,0	42,7	10,9	101,5	3 413,2	2 898,8	514,4
Q2	1 072,2	482,2	590,0	64,4	113,9	3 692,8	60,6	44,8	11,2	134,3	3 486,8	2 965,9	521,0
Q3	1 102,2	497,5	604,7	60,7	115,3	3 757,7	62,6	44,3	11,7	133,5	3 549,8	3 024,2	525,6
Q4	1 182,6	546,2	636,4	64,4	116,6	3 811,8	51,9	35,4	12,1	153,8	3 594,0	3 064,2	529,8
2004 Q1	1 230,8	563,5	667,3	68,6	119,7	3 878,0	61,7	46,3	12,3	153,7	3 650,5	3 110,1	540,4
	Transaktionsbedingte Veränderungen												
2002 Q4	11,3	-3,9	15,2	6,7	-0,8	20,8	-12,9	-9,1	0,1	0,4	33,1	35,6	-2,4
2003 Q1	7,0	-3,6	10,6	2,0	2,6	83,3	15,2	11,3	0,0	-0,9	69,0	59,4	9,6
Q2	15,0	4,2	10,7	4,6	2,0	61,3	-0,3	2,3	0,2	4,5	57,0	50,4	6,6
Q3	14,3	5,2	9,1	-4,2	1,5	57,4	2,0	-0,5	0,5	0,0	54,8	50,1	4,7
Q4	22,3	7,1	15,2	4,3	1,4	34,7	-10,8	-8,9	0,5	3,9	41,1	36,9	4,2
2004 Q1	22,8	2,7	20,0	4,2	3,2	77,6	9,7	10,7	0,0	0,8	67,2	55,7	11,4
	Wachstumsraten												
2002 Q4	5,0	3,2	6,7	18,2	9,0	5,8	-13,1	-11,6	0,4	0,3	6,5	6,7	5,3
2003 Q1	3,0	0,0	5,8	19,5	6,3	5,9	7,5	8,5	0,2	-0,2	6,3	6,8	4,0
Q2	3,4	-0,1	6,5	23,0	6,0	6,0	0,8	4,6	0,9	1,8	6,4	6,8	4,0
Q3	4,8	0,4	8,2	18,2	4,8	6,4	6,7	9,5	7,7	3,2	6,5	7,0	3,6
Q4	5,7	2,8	8,1	11,8	6,9	6,7	13,0	12,9	11,1	6,7	6,6	6,9	5,0
2004 Q1	7,6	4,6	9,9	14,7	7,3	6,4	1,0	8,6	11,4	9,0	6,4	6,7	5,2

Quelle: EZB.

1) Ohne nicht börsennotierte Aktien.

3.4 Jährliche Ersparnis, Investitionen und Finanzierung
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €)

1. Alle Sektoren im Euro-Währungsgebiet

	Sachvermögensbildung					Geldvermögensbildung								
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Vorratsveränderungen ¹⁾	Nicht produzierte Vermögensgüter	Insgesamt	Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZR)	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Kredite	Anteilsrechte	Versicherungstechnische Rückstellungen	Übrige Geldvermögensbildung (netto) ⁵⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
1996	339,5	1 121,1	-783,9	1,9	0,4	1 736,0	-3,0	396,3	397,7	383,4	313,8	195,4	52,5	
1997	350,6	1 137,7	-797,1	10,1	0,0	1 916,0	-0,2	392,4	332,2	449,9	485,0	223,9	32,8	
1998	411,4	1 201,7	-823,6	33,2	0,2	2 426,7	11,0	419,7	357,1	537,6	844,8	215,3	41,2	
1999	448,8	1 290,5	-863,7	21,8	0,2	3 106,4	1,3	554,9	427,0	895,0	936,7	261,2	30,4	
2000	485,6	1 389,8	-913,1	25,6	-16,7	2 917,1	1,3	352,4	263,1	848,3	1 191,7	253,0	7,3	
2001	459,7	1 441,9	-973,6	-10,5	1,9	2 600,1	-0,5	576,6	433,0	745,5	620,3	250,0	-24,7	
2002	391,8	1 428,4	-1 020,6	-17,3	1,4	2 303,5	0,9	648,1	258,7	663,6	478,6	221,8	31,8	

	Reinvermögensänderung ⁴⁾				Nettozugang an Verbindlichkeiten						
	Insgesamt	Bruttoersparnis	Abschreibungen (-)	Empfangene Vermögens-transfers (netto)	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Kredite	Anteilsrechte	Versicherungstechnische Rückstellungen	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
1996	410,7	1 190,0	-783,9	4,6	1 664,8	473,5	383,4	334,7	277,0	196,2	
1997	455,7	1 241,8	-797,1	11,0	1 811,0	509,6	317,7	378,5	375,0	230,1	
1998	486,5	1 299,1	-823,6	11,1	2 351,6	648,5	323,2	499,2	659,7	221,0	
1999	498,0	1 352,0	-863,7	9,7	3 057,2	930,5	503,7	767,9	591,6	263,5	
2000	514,9	1 419,4	-913,1	8,6	2 887,8	541,5	417,3	884,5	791,0	253,4	
2001	485,4	1 449,4	-973,6	9,6	2 574,4	673,6	490,1	622,7	537,6	250,4	
2002	468,4	1 477,6	-1 020,6	11,4	2 227,0	562,3	443,3	607,0	397,8	216,5	

2. Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

	Sachvermögensbildung			Geldvermögensbildung					Reinvermögens-änderung ⁴⁾		Nettozugang an Verbindlichkeiten			
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Kredite	Anteilsrechte	Insgesamt	Bruttoersparnis	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Kredite	Anteilsrechte	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	131,5	567,4	-438,0	262,5	54,1	-13,7	55,1	89,1	119,5	514,5	274,5	7,0	143,3	116,5
1997	150,4	592,0	-453,3	242,6	25,3	-11,8	46,3	97,7	105,1	521,5	287,9	12,1	153,8	112,4
1998	193,8	635,2	-470,6	450,0	42,7	-11,5	110,9	205,2	147,9	569,2	496,0	22,8	267,4	194,7
1999	212,2	684,6	-490,9	652,1	24,7	93,6	186,0	331,2	107,8	548,8	756,5	47,5	436,7	255,6
2000	309,7	750,5	-523,1	925,5	74,6	87,4	230,4	514,2	84,4	560,7	1 150,7	60,9	597,7	483,7
2001	218,8	774,4	-555,2	637,1	100,9	44,6	164,5	242,5	88,3	584,1	767,6	99,7	352,7	303,7
2002	172,8	758,4	-579,7	523,5	39,1	-57,8	189,8	258,6	115,6	635,2	580,7	21,2	343,1	201,2

3. Private Haushalte⁵⁾

	Sachvermögensbildung			Geldvermögensbildung					Reinvermögens-änderung ⁴⁾		Nettozugang an Verbindlichkeiten		Nachrichtlich:	
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Anteilsrechte	Versicherungstechnische Rückstellungen	Insgesamt	Bruttoersparnis	Insgesamt	Kredite	Verfügbares Einkommen	Bruttoersparquote ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	167,8	383,3	-216,6	439,0	146,2	24,8	90,9	190,8	445,5	645,9	161,3	160,0	3 792,7	17,0
1997	165,0	375,8	-211,5	427,8	70,4	-19,8	192,1	217,7	424,4	615,5	168,4	167,0	3 818,2	16,1
1998	176,6	387,8	-216,2	446,8	96,4	-119,2	286,6	210,5	408,1	593,4	215,2	213,9	3 924,5	15,1
1999	188,6	416,5	-231,3	473,3	118,7	-28,5	195,7	246,8	394,8	579,9	267,1	265,6	4 085,9	14,2
2000	194,2	439,4	-240,8	426,5	65,4	34,5	121,4	247,5	396,6	597,0	224,0	222,3	4 279,5	14,0
2001	182,2	450,9	-262,9	416,1	174,6	82,2	58,7	230,1	428,0	654,4	170,3	168,4	4 580,9	14,3
2002	166,4	456,4	-279,5	488,5	223,8	77,8	-1,4	212,2	443,4	686,7	211,6	209,4	4 726,4	14,5

Quelle: EZB.

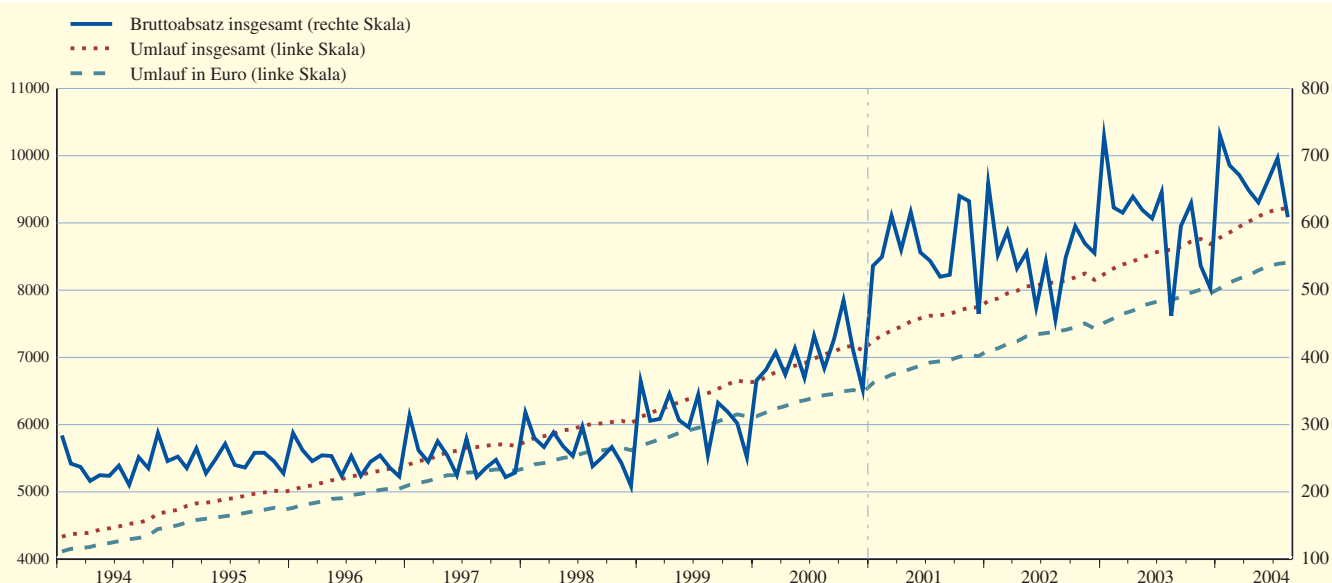
- 1) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.
- 2) Ohne Finanzderivate.
- 3) Finanzderivate, sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten und statistische Abweichungen.
- 4) Ergibt sich aus der Ersparnis und den empfangenen Vermögens-transfers (netto) nach Abschreibungen (-).
- 5) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
- 6) Bruttoersparnis in Prozent des verfügbaren Einkommens.

FINANZMÄRKTE

4.1 Emissionen von Wertpapieren ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen (soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums: Nominalwerte)

	Emissionen in Euro insgesamt ¹⁾				Emissionen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet							
	Umlauf	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Insgesamt				Davon in Euro			
					Umlauf	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Umlauf (in %)	Bruttoabsatz (in %)	Tilgungen (in %)	Nettoabsatz
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Insgesamt												
2003 Aug.	9 011,9	470,3	465,5	4,8	8 601,3	461,6	463,8	-2,2	91,3	93,9	92,6	3,8
Sept.	9 102,0	615,6	524,5	91,1	8 646,1	594,9	530,9	64,0	91,4	93,4	94,3	55,1
Okt.	9 159,6	635,5	578,8	56,7	8 720,0	629,7	561,6	68,1	91,3	93,7	94,7	58,1
Nov.	9 227,1	556,0	491,2	64,8	8 758,2	536,4	490,1	46,3	91,5	93,2	92,4	46,8
Dez.	9 191,9	520,5	551,9	-31,5	8 683,9	502,5	555,6	-53,0	91,6	93,7	94,6	-54,4
2004 Jan.	9 263,9	738,2	664,1	74,1	8 776,3	730,5	643,5	87,0	91,5	94,2	94,7	78,6
Febr.	9 340,9	698,9	622,2	76,8	8 853,5	686,0	605,1	80,8	91,6	94,6	94,2	78,6
März	9 457,6	716,8	599,6	117,1	8 947,3	671,8	587,7	84,1	91,3	92,7	95,3	63,3
April	9 483,7	648,6	624,3	24,2	9 015,0	648,5	586,9	61,6	91,2	93,2	95,0	47,0
Mai	9 583,3	648,9	549,5	99,4	9 097,7	630,7	543,5	87,3	91,2	93,9	94,9	76,5
Juni	9 688,2	709,2	603,2	106,0	9 161,2	662,7	599,2	63,5	91,2	94,3	94,7	57,2
Juli	.	.	.	.	9 204,5	695,9	653,1	42,8	91,1	93,9	94,6	36,2
Aug.	.	.	.	.	9 221,4	608,2	588,5	19,6	91,2	94,7	94,8	18,1
Langfristig												
2003 Aug.	8 154,8	86,4	75,8	10,7	7 734,4	79,0	69,9	9,1	91,2	88,0	90,4	6,4
Sept.	8 231,3	179,8	102,5	77,3	7 786,3	173,4	102,6	70,8	91,4	91,6	90,3	66,2
Okt.	8 286,2	179,2	125,5	53,7	7 839,0	168,3	120,4	47,8	91,3	91,7	94,0	41,1
Nov.	8 337,6	143,4	93,3	50,1	7 875,3	136,5	90,3	46,2	91,5	89,6	88,0	42,7
Dez.	8 332,4	119,3	119,5	-0,2	7 851,9	112,1	113,6	-1,5	91,6	90,4	93,0	-4,4
2004 Jan.	8 391,1	195,5	136,4	59,2	7 900,6	178,1	137,9	40,3	91,6	92,8	90,9	40,1
Febr.	8 477,4	193,9	108,6	85,3	7 984,3	183,1	98,3	84,9	91,7	92,2	87,9	82,5
März	8 547,6	213,1	142,0	71,1	8 058,2	189,1	123,7	65,4	91,4	86,7	93,7	48,1
April	8 589,0	163,4	123,8	39,6	8 109,0	155,4	110,2	45,3	91,3	88,5	94,6	33,3
Mai	8 690,7	174,4	72,1	102,4	8 193,3	156,5	67,7	88,8	91,3	89,3	90,8	78,2
Juni	8 773,5	202,7	122,0	80,8	8 262,3	179,8	114,4	65,4	91,3	92,9	92,4	61,4
Juli	.	.	.	.	8 299,4	174,4	138,3	36,1	91,2	91,3	93,7	29,7
Aug.	.	.	.	.	8 319,0	79,6	58,4	21,2	91,2	86,7	91,5	15,6

A13 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien – Umlauf und Bruttoabsatz (in Mrd €)



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

1) Gesamte auf Euro lautende Wertpapiere ohne Aktien, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben wurden.

4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten und Emittentengruppen (soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Nominalwerte)

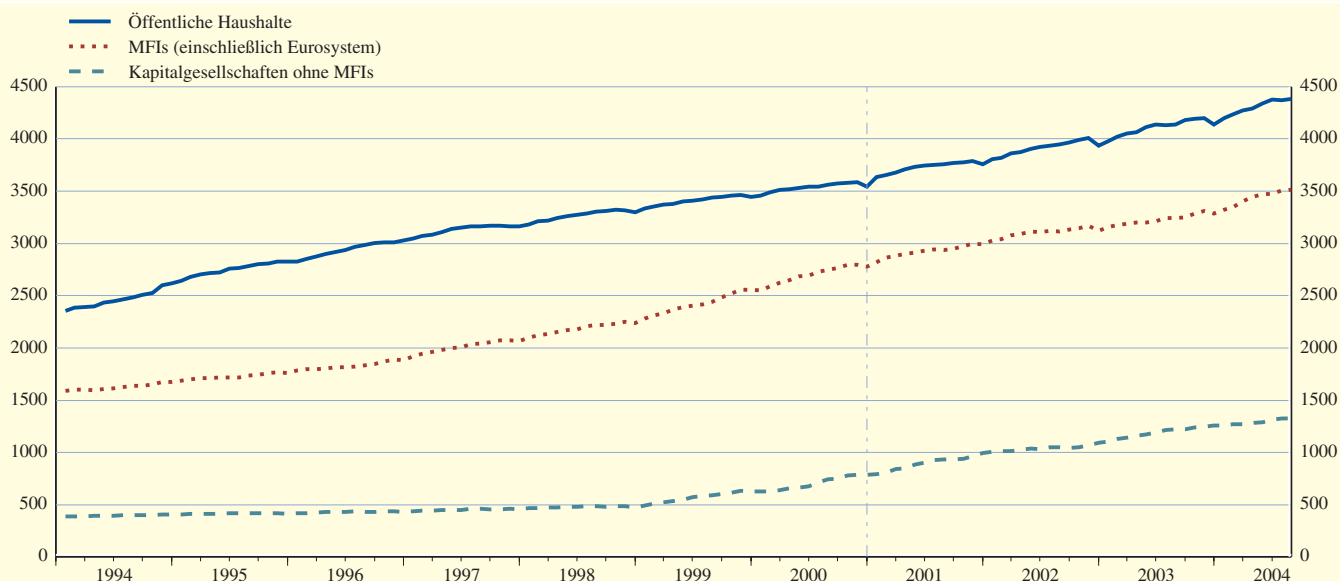
1. Umlauf

(Stand am Ende des Berichtszeitraums)

	Insgesamt						Davon in Euro (in %)					
	Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Insgesamt												
2003 Aug.	8 601,3	3 241,0	641,9	579,0	3 935,2	204,3	91,3	85,6	85,2	87,6	97,2	95,4
Sept.	8 646,1	3 247,0	650,1	570,4	3 969,5	209,0	91,4	85,5	86,2	87,8	97,4	95,5
Okt.	8 720,0	3 288,7	661,4	576,0	3 981,3	212,6	91,3	85,3	86,6	87,6	97,4	95,5
Nov.	8 758,2	3 310,8	669,2	577,2	3 983,9	217,1	91,5	85,5	86,9	87,9	97,5	95,6
Dez.	8 683,9	3 287,5	683,7	575,8	3 918,8	218,1	91,6	85,5	87,8	88,0	97,7	95,4
2004 Jan.	8 776,3	3 319,6	684,9	575,1	3 975,0	221,8	91,5	85,4	87,7	87,6	97,6	95,5
Febr.	8 853,5	3 347,2	693,6	578,4	4 006,5	227,9	91,6	85,6	88,0	87,6	97,6	95,6
März	8 947,3	3 403,0	695,9	575,9	4 041,7	230,8	91,3	85,2	87,9	87,4	97,4	95,5
April	9 015,0	3 443,0	702,1	578,1	4 059,8	232,0	91,2	84,9	87,9	87,3	97,4	95,4
Mai	9 097,7	3 469,4	701,8	586,4	4 106,5	233,6	91,2	84,8	88,2	87,3	97,5	95,6
Juni	9 161,2	3 477,0	721,3	589,4	4 135,3	238,1	91,2	84,7	88,7	87,1	97,4	95,5
Juli	9 204,5	3 507,9	731,5	596,8	4 131,3	237,0	91,1	84,6	88,7	86,8	97,5	95,5
Aug.	9 221,4	3 515,2	733,1	592,7	4 142,1	238,3	91,2	84,6	88,9	86,9	97,5	95,5
Langfristig												
2003 Aug.	7 734,4	2 878,9	633,1	477,2	3 544,8	200,4	91,2	85,9	85,0	86,1	97,1	95,5
Sept.	7 786,3	2 890,3	641,9	472,5	3 576,1	205,5	91,4	85,9	86,1	86,4	97,2	95,7
Okt.	7 839,0	2 922,8	653,3	475,9	3 577,8	209,2	91,3	85,7	86,4	86,2	97,3	95,6
Nov.	7 875,3	2 937,3	660,8	479,7	3 583,8	213,7	91,5	85,8	86,8	86,6	97,4	95,8
Dez.	7 851,9	2 927,4	674,7	483,4	3 551,9	214,6	91,6	86,0	87,6	86,9	97,5	95,5
2004 Jan.	7 900,6	2 941,8	676,2	478,7	3 586,3	217,7	91,6	85,9	87,5	86,3	97,5	95,6
Febr.	7 984,3	2 977,2	685,4	481,5	3 616,7	223,5	91,7	86,0	87,9	86,3	97,5	95,7
März	8 058,2	3 028,9	688,0	475,4	3 639,0	226,8	91,4	85,7	87,7	85,8	97,3	95,7
April	8 109,0	3 059,4	693,8	471,0	3 657,3	227,5	91,3	85,4	87,8	85,5	97,3	95,6
Mai	8 193,3	3 091,4	693,6	478,2	3 701,2	228,8	91,3	85,2	88,1	85,6	97,4	95,7
Juni	8 262,3	3 098,9	713,1	483,3	3 733,8	233,2	91,3	85,2	88,5	85,4	97,3	95,8
Juli	8 299,4	3 122,9	723,2	491,7	3 729,9	231,8	91,2	85,0	88,7	85,1	97,4	95,8
Aug.	8 319,0	3 132,7	724,2	488,9	3 740,1	233,1	91,2	84,9	88,8	85,1	97,4	95,8

A14 Umlauf von Wertpapieren ohne Aktien nach Emittentengruppen

(in Mrd €; Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)



Quelle: EZB.

4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten und Emittentengruppen
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Nominalwerte)

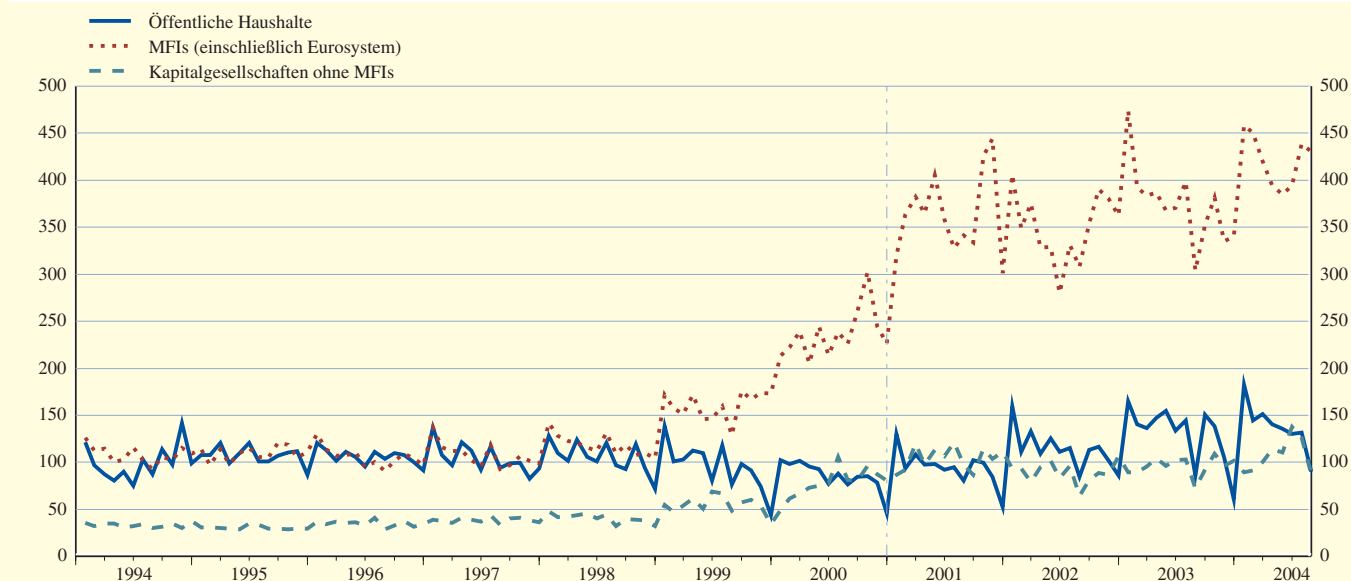
2. Bruttoabsatz

(während des Monats getätigte Transaktionen)

	Insgesamt						Davon in Euro (in %)					
	Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Insgesamt												
2003 Aug.	461,6	303,6	8,7	63,6	82,3	3,4	93,9	92,3	91,8	96,6	97,7	93,1
Sept.	594,9	352,0	22,0	70,3	140,7	9,9	93,4	90,3	98,7	96,5	98,5	96,5
Okt.	629,7	381,6	21,4	87,9	130,7	8,0	93,7	91,5	95,8	96,3	98,1	94,0
Nov.	536,4	335,2	20,2	75,7	97,4	7,8	93,2	92,0	86,7	95,9	96,2	98,2
Dez.	502,5	340,1	28,2	73,2	55,5	5,6	93,7	92,6	97,1	94,6	99,3	79,8
2004 Jan.	730,5	458,5	8,5	80,8	173,6	9,2	94,2	92,9	90,8	95,8	97,1	97,4
Febr.	686,0	449,9	18,3	73,2	136,1	8,5	94,6	93,3	95,8	96,1	97,5	97,8
März	671,8	420,1	10,9	89,5	143,2	8,0	92,7	90,9	89,5	97,1	95,5	94,1
April	648,5	394,3	19,9	94,0	134,9	5,3	93,2	90,8	92,9	96,8	97,6	97,2
Mai	630,7	384,5	9,9	100,7	130,5	5,2	93,9	91,8	89,3	97,1	98,0	97,9
Juni	662,7	394,2	33,5	104,4	122,1	8,5	94,3	92,6	98,0	95,7	97,6	94,5
Juli	695,9	438,6	24,4	101,6	127,5	3,8	93,9	92,6	92,2	94,9	98,0	92,1
Aug.	608,2	430,6	10,7	77,0	85,8	4,0	94,7	93,7	87,5	97,2	97,9	98,4
Langfristig												
2003 Aug.	79,0	44,8	6,1	3,5	23,0	1,6	88,0	82,4	88,4	98,6	97,2	91,3
Sept.	173,4	65,0	18,9	3,6	78,8	7,1	91,6	79,6	98,6	96,6	99,0	98,8
Okt.	168,3	75,7	17,5	10,7	58,9	5,5	91,7	84,4	96,1	89,4	100,0	94,5
Nov.	136,5	62,4	16,6	10,7	40,9	5,8	89,6	86,9	85,2	91,2	93,5	99,6
Dez.	112,1	63,0	24,9	9,6	11,4	3,2	90,4	88,5	97,6	81,5	98,6	68,1
2004 Jan.	178,1	72,4	5,0	7,4	86,9	6,3	92,8	87,4	88,7	80,7	98,2	99,4
Febr.	183,1	85,7	15,0	6,2	70,2	6,0	92,2	86,5	96,0	88,5	98,2	99,0
März	189,1	98,5	8,1	5,0	72,0	5,6	86,7	79,5	88,2	92,3	95,4	95,7
April	155,4	69,3	15,9	4,8	63,0	2,5	88,5	79,3	93,8	78,3	97,5	100,0
Mai	156,5	68,1	6,7	9,4	69,7	2,7	89,3	79,9	86,4	85,3	98,8	99,6
Juni	179,8	66,7	29,8	14,4	63,5	5,5	92,9	88,2	98,0	82,0	97,4	99,1
Juli	174,4	71,4	20,8	17,9	62,9	1,4	91,3	85,9	93,2	85,4	98,3	100,0
Aug.	79,6	40,5	6,9	2,2	28,5	1,5	86,7	79,3	83,5	79,4	98,0	95,8

A15 Bruttoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien nach Emittentengruppen

(in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen; Nominalwerte)



Quelle: EZB.

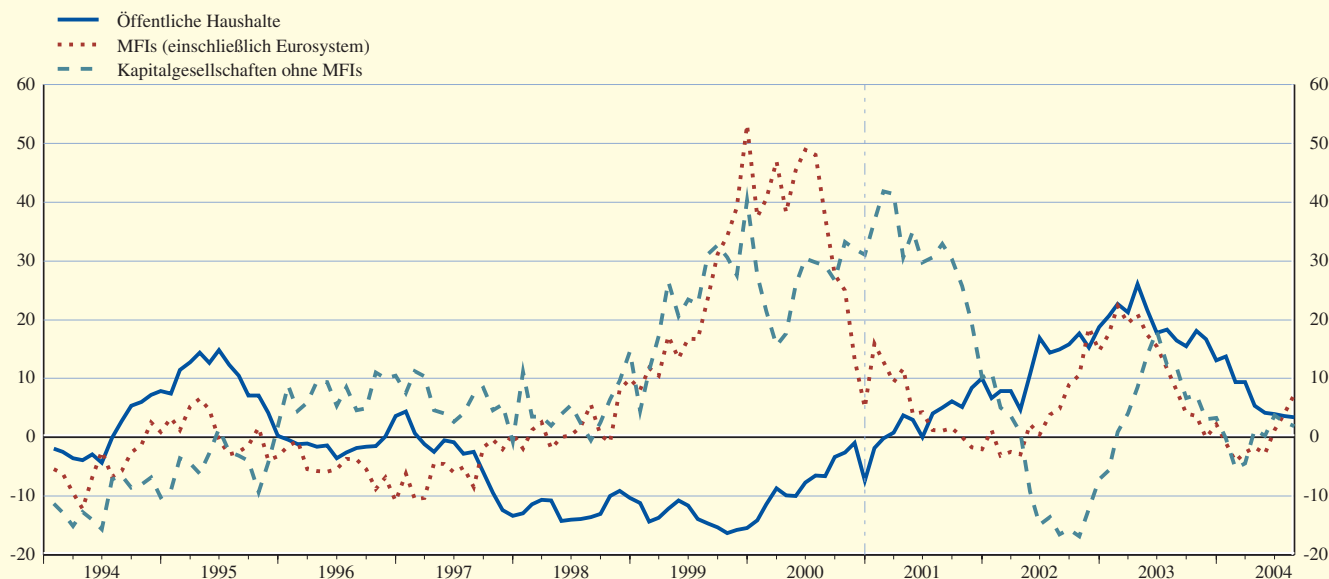
4.3 Jahreswachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien ¹⁾

(Veränderung in %)

		Insgesamt													
		Insgesamt		MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte			Insgesamt		MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften	
		Zusammen	Index Dez. 2001 = 100		Zusammen	Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zusammen	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte	Zusammen	Index Dez. 2001 = 100		Zusammen	Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Alle Währungen															
2003	Aug.	6,8	112,5	4,7	19,5	28,1	11,2	5,1	4,4	21,0	12,2	126,3	8,0	11,9	18,3
	Sept.	7,0	113,3	4,6	18,7	28,6	9,1	5,7	4,9	23,3	9,4	125,3	4,1	6,7	16,7
	Okt.	7,2	114,2	5,5	19,5	29,1	10,2	5,4	4,6	21,4	10,3	128,3	3,6	7,2	13,7
	Nov.	7,0	114,8	5,3	19,0	27,8	10,1	5,2	4,4	23,0	7,3	128,3	-0,1	3,1	9,7
	Dez.	7,4	114,1	6,2	17,3	23,6	10,6	5,5	4,7	22,2	6,9	120,8	2,2	3,3	20,5
2004	Jan.	7,1	115,3	5,9	15,4	23,2	7,4	5,7	4,9	21,8	5,2	127,6	-0,9	-0,2	16,6
	Febr.	7,0	116,3	6,2	14,2	21,7	6,4	5,6	4,9	21,0	1,4	127,0	-4,1	-5,3	-8,0
	März	7,2	117,4	7,4	12,1	19,8	3,9	5,6	4,9	20,6	2,3	129,7	-2,6	-4,4	-15,0
	April	7,2	118,3	7,9	10,6	17,8	3,1	5,6	5,0	18,7	1,7	132,1	-1,8	1,3	-5,9
	Mai	7,2	119,4	8,3	9,9	16,7	2,7	5,5	4,9	17,6	0,7	131,9	-2,8	0,3	-5,8
	Juni	7,4	120,2	8,4	10,4	17,0	3,2	5,8	5,2	17,4	2,8	131,6	1,3	3,7	-7,1
	Juli	7,4	120,8	8,4	10,0	15,1	4,3	5,7	5,2	16,0	3,6	132,6	4,0	2,7	-6,9
	Aug.	7,6	121,1	8,9	9,6	15,2	3,4	6,0	5,5	16,9	4,8	132,4	7,3	1,9	0,6
Euro															
2003	Aug.	6,5	112,0	3,7	22,9	34,5	12,5	4,9	4,2	19,5	14,8	130,5	13,5	11,1	18,4
	Sept.	6,7	112,8	3,3	22,2	35,3	10,2	5,5	4,8	21,8	11,5	128,7	8,5	5,9	16,7
	Okt.	7,0	113,6	4,2	23,2	36,3	11,0	5,3	4,6	20,8	12,5	131,5	7,7	6,8	14,1
	Nov.	6,8	114,3	4,2	22,2	34,2	10,9	5,1	4,3	22,3	9,3	132,2	3,1	2,3	9,4
	Dez.	7,1	113,5	5,0	19,7	27,7	11,4	5,5	4,7	21,2	8,8	124,0	5,6	2,9	18,9
2004	Jan.	6,9	114,6	4,9	17,4	27,2	7,5	5,7	5,0	21,1	5,9	130,3	-0,5	-0,9	16,3
	Febr.	7,0	115,7	5,4	16,4	26,2	6,4	5,8	5,1	20,4	2,0	129,6	-3,7	-5,7	-8,5
	März	6,9	116,6	6,4	13,7	23,9	3,3	5,6	4,9	19,8	2,7	132,1	-2,2	-4,7	-16,0
	April	6,8	117,3	6,6	12,1	21,5	2,4	5,6	5,0	18,2	1,4	134,3	-2,9	1,2	-8,2
	Mai	6,7	118,4	6,8	11,4	20,5	2,1	5,5	4,9	17,5	0,6	134,0	-3,5	0,0	-6,6
	Juni	7,0	119,2	6,9	11,7	20,8	2,1	5,8	5,3	17,1	2,3	133,4	-0,1	4,0	-7,2
	Juli	7,0	119,7	6,9	11,4	19,2	3,0	5,9	5,3	15,9	2,7	134,4	1,7	2,4	-9,3
	Aug.	7,1	120,0	7,2	11,0	19,2	2,1	6,1	5,6	16,9	3,3	134,8	3,9	2,3	-2,0

A16 Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen

(Veränderung in %)



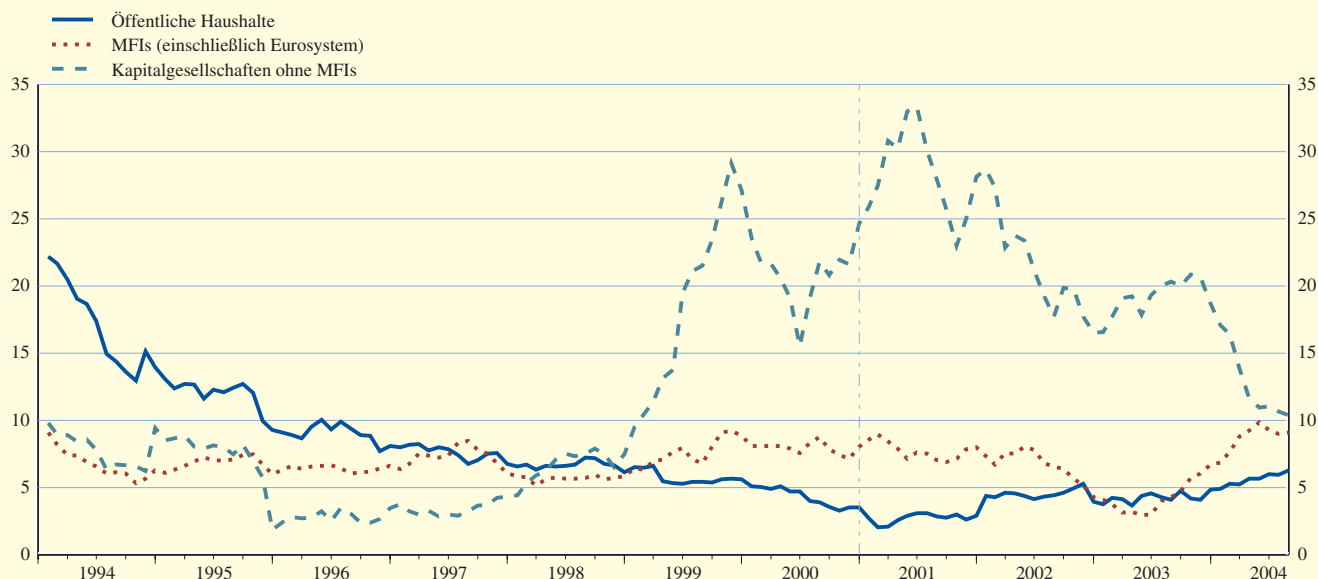
Quelle: EZB.

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

4.3 Noch: Jahreswachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien ¹⁾
(Veränderung in %)

Kurzfristig				Langfristig									
Öffentliche Haushalte				Insgesamt		MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte			
ohne MFIs	Zusammen	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte	Zusammen	Index Dez. 2001 = 100		Zusammen	Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zusammen	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte	
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	
Alle Währungen													
11,3	16,5	16,7	2,5	6,2	111,1	4,3	20,3	28,3	11,2	4,1	3,2	21,4	2003 Aug.
5,9	15,5	15,5	14,5	6,7	112,1	4,7	20,0	28,8	9,8	4,7	3,8	23,4	2003 Sept.
6,7	18,1	18,3	-2,9	6,9	112,8	5,7	20,8	29,3	10,9	4,2	3,3	21,9	2003 Okt.
2,5	16,7	17,0	-3,7	7,0	113,5	6,0	20,7	28,1	11,8	4,1	3,2	23,5	2003 Nov.
1,8	13,1	13,3	-5,6	7,4	113,5	6,7	18,7	23,6	12,4	4,8	3,9	22,8	2003 Dez.
-1,4	13,8	13,6	31,3	7,3	114,0	6,9	17,1	23,2	9,4	4,9	4,0	21,6	2004 Jan.
-5,1	9,4	9,2	21,1	7,7	115,3	7,7	16,4	22,2	9,0	5,3	4,4	21,0	2004 Febr.
-3,5	9,4	9,4	9,6	7,7	116,2	8,8	13,9	20,3	5,7	5,2	4,4	20,8	2004 März
2,0	5,4	5,2	22,5	7,8	116,9	9,2	11,7	18,1	3,3	5,7	5,0	18,6	2004 April
0,8	4,2	4,1	18,1	7,9	118,2	9,8	10,9	17,0	3,2	5,6	5,0	17,6	2004 Mai
4,7	4,0	3,8	24,1	7,9	119,1	9,3	11,0	17,3	2,9	6,0	5,4	17,2	2004 Juni
3,5	3,6	3,4	19,0	7,8	119,6	9,0	10,7	15,4	4,4	6,0	5,4	15,9	2004 Juli
2,0	3,4	3,0	37,0	7,9	119,9	9,1	10,4	15,4	3,7	6,3	5,7	16,5	2004 Aug.
Euro													
10,5	16,8	17,0	1,1	5,7	110,2	2,5	24,4	34,8	12,9	3,7	3,0	19,9	2003 Aug.
5,0	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,7	24,2	35,7	11,4	4,5	3,7	21,9	2003 Sept.
6,2	18,1	18,3	-5,1	6,4	111,9	3,8	25,2	36,7	12,2	4,0	3,2	21,2	2003 Okt.
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,5	112,5	4,3	24,7	34,6	13,2	4,0	3,1	22,9	2003 Nov.
1,5	13,3	13,5	-4,7	6,9	112,5	5,0	21,5	27,8	13,7	4,7	3,9	21,7	2003 Dez.
-2,3	13,9	13,7	40,2	7,0	113,1	5,6	19,6	27,3	10,0	4,9	4,1	20,8	2004 Jan.
-5,5	9,3	9,2	23,3	7,5	114,4	6,5	19,1	26,8	9,4	5,4	4,6	20,3	2004 Febr.
-3,7	9,0	9,1	4,1	7,4	115,1	7,5	16,0	24,7	5,1	5,3	4,5	20,0	2004 März
2,0	5,2	5,0	18,4	7,4	115,7	7,8	13,4	22,0	2,5	5,6	5,0	18,2	2004 April
0,6	4,1	4,0	20,8	7,5	116,9	8,1	12,8	20,9	2,5	5,7	5,0	17,4	2004 Mai
5,0	3,7	3,6	19,8	7,5	117,8	7,8	12,5	21,3	1,4	6,1	5,4	17,1	2004 Juni
3,4	3,5	3,4	14,6	7,5	118,3	7,5	12,4	19,6	3,0	6,1	5,6	16,0	2004 Juli
2,7	3,1	2,9	33,1	7,6	118,6	7,6	11,9	19,5	1,9	6,4	5,9	16,6	2004 Aug.

A17 Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen
(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet ¹⁾

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

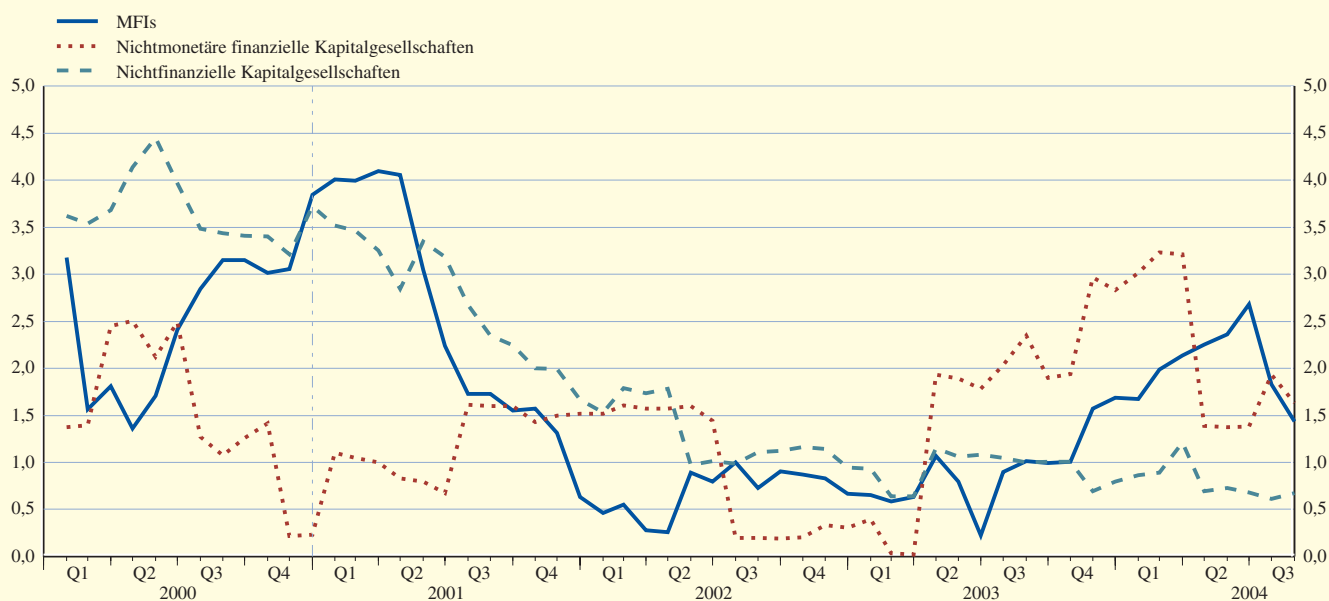
1. Umlauf und Jahreswachstumsraten

(Umlauf am Ende des Berichtszeitraums)

	Insgesamt			MFIs		Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
	Umlauf 1	Index Dez. 2001 = 100 (in %) 2	Jahres- wachstums- raten (in %) 3	Umlauf 4	Jahres- wachstums- raten (in %) 5	Umlauf 6	Jahres- wachstums- raten (in %) 7	Umlauf 8	Jahres- wachstums- raten (in %) 9
2002 Aug.	3 521,3	100,6	1,0	521,7	0,7	371,1	0,2	2 628,6	1,1
Sept.	2 982,8	100,6	1,0	412,6	0,9	276,3	0,2	2 293,9	1,1
Okt.	3 252,7	100,7	1,0	446,9	0,9	321,2	0,2	2 484,5	1,2
Nov.	3 436,6	100,8	1,0	487,4	0,8	345,9	0,3	2 603,3	1,1
Det.	3 118,2	100,8	0,8	450,7	0,7	283,6	0,3	2 383,9	0,9
2003 Jan.	2 978,3	100,8	0,8	425,8	0,6	261,1	0,4	2 291,4	0,9
Febr.	2 884,9	100,8	0,6	425,3	0,6	270,8	0,0	2 188,8	0,6
März	2 763,4	100,8	0,6	413,0	0,6	236,2	0,0	2 114,2	0,6
April	3 112,9	101,5	1,2	471,4	1,1	291,8	1,9	2 349,7	1,1
Mai	3 145,6	101,5	1,1	476,7	0,8	291,3	1,9	2 377,5	1,1
Juni	3 256,1	101,5	1,0	504,2	0,2	300,6	1,8	2 451,3	1,1
Juli	3 366,4	101,7	1,1	528,0	0,9	330,9	2,0	2 507,5	1,0
Aug.	3 413,3	101,7	1,1	506,5	1,0	325,5	2,3	2 581,3	1,0
Sept.	3 276,6	101,7	1,1	494,8	1,0	307,1	1,9	2 474,6	1,0
Okt.	3 483,9	101,8	1,1	535,2	1,0	333,2	1,9	2 615,5	1,0
Nov.	3 546,8	101,8	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	2 659,5	0,7
Dez.	3 647,3	102,0	1,1	569,5	1,7	348,6	2,8	2 729,2	0,8
2004 Jan.	3 788,5	102,0	1,2	584,1	1,7	372,3	3,0	2 832,0	0,9
Febr.	3 851,9	102,1	1,3	587,9	2,0	374,3	3,2	2 889,7	0,9
März	3 766,4	102,4	1,5	571,9	2,1	355,0	3,2	2 839,5	1,2
April	3 748,3	102,5	1,0	579,4	2,3	361,1	1,4	2 807,9	0,7
Mai	3 687,7	102,5	1,0	568,1	2,4	350,6	1,4	2 769,1	0,7
Juni	3 790,0	102,6	1,1	582,5	2,7	362,0	1,4	2 845,6	0,7
Juli	3 679,7	102,6	0,9	562,3	1,8	354,0	1,9	2 763,4	0,6
Aug.	3 673,7	102,6	0,9	562,5	1,4	353,1	1,6	2 758,1	0,7

A18 Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

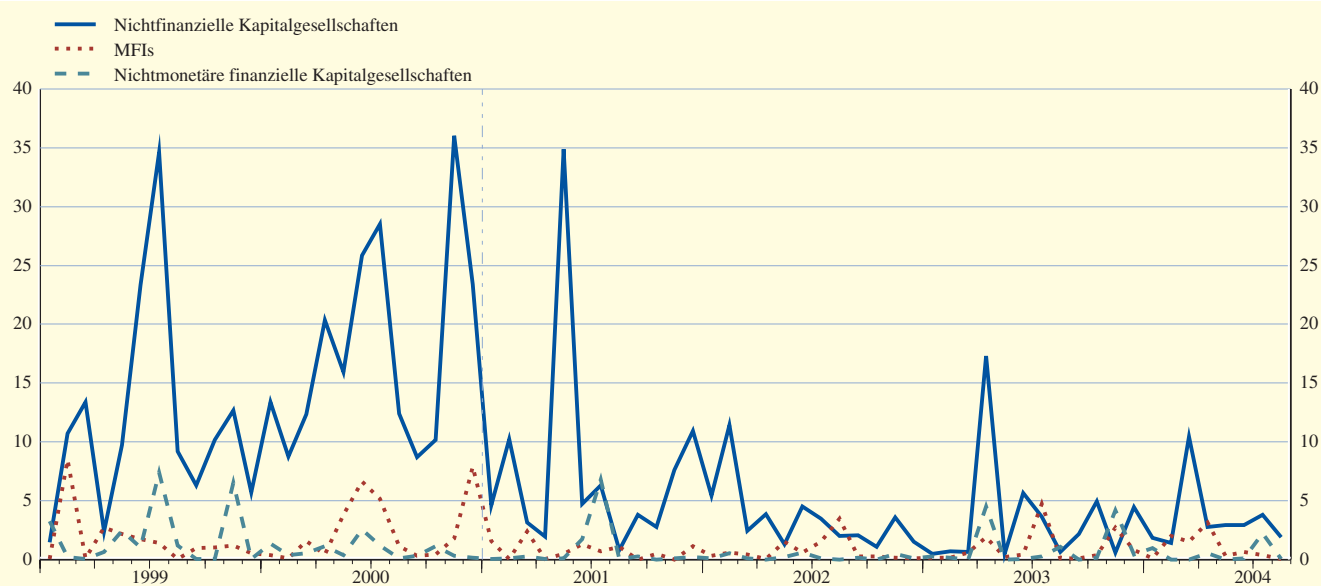
1) Zur Berechnung des Index und der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“.

4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet
(in Mrd €; Marktkurse)

2. Während des Monats getätigte Transaktionen

	Insgesamt			MFIs			Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002 Aug.	5,5	5,2	0,3	3,5	4,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	2,0	1,2	0,8
Sept.	2,5	0,4	2,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,8
Okt.	1,3	0,1	1,2	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,1	0,1	1,0
Nov.	4,3	0,7	3,6	0,2	0,4	-0,2	0,5	0,0	0,5	3,6	0,3	3,3
Dez.	1,7	0,5	1,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	1,5	0,4	1,1
2003 Jan.	0,9	1,4	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	1,4	-0,9
Febr.	1,0	1,3	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	-0,7	0,7	0,5	0,2
März	1,2	0,7	0,5	0,6	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,5	0,1
April	23,7	4,8	18,9	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,6	12,7
Mai	0,7	2,2	-1,6	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,8	-1,3
Juni	6,1	5,2	0,9	0,4	2,8	-2,3	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,2
Juli	8,6	1,9	6,7	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,7	1,9
Aug.	1,8	1,2	0,6	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,1	-0,4
Sept.	2,3	1,8	0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	1,3	-1,3	2,2	0,4	1,8
Okt.	5,4	3,9	1,6	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	4,9	3,8	1,1
Nov.	7,5	5,5	2,1	2,7	0,0	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,1	-4,5
Dez.	5,7	1,5	4,2	0,8	0,1	0,8	0,4	0,8	-0,4	4,4	0,6	3,8
2004 Jan.	2,9	1,0	1,9	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,8	1,0	0,8
Febr.	3,5	0,7	2,8	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,5	1,0
März	12,0	1,3	10,7	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,1	9,3
April	6,4	0,6	5,8	3,1	0,1	3,1	0,5	0,1	0,4	2,8	0,5	2,3
Mai	3,3	3,6	-0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	2,9	3,6	-0,6
Juni	3,7	2,1	1,6	0,7	1,6	-1,0	0,1	0,0	0,1	2,9	0,4	2,5
Juli	6,4	3,6	2,8	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,8	3,6	0,2
Aug.	2,0	2,9	-0,9	0,1	2,2	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	0,7	1,2

A19 Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen
(in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen; Marktkurse)



Quelle: EZB.

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

(in % p.a.; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; soweit nicht anders angegeben, Neugeschäft als volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

1. Einlagenzinsen (Neugeschäft)

	Einlagen von privaten Haushalten						Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften				Repo- geschäfte
	Täglich fällig ¹⁾	Mit vereinbarter Laufzeit			Mit vereinbarter Kündigungsfrist ^{1), 2)}		Täglich fällig ¹⁾	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	
2003 Sept.	0,69	1,87	2,12	2,43	2,00	2,85	0,87	2,00	2,29	3,63	2,00
Okt.	0,69	1,89	2,16	2,51	2,05	2,73	0,88	1,98	2,23	3,89	1,99
Nov.	0,70	1,87	2,24	2,61	2,01	2,70	0,87	1,97	2,36	2,70	1,97
Dez.	0,69	1,89	2,40	2,41	2,02	2,68	0,86	2,00	2,42	3,35	1,99
2004 Jan.	0,69	1,91	2,37	2,74	2,03	2,65	0,93	1,99	2,07	3,12	1,95
Febr.	0,69	1,88	2,16	2,45	2,02	2,63	0,86	1,98	2,21	3,59	1,98
März	0,70	1,92	2,15	2,34	2,00	2,59	0,86	1,96	2,11	3,35	1,98
April	0,70	1,92	2,14	2,44	2,02	2,57	0,85	1,97	2,00	3,50	1,95
Mai	0,70	1,85	2,16	2,41	2,00	2,55	0,86	1,96	2,06	3,75	1,95
Juni	0,70	1,88	2,23	2,40	2,00	2,55	0,87	1,99	2,27	3,79	1,98
Juli	0,70	1,91	2,22	2,53	1,99	2,55	0,86	1,99	2,59	4,00	1,99
Aug.	0,71	1,91	2,19	2,66	2,00	2,53	0,87	1,99	2,36	3,99	1,98

2. Zinssätze für Kredite an private Haushalte (Neugeschäft)

	Über- ziehungs- kredite ¹⁾	Konsumentenkredite				Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Wohnungsbaukredite				Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Sonstige Kredite mit anfänglicher Zinsbindung			
		Mit anfänglicher Zinsbindung					Mit anfänglicher Zinsbindung						Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre			Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
2003 Sept.	9,74	7,44	6,89	8,04	8,02	3,63	4,10	4,81	4,75	4,41	3,98	5,00	5,11		
Okt.	9,71	7,20	6,74	8,07	7,91	3,62	4,02	4,87	4,78	4,40	4,05	5,09	5,21		
Nov.	9,64	7,57	6,59	7,93	7,84	3,59	4,09	4,92	4,84	4,42	4,15	5,25	5,17		
Dez.	9,69	7,66	6,43	7,63	7,71	3,63	4,17	5,02	4,95	4,45	3,85	5,00	5,08		
2004 Jan.	9,87	7,62	7,04	8,49	8,32	3,63	4,30	5,02	4,92	4,49	4,05	5,12	5,16		
Febr.	9,81	7,43	6,91	8,44	8,16	3,55	4,23	4,97	4,84	4,35	4,10	5,07	5,05		
März	9,71	7,34	6,80	8,28	8,01	3,47	4,13	4,86	4,78	4,28	3,94	5,06	4,97		
April	9,73	7,31	6,60	8,22	7,82	3,42	4,05	4,78	4,68	4,27	3,86	4,89	4,92		
Mai	9,68	7,30	6,69	8,17	7,92	3,40	4,04	4,75	4,61	4,21	4,11	4,81	4,93		
Juni	9,56	7,11	6,66	8,34	7,94	3,42	4,12	4,81	4,69	4,21	3,93	4,94	5,01		
Juli	9,57	7,19	6,86	8,47	8,08	3,47	4,16	4,81	4,69	4,22	4,03	4,92	5,02		
Aug.	9,62	7,67	6,89	8,54	8,26	3,50	4,19	4,86	4,65	4,34	3,91	5,07	5,02		

3. Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

	Über- ziehungs- kredite ¹⁾	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
2003 Sept.		5,46	4,08	4,79	4,76	3,11	3,32	4,29
Okt.		5,46	4,14	4,76	4,83	3,08	3,26	4,33
Nov.		5,41	4,10	4,94	4,71	3,02	3,30	4,23
Dez.		5,58	4,04	4,84	4,81	3,12	3,41	4,32
2004 Jan.		5,67	4,06	4,86	4,81	3,01	3,37	4,29
Febr.		5,63	4,02	4,94	4,78	2,97	3,19	4,30
März		5,56	3,94	4,79	4,77	2,91	3,25	4,41
April		5,51	3,87	4,71	4,64	2,96	3,28	4,41
Mai		5,46	3,98	4,57	4,57	2,94	3,30	4,24
Juni		5,46	3,96	4,76	4,71	3,02	3,26	4,08
Juli		5,36	4,02	4,86	4,65	3,02	3,28	4,25
Aug.		5,36	4,06	4,89	4,73	2,99	3,12	4,30

Quelle: EZB.

- Bei dieser Instrumentenkategorie entspricht das Neugeschäft den Beständen. Stand am Ende des Berichtszeitraums.
- Bei dieser Instrumentenkategorie werden private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zusammengefasst und dem Sektor private Haushalte zugerechnet, da die Bestände nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Vergleich zu denen privater Haushalte aggregiert über alle Länder des Euro-Währungsgebiets verschwindend gering sind.
- Der effektive Jahreszinssatz beinhaltet die gesamten Kreditkosten. Sie umfassen sowohl die Zinskomponente als auch andere kreditbezogene Kosten wie z. B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente, Garantien usw.

4.5 Zinssätze der MFIs für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet
(in % p.a.; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; soweit nicht anders angegeben, Neugeschäft als volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

4. Einlagenzinsen (Bestände)

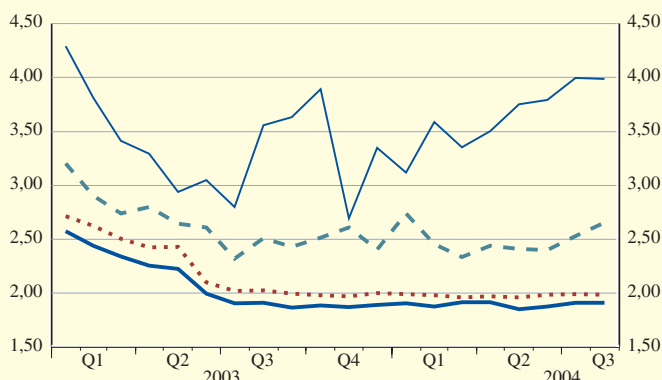
	Einlagen von privaten Haushalten					Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften			Reposchäfte
	Täglich fällig ¹⁾	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist ^{1), 2)}		Täglich fällig ¹⁾	Mit vereinbarter Laufzeit		
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 Sept.	0,69	2,01	3,44	2,00	2,85	0,87	2,23	4,32	2,04
Okt.	0,69	1,97	3,47	2,05	2,73	0,88	2,12	4,33	2,03
Nov.	0,70	1,98	3,44	2,01	2,70	0,87	2,13	4,43	1,98
Dez.	0,69	1,97	3,54	2,02	2,68	0,86	2,14	4,25	1,98
2004 Jan.	0,69	1,94	3,36	2,03	2,65	0,93	2,09	4,28	1,95
Febr.	0,69	1,93	3,42	2,02	2,63	0,86	2,09	4,22	1,97
März	0,70	1,92	3,32	2,00	2,59	0,86	2,08	4,17	1,93
April	0,70	1,90	3,35	2,02	2,57	0,85	2,09	4,17	1,92
Mai	0,70	1,89	3,28	2,00	2,55	0,86	2,07	4,15	1,93
Juni	0,70	1,89	3,27	2,00	2,55	0,87	2,09	4,11	1,94
Juli	0,70	1,89	3,25	1,99	2,55	0,86	2,10	4,10	1,96
Aug.	0,71	1,89	3,22	2,00	2,53	0,87	2,13	4,02	1,97

5. Kreditzinsen (Bestände)

	Kredite an private Haushalte						Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
	Wohnungsbaukredite mit Laufzeit			Konsumentenkredite und sonstige Kredite mit Laufzeit			Mit Laufzeit		
	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
2003 Sept.	5,00	4,95	5,24	8,30	7,27	6,00	4,55	4,20	4,75
Okt.	5,00	4,92	5,20	8,13	7,13	5,84	4,56	4,12	4,71
Nov.	4,97	4,90	5,17	7,98	7,09	5,82	4,52	4,18	4,67
Dez.	5,09	4,88	5,14	8,04	7,05	6,00	4,56	4,23	4,66
2004 Jan.	5,05	4,89	5,11	8,15	7,02	5,92	4,58	4,07	4,56
Febr.	5,01	4,91	5,11	8,13	7,16	5,95	4,62	4,06	4,58
März	4,98	4,82	5,03	8,05	7,17	5,89	4,56	3,96	4,61
April	4,90	4,75	5,01	8,03	7,08	5,85	4,51	3,91	4,59
Mai	4,89	4,72	4,99	7,99	7,04	5,82	4,50	3,87	4,55
Juni	4,87	4,69	4,97	7,93	6,99	5,80	4,47	3,89	4,53
Juli	4,90	4,63	4,94	7,94	6,98	5,76	4,48	3,88	4,50
Aug.	4,88	4,58	4,91	7,94	6,95	5,77	4,46	3,85	4,48

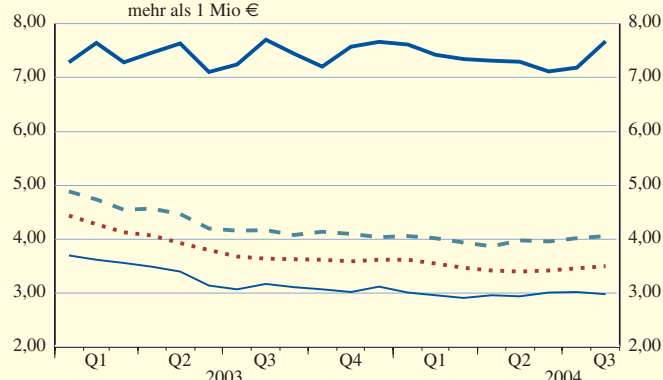
A20 Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit
(in % p.a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

- Von privaten Haushalten, bis zu 1 Jahr
- Von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, bis zu 1 Jahr
- - - Von privaten Haushalten, mehr als 2 Jahre
- Von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, mehr als 2 Jahre



A21 Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr
(in % p.a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

- Konsumentenkredite
- Wohnungsbaukredite
- - - Sonstige Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, bis zu 1 Mio €
- Sonstige Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, mehr als 1 Mio €



Quelle: EZB.

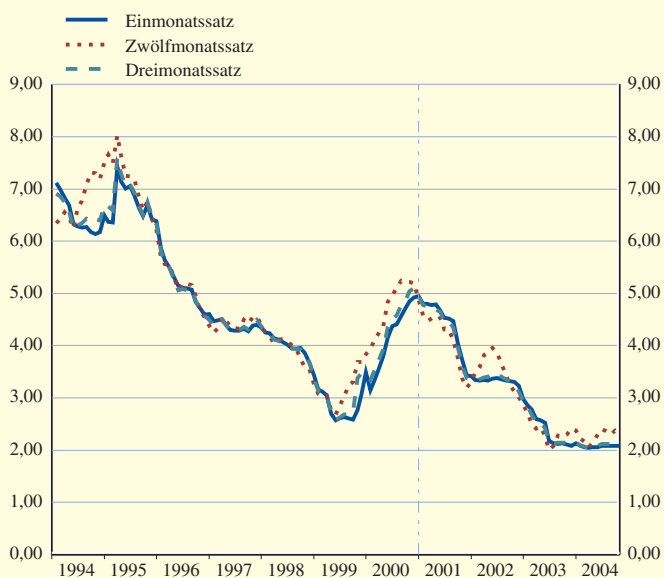
4.6 Geldmarktsätze

(in % p.a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatssatz (EURIBOR)	Dreimonatssatz (EURIBOR)	Sechsmonatssatz (EURIBOR)	Zwölfmonatssatz (EURIBOR)	Dreimonatssatz (LIBOR)	Dreimonatssatz (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2001	4,39	4,33	4,26	4,15	4,08	3,78	0,15
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2003 Q3	2,07	2,13	2,14	2,15	2,20	1,13	0,05
Q4	2,02	2,11	2,15	2,20	2,36	1,17	0,06
2004 Q1	2,02	2,06	2,06	2,07	2,15	1,12	0,05
Q2	2,04	2,06	2,08	2,13	2,29	1,30	0,05
Q3	2,05	2,08	2,12	2,19	2,35	1,75	0,05
2003 Okt.	2,01	2,10	2,14	2,17	2,30	1,16	0,06
Nov.	1,97	2,09	2,16	2,22	2,41	1,17	0,06
Dez.	2,06	2,13	2,15	2,20	2,38	1,17	0,06
2004 Jan.	2,02	2,08	2,09	2,12	2,22	1,13	0,06
Febr.	2,03	2,06	2,07	2,09	2,16	1,12	0,05
März	2,01	2,04	2,03	2,02	2,06	1,11	0,05
April	2,08	2,05	2,05	2,06	2,16	1,15	0,05
Mai	2,02	2,06	2,09	2,14	2,30	1,25	0,05
Juni	2,03	2,08	2,11	2,19	2,40	1,50	0,05
Juli	2,07	2,08	2,12	2,19	2,36	1,63	0,05
Aug.	2,04	2,08	2,11	2,17	2,30	1,73	0,05
Sept.	2,05	2,08	2,12	2,20	2,38	1,90	0,05
Okt.	2,11	2,09	2,15	2,19	2,32	2,08	0,05

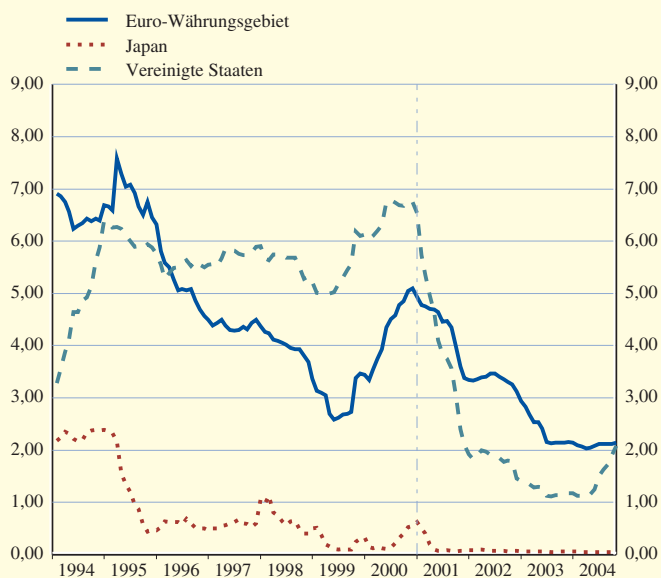
A22 Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet

(monatlich; in % p.a.)



A23 Dreimonats-Geldmarktsätze

(monatlich; in % p.a.)



Quelle: EZB.

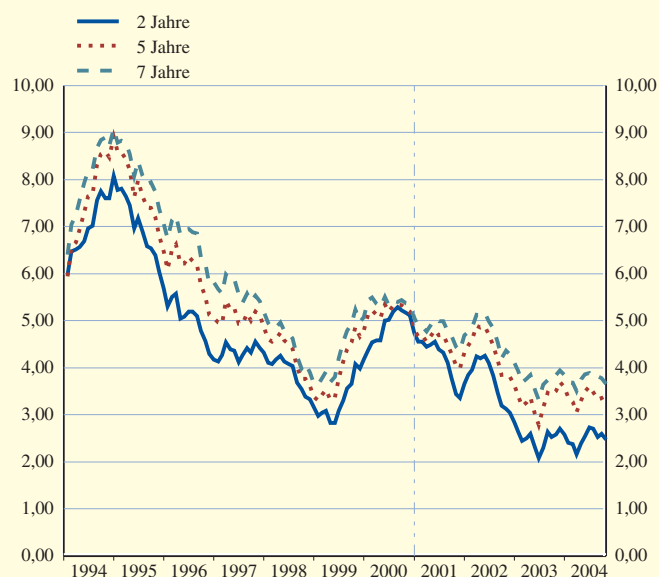
1) Für die Zeit vor Januar 1999 wurden synthetische Sätze für das Euro-Währungsgebiet anhand nationaler mit dem BIP gewichteter Sätze berechnet. Weitere Informationen siehe „Erläuterungen“.

4.7 Renditen von Staatsanleihen

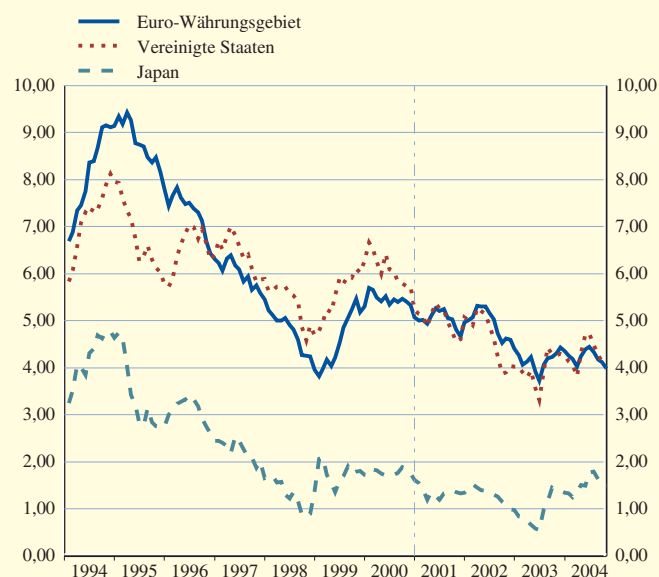
(in % p.a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	2 Jahre 1	3 Jahre 2	5 Jahre 3	7 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre 6	10 Jahre 7
2001	4,11	4,23	4,49	4,79	5,03	5,01	1,34
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2003 Q3	2,48	2,77	3,34	3,70	4,16	4,21	1,19
Q4	2,62	2,91	3,59	3,88	4,36	4,27	1,38
2004 Q1	2,31	2,63	3,23	3,63	4,15	4,00	1,31
Q2	2,56	2,92	3,47	3,84	4,36	4,58	1,59
Q3	2,61	2,89	3,39	3,80	4,21	4,29	1,64
2003 Okt.	2,59	2,88	3,50	3,85	4,31	4,27	1,40
Nov.	2,70	2,99	3,70	3,94	4,44	4,29	1,38
Dez.	2,58	2,88	3,59	3,85	4,36	4,26	1,35
2004 Jan.	2,41	2,71	3,37	3,70	4,26	4,13	1,33
Febr.	2,38	2,71	3,28	3,69	4,18	4,06	1,25
März	2,16	2,48	3,06	3,51	4,02	3,81	1,35
April	2,39	2,75	3,31	3,75	4,24	4,32	1,51
Mai	2,55	2,94	3,50	3,87	4,39	4,70	1,49
Juni	2,74	3,06	3,60	3,89	4,44	4,73	1,77
Juli	2,70	2,97	3,49	3,80	4,34	4,48	1,79
Aug.	2,53	2,83	3,33	3,82	4,17	4,27	1,63
Sept.	2,60	2,87	3,35	3,79	4,11	4,13	1,50
Okt.	2,47	2,71	3,18	3,66	3,98	4,08	1,49

A24 Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet
(monatlich; in % p.a.)



A25 Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich
(monatlich; in % p.a.)



Quelle: EZB.

1) Bis Dezember 1998 wurden die Renditen im Euro-Währungsgebiet anhand harmonisierter, mit dem BIP gewichteter nationaler Staatsanleiherenditen berechnet. Danach werden als Gewichte die nominalen Umlaufbeträge der Staatsanleihen im jeweiligen Laufzeitbereich verwendet.

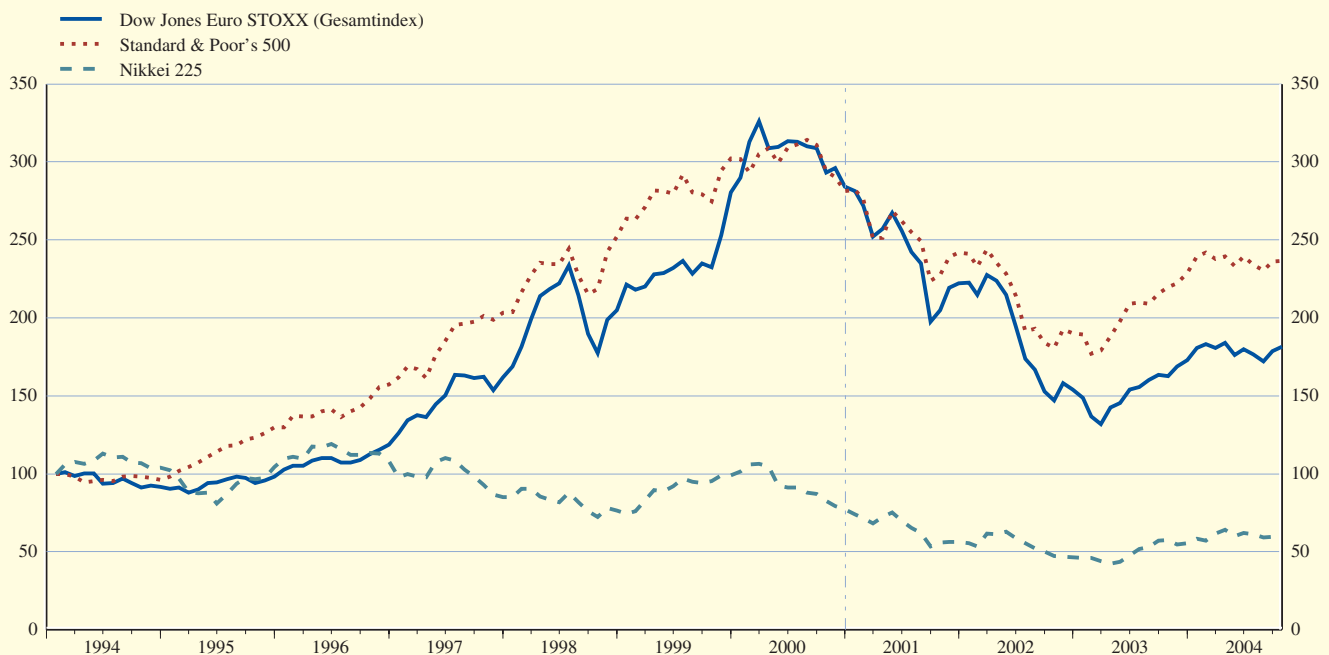
4.8 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	336,3	4 049,7	296,0	284,5	263,7	341,4	321,6	310,0	530,6	309,6	541,2	540,2	1 193,8	12 114,5
2002	260,0	3 052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10 119,3
2003	213,3	2 422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9 312,9
2003 Q3	221,7	2 511,5	225,1	152,1	199,7	265,8	209,9	224,9	285,9	216,0	347,4	304,6	1 000,3	10 063,2
Q4	233,0	2 614,3	233,7	160,2	211,2	266,7	221,9	240,2	317,5	219,7	360,6	320,2	1 057,1	10 423,3
2004 Q1	251,6	2 846,5	245,0	166,9	222,1	279,9	240,5	257,1	353,0	248,7	405,3	366,6	1 132,7	10 996,9
Q2	249,8	2 794,7	244,7	164,7	226,3	300,9	234,6	256,1	299,4	262,1	388,3	394,9	1 123,6	11 550,0
Q3	244,0	2 708,7	246,8	159,3	216,4	305,0	228,7	253,1	259,9	266,8	379,8	402,6	1 104,4	11 152,3
2003 Okt.	225,5	2 523,3	222,0	157,4	206,5	263,0	212,9	231,5	308,0	210,7	348,4	309,7	1 038,7	10 720,1
Nov.	233,9	2 618,1	237,5	163,1	212,9	262,0	223,0	241,5	325,4	217,0	358,7	319,3	1 050,3	10 205,4
Dez.	239,6	2 702,2	242,0	160,4	214,5	274,5	230,1	247,9	320,2	231,0	374,4	331,5	1 081,2	10 315,9
2004 Jan.	250,6	2 839,1	250,3	165,6	221,7	277,2	242,0	257,5	349,2	239,6	405,1	350,3	1 131,9	10 876,4
Febr.	253,9	2 874,8	244,7	168,4	224,1	275,6	243,7	260,1	359,0	252,1	412,3	370,0	1 143,5	10 618,6
März	250,5	2 829,0	240,3	166,7	220,9	286,3	236,1	254,1	351,4	254,5	399,3	379,3	1 124,0	11 441,1
April	255,0	2 860,9	247,6	168,3	227,8	300,2	241,0	262,6	321,3	264,7	402,0	389,3	1 133,4	11 962,8
Mai	244,4	2 728,0	240,2	160,8	223,0	297,7	228,7	250,9	284,8	256,6	378,0	395,3	1 103,6	11 141,0
Juni	249,8	2 792,2	246,1	164,9	227,9	304,7	233,9	254,5	291,4	264,9	384,3	400,0	1 132,9	11 527,7
Juli	245,2	2 730,4	245,5	162,1	221,6	302,8	227,8	251,4	272,3	267,5	382,1	397,7	1 106,7	11 390,8
Aug.	238,9	2 646,9	243,7	155,7	212,5	300,2	223,9	248,1	245,3	262,6	372,8	396,4	1 088,9	10 989,3
Sept.	248,0	2 748,6	251,1	160,0	215,1	311,8	234,6	259,9	261,9	270,1	384,4	413,7	1 117,5	11 076,8
Okt.	252,1	2 794,4	259,1	157,4	211,5	315,5	240,4	262,5	273,3	278,8	401,2	415,1	1 118,1	11 028,9

A26 Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225

(Januar 1994 = 100; Monatsdurchschnitte)



Quelle: EZB.

PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

1. Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

	Insgesamt				Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)					
	Index 1996 = 100	Insgesamt	Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen
Gewichte in % ²⁾	100,0	100,0	58,7	41,3	100,0	11,8	7,7	31,0	8,1	41,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	106,0	2,1	2,5	1,5	-	-	-	-	-	-
2001	108,5	2,3	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2003 Q3	113,4	2,0	1,7	2,5	0,5	0,6	1,5	0,1	0,5	0,6
Q4	114,0	2,0	1,8	2,4	0,5	1,1	0,6	0,2	-0,2	0,6
2004 Q1	114,4	1,7	1,1	2,6	0,5	0,9	-0,5	0,2	1,2	0,7
Q2	115,8	2,3	2,1	2,6	0,8	1,1	-0,1	0,4	3,3	0,6
Q3	115,9	2,2	2,0	2,7	0,5	0,4	-0,3	0,1	1,9	0,7
2004 Mai	115,9	2,5	2,4	2,6	0,3	0,3	0,2	0,0	2,5	0,2
Juni	115,9	2,4	2,2	2,6	0,1	0,1	0,3	0,1	-0,7	0,3
Juli	115,7	2,3	2,1	2,7	0,1	0,2	-0,4	-0,2	0,6	0,2
Aug.	115,9	2,3	2,1	2,7	0,3	0,1	-0,3	0,3	1,5	0,3
Sept.	116,1	2,1	1,8	2,6	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2
Okt. ³⁾		2,5								

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen		Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitsdienstleistungen und Dienstleistungen aus dem persönlichen Bereich	Sonstige Dienstleistungen
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohnungsmieten					
Gewichte in % ²⁾	19,5	11,8	7,7	39,1	31,0	8,1	10,4	6,4	6,4	2,9	15,0	6,6
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2000	1,4	1,2	1,8	3,0	0,5	13,0	1,5	1,3	2,5	-7,1	2,4	2,5
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2003 Q3	3,2	3,1	3,4	1,0	0,7	2,1	2,4	1,9	2,8	-0,4	2,6	3,2
Q4	3,7	3,8	3,6	0,9	0,8	1,6	2,3	1,9	2,8	-0,7	2,5	3,3
2004 Q1	3,0	3,5	2,2	0,2	0,7	-1,5	2,3	1,9	2,5	-1,0	2,4	4,9
Q2	2,9	3,9	1,5	1,7	0,9	4,8	2,3	1,8	3,0	-1,9	2,4	4,9
Q3	2,0	3,6	-0,3	2,0	0,8	6,3	2,5	2,0	2,9	-2,6	2,5	5,3
2004 Mai	3,1	3,9	1,7	2,1	0,9	6,7	2,3	1,8	2,9	-1,9	2,5	4,8
Juni	2,8	3,8	1,2	2,0	0,9	5,9	2,3	1,8	3,0	-2,0	2,5	5,0
Juli	2,6	3,8	0,7	1,8	0,7	5,9	2,5	1,9	2,9	-2,4	2,6	5,3
Aug.	2,1	3,6	-0,2	2,1	0,9	6,5	2,5	2,0	2,9	-2,5	2,6	5,2
Sept.	1,4	3,4	-1,5	2,0	0,9	6,4	2,5	1,9	2,9	-2,8	2,5	5,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die Angaben vor 2001 beziehen sich auf die elf Euro-Länder.

2) Bezogen auf den Indexzeitraum 2004. Rundungsdifferenzen sind möglich.

3) Die Schätzung basiert auf ersten Veröffentlichungen von Deutschland, Spanien und Italien (und, soweit verfügbar, von anderen Mitgliedstaaten) sowie auf Vorabinformationen über Energiepreise.

5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

2. Industrielle Erzeugerpreise und Rohstoffpreise

	Industrielle Erzeugerpreise										Weltmarktpreise für Rohstoffe ¹⁾	Ölpreise ²⁾ (in € je Barrel)		
	Industrie ohne Baugewerbe									Baugewerbe ³⁾			Verarbeitendes Gewerbe	
	Insgesamt (Index 2000 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie		Insgesamt			
			Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter				Insgesamt ohne Energie				
Zusammen	Gebrauchsgüter	Verbrauchsgüter												
Gewichte in % ⁴⁾	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		89,5	100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	100,0	5,3	2,5	5,0	0,6	1,6	1,4	1,6	16,4	2,5	4,8	51,9	20,4	31,0
2001	102,0	2,0	1,7	1,2	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,4	1,2	-8,3	-8,1	27,8
2002	101,9	-0,1	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	0,3	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,1	0,9	-4,0	-4,5	25,1
2003 Q3	103,2	1,1	0,5	0,0	0,3	1,2	0,6	1,3	3,1	2,0	0,4	-6,5	-5,8	25,1
2003 Q4	103,4	1,0	0,6	0,3	0,3	1,2	0,5	1,3	2,0	1,6	0,5	-4,2	-1,2	24,5
2004 Q1	103,9	0,2	0,8	1,0	0,3	1,1	0,4	1,3	-2,6	1,8	0,2	-2,5	9,8	25,0
2004 Q2	105,3	2,0	1,6	2,8	0,6	1,5	0,6	1,6	3,6	2,4	2,5	28,8	20,9	29,3
2004 Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	26,9	11,9	33,3
2004 Mai	105,5	2,4	1,6	2,8	0,6	1,4	0,6	1,6	5,4	-	2,8	35,9	21,1	30,9
2004 Juni	105,5	2,4	1,9	3,3	0,7	1,6	0,6	1,7	4,4	-	2,8	27,8	21,9	29,3
2004 Juli	106,0	2,9	2,2	4,2	0,8	1,5	0,8	1,7	5,2	-	3,2	24,9	18,0	30,7
2004 Aug.	106,4	3,1	2,3	4,8	0,9	1,4	0,8	1,5	5,3	-	3,5	25,5	11,0	34,1
2004 Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	30,5	6,9	35,0
2004 Okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	35,1	3,7	39,4

3. Arbeitskosten pro Stunde ⁵⁾

	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Nach ausgewählten Wirtschaftszweigen			Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Dienstleistungen	
2000	100,0	3,1	3,5	2,0	3,0	3,6	3,7	2,2
2001	103,5	3,6	3,7	3,0	3,4	4,0	3,2	2,6
2002	107,4	3,7	3,6	4,1	3,7	4,0	3,5	2,7
2003	110,4	2,8	2,7	3,1	2,9	3,3	2,7	2,4
2003 Q2	110,2	3,3	3,1	3,7	3,5	3,8	3,2	2,4
2003 Q3	110,8	2,8	2,7	3,2	3,0	3,1	2,8	2,4
2003 Q4	111,3	2,1	2,1	2,4	2,1	2,7	2,2	2,2
2004 Q1	112,1	2,7	2,7	2,7	3,0	3,0	2,6	2,3
2004 Q2	112,6	2,1	2,2	1,9	2,3	2,0	2,1	2,2

Quellen: Eurostat, HWWA (Spalten 12 und 13), Thomson Financial Datastream (Spalte 14), EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Spalte 6 in Tabelle 5.1 Punkt 2 und Spalte 7 in Tabelle 5.1 Punkt 3) und EZB-Berechnungen (Spalte 8 in Tabelle 5.1 Punkt 3).

- 1) Bezogen auf die in Euro ausgedrückten Preise.
- 2) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).
- 3) Wohngebäude: auf der Grundlage nicht harmonisierter Statistiken.
- 4) Im Jahr 2000.
- 5) Arbeitskosten pro Stunde in der Gesamtwirtschaft ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen. Differenzen in den Summen aufgrund des unterschiedlichen Abdeckungsgrads.

5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

4. Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und Arbeitsproduktivität

	Insgesamt (Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen					
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Handel, Gast- gewerbe, Verkehr und Nachrichten- übermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmens- dienstleister	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8
Lohnstückkosten¹⁾								
2000	100,0	1,4	0,9	-0,3	1,7	0,3	3,8	1,7
2001	102,6	2,6	2,3	2,7	3,8	0,8	3,3	2,7
2002	104,8	2,2	-0,2	0,9	2,7	1,9	3,7	2,5
2003	107,0	2,0	3,7	1,3	3,8	1,7	2,0	2,5
2003 Q2	107,1	2,5	5,6	2,6	3,8	2,2	2,4	2,5
Q3	107,3	2,3	5,5	1,9	4,1	1,3	1,2	3,4
Q4	107,2	1,6	3,1	0,3	3,7	2,0	1,9	1,7
2004 Q1	107,2	1,0	-4,4	0,8	2,6	0,3	1,5	1,6
Q2	107,4	0,3	-5,9	-2,4	0,8	-0,6	1,1	2,1
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer								
2000	100,0	2,7	2,1	3,4	2,6	1,7	2,4	2,8
2001	102,8	2,8	1,8	2,6	3,0	2,7	2,4	3,0
2002	105,4	2,5	2,7	2,5	2,8	2,6	2,0	2,8
2003	107,9	2,4	2,2	3,3	3,5	1,9	1,8	2,4
2003 Q2	107,7	2,5	3,9	3,4	4,1	2,4	2,3	1,9
Q3	108,3	2,5	1,8	3,3	3,8	1,4	1,5	3,2
Q4	108,6	2,1	1,7	3,2	3,4	1,4	1,7	2,1
2004 Q1	109,3	2,1	-2,1	4,2	3,0	0,7	1,3	2,3
Q2	110,0	2,1	-1,8	3,2	1,7	0,5	1,3	3,3
Arbeitsproduktivität²⁾								
2000	100,0	1,3	1,1	3,7	0,9	1,4	-1,3	1,1
2001	100,2	0,2	-0,5	-0,1	-0,8	1,9	-0,9	0,2
2002	100,5	0,3	2,9	1,6	0,1	0,7	-1,6	0,3
2003	100,9	0,4	-1,5	2,0	-0,3	0,1	-0,1	-0,1
2003 Q2	100,5	0,1	-1,6	0,8	0,2	0,2	-0,1	-0,6
Q3	100,9	0,2	-3,6	1,4	-0,3	0,1	0,3	-0,1
Q4	101,3	0,5	-1,3	2,8	-0,3	-0,5	-0,3	0,4
2004 Q1	102,0	1,2	2,3	3,4	0,4	0,5	-0,2	0,7
Q2	102,4	1,9	4,3	5,7	0,9	1,1	0,2	1,2

5. Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

	Insgesamt (Index 2000 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung				Exporte ³⁾	Importe ³⁾
			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staats	Bruttoanlage- investitionen		
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000	100,0	1,4	2,6	2,2	2,7	2,8	4,9	8,5
2001	102,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,0	1,4	0,8
2002	105,0	2,5	2,2	2,3	2,1	1,8	-0,4	-1,6
2003	107,2	2,1	1,8	2,0	2,2	1,3	-0,6	-1,3
2003 Q2	106,9	2,2	1,8	1,9	2,3	1,3	-0,8	-1,8
Q3	107,5	2,1	1,8	1,9	2,7	1,2	-0,7	-1,6
Q4	108,0	2,0	1,6	1,9	1,6	1,1	-0,7	-1,9
2004 Q1	108,4	1,9	1,4	1,6	1,6	1,8	-0,7	-2,2
Q2	109,1	2,0	2,0	2,0	1,8	2,6	1,2	0,9

Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten.

1) Quotient aus dem Arbeitnehmerentgelt (in jeweiligen Preisen) je Arbeitnehmer und der Wertschöpfung (in konstanten Preisen) je Arbeitnehmer.

2) Wertschöpfung (in konstanten Preisen) je Arbeitnehmer.

3) Die Deflatoren für die Exporte und Importe beziehen sich auf Waren und Dienstleistungen und umfassen auch den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets.

5.2 Produktion und Nachfrage

1. Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)								
	Insgesamt	Inländische Verwendung					Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staats	Bruttoanlageinvestitionen	Vorratsveränderungen ²⁾	Zusammen	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €; saisonbereinigt)</i>								
2000	6 579,9	6 520,7	3 767,4	1 308,5	1 418,8	26,0	59,2	2 440,4	2 381,2
2001	6 846,3	6 730,0	3 926,4	1 372,2	1 441,9	-10,5	116,3	2 555,1	2 438,8
2002	7 079,0	6 895,6	4 039,7	1 444,8	1 428,4	-17,3	183,4	2 591,5	2 408,1
2003	7 261,7	7 105,8	4 159,7	1 500,7	1 440,1	5,3	155,9	2 585,6	2 429,8
2003 Q2	1 804,1	1 769,1	1 035,4	373,5	358,2	1,9	35,0	634,0	599,0
Q3	1 822,9	1 774,6	1 043,0	379,2	359,6	-7,3	48,3	651,2	602,9
Q4	1 836,6	1 796,2	1 048,2	378,8	364,3	4,9	40,4	654,9	614,5
2004 Q1	1 857,4	1 811,7	1 059,9	381,3	366,9	3,6	45,6	665,3	619,7
Q2	1 878,3	1 832,5	1 068,2	387,1	371,2	6,1	45,8	691,8	646,0
	<i>In % des BIP</i>								
2003	100,0	97,9	57,3	20,7	19,8	0,1	2,1	-	-
	<i>In konstanten Preisen (in Mrd ECU, in Preisen von 1995; saisonbereinigt)</i>								
	<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>								
2003 Q2	-0,2	-0,1	0,0	0,4	-0,2	-	-	-0,8	-0,6
Q3	0,5	0,0	0,2	0,6	0,1	-	-	2,6	1,3
Q4	0,4	1,1	0,0	0,5	0,9	-	-	0,3	2,1
2004 Q1	0,7	0,3	0,7	0,1	-0,1	-	-	1,6	0,5
Q2	0,5	0,3	0,3	0,5	0,1	-	-	3,1	2,8
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2000	3,5	3,0	2,8	2,3	4,9	-	-	12,2	11,1
2001	1,6	1,0	1,9	2,4	-0,3	-	-	3,3	1,6
2002	0,8	0,3	0,6	3,1	-2,7	-	-	1,8	0,4
2003	0,5	1,2	1,0	1,7	-0,5	-	-	0,3	2,2
2003 Q2	0,2	1,1	1,1	1,5	-0,3	-	-	-1,2	1,2
Q3	0,4	0,8	0,8	1,7	-0,2	-	-	0,4	1,6
Q4	0,7	1,5	0,5	1,5	0,1	-	-	0,5	2,6
2004 Q1	1,4	1,1	1,0	1,7	0,7	-	-	3,8	3,4
Q2	2,0	1,6	1,2	1,8	1,0	-	-	7,8	6,9
	<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>								
2000	3,5	3,0	1,6	0,5	1,1	-0,1	0,5	-	-
2001	1,6	0,9	1,1	0,5	-0,1	-0,5	0,7	-	-
2002	0,8	0,3	0,3	0,6	-0,6	-0,1	0,5	-	-
2003	0,5	1,2	0,5	0,3	-0,1	0,4	-0,7	-	-
2003 Q2	0,2	1,0	0,6	0,3	-0,1	0,2	-0,9	-	-
Q3	0,4	0,8	0,5	0,3	0,0	0,0	-0,4	-	-
Q4	0,7	1,4	0,3	0,3	0,0	0,8	-0,7	-	-
2004 Q1	1,4	1,1	0,5	0,3	0,1	0,1	0,2	-	-
Q2	2,0	1,6	0,7	0,4	0,2	0,3	0,5	-	-

Quelle: Eurostat.

- 1) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Sie stimmen nicht vollständig mit Tabelle 7.3 Punkt 1 überein.
- 2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

5.2 Produktion und Nachfrage
2. Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)							Unterstellte Bankgebühr ¹⁾	Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleister	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €; saisonbereinigt)</i>								
2000	6 081,0	145,2	1 366,6	337,1	1 278,1	1 647,6	1 306,3	212,7	711,7
2001	6 343,3	150,7	1 405,0	351,4	1 348,1	1 721,9	1 366,2	222,2	725,1
2002	6 560,4	148,4	1 430,3	363,4	1 387,5	1 796,7	1 434,1	231,2	749,8
2003	6 729,3	151,8	1 437,5	374,2	1 417,1	1 869,8	1 479,0	240,0	772,4
2003 Q2	1 672,2	37,4	354,9	93,2	353,4	465,4	367,9	60,2	192,1
Q3	1 690,7	38,2	359,5	93,9	356,2	470,3	372,5	60,4	192,6
Q4	1 700,6	38,7	362,6	95,2	357,5	473,8	372,8	60,1	196,1
2004 Q1	1 720,4	38,5	366,8	96,7	361,3	479,4	377,8	60,4	197,3
Q2	1 743,1	38,2	373,4	98,4	364,8	485,9	382,4	61,3	196,5
	<i>In % der Wertschöpfung</i>								
2003	100,0	2,3	21,4	5,6	21,1	27,8	22,0	-	-
	<i>In konstanten Preisen (in Mrd ECU, in Preisen von 1995; saisonbereinigt)</i>								
	<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>								
2003 Q2	-0,2	-1,9	-1,3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,6	0,8
Q3	0,5	-0,8	0,9	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,5	0,1
Q4	0,3	1,3	0,7	0,0	0,0	0,1	0,5	-0,6	0,6
2004 Q1	0,7	2,8	1,1	0,3	0,9	0,4	0,3	-0,4	0,2
Q2	0,7	-0,2	1,1	0,4	0,6	0,8	0,4	0,8	-1,5
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2000	3,8	-0,5	4,3	2,7	4,5	4,5	2,7	7,1	1,8
2001	1,9	-1,1	0,3	-0,4	3,4	3,0	1,7	4,7	0,4
2002	0,9	0,7	0,2	-0,6	1,1	0,7	2,1	-0,2	-0,2
2003	0,5	-3,4	0,0	-0,7	0,7	1,2	0,9	1,8	0,8
2003 Q2	0,2	-4,1	-1,2	0,0	0,6	0,9	0,8	2,8	1,4
Q3	0,4	-5,1	-0,6	-0,5	0,9	1,4	0,8	2,2	0,5
Q4	0,7	-2,2	0,7	-0,5	0,5	1,0	1,0	0,5	0,7
2004 Q1	1,3	1,3	1,3	0,3	1,5	1,3	1,2	0,1	1,7
Q2	2,2	3,1	3,7	0,5	2,1	2,0	1,5	0,3	-0,6
	<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>								
2000	3,8	0,0	1,0	0,2	1,0	1,2	0,6	-	-
2001	1,9	0,0	0,1	0,0	0,7	0,8	0,3	-	-
2002	0,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,4	-	-
2003	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2	-	-
2003 Q2	0,2	-0,1	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	-	-
Q3	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,2	-	-
Q4	0,7	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	-	-
2004 Q1	1,3	0,0	0,3	0,0	0,3	0,3	0,2	-	-
Q2	2,2	0,1	0,8	0,0	0,5	0,5	0,3	-	-

Quelle: Eurostat.

1) Die unterstellte Bankgebühr (FISIM) wird unter Vorleistungen erfasst, die nicht den einzelnen Wirtschaftszweigen zugeordnet werden.

5.2 Produktion und Nachfrage

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

3. Industrieproduktion

	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe									Baugewerbe	Verarbeitendes Gewerbe
		Insgesamt (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie		
				Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter					
							Zusammen	Gebrauchsgüter	Verbrauchsgüter			
Gewichte in % ¹⁾	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	5,1	100,1	5,2	5,2	6,2	8,2	1,7	6,1	0,9	1,9	2,5	5,6
2001	0,6	100,5	0,4	0,1	-0,6	1,7	0,3	-2,0	0,8	1,3	0,8	0,3
2002	-0,3	100,0	-0,5	-0,7	0,1	-1,7	-0,3	-5,6	0,7	1,1	0,8	-0,7
2003	0,3	100,3	0,3	-0,1	0,4	-0,2	-0,6	-4,4	0,1	2,9	-0,1	0,0
2003 Q3	-0,3	100,2	-0,3	-0,7	-0,7	-1,3	0,1	-3,4	0,7	2,0	0,2	-0,6
2003 Q4	1,3	101,2	1,4	1,3	1,7	1,7	-0,2	-1,4	0,1	2,7	0,4	1,4
2004 Q1	1,2	101,3	1,0	0,9	1,0	0,6	0,4	1,0	0,3	2,1	1,3	0,9
2004 Q2	2,6	102,2	2,9	3,0	2,8	4,7	1,1	3,1	0,7	2,6	-1,0	3,2
2004 März	1,3	101,6	1,7	1,1	0,2	1,8	1,6	2,1	1,5	5,0	-1,5	1,3
2004 April	1,2	101,9	1,7	1,7	2,1	2,5	0,4	2,5	0,0	2,0	-2,6	1,9
2004 Mai	3,1	102,4	3,7	3,9	3,1	5,6	2,2	5,1	1,7	3,5	-1,9	4,1
2004 Juni	3,3	102,3	3,3	3,5	3,2	5,9	0,6	1,9	0,4	2,2	1,7	3,8
2004 Juli	.	102,5	2,2	2,3	3,5	3,7	-0,5	0,3	-0,6	0,7	.	2,5
2004 Aug.	.	101,9	1,6	2,6	3,1	4,6	0,3	-1,2	0,5	0,2	.	2,7
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>												
2004 März	-0,1	-	0,2	0,0	-0,9	0,9	0,2	-0,2	0,3	0,2	-2,9	0,2
2004 April	0,1	-	0,3	0,5	1,4	0,9	-0,1	0,5	-0,2	-1,9	-0,7	0,6
2004 Mai	0,5	-	0,5	0,6	-0,1	1,0	0,3	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,6
2004 Juni	0,1	-	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,6	-1,3	-0,5	0,7	2,9	-0,1
2004 Juli	.	-	0,2	0,3	0,9	0,2	0,3	0,8	0,2	-1,2	.	0,3
2004 Aug.	.	-	-0,6	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-2,6	0,1	0,2	.	-0,2

4. Auftragseingang und Umsätze in der Industrie, Einzelhandelsumsätze und Pkw-Neuzulassungen

	Auftragseingang in der Industrie		Umsätze in der Industrie		Einzelhandelsumsätze							Pkw-Neuzulassungen	
	Verarbeitendes Gewerbe ²⁾ (in jeweiligen Preisen)		Verarbeitendes Gewerbe (in jeweiligen Preisen)		In jeweiligen Preisen	In konstanten Preisen						Insgesamt (saisonbereinigt, Tsd. ³⁾)	Insgesamt
	Insgesamt (saisonbereiniger Index 2000 = 100)	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereiniger Index 2000 = 100)	Insgesamt	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereiniger Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nahrungsmittel, Getränke, Tabakwaren	Sonstige Waren				
									Textilien, Bekleidung, Schuhe	Haushaltsausstattung			
Gewichte in % ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2000	100,2	12,2	100,0	10,8	4,0	100,0	2,1	1,8	2,1	0,8	4,1	977	-1,8
2001	98,5	-1,5	102,0	1,9	4,0	101,6	1,6	1,6	1,5	0,7	-0,2	968	-0,8
2002	98,0	-0,6	101,3	-0,6	1,8	101,7	0,0	0,9	-0,5	-2,0	-1,9	925	-4,4
2003	98,5	0,6	100,9	-0,3	1,7	102,0	0,3	1,2	-0,5	-2,9	-0,1	912	-1,4
2003 Q4	101,5	4,2	101,8	0,4	1,1	101,8	-0,3	-0,1	-0,4	-3,4	0,0	924	-2,4
2004 Q1	101,5	4,9	103,9	2,5	1,3	102,5	0,6	0,6	0,6	-1,5	2,3	912	0,9
2004 Q2	107,6	11,8	105,9	6,3	1,1	102,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	2,1	924	3,0
2004 Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	901	-3,5
2004 April	104,9	6,4	106,8	4,3	1,1	103,2	0,3	0,1	0,1	0,3	2,0	927	4,6
2004 Mai	112,0	16,5	102,5	3,3	0,7	100,6	-2,0	-1,8	-2,0	-3,4	0,3	922	4,1
2004 Juni	106,0	12,7	108,3	11,2	1,4	102,9	1,5	0,8	1,7	2,1	3,8	924	0,6
2004 Juli	105,4	5,2	105,6	2,0	1,2	102,8	0,8	0,5	1,0	0,8	2,5	907	-1,7
2004 Aug.	104,7	10,5	105,1	9,2	1,6	101,2	-0,7	-2,2	0,4	1,6	1,8	872	-9,5
2004 Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	924	-0,6
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>													
2004 April	-	1,7	-	-0,6	0,7	-	1,5	0,8	0,9	4,0	0,9	-	1,8
2004 Mai	-	6,8	-	-3,9	-0,7	-	-2,6	-1,7	-2,0	-4,3	-1,8	-	-0,5
2004 Juni	-	-5,4	-	5,6	1,1	-	2,3	1,4	2,3	4,6	2,1	-	-0,2
2004 Juli	-	-0,6	-	-2,5	-0,2	-	-0,1	0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-	-1,9
2004 Aug.	-	-0,6	-	-0,5	0,0	-	-1,5	-1,7	-1,3	-2,2	-1,0	-	-3,8
2004 Sept.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	6,0

Quellen: Eurostat, außer Spalte 12 und 13 in Tabelle 5.2 Punkt 4 (EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Statistiken der ACEA, European Automobile Manufacturers Association).

1) Im Jahr 2000.

2) Hierzu zählen Wirtschaftszweige, deren Arbeit im Wesentlichen auftragsbasiert ist; ihr Anteil am gesamten verarbeitenden Gewerbe belief sich im Jahr 2000 auf 62,6 %.

3) Die Jahres- und Quartalswerte sind Monatsdurchschnitte im betreffenden Zeitraum.

5.2 Produktion und Nachfrage
(soweit nicht anders angegeben, Salden in %¹⁾; saisonbereinigt)

5. Branchen- und Verbraucherumfragen

	Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ²⁾ (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe				Kapazitätsauslastung ^{3), 4)} (in %)	Vertrauensindikator für die Verbraucher ³⁾				
		Vertrauensindikator für die Industrie					Insgesamt ⁵⁾	Finanzlage in den nächsten zwölf Monaten	Wirtschaftliche Lage in den nächsten zwölf Monaten	Arbeitslosigkeit in den nächsten zwölf Monaten	Ersparnisse in den nächsten zwölf Monaten
		Insgesamt ⁵⁾	Auftragsbestand	Fertigwarenlager	Produktionserwartungen						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2000	114,1	4	2	4	16	84,5	1	4	1	1	2
2001	100,8	-9	-15	14	1	83,0	-5	2	-10	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,5	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2003 Q3	94,2	-11	-27	11	4	81,1	-17	-4	-20	38	-8
Q4	97,7	-7	-22	9	8	81,1	-16	-5	-17	33	-9
2004 Q1	98,8	-7	-21	10	11	80,7	-14	-4	-13	30	-9
Q2	100,0	-5	-16	8	10	81,1	-15	-3	-15	32	-8
Q3	100,6	-4	-12	8	9	81,6	-14	-4	-13	29	-8
2004 Mai	100,1	-5	-18	7	10	-	-16	-4	-16	33	-9
Juni	99,7	-4	-15	8	10	-	-14	-3	-14	31	-8
Juli	99,8	-4	-12	8	8	81,6	-14	-4	-14	30	-9
Aug.	100,9	-4	-12	7	8	-	-14	-4	-14	30	-7
Sept.	101,0	-3	-12	8	11	-	-13	-3	-12	28	-7
Okt.	101,3	-2	-11	7	11	81,7	-14	-4	-13	29	-8

	Vertrauensindikator für das Baugewerbe			Vertrauensindikator für den Einzelhandel				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor			
	Insgesamt ⁵⁾	Auftragsbestand	Beschäftigungserwartungen	Insgesamt ⁵⁾	Aktuelle Geschäftslage	Lagerbestand	Erwartete Geschäftslage	Insgesamt ⁵⁾	Geschäftsklima	Nachfrage in den letzten Monaten	Nachfrage in den kommenden Monaten
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2000	-5	-13	3	-2	-1	17	11	30	36	23	33
2001	-11	-16	-4	-7	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-19	-27	-11	-16	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-20	-27	-13	-11	-15	17	-2	2	-6	1	11
2003 Q3	-21	-28	-15	-10	-15	17	1	5	-1	4	13
Q4	-20	-27	-11	-8	-12	15	3	10	6	11	15
2004 Q1	-19	-28	-9	-8	-12	15	1	11	6	6	20
Q2	-16	-23	-9	-8	-10	15	2	11	5	11	17
Q3	-16	-24	-7	-8	-10	14	0	11	6	11	18
2004 Mai	-17	-22	-11	-7	-10	15	3	13	6	12	20
Juni	-15	-24	-6	-10	-14	16	0	10	4	11	15
Juli	-16	-25	-7	-9	-10	15	-1	11	6	12	16
Aug.	-15	-24	-6	-7	-10	12	2	12	7	12	17
Sept.	-16	-22	-9	-9	-11	16	0	11	4	9	20
Okt.	-14	-23	-5	-6	-13	14	8	11	6	11	17

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

- 1) Differenz zwischen den prozentualen Anteilen der Umfrageteilnehmer mit positiver und negativer Einschätzung.
- 2) Der Indikator für die konjunkturelle Einschätzung setzt sich aus den Vertrauensindikatoren für die Industrie, den Dienstleistungssektor, die Verbraucher, das Baugewerbe und den Einzelhandel zusammen; der Vertrauensindikator für die Industrie hat dabei einen Gewichtsanteil von 40 %, der Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor besitzt einen Gewichtsanteil von 30 %, der Vertrauensindikator für die Verbraucher wird mit 20 % und die beiden anderen Indikatoren werden mit jeweils 5 % gewichtet. Werte des Indikators für die konjunkturelle Einschätzung über (unter) 100 zeigen ein überdurchschnittliches (unterdurchschnittliches) Konjunkturvertrauen an, berechnet für den Zeitraum ab Januar 1985.
- 3) Aufgrund von Änderungen im Fragebogen für die französische Umfrage sind die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet ab Januar 2004 nicht vollständig mit früheren Ergebnissen vergleichbar.
- 4) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinander folgenden Umfragen dar. Jahresangaben werden anhand von Quartalsdurchschnitten errechnet.
- 5) Die Vertrauensindikatoren werden als einfaches Mittel der aufgeführten Teilkomponenten berechnet. Die Beurteilung der Lagerbestände (Spalte 4 und 17) und der Arbeitslosigkeit (Spalte 10) geht mit umgekehrten Vorzeichen in die Berechnung der Vertrauensindikatoren ein.

5.3 Arbeitsmärkte ¹⁾

(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 % ²⁾	100,0	100,0	84,2	15,8	4,6	18,8	7,1	25,2	14,5	29,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	131,427	2,2	2,5	0,6	-1,5	0,6	1,9	3,1	5,9	1,6
2001	133,275	1,4	1,6	0,2	-0,4	0,3	0,6	1,5	3,9	1,4
2002	133,976	0,5	0,7	-0,2	-2,1	-1,4	-0,6	0,4	2,4	1,8
2003	134,151	0,1	0,1	0,2	-1,9	-2,0	-0,2	0,5	1,2	1,0
2003 Q2	134,076	0,2	0,2	0,1	-2,4	-2,0	0,1	0,4	1,0	1,3
Q3	134,111	0,2	0,1	0,4	-1,6	-2,0	-0,2	0,9	1,1	0,9
Q4	134,174	0,2	0,1	0,6	-0,8	-2,0	-0,3	1,1	1,2	0,6
2004 Q1	134,170	0,1	0,0	0,4	-1,0	-2,1	-0,1	1,0	1,2	0,4
Q2	134,325	0,1	0,0	0,9	-1,1	-1,8	-0,2	0,9	1,5	0,3
	<i>Veränderung gegen Vorquartal (saisonbereinigt)</i>									
2003 Q2	0,142	0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,5	0,4	0,3	0,1	0,3
Q3	0,035	0,0	-0,1	0,5	0,1	-0,5	-0,4	0,4	0,4	-0,1
Q4	0,063	0,0	0,0	0,3	0,1	-0,6	-0,2	0,2	0,6	0,1
2004 Q1	-0,004	0,0	0,0	-0,3	-0,9	-0,4	0,1	0,1	0,4	0,1
Q2	0,155	0,1	0,0	0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,2	0,4	0,2

2. Arbeitslosigkeit

(saisonbereinigt)

	Insgesamt		Nach Alter ³⁾				Nach Geschlecht ⁴⁾			
	Mio	In % der Erwerbspersonen	Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen	
			Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen
Gewichte in % ²⁾	100,0		78,2		21,8		50,2		49,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	11,608	8,4	8,881	7,3	2,727	16,7	5,499	7,0	6,109	10,4
2001	11,084	8,0	8,539	7,0	2,546	15,8	5,338	6,7	5,746	9,7
2002	11,806	8,4	9,181	7,4	2,626	16,4	5,841	7,3	5,966	9,9
2003	12,536	8,9	9,796	7,8	2,740	17,2	6,295	7,9	6,241	10,2
2003 Q2	12,567	8,9	9,814	7,8	2,753	17,2	6,312	7,9	6,255	10,2
Q3	12,576	8,9	9,839	7,8	2,737	17,2	6,318	7,9	6,258	10,2
Q4	12,594	8,9	9,867	7,8	2,727	17,3	6,330	7,9	6,264	10,2
2004 Q1	12,637	8,9	9,879	7,8	2,758	17,5	6,349	7,9	6,288	10,2
Q2	12,733	9,0	9,957	7,9	2,776	17,6	6,400	8,0	6,332	10,3
2004 März	12,675	8,9	9,904	7,9	2,771	17,5	6,371	7,9	6,304	10,2
April	12,719	9,0	9,937	7,9	2,782	17,6	6,393	8,0	6,326	10,3
Mai	12,727	9,0	9,955	7,9	2,772	17,5	6,398	8,0	6,329	10,3
Juni	12,752	9,0	9,979	7,9	2,773	17,6	6,411	8,0	6,342	10,3
Juli	12,765	9,0	9,999	7,9	2,766	17,5	6,419	8,0	6,346	10,3
Aug.	12,791	9,0	10,020	7,9	2,771	17,5	6,433	8,0	6,358	10,3

Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Tabelle 5.3 Punkt 1) und Eurostat (Tabelle 5.3 Punkt 2).

- 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 2003.
- 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 ¹⁾ (in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – Einnahmen

	Ins- gesamt	Laufende Einnahmen									Vermögens- wirksame Einnahmen	Nach- richtlich: Fiskali- sche Be- lastung ²⁾		
		Direkte Steuern			Indirekte Steuern	Sozial- beiträge			Verkäufe	Vermögens- wirksame Steuern				
		Zusammen	Private Haushalte	Kapital- gesell- schaften		Erhalten von Organen der EU	Arbeit- geber	Arbeit- nehmer						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1995	46,9	46,4	11,5	9,1	2,0	13,3	0,9	17,3	8,4	5,5	2,4	0,4	0,3	42,4
1996	47,6	47,3	11,9	9,2	2,3	13,4	0,8	17,5	8,7	5,6	2,4	0,4	0,3	43,1
1997	47,9	47,4	12,1	9,2	2,6	13,6	0,7	17,5	8,7	5,5	2,4	0,5	0,4	43,6
1998	47,3	47,0	12,4	9,7	2,3	14,2	0,7	16,4	8,5	4,9	2,4	0,3	0,3	43,3
1999	47,8	47,5	12,8	9,8	2,6	14,4	0,6	16,4	8,4	5,0	2,3	0,3	0,3	43,8
2000	47,5	47,2	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,6
2001	46,8	46,6	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,2	0,3	0,3	42,8
2002	46,3	45,9	12,2	9,6	2,3	13,8	0,4	16,0	8,4	4,7	2,3	0,3	0,3	42,3
2003	46,3	45,7	11,8	9,3	2,2	13,9	0,4	16,2	8,5	4,8	2,3	0,7	0,5	42,4

2. Euro-Währungsgebiet – Ausgaben

	Ins- gesamt	Laufende Ausgaben							Vermögenswirksame Ausgaben			Nach- richtlich: Primäraus- gaben ³⁾		
		Zusammen	Arbeitnehmer- entgelte	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Laufende Übertra- gungen	Sozialaus- gaben		Investi- tionen	Vermö- gens- transfers	Gezahlt von Organen der EU			
							Subven- tionen	Gezahlt von Organen der EU						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1995	52,0	47,6	11,2	4,8	5,8	25,9	22,7	2,3	0,6	4,4	2,7	1,7	0,1	46,2
1996	52,0	48,1	11,2	4,8	5,8	26,3	23,2	2,3	0,6	3,9	2,6	1,3	0,0	46,2
1997	50,6	46,9	11,1	4,7	5,2	26,0	23,1	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	45,4
1998	49,6	45,8	10,7	4,6	4,8	25,7	22,6	2,1	0,6	3,8	2,5	1,3	0,1	44,8
1999	49,1	45,2	10,7	4,7	4,3	25,6	22,5	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2000	48,5	44,6	10,6	4,7	4,1	25,3	22,2	1,9	0,5	3,9	2,5	1,3	0,1	44,4
2001	48,6	44,6	10,5	4,8	4,0	25,3	22,3	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,0	44,6
2002	48,7	44,9	10,6	4,9	3,7	25,6	22,8	1,9	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	45,0
2003	49,1	45,2	10,7	4,9	3,5	26,0	23,1	1,8	0,5	3,9	2,6	1,3	0,1	45,6

3. Euro-Währungsgebiet – Finanzierungssaldo, Primärsaldo und Konsumausgaben des Staats

	Finanzierungssaldo					Primär- saldo	Konsumausgaben des Staats ⁴⁾						Kollektiv- verbrauch	Individual- verbrauch
	Ins- gesamt	Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- siche- rung		Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelte	Vorlei- stungen	Sachtransfers über Markt- produzenten	Abschrei- bungen	Verkäufe (minus)		
1995	-5,2	-4,4	-0,5	-0,1	-0,2	0,6	20,4	11,2	4,8	5,0	1,9	2,4	8,6	11,8
1996	-4,3	-3,8	-0,4	0,0	-0,1	1,4	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	2,4	8,6	11,9
1997	-2,7	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,5	20,2	11,1	4,7	5,0	1,8	2,4	8,4	11,8
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,5	19,9	10,7	4,6	5,0	1,8	2,4	8,2	11,7
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,9	19,9	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,2	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,1	19,9	10,6	4,7	5,1	1,8	2,3	8,2	11,7
2001	-1,7	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,1	10,5	4,8	5,2	1,8	2,2	8,2	11,8
2002	-2,4	-2,0	-0,5	-0,2	0,2	1,3	20,4	10,6	4,9	5,3	1,8	2,3	8,3	12,1
2003	-2,7	-2,2	-0,4	-0,1	0,0	0,7	20,6	10,7	4,9	5,4	1,8	2,3	8,4	12,3

4. Länder des Euro-Währungsgebiets – Finanzierungssaldo ⁵⁾

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	0,2	1,3	-4,1	-0,9	-1,4	4,4	-0,6	6,0	2,2	-1,5	-2,8	7,1
2001	0,6	-2,8	-3,7	-0,4	-1,5	0,9	-2,6	6,4	-0,1	0,3	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,7	-3,7	-0,1	-3,2	-0,2	-2,3	2,8	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,4	-3,8	-4,6	0,4	-4,1	0,1	-2,4	0,8	-3,2	-1,1	-2,8	2,3

Quellen: Aggregierte Daten für das Euro-Währungsgebiet von der EZB; Angaben zum Finanzierungssaldo der Mitgliedstaaten von der Europäischen Kommission.

- Daten zu Einnahmen, Ausgaben und dem Finanzierungssaldo basieren auf dem ESVG 95. In den Angaben sind jedoch – soweit nicht anders gekennzeichnet – nicht die Erlöse aus dem Verkauf der UMTS-Lizenzen des Jahres 2000 berücksichtigt (der Finanzierungssaldo des Euro-Währungsgebiets einschließlich dieser Erlöse beträgt 0,1 % des BIP). Einschließlich Transaktionen, die den EU-Haushalt betreffen; konsolidierte Angaben. Transaktionen zwischen den Mitgliedstaaten sind nicht konsolidiert.
- Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.
- Umfassen Gesamtausgaben abzüglich Zinsausgaben.
- Entsprechen Konsumausgaben (P. 3) der öffentlichen Haushalte im ESVG 95.
- Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen.

6.2 Verschuldung ¹⁾ (in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldarten und Gläubigergruppen

	Insgesamt					Gläubiger				
	Schuldart					Inländische Gläubiger ²⁾				Sonstige Gläubiger ³⁾
	Münzen und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Zusammen	MFIs	Sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften	Sonstige Sektoren		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1994	70,7	2,8	16,2	10,7	41,0	56,3	30,2	9,6	16,5	14,4
1995	74,9	2,8	17,9	10,1	44,1	58,6	32,8	8,7	17,1	16,2
1996	76,1	2,8	17,3	10,2	45,8	59,0	32,7	10,2	16,2	17,1
1997	75,5	2,7	16,3	9,0	47,4	56,7	31,0	11,8	13,9	18,7
1998	73,8	2,7	15,1	7,9	48,1	53,1	28,8	12,7	11,6	20,7
1999	72,8	2,9	14,3	6,8	48,9	48,5	27,1	9,7	11,7	24,4
2000	70,5	2,7	13,2	6,1	48,5	44,2	23,4	9,1	11,7	26,2
2001	69,5	2,7	12,5	6,3	48,1	42,2	22,2	8,3	11,7	27,3
2002	69,4	2,7	11,8	6,7	48,1	39,0	20,5	6,9	11,6	30,3
2003	70,7	2,1	11,8	7,4	49,3	38,8	20,6	7,3	10,8	31,9

2. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldnergruppen, Laufzeiten und Währungen

	Insgesamt	Schuldner ⁴⁾				Ursprungslaufzeit			Restlaufzeit			Währung	
		Zentralstaaten	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	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 Mitgliedstaats ⁵⁾	Sonstige Währungen
		1	2	3	4	5	6		7	8	9			10	11	12	13
1994	70,7	58,9	5,3	5,9	0,6	12,3	58,3	7,2	17,8	27,1	25,7	68,3	2,3
1995	74,9	62,6	5,6	5,9	0,8	12,9	62,0	5,6	18,9	26,8	29,2	72,7	2,1
1996	76,1	63,8	6,0	5,7	0,5	12,2	63,9	5,3	20,5	25,8	29,7	74,0	2,1
1997	75,5	63,2	6,2	5,5	0,6	11,1	64,3	4,6	19,8	25,9	29,8	73,3	2,2
1998	73,8	62,0	6,2	5,3	0,4	9,4	64,4	4,8	17,1	26,9	29,8	71,9	1,9
1999	72,8	61,2	6,1	5,2	0,3	9,2	63,6	3,2	15,5	27,7	29,7	70,8	2,0
2000	70,5	59,2	6,0	5,0	0,3	8,3	62,2	2,8	15,3	28,3	26,9	68,6	1,8
2001	69,5	58,2	6,2	4,9	0,3	8,8	60,7	1,5	16,0	26,5	27,1	68,0	1,5
2002	69,4	57,8	6,4	4,8	0,3	9,1	60,3	1,6	16,8	25,3	27,3	68,0	1,4
2003	70,7	58,3	6,7	5,2	0,6	9,2	61,5	1,5	15,9	26,2	28,6	69,7	1,0

3. Länder des Euro-Währungsgebiets

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	109,1	60,2	114,0	61,1	56,8	38,3	111,2	5,5	55,9	65,8	53,3	44,6
2001	108,0	59,4	114,7	57,5	56,5	35,9	110,6	5,5	52,9	66,1	55,8	43,8
2002	105,4	60,9	112,5	54,4	58,8	32,7	107,9	5,7	52,6	65,7	58,4	42,6
2003	100,0	64,2	109,9	50,7	63,7	32,1	106,2	5,3	54,1	64,5	60,3	45,6

Quellen: Aggregierte Daten für das Euro-Währungsgebiet von der EZB; Angaben zur Verschuldung der Mitgliedstaaten von der Europäischen Kommission.

- 1) Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert nach Konsolidierung zwischen den 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, Inlandswährung oder eine der Währungen der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, lauten.

6.3 Veränderung der Verschuldung ¹⁾
(in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – nach Ursachen, Schuldarten und Gläubigergruppen

	Ins- gesamt	Ursache der Veränderung				Schuldarten				Gläubiger				
		Nettoneuverschuldung ²⁾	Bewertungseffekte ³⁾	Sonstige Volumensänderungen ⁴⁾	Aggregations-effekt ⁵⁾	Münzen und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Inländische Gläubiger ⁶⁾	MFI's		Sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften	Sonstige Gläubiger ⁷⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
1995	7,7	5,2	0,4	2,4	-0,3	0,1	2,5	0,0	5,1	5,1	4,1	-0,4	2,6	
1996	3,9	4,4	-0,2	0,1	-0,4	0,1	0,1	0,4	3,3	2,4	1,0	1,7	1,4	
1997	2,3	2,3	0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	3,4	0,0	-0,4	2,0	2,3	
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,5	-0,7	2,8	-1,1	-0,9	1,4	2,8	
1999	1,9	1,5	0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-0,8	2,7	-2,6	-0,5	-2,6	4,5	
2000	1,1	1,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,9	-1,9	-2,4	-0,1	3,0	
2001	1,8	1,7	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,4	-0,5	2,1	
2002	2,1	2,4	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,7	1,7	-1,8	-1,0	-1,1	3,9	
2003	3,1	2,9	0,3	0,0	0,0	-0,5	0,3	0,8	2,4	0,8	0,7	0,5	2,3	

2. Euro-Währungsgebiet – Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung

Schuldenstandsänderung	Finanzierungssaldo ⁸⁾	Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung ⁹⁾												
		Ins- gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)								Bewertungseffekte	Wechselkurseffekte	Sonstige Volumensänderungen	Sonstige ¹¹⁾
			Zusammen	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ¹⁰⁾	Kredite	Aktien und sonstige Anteilsrechte	Kapitalerhöhungen						
								Privatisierungen	Kapitalerhöhungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1995	7,7	-5,2	2,5	0,3	0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,4	0,2	0,4	-0,1	2,4	-0,6
1996	3,9	-4,3	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,7	-0,4	-0,4	0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,5	0,2	-0,4	-0,1
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,8	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
1999	1,9	-1,3	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,0	0,4
2000	1,1	0,1	1,2	0,6	0,7	0,1	0,2	-0,5	-0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,4
2001	1,8	-1,7	0,1	-0,5	-0,6	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,5
2002	2,1	-2,4	-0,3	-0,4	0,0	0,1	0,1	-0,5	-0,4	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,4
2003	3,1	-2,7	0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-0,2	0,0	0,3

Quelle: EZB.

- 1) Daten 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 Schultiteln.
- 3) Neben den Auswirkungen von Wechselkurschwankungen auch einschließlich der Effekte aus der Bewertung zum Nennwert (z. B. Agios oder Disagios auf emittierte Wertpapiere).
- 4) Umfassen insbesondere den Einfluss von Reklassifizierungen von institutionellen Einheiten und bestimmter Arten von Schuldenübernahmen.
- 5) Die Differenz zwischen der Veränderung der aggregierten Verschuldung und der aggregierten Verschuldungsveränderung der einzelnen Mitgliedsländer beruht auf dem gewählten Verfahren zur Bereinigung um Schwankungen der zur Aggregation verwendeten Wechselkurse zwischen den Währungen des Euro-Währungsgebiets im Zeitraum vor 1999.
- 6) Im Schuldnerstaat ansässige Gläubiger.
- 7) Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- 8) Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen.
- 9) Differenz zwischen der jährlichen Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert und dem Defizit in % des BIP.
- 10) Ohne Finanzderivate.
- 11) Umfassen hauptsächlich Transaktionen in sonstigen Aktiva und Passiva (Handelskredite, sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten und Finanzderivate).

6.4 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis ¹⁾

(in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Einnahmen

	Insgesamt		Laufende Einnahmen					Vermögenswirksame Einnahmen		Nachrichtlich: Fiskalische Belastung ²⁾
	1	2	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Sozialbeiträge	Verkäufe	Vermögenseinkommen	Vermögenswirksame Steuern	10	
1999 Q1	44,1	43,7	10,8	13,3	16,0	2,0	0,7	0,5	0,3	40,4
1999 Q2	48,3	47,8	13,7	13,6	16,2	2,2	1,3	0,5	0,3	43,7
1999 Q3	45,2	44,7	11,9	13,1	16,1	2,1	0,7	0,5	0,3	41,3
1999 Q4	52,0	51,3	14,5	14,9	17,1	3,1	0,8	0,7	0,3	46,8
2000 Q1	44,0	43,5	11,2	13,2	15,7	1,9	0,7	0,5	0,3	40,4
2000 Q2	48,3	47,7	14,1	13,6	16,0	2,1	1,1	0,6	0,3	44,0
2000 Q3	44,9	44,5	12,1	12,8	16,0	2,0	0,8	0,4	0,3	41,2
2000 Q4	51,3	50,7	14,3	14,5	17,0	3,1	0,9	0,5	0,3	46,1
2001 Q1	43,0	42,6	10,7	12,9	15,5	1,8	0,8	0,4	0,2	39,4
2001 Q2	47,7	47,3	13,8	13,2	15,9	2,0	1,5	0,4	0,2	43,1
2001 Q3	44,4	44,0	11,9	12,5	15,8	1,9	0,8	0,4	0,3	40,6
2001 Q4	50,7	50,1	13,9	14,3	16,8	3,2	0,9	0,5	0,3	45,3
2002 Q1	42,7	42,3	10,4	13,0	15,7	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
2002 Q2	46,4	45,8	12,9	12,9	15,8	2,1	1,4	0,6	0,4	42,0
2002 Q3	44,5	44,0	11,5	13,0	15,8	2,0	0,7	0,4	0,3	40,5
2002 Q4	50,6	50,0	13,8	14,6	16,7	3,2	0,8	0,6	0,3	45,4
2003 Q1	42,7	42,2	10,0	13,1	15,9	1,7	0,7	0,5	0,2	39,3
2003 Q2	47,2	45,5	12,4	12,9	16,1	2,1	1,2	1,7	1,4	42,8
2003 Q3	43,9	43,4	11,1	12,9	15,9	1,9	0,6	0,5	0,3	40,2
2003 Q4	51,1	50,0	13,5	14,8	16,8	3,2	0,7	1,1	0,3	45,4
2004 Q1	42,3	41,8	9,9	13,1	15,7	1,7	0,6	0,5	0,3	38,9
2004 Q2	45,8	45,2	12,5	13,1	15,7	2,1	0,9	0,6	0,4	41,8

2. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Ausgaben und vierteljährlicher Finanzierungssaldo

	Insgesamt		Laufende Ausgaben					Vermögenswirksame Ausgaben			Finanzierungssaldo	Primärsaldo	
	Zusammen	Arbeitnehmerentgelte	Vorleistungen	Zinsausgaben	Laufende Übertragungen	Sozialleistungen	Subventionen	Investitionen	Vermögens-transfers				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999 Q1	47,8	44,5	10,5	4,3	4,7	25,0	21,8	1,3	3,3	1,9	1,3	-3,6	1,0
1999 Q2	47,9	44,3	10,6	4,5	4,3	24,8	21,6	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,8
1999 Q3	47,7	44,1	10,3	4,5	4,2	25,1	21,6	1,6	3,7	2,5	1,1	-2,5	1,6
1999 Q4	51,7	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,9	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,2
2000 Q1	46,6	43,3	10,3	4,4	4,3	24,2	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,6	1,7
2000 Q2	47,1	43,7	10,5	4,6	4,0	24,6	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	1,2	5,2
2000 Q3	43,7	43,4	10,2	4,5	4,1	24,5	21,4	1,5	0,3	2,5	1,1	1,2	5,3
2000 Q4	50,8	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,7	1,6	3,9	3,2	1,5	0,4	4,3
2001 Q1	45,9	42,6	10,2	4,1	4,1	24,1	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,9	1,2
2001 Q2	47,1	43,7	10,5	4,7	4,0	24,5	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	0,6	4,6
2001 Q3	47,1	43,3	10,2	4,6	4,0	24,6	21,5	1,5	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,3
2001 Q4	52,5	47,4	11,2	5,6	3,8	26,7	23,0	1,6	5,1	3,2	1,8	-1,8	2,0
2002 Q1	46,5	43,1	10,5	4,2	3,9	24,6	21,6	1,2	3,4	2,0	1,4	-3,8	0,1
2002 Q2	47,5	44,1	10,5	4,9	3,7	24,9	21,7	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,1	2,6
2002 Q3	47,7	44,0	10,2	4,7	3,7	25,4	21,9	1,4	3,7	2,5	1,1	-3,2	0,5
2002 Q4	52,2	47,7	11,3	5,7	3,5	27,2	23,5	1,5	4,5	2,8	1,6	-1,5	2,0
2003 Q1	47,1	43,6	10,5	4,3	3,7	25,1	22,0	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,4	-0,8
2003 Q2	48,2	44,7	10,7	4,8	3,5	25,7	22,3	1,4	3,5	2,4	1,1	-1,0	2,5
2003 Q3	48,0	44,4	10,4	4,8	3,5	25,7	22,2	1,4	3,6	2,6	1,0	-4,1	-0,7
2003 Q4	52,6	47,8	11,3	5,7	3,3	27,5	23,9	1,5	4,8	3,3	1,5	-1,5	1,8
2004 Q1	46,7	43,4	10,4	4,2	3,4	25,3	22,0	1,0	3,3	2,1	1,3	-4,4	-1,0
2004 Q2	47,4	44,1	10,6	4,6	3,3	25,5	22,3	1,3	3,4	2,4	0,9	-1,6	1,7

Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten und nationalen Statistiken.

- Daten zu Einnahmen, Ausgaben und dem Finanzierungssaldo basieren auf dem ESVG 95. Ohne Transaktionen zwischen Ländern und dem EU-Haushalt. Eine Berücksichtigung dieser Transaktionen würde zu einem durchschnittlichen Anstieg der Einnahmen und Ausgaben um rund 0,2 % des BIP führen. Ansonsten stimmen die vierteljährlichen Daten abgesehen von Unterschieden im Hinblick auf den Datenstand zum jeweiligen Übermittlungszeitpunkt mit den Jahresdaten überein. Die Daten sind nicht saisonbereinigt.
- Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.



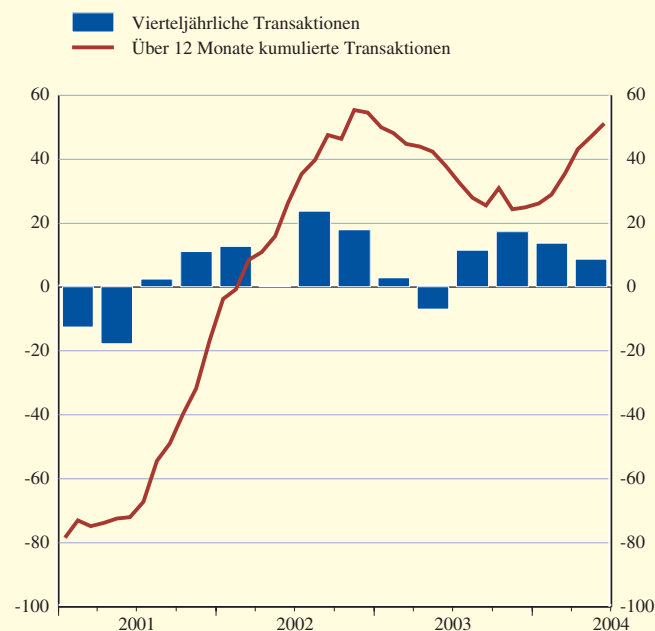
AUSSENWIRTSCHAFT

7.1 Zahlungsbilanz (in Mrd €; Nettotransaktionen)

1. Zahlungsbilanz – Gesamtübersicht

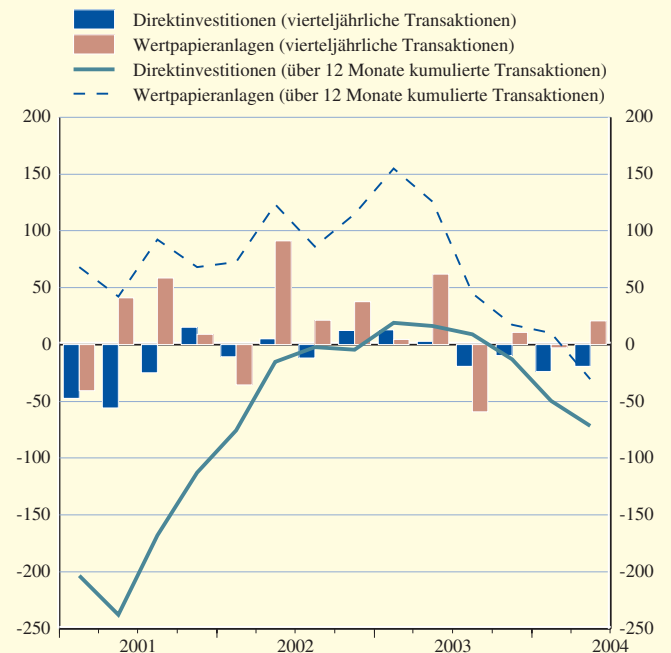
	Leistungsbilanz					Ver- mögens- übertra- gungen	Finanz- ierungssaldo gegenüber der übrigen Welt (Spalte 1+6)	Kapitalbilanz					Rest- posten	
	Insgesamt	Waren- handel	Dienst- leistun- gen	Erwerbs- und Ver- mögens- ein- kommen	Laufende Übertra- gungen			Insgesamt	Direkt- investi- tionen	Wert- papier- anlagen	Finanz- derivate	Übriger Kapital- verkehr		Wäh- rungs- reserven
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	-16,7	73,6	-0,4	-38,6	-51,4	6,6	-10,1	-34,2	-112,4	67,9	-0,9	-6,6	17,8	44,3
2002	54,5	133,6	13,1	-44,1	-48,1	11,0	65,4	-65,8	-4,7	114,6	-10,8	-162,7	-2,3	0,4
2003	24,9	108,5	15,6	-43,4	-55,9	13,4	38,3	-50,5	-13,1	17,6	-13,1	-71,7	29,8	12,2
2003 Q2	-6,9	24,2	5,7	-17,0	-19,7	1,9	-5,0	-32,0	2,7	62,0	-1,4	-97,6	2,3	37,0
Q3	11,5	36,8	3,7	-9,4	-19,6	2,8	14,3	-0,6	-19,1	-59,1	-4,6	80,1	2,0	-13,6
Q4	17,3	30,7	4,3	-5,0	-12,7	7,4	24,7	-3,6	-9,6	10,5	-4,1	-13,9	13,6	-21,2
2004 Q1	13,6	28,6	0,1	-8,0	-7,0	3,6	17,2	-12,2	-23,6	-3,1	6,6	-1,5	9,4	-5,0
Q2	8,7	32,7	8,8	-16,4	-16,4	4,1	12,7	-11,7	-19,2	20,9	-0,6	-9,9	-2,9	-1,1
2003 Aug.	3,0	10,5	-0,1	-1,4	-6,0	1,7	4,8	5,9	-5,6	-36,2	-2,6	50,0	0,3	-10,7
Sept.	5,6	10,9	1,2	0,7	-7,2	0,2	5,9	-6,9	-9,5	10,8	0,4	-8,5	-0,1	1,0
Okt.	8,0	13,4	2,0	-3,9	-3,5	1,2	9,2	-0,1	-9,2	34,1	1,6	-27,3	0,7	-9,1
Nov.	3,3	8,7	0,6	0,4	-6,4	1,1	4,4	13,2	3,9	3,4	0,6	-0,2	5,5	-17,6
Dez.	6,1	8,6	1,8	-1,5	-2,8	5,1	11,1	-16,7	-4,3	-27,0	-6,3	13,6	7,3	5,5
2004 Jan.	-2,7	5,3	-1,0	-8,6	1,7	0,3	-2,4	-18,7	-7,2	-9,1	1,8	-1,1	-3,0	21,1
Febr.	5,4	9,8	0,4	-0,1	-4,7	2,1	7,5	18,2	9,1	13,3	1,3	-14,1	8,6	-25,7
März	11,0	13,6	0,7	0,7	-4,0	1,2	12,2	-11,7	-25,5	-7,2	3,5	13,8	3,7	-0,4
April	0,2	10,2	1,5	-7,5	-4,0	0,8	1,0	-23,3	-4,7	-9,9	0,5	-6,4	-2,7	22,3
Mai	2,4	10,5	3,8	-6,0	-5,9	2,3	4,8	9,5	-0,7	-0,8	-1,0	11,0	1,1	-14,3
Juni	6,0	12,0	3,5	-2,9	-6,6	1,0	7,0	2,1	-13,8	31,7	-0,1	-14,4	-1,3	-9,1
Juli	2,8	13,9	1,8	-6,6	-6,3	1,1	3,9	-12,0	-8,5	-30,7	-0,9	27,5	0,6	8,0
Aug.	2,1	5,5	0,7	1,1	-5,2	1,6	3,7	0,1	4,4	5,1	-3,1	-8,6	2,4	-3,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>														
2004 Aug.	50,2	122,3	16,9	-34,1	-54,9	18,0	68,2	-46,2	-66,1	13,6	-1,7	-14,9	23,0	-22,0

A27 Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz (in Mrd €)



Quelle: EZB.

A28 Zahlungsbilanz – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto) (in Mrd €)



7.1 Zahlungsbilanz

(in Mrd €: Transaktionen)

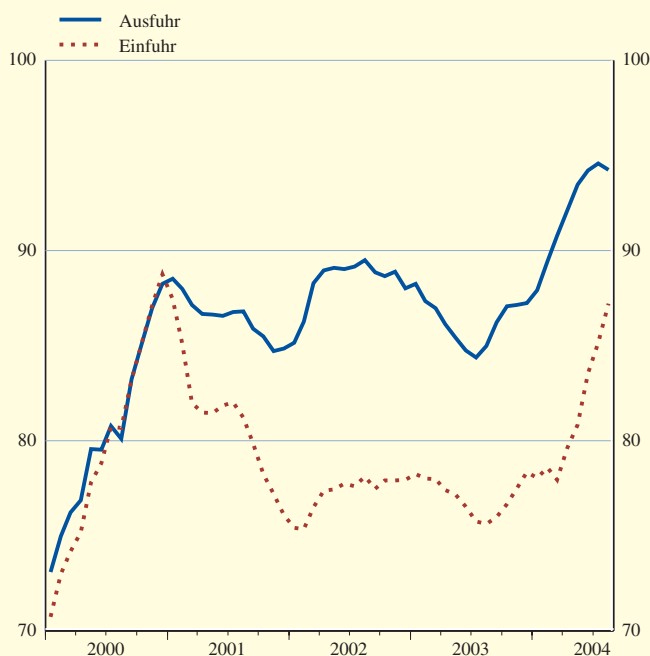
2. Leistungsbilanz

(saisonbereinigt)

	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Erwerbs- und Vermögenseinkommen		Laufende Übertragungen	
	Einnahmen 1	Ausgaben 2	Saldo 3	Ausfuhr 4	Einfuhr 5	Einnahmen 6	Ausgaben 7	Einnahmen 8	Ausgaben 9	Einnahmen 10	Ausgaben 11
2003 Q2	408,7	408,1	0,5	254,2	229,6	79,4	76,6	55,8	67,3	19,2	34,6
Q3	413,9	408,4	5,5	258,7	228,0	80,2	77,6	56,2	66,1	18,8	36,8
Q4	419,9	407,9	12,0	261,8	235,1	82,4	78,3	54,6	62,7	21,1	31,8
2004 Q1	435,9	418,2	17,7	272,3	233,8	84,4	80,0	59,2	68,1	20,2	36,3
Q2	451,0	434,7	16,3	282,6	250,6	87,7	82,0	59,8	69,6	20,8	32,5
2003 Aug.	139,0	136,7	2,3	86,8	76,2	26,4	26,0	19,5	22,3	6,3	12,3
Sept.	138,2	136,0	2,2	86,9	76,5	27,1	26,0	18,1	21,3	6,1	12,2
Okt.	139,2	132,7	6,5	87,5	77,4	27,7	25,9	17,6	21,3	6,4	8,1
Nov.	139,8	137,4	2,4	87,0	78,5	27,6	26,9	18,5	19,9	6,7	12,2
Dez.	140,9	137,8	3,1	87,3	79,2	27,1	25,5	18,5	21,5	8,1	11,6
2004 Jan.	142,9	137,3	5,6	89,5	76,5	27,4	26,0	19,0	22,7	7,0	12,1
Febr.	146,6	141,4	5,2	91,5	80,1	29,3	27,6	19,7	21,9	6,1	11,9
März	146,4	139,5	6,9	91,3	77,2	27,6	26,4	20,4	23,6	7,0	12,3
April	150,0	141,0	9,0	93,6	81,5	28,7	27,1	21,0	23,3	6,7	9,0
Mai	150,5	145,3	5,2	95,6	83,8	29,8	27,3	18,6	22,4	6,6	11,9
Juni	150,5	148,4	2,1	93,5	85,3	29,2	27,6	20,2	24,0	7,6	11,5
Juli	146,6	145,6	1,0	94,6	86,4	26,8	26,4	19,4	21,1	5,8	11,7
Aug.	149,1	149,5	-0,4	94,6	90,0	27,8	26,3	19,4	20,7	7,3	12,4

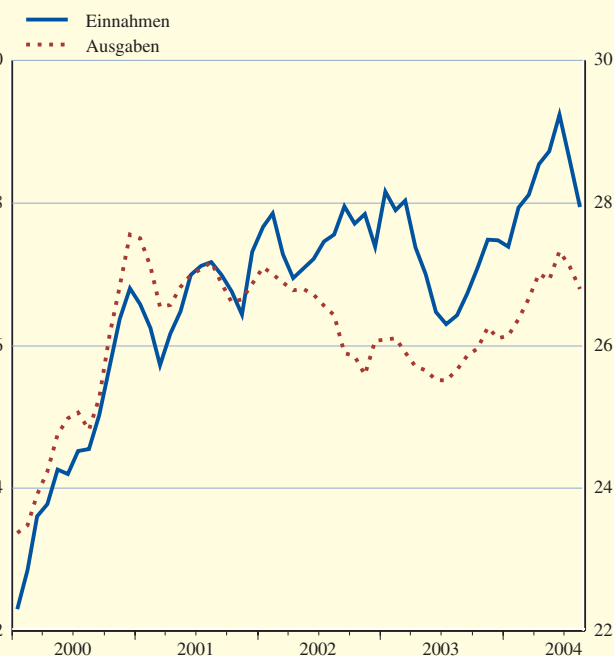
A29 Zahlungsbilanz – Warenhandel

(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



A30 Zahlungsbilanz – Dienstleistungen

(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

7.1 Zahlungsbilanz
(in Mrd €; Transaktionen)

3. Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen

	Leistungsbilanz											Vermögensübertragungen	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Erwerbs- und Vermögenseinkommen		Laufende Übertragungen		Ein- nahmen	Ausgaben
	Ein- nahmen	Ausgaben	Saldo	Ausfuhr	Einfuhr	Ein- nahmen	Ausgaben	Ein- nahmen	Ausgaben	Ein- nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2001	1 710,2	1 726,9	-16,7	1 033,9	960,2	321,7	322,0	275,9	314,4	78,8	130,2	17,4	10,8
2002	1 714,5	1 660,1	54,5	1 063,2	929,7	329,8	316,7	236,1	280,3	85,3	133,4	19,0	8,1
2003	1 664,1	1 639,3	24,9	1 036,2	927,7	326,0	310,3	221,2	264,6	80,8	136,6	23,2	9,8
2003 Q2	407,6	414,5	-6,9	254,5	230,3	79,4	73,7	59,3	76,3	14,5	34,2	4,5	2,6
Q3	412,6	401,1	11,5	257,1	220,2	86,5	82,8	53,9	63,4	15,1	34,7	4,1	1,4
Q4	431,7	414,3	17,3	271,4	240,7	84,4	80,1	56,6	61,5	19,4	32,1	9,2	1,9
2004 Q1	430,2	416,5	13,6	265,9	237,3	76,0	75,9	56,6	64,7	31,7	38,7	5,1	1,6
Q2	451,5	442,9	8,7	284,3	251,6	87,7	78,9	64,1	80,4	15,4	31,9	5,3	1,2
2003 Aug.	125,4	122,3	3,0	76,4	65,9	27,5	27,6	16,6	18,0	4,8	10,8	2,1	0,4
Sept.	139,9	134,3	5,6	89,1	78,2	28,0	26,8	18,1	17,4	4,7	11,9	0,7	0,5
Okt.	148,1	140,1	8,0	97,3	83,9	29,1	27,1	17,1	21,0	4,5	8,0	1,6	0,4
Nov.	134,5	131,2	3,3	86,8	78,1	25,9	25,3	16,1	15,7	5,7	12,1	1,7	0,6
Dez.	149,1	143,1	6,1	87,3	78,7	29,4	27,6	23,3	24,8	9,1	11,9	5,9	0,9
2004 Jan.	139,8	142,5	-2,7	80,9	75,7	23,9	24,9	17,5	26,1	17,5	15,8	0,8	0,5
Febr.	134,9	129,5	5,4	85,7	75,9	24,9	24,5	17,5	17,6	6,7	11,5	2,6	0,5
März	155,5	144,6	11,0	99,3	85,7	27,2	26,5	21,6	20,9	7,4	11,4	1,8	0,6
April	147,9	147,7	0,2	93,2	83,1	27,7	26,1	22,1	29,6	4,9	8,9	1,1	0,4
Mai	144,3	141,9	2,4	91,8	81,3	29,1	25,4	18,4	24,4	5,0	10,8	2,7	0,3
Juni	159,3	153,3	6,0	99,3	87,3	30,9	27,4	23,6	26,4	5,6	12,1	1,5	0,5
Juli	153,2	150,4	2,8	98,4	84,5	30,7	28,9	19,2	25,7	5,0	11,3	1,7	0,6
Aug.	138,2	136,0	2,1	85,9	80,4	29,2	28,5	17,4	16,3	5,6	10,9	2,0	0,4

4. Erwerbs- und Vermögenseinkommen

	Insgesamt		Erwerbseinkommen		Vermögenseinkommen							
	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Zusammen		Direktinvestitionen					
					Einnahmen	Ausgaben	Zusammen		Beteiligungskapital		Kredite	
							Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	275,9	314,4	14,7	5,9	261,2	308,5	59,2	60,3	48,8	50,2	10,3	10,1
2002	236,1	280,3	14,7	6,0	221,5	274,3	52,5	57,9	44,4	50,7	8,1	7,2
2003	221,2	264,6	14,7	5,7	206,5	259,0	51,7	54,8	42,1	46,0	9,6	8,8
2003 Q2	59,3	76,3	3,6	1,4	55,6	74,9	14,3	16,5	11,4	14,2	2,9	2,4
Q3	53,9	63,4	3,7	1,5	50,2	61,9	12,6	13,4	10,5	11,9	2,1	1,5
Q4	56,6	61,5	3,8	1,5	52,8	60,0	15,8	13,9	13,0	11,1	2,8	2,9
2004 Q1	56,6	64,7	3,7	1,3	53,0	63,3	15,1	15,0	12,0	12,6	3,1	2,4
Q2	64,1	80,4	3,7	1,6	60,4	78,8	20,9	18,0	17,7	15,4	3,2	2,6

	Vermögenseinkommen							
	Wertpapieranlagen						Übrige Vermögenseinkommen	
	Zusammen		Dividendenwerte		Schuldverschreibungen		Einnahmen	Ausgaben
	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben		
13	14	15	16	17	18	19	20	
2001	85,0	116,9	18,0	44,8	67,0	72,1	117,0	131,3
2002	85,7	123,3	19,7	52,4	66,0	70,9	83,2	93,1
2003	85,2	126,0	20,8	49,7	64,4	76,3	69,6	78,2
2003 Q2	23,4	37,7	7,8	21,3	15,6	16,3	17,9	20,7
Q3	21,6	30,7	4,8	10,3	16,8	20,4	16,1	17,8
Q4	21,2	26,3	4,7	9,7	16,6	16,6	15,7	19,8
2004 Q1	21,6	30,8	4,7	9,4	16,9	21,4	16,2	17,6
Q2	24,3	43,6	8,5	25,8	15,9	17,8	15,1	17,3

Quelle: EZB.

7.1 Zahlungsbilanz

(in Mrd €; Transaktionen)

5. Direktinvestitionen

	Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets							Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet						
	Insgesamt	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)			Insgesamt	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)		
		Zusammen	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs		Zusammen	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	-316,5	-237,9	-19,6	-218,3	-78,6	-0,1	-78,4	204,1	146,5	5,5	141,0	57,6	0,9	56,7
2002	-151,3	-136,4	-14,9	-121,4	-15,0	0,0	-14,9	146,6	111,9	3,1	108,8	34,7	0,5	34,3
2003	-118,6	-93,4	3,8	-97,2	-25,2	-0,1	-25,1	105,5	105,2	2,8	102,4	0,3	0,0	0,3
2003 Q2	-29,8	-22,4	5,1	-27,5	-7,4	0,0	-7,4	32,5	30,2	1,9	28,3	2,3	0,0	2,3
Q3	-32,2	-34,4	-1,2	-33,2	2,2	-0,1	2,4	13,1	15,9	-0,4	16,2	-2,8	-0,4	-2,4
Q4	-27,2	-18,6	2,0	-20,6	-8,7	0,2	-8,8	17,6	29,8	0,4	29,4	-12,2	0,5	-12,7
2004 Q1	-27,8	-21,3	-5,8	-15,5	-6,5	-0,1	-6,4	4,2	13,7	-0,6	14,3	-9,5	-0,3	-9,2
Q2	-32,6	-27,4	-3,7	-23,7	-5,2	0,0	-5,2	13,4	8,2	0,6	7,6	5,2	0,8	4,4
2003 Aug.	-4,9	-10,3	-0,5	-9,7	5,3	-0,1	5,4	-0,6	-0,9	0,2	-1,2	0,3	0,1	0,2
Sept.	-17,9	-15,6	0,2	-15,8	-2,3	0,0	-2,2	8,3	12,4	0,2	12,2	-4,1	0,1	-4,2
Okt.	-11,1	-5,8	2,0	-7,8	-5,3	0,0	-5,3	1,9	6,0	0,1	5,9	-4,1	0,3	-4,4
Nov.	0,6	4,1	-1,2	5,3	-3,5	0,1	-3,6	3,3	5,0	0,4	4,6	-1,8	0,1	-1,8
Dez.	-16,8	-16,9	1,2	-18,1	0,1	0,1	0,1	12,5	18,8	-0,1	18,8	-6,3	0,1	-6,4
2004 Jan.	-9,4	-4,3	0,3	-4,6	-5,1	0,0	-5,1	2,2	7,8	0,2	7,5	-5,6	-0,1	-5,5
Febr.	-5,8	-3,2	-1,2	-2,0	-2,6	0,0	-2,6	14,9	4,7	0,3	4,4	10,3	-0,1	10,3
März	-12,6	-13,8	-4,9	-8,9	1,2	-0,1	1,3	-12,9	1,2	-1,2	2,4	-14,2	-0,1	-14,1
April	-16,0	-7,6	-0,5	-7,1	-8,4	0,1	-8,5	11,3	5,7	0,2	5,5	5,5	0,0	5,5
Mai	-4,5	-7,9	-0,1	-7,8	3,3	0,0	3,4	3,8	5,1	0,4	4,7	-1,3	0,3	-1,6
Juni	-12,1	-12,0	-3,2	-8,8	-0,2	0,0	-0,2	-1,7	-2,6	0,0	-2,6	0,9	0,4	0,5
Juli	-11,7	-9,7	0,3	-9,9	-2,0	0,0	-2,0	3,2	5,6	0,2	5,4	-2,4	-0,1	-2,3
Aug.	8,8	-7,0	0,1	-7,1	15,8	0,0	15,7	-4,4	-4,6	0,1	-4,8	0,3	0,0	0,3

6. Wertpapieranlagen nach Instrumenten

	Insgesamt		Dividendenwerte		Schuldverschreibungen					
	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva			Passiva		
					Zusammen	Anleihen	Geldmarktpapiere	Zusammen	Anleihen	Geldmarktpapiere
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	-281,9	349,8	-101,6	232,6	-180,3	-155,9	-24,4	117,3	113,1	4,1
2002	-175,8	290,4	-40,4	88,9	-135,4	-89,6	-45,8	201,5	133,7	67,9
2003	-283,8	301,4	-67,7	103,6	-216,1	-172,8	-43,3	197,8	191,8	6,0
2003 Q2	-107,3	169,3	-33,2	30,5	-74,1	-59,3	-14,8	138,8	124,6	14,2
Q3	-63,3	4,2	-19,4	25,1	-43,9	-37,2	-6,8	-20,9	-7,8	-13,1
Q4	-64,3	74,8	-26,3	45,7	-38,0	-25,4	-12,6	29,1	34,6	-5,6
2004 Q1	-92,4	89,3	-30,8	24,5	-61,5	-46,9	-14,6	64,8	42,1	22,7
Q2	-52,7	73,6	-16,2	-5,9	-36,5	-31,5	-5,0	79,5	81,1	-1,6
2003 Aug.	-14,5	-21,7	-5,3	3,4	-9,2	-6,3	-2,9	-25,1	-8,8	-16,3
Sept.	-21,8	32,6	-5,6	10,8	-16,2	-8,8	-7,4	21,8	14,3	7,5
Okt.	-33,6	67,7	-15,0	22,2	-18,7	-11,7	-6,9	45,6	27,0	18,6
Nov.	-20,4	23,8	-3,6	11,3	-16,7	-15,0	-1,7	12,4	12,8	-0,4
Dez.	-10,3	-16,7	-7,7	12,2	-2,6	1,3	-3,9	-28,9	-5,1	-23,8
2004 Jan.	-47,2	38,0	-10,2	1,5	-37,0	-19,3	-17,6	36,5	25,8	10,7
Febr.	-19,0	32,3	-9,8	20,5	-9,2	-3,0	-6,2	11,8	11,0	0,8
März	-26,2	19,0	-10,9	2,5	-15,3	-24,6	9,2	16,5	5,3	11,2
April	-26,2	16,2	1,6	-19,8	-27,7	-9,6	-18,1	36,0	36,2	-0,2
Mai	-12,9	12,1	-1,3	0,4	-11,6	-15,8	4,2	11,6	15,5	-3,8
Juni	-13,6	45,3	-16,4	13,4	2,8	-6,0	8,8	31,9	29,4	2,4
Juli	-33,7	3,0	-3,0	8,7	-30,7	-12,4	-18,3	-5,7	-1,5	-4,2
Aug.	-31,5	36,6	-11,1	15,1	-20,4	-14,3	-6,1	21,5	14,8	6,7

Quelle: EZB.

7.1 Zahlungsbilanz
(in Mrd €; Transaktionen)

7. Wertpapierforderungen nach Instrumenten und Anlegergruppen

	Dividendenwerte					Schuldverschreibungen									
	Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs			Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Anleihen			Geldmarktpapiere				
			Zusammen	Staat	Übrige Sektoren			Zusammen	Staat	Übrige Sektoren	Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs		
													Zusammen	Staat	Übrige Sektoren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2001	-0,4	4,0	-105,2	-2,1	-103,2	0,2	-67,1	-89,0	-1,2	-87,8	-2,4	-40,7	18,6	-0,1	18,7
2002	-0,4	-7,6	-32,4	-4,4	-28,0	-0,6	-15,0	-74,1	-0,9	-73,2	2,0	-32,8	-15,0	-1,1	-14,0
2003	-0,3	-12,7	-54,7	-2,6	-52,1	-2,2	-45,4	-125,1	-0,2	-124,9	0,2	-42,6	-0,9	0,6	-1,5
2003 Q2	-0,2	0,7	-33,8	-0,8	-33,0	-0,2	-25,6	-33,5	0,0	-33,5	1,0	-1,6	-14,3	1,0	-15,3
Q3	-0,1	-6,2	-13,1	-0,8	-12,3	-1,4	-8,5	-27,3	-0,3	-27,0	0,1	-1,0	-5,9	-0,1	-5,8
Q4	0,0	-3,6	-22,7	-0,4	-22,3	-0,4	-6,9	-18,1	-0,1	-18,0	-0,2	-13,1	0,7	1,3	-0,6
2004 Q1	0,0	-6,0	-24,8	-0,9	-24,0	-0,5	-26,3	-20,2	-0,6	-19,6	-0,2	-10,6	-3,8	-1,1	-2,7
Q2	0,0	-12,4	-3,7	-0,7	-3,0	0,4	-8,8	-23,1	-0,2	-22,9	0,1	-7,2	2,1	-2,6	4,7
2003 Aug.	0,0	-1,0	-4,2	-	-	-0,6	-2,3	-3,5	-	-	0,1	4,0	-7,0	-	-
Sept.	0,0	-3,2	-2,4	-	-	-0,7	-4,5	-3,6	-	-	-0,1	-1,7	-5,6	-	-
Okt.	0,0	-4,7	-10,3	-	-	-0,4	-1,7	-9,7	-	-	-0,1	-4,1	-2,8	-	-
Nov.	0,0	1,4	-5,1	-	-	0,0	-8,1	-6,8	-	-	-0,1	-2,7	1,1	-	-
Dez.	0,0	-0,3	-7,4	-	-	0,0	2,9	-1,7	-	-	0,0	-6,4	2,5	-	-
2004 Jan.	0,0	-3,4	-6,8	-	-	0,0	-13,0	-6,3	-	-	0,1	-15,5	-2,3	-	-
Febr.	0,1	-3,1	-6,7	-	-	0,0	-1,6	-1,4	-	-	-0,2	-5,5	-0,4	-	-
März	0,0	0,5	-11,4	-	-	-0,4	-11,6	-12,5	-	-	0,0	10,4	-1,1	-	-
April	0,0	-1,0	2,5	-	-	0,2	-2,8	-7,0	-	-	0,0	-15,3	-2,8	-	-
Mai	0,0	-1,8	0,5	-	-	0,2	-7,4	-8,6	-	-	-0,2	2,6	1,8	-	-
Juni	0,0	-9,7	-6,7	-	-	0,0	1,4	-7,5	-	-	0,3	5,5	3,1	-	-
Juli	0,0	-9,0	6,0	-	-	-0,3	-13,1	1,0	-	-	0,3	-18,3	-0,3	-	-
Aug.	0,0	-4,2	-6,8	-	-	0,3	-21,4	6,8	-	-	-0,1	5,0	-11,0	-	-

8. Übriger Kapitalverkehr nach Sektoren

	Insgesamt		Eurosysteem		Staat		MFIs (ohne Eurosysteem)						Übrige Sektoren			
	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Zusammen		Langfristig		Kurzfristig		Aktiva	Passiva		
							Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva				
															Bargeld und Einlagen	Bargeld und Einlagen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001	-268,2	261,6	0,6	4,4	3,0	-	-0,4	-229,1	232,4	-46,9	22,7	-182,3	209,7	-42,6	-	25,2
2002	-230,4	67,8	-1,2	19,3	0,1	-	-8,2	-166,0	27,8	-32,2	51,7	-133,8	-23,9	-63,4	-	28,8
2003	-236,5	164,9	-0,8	12,0	-1,3	-	-3,6	-152,8	133,8	-55,6	56,9	-97,2	76,9	-81,6	-	22,6
2003 Q2	-132,2	34,6	0,2	4,9	-2,0	-	3,9	-103,2	26,9	-11,5	11,8	-91,7	15,1	-27,2	-	-1,1
Q3	92,0	-11,9	0,3	5,8	-0,3	-	5,3	87,6	-7,1	-12,5	16,4	100,2	-23,4	4,4	-	-16,0
Q4	-73,2	59,3	-0,7	-0,6	2,7	-	-4,6	-71,5	53,8	-16,6	18,2	-54,8	35,6	-3,7	-	10,7
2004 Q1	-182,0	180,5	-0,6	-1,2	-0,6	-0,5	-6,4	-156,1	158,5	-10,5	0,4	-145,6	158,1	-24,7	-20,0	29,6
Q2	-23,6	13,7	0,9	1,6	-4,1	-4,0	3,1	-6,5	22,3	-2,4	6,7	-4,1	15,5	-13,9	4,7	-13,2
2003 Aug.	79,8	-29,8	0,3	1,5	0,5	-	0,5	73,4	-30,2	-2,0	2,7	75,4	-33,0	5,6	-	-1,6
Sept.	-29,1	20,6	-0,1	1,8	1,7	-	2,7	-28,1	20,6	-5,9	5,4	-22,2	15,2	-2,5	-	-4,4
Okt.	-51,4	24,1	-0,2	0,9	1,1	-	-2,0	-40,7	25,7	-5,8	-2,0	-34,9	27,8	-11,6	-	-0,5
Nov.	-35,7	35,5	0,4	-2,8	1,1	-	1,5	-34,7	27,9	-6,0	10,0	-28,7	17,9	-2,4	-	8,9
Dez.	13,9	-0,3	-0,9	1,3	0,5	-	-4,0	3,9	0,2	-4,8	10,2	8,8	-10,0	10,3	-	2,3
2004 Jan.	-68,9	67,8	-0,5	2,6	-0,3	-0,3	-4,6	-62,6	76,4	-1,3	4,3	-61,3	72,1	-5,5	-4,1	-6,7
Febr.	-28,8	14,6	-0,4	-4,3	0,4	0,3	-0,2	-23,8	16,6	-5,5	-0,6	-18,3	17,2	-5,1	-5,0	2,6
März	-84,3	98,1	0,2	0,5	-0,7	-0,5	-1,5	-69,7	65,5	-3,7	-3,2	-66,0	68,7	-14,1	-10,8	33,7
April	-53,1	46,6	0,6	0,6	-1,2	-0,9	-0,3	-51,5	54,3	-6,4	0,4	-45,1	53,9	-1,0	3,2	-8,0
Mai	10,7	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,5	17,6	10,4	3,6	3,6	14,0	6,8	-6,8	4,7	-10,4
Juni	18,7	-33,2	0,5	1,3	-3,0	-3,3	2,9	27,4	-42,5	0,3	2,7	27,0	-45,2	-6,1	-3,2	5,2
Juli	57,5	-30,0	-0,3	1,7	-0,4	-0,6	-0,4	47,6	-12,5	6,8	-6,5	40,7	-6,0	10,6	5,0	-18,8
Aug.	-35,3	26,6	-0,2	0,1	-0,3	-0,5	0,1	-32,0	18,8	-5,2	3,4	-26,8	15,4	-2,7	0,2	7,6

Quelle: EZB.

7.1 Zahlungsbilanz

(in Mrd €; Transaktionen)

9. Übriger Kapitalverkehr nach Instrumenten

	Eurosysteem				Staat							
	Aktiva		Passiva		Aktiva				Passiva			
	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva	Handels- kredite	Finanzkredite/Bargeld und Einlagen			Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva
						Zusammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	0,6	0,0	4,5	0,0	-0,1	4,4	-	-	-1,3	0,0	-0,5	0,1
2002	-1,2	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-8,0	-0,2
2003	-0,8	0,0	12,1	0,0	-0,1	-0,4	-	-	-0,9	0,0	-3,9	0,3
2003 Q2	0,2	0,0	4,9	0,0	0,0	-1,7	-	-	-0,3	0,0	3,6	0,3
Q3	0,3	0,0	5,8	0,0	0,0	-0,1	-	-	-0,2	0,0	4,8	0,5
Q4	-0,7	0,0	-0,6	0,0	0,0	2,7	-	-	0,1	0,0	-4,1	-0,4
2004 Q1	-0,6	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,2	0,7	-0,5	-0,8	0,0	-6,1	-0,3
Q2	0,9	0,0	1,5	0,1	0,0	-3,6	0,4	-4,0	-0,5	0,0	2,9	0,2

	MFIs (ohne Eurosysteem)				Übrige Sektoren							
	Aktiva		Passiva		Aktiva				Passiva			
	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva	Handels- kredite	Finanzkredite/Bargeld und Einlagen			Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva
						Zusammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2001	-215,1	-14,0	222,2	10,2	-3,5	-30,2	-	-	-8,9	1,3	18,7	5,2
2002	-162,2	-3,8	30,6	-2,8	-3,5	-58,4	-	-	-1,5	-3,0	25,9	5,9
2003	-150,7	-2,1	136,5	-2,7	-4,8	-63,8	-	-	-13,0	7,9	13,7	1,0
2003 Q2	-103,9	0,7	28,5	-1,6	-1,1	-18,5	-	-	-7,5	-0,2	-7,2	6,4
Q3	87,9	-0,2	-5,7	-1,3	-1,3	4,7	-	-	0,9	0,9	-11,5	-5,4
Q4	-70,9	-0,6	54,0	-0,2	-1,1	-2,1	-	-	-0,5	2,1	9,7	-1,1
2004 Q1	-153,6	-2,6	157,0	1,6	-2,5	-20,6	-0,6	-20,0	-1,7	4,8	24,6	0,3
Q2	-5,9	-0,6	22,2	0,0	-3,2	-9,8	-14,5	4,7	-0,9	1,3	-12,8	-1,7

10. Währungsreserven

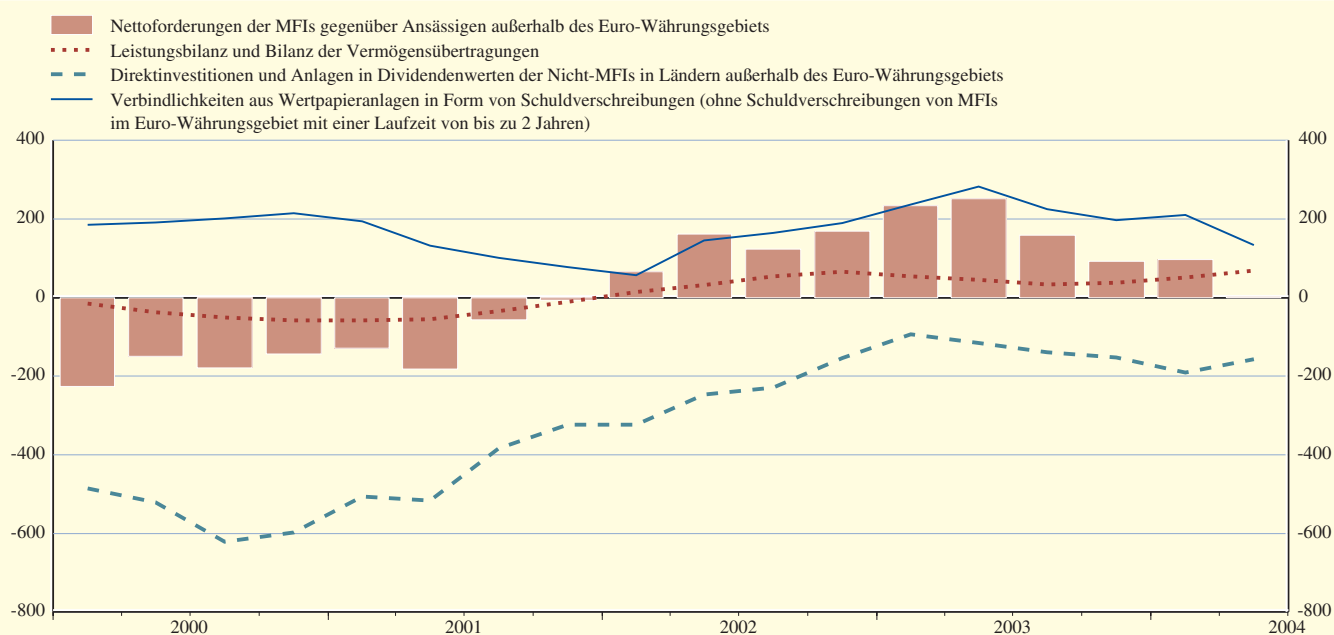
	Insgesamt	Monetäre Gold- reserven	Sonder- ziehungs- rechte	Reserve- position im IWF	Devisenreserven						Sonstige Reserven	
					Zusammen	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere				Finanz- derivate
						Bei Währungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Dividen- denwerte	Anleihen	Geldmarkt- papiere		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	17,8	0,6	-1,0	-4,2	22,5	10,0	-5,3	-1,1	20,4	-1,6	0,0	0,0
2002	-2,3	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,1	8,5	-0,2	0,0
2003	29,8	1,7	0,0	-1,6	29,7	-1,8	1,6	0,0	22,6	7,3	0,1	0,0
2003 Q2	2,3	0,5	0,0	-2,6	4,4	-0,5	0,0	-0,1	4,8	0,2	0,0	0,0
Q3	2,0	0,1	0,0	-0,7	2,6	-1,1	4,1	0,0	-4,7	4,3	0,0	0,0
Q4	13,6	0,6	0,0	1,8	11,1	-1,0	-1,9	0,0	13,0	1,1	0,0	0,0
2004 Q1	9,4	-0,1	-0,1	0,7	8,7	0,8	1,8	0,5	8,1	-2,4	0,0	0,0
Q2	-2,9	0,5	0,1	0,6	-4,1	-3,3	2,2	0,0	5,4	-8,4	0,0	0,0

Quelle: EZB.

7.2 Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz
(in Mrd €; Transaktionen)

	Zahlungsbilanzposten zum Ausgleich der transaktionsbedingten Veränderungen des externen Gegenpostens zu M3											Nachrichtlich: Transaktionsbedingte Veränderungen des externen Gegenpostens zu M3
	Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen	Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen			Übriger Kapitalverkehr		Finanzderivate	Restposten	Gesamtsumme der Spalten 1 bis 10	
		Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets (Nicht-MFIs)	Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet	Aktiva Nicht-MFIs	Passiva		Aktiva Nicht-MFIs	Passiva Nicht-MFIs				
					Dividendenwerte ¹⁾	Schuldverschreibungen ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	-10,1	-296,8	203,2	-175,6	172,3	78,5	-39,7	24,7	-0,9	44,3	-0,1	-6,9
2002	65,4	-136,4	146,2	-121,5	52,0	190,3	-63,3	20,6	-10,8	0,4	143,0	168,5
2003	38,3	-122,3	105,5	-180,7	108,7	196,7	-83,0	19,0	-13,1	12,2	81,3	93,3
2003 Q2	-5,0	-34,9	32,5	-81,5	29,6	144,9	-29,2	2,8	-1,4	37,0	94,8	95,9
2003 Q3	14,3	-30,8	13,5	-46,3	27,5	-12,9	4,1	-10,7	-4,6	-13,6	-59,6	-56,5
2003 Q4	24,7	-29,4	17,1	-40,1	42,1	20,4	-1,0	6,1	-4,1	-21,2	14,6	20,3
2004 Q1	17,2	-21,9	4,5	-48,8	8,2	57,7	-25,3	23,3	6,6	-5,0	16,4	37,5
2004 Q2	12,7	-28,9	12,6	-24,7	-5,9	68,4	-18,0	-10,1	-0,6	-1,1	4,5	0,8
2003 Aug.	4,8	-4,3	-0,8	-14,7	-1,1	-11,7	6,1	-1,1	-2,6	-10,7	-36,0	-31,9
2003 Sept.	5,9	-18,1	8,3	-11,5	19,0	13,5	-0,8	-1,7	0,4	1,0	15,8	14,0
2003 Okt.	9,2	-13,1	1,6	-22,7	17,4	40,3	-10,5	-2,5	1,6	-9,1	12,1	11,5
2003 Nov.	4,4	1,7	3,2	-10,8	11,3	10,4	-1,4	10,4	0,6	-17,6	12,2	18,3
2003 Dez.	11,1	-18,0	12,3	-6,6	13,5	-30,2	10,8	-1,8	-6,3	5,5	-9,6	-9,5
2004 Jan.	-2,4	-9,7	2,3	-15,4	-6,6	33,8	-5,8	-11,3	1,8	21,1	7,8	22,0
2004 Febr.	7,5	-4,6	15,0	-8,5	20,5	7,5	-4,6	2,4	1,3	-25,7	10,7	8,7
2004 März	12,2	-7,6	-12,8	-25,0	-5,8	16,4	-14,8	32,2	3,5	-0,4	-2,1	6,8
2004 April	1,0	-15,6	11,2	-7,2	-22,6	28,9	-2,2	-8,3	0,5	22,3	8,1	6,3
2004 Mai	4,8	-4,4	3,5	-6,3	3,8	8,8	-6,7	-9,9	-1,0	-14,3	-21,9	-20,3
2004 Juni	7,0	-8,9	-2,1	-11,1	13,0	30,7	-9,1	8,0	-0,1	-9,1	18,3	14,8
2004 Juli	3,9	-12,0	3,3	6,7	4,3	-4,4	10,2	-19,2	-0,9	8,0	0,0	-1,1
2004 Aug.	3,7	8,6	-4,3	-11,0	14,9	22,5	-3,0	7,7	-3,1	-3,8	32,1	29,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2004 Aug.	68,2	-101,6	41,5	-129,5	82,5	178,1	-37,9	5,9	-1,7	-22,0	83,5	101,2

A31 Wichtige Zahlungsbilanztransaktionen und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets (in Mrd €; über 12 Monate kumulierte Transaktionen)



Quelle: EZB.

1) Ohne Geldmarktfondsanteile.

2) Ohne von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren.

7.3 Warenhandel

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

1. Werte, Volumen und Durchschnittswerte nach Warengruppen

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)						
	Ausfuhren	Einfuhren	Zusammen			Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:				
			Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter		Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)														
2000	21,7	29,5	1 002,2	492,4	216,4	262,8	875,3	1 023,6	590,9	182,8	220,8	743,6	122,7	
2001	6,1	-0,7	1 062,3	505,8	234,8	289,1	931,9	1 014,1	579,0	178,8	228,2	740,5	107,7	
2002	2,0	-3,0	1 083,6	512,5	227,8	309,3	948,7	984,4	559,2	163,3	234,1	717,0	105,2	
2003	-2,5	0,2	1 055,8	497,6	220,9	298,6	918,2	985,4	550,8	162,7	239,4	710,0	108,8	
2003 Q1	-1,0	3,7	265,4	125,7	54,9	75,5	230,6	249,8	142,6	41,4	58,7	178,1	29,9	
Q2	-5,8	-2,6	257,1	122,4	52,6	72,4	224,6	243,4	135,3	40,0	59,8	177,4	25,2	
Q3	-2,5	-1,2	264,5	124,8	56,0	75,0	231,4	243,2	135,0	39,5	59,9	175,3	26,8	
Q4	-0,7	1,1	268,8	124,8	57,4	75,7	231,5	249,0	137,9	41,8	61,0	179,1	26,9	
2004 Q1	4,9	0,0	277,2	130,6	58,3	75,2	241,4	250,2	136,9	41,0	61,9	181,8	26,2	
Q2	11,8	8,5	286,1	134,4	59,0	78,4	246,1	261,8	144,2	43,4	61,6	185,2	29,2	
2004 März	13,4	5,4	93,8	44,5	19,5	25,8	81,3	84,4	46,2	13,5	20,8	60,5	9,6	
April	10,4	5,1	95,7	45,1	20,0	26,1	83,6	86,9	47,7	14,9	20,8	62,2	8,9	
Mai	8,8	5,5	94,7	44,2	19,4	25,8	80,7	85,9	47,4	14,2	20,3	61,3	9,7	
Juni	16,2	15,2	95,6	45,0	19,6	26,6	81,9	89,0	49,1	14,2	20,5	61,8	10,7	
Juli	7,8	8,6	95,6	45,4	20,0	25,8	83,2	90,1	50,5	14,0	20,8	63,7	10,9	
Aug.	11,7	19,1	96,1	46,0	20,2	26,0	82,9	93,2	51,9	14,9	21,6	64,9	11,5	
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)														
2000	12,4	6,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,9	100,0	100,0	100,0	99,9	
2001	5,2	-0,8	105,1	102,1	108,4	108,1	105,6	98,9	99,3	96,4	100,6	98,0	99,3	
2002	2,8	-0,5	108,0	105,1	105,7	115,3	108,4	98,5	98,9	90,2	104,4	96,7	101,4	
2003	0,8	3,6	108,8	105,1	106,7	114,7	108,6	101,9	100,1	95,7	110,1	99,7	104,7	
2003 Q1	1,9	4,1	107,9	104,6	104,2	114,8	107,5	100,4	99,4	95,8	107,0	98,5	98,4	
Q2	-2,2	2,7	106,1	103,5	102,0	111,6	106,2	101,9	100,4	94,4	110,1	99,9	104,3	
Q3	0,7	2,3	109,5	106,1	108,7	115,6	110,0	101,3	99,4	93,4	110,3	99,1	110,0	
Q4	2,7	5,1	111,6	106,2	111,7	116,9	110,6	103,8	101,2	99,1	113,1	101,6	106,1	
2004 Q1	8,0	4,8	116,0	111,9	114,9	116,7	115,9	105,5	100,9	99,5	116,0	104,0	101,3	
Q2	11,7	5,4	117,9	113,6	115,5	119,6	116,9	106,4	100,9	103,0	114,4	104,1	101,1	
2004 März	16,1	9,1	117,4	113,8	116,2	119,9	116,8	106,2	101,0	98,4	116,9	103,5	110,2	
April	11,4	5,8	118,9	115,0	117,7	119,8	119,4	107,8	102,5	107,0	116,9	105,5	97,2	
Mai	8,8	1,2	117,2	112,2	113,9	117,7	115,0	105,0	99,4	101,5	113,0	103,3	102,1	
Juni	14,9	9,2	117,7	113,5	115,0	121,2	116,2	106,4	100,9	100,4	113,3	103,5	103,9	
Juli	.	.	.	.	.	.	.	.	102,1	97,5	.	.	.
Aug.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Durchschnittswertindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)														
2000	8,3	22,0	99,9	99,9	99,9	100,0	99,9	100,0	100,0	99,9	100,0	99,9	99,8	
2001	1,0	0,2	100,9	100,6	100,2	101,8	100,9	100,2	98,6	101,4	102,7	101,6	88,6	
2002	-0,8	-2,5	100,1	99,1	99,6	102,1	100,0	97,7	95,7	99,0	101,6	99,8	84,6	
2003	-3,2	-3,2	96,9	96,2	95,7	99,0	96,6	94,5	93,2	93,0	98,5	95,7	85,0	
2003 Q1	-2,8	-0,3	98,2	97,6	97,4	100,0	98,0	97,2	97,2	94,6	99,4	97,3	99,3	
Q2	-3,7	-5,2	96,8	96,1	95,3	98,8	96,6	93,3	91,3	92,7	98,4	95,5	78,7	
Q3	-3,1	-3,4	96,4	95,6	95,2	98,7	96,1	93,8	91,9	92,5	98,4	95,2	79,3	
Q4	-3,2	-3,9	96,1	95,4	95,0	98,6	95,7	93,7	92,2	92,4	97,7	94,9	82,7	
2004 Q1	-2,9	-4,7	95,4	94,8	93,9	98,1	95,2	92,7	91,9	90,2	96,6	94,0	84,1	
Q2	0,1	3,0	96,8	96,1	94,5	99,8	96,2	96,2	96,8	92,1	97,5	95,7	94,1	
2004 März	-2,3	-3,4	95,6	95,2	93,1	98,1	95,4	93,1	92,8	90,3	96,7	94,4	85,4	
April	-0,9	-0,6	96,4	95,6	94,5	99,3	96,0	94,5	94,6	91,7	96,5	95,1	89,6	
Mai	0,0	4,2	96,8	96,1	94,5	100,0	96,2	95,9	96,8	91,7	97,5	95,7	92,5	
Juni	1,1	5,5	97,3	96,7	94,5	100,2	96,6	98,1	98,8	92,9	98,5	96,4	100,3	
Juli	.	.	.	.	.	.	.	.	100,4	94,0	.	.	.
Aug.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Volumenindizes und Saisonbereinigung der Durchschnittswertindizes).

7.3 Warenhandel

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

2. Geographische Aufschlüsselung

	Insgesamt	Andere EU-Mitgliedstaaten				Schweiz	Vereinigte Staaten	Japan	Asien ohne Japan	Afrika	Lateinamerika	Andere Staaten
		Vereinigtes Königreich	Schweden	Dänemark	Andere							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Ausfuhren (fob)</i>												
2000	1 002,2	189,1	39,4	23,5	97,2	63,9	172,5	34,4	153,6	56,4	47,0	125,2
2001	1 062,3	202,3	37,0	24,4	105,9	66,3	180,2	34,5	165,4	60,4	49,8	136,0
2002	1 083,6	205,7	37,1	25,3	112,1	64,0	184,1	33,0	170,2	59,5	43,4	149,2
2003	1 055,8	193,1	38,6	24,8	117,4	63,3	166,1	31,3	170,4	59,4	37,9	153,5
2003 Q1	265,4	49,1	9,6	6,3	28,3	16,6	43,1	7,8	42,7	14,7	10,4	36,7
Q2	257,1	47,0	9,5	6,1	29,3	15,6	40,2	7,6	41,4	14,5	9,5	36,4
Q3	264,5	48,0	9,6	6,3	30,2	15,3	41,4	7,8	43,3	15,2	9,1	38,4
Q4	268,8	49,1	9,8	6,1	29,6	15,9	41,4	8,1	43,0	14,9	8,9	41,9
2004 Q1	277,2	49,1	10,0	6,1	31,2	15,5	42,4	8,4	46,5	15,1	9,6	43,1
Q2	286,1	50,2	10,3	6,2	31,5	16,3	44,0	8,1	47,1	16,1	9,8	46,5
2004 März	93,8	16,1	3,4	2,0	10,6	5,2	14,6	2,8	15,4	5,0	3,1	15,6
April	95,7	16,8	3,4	2,1	11,1	5,5	14,8	2,7	15,8	5,5	3,2	14,6
Mai	94,7	16,5	3,5	2,0	10,6	5,3	14,5	2,6	15,5	4,9	3,4	16,0
Juni	95,6	16,9	3,4	2,1	9,8	5,4	14,6	2,8	15,8	5,7	3,2	15,9
Juli	95,6	17,1	3,5	2,1	10,0	5,9	14,4	2,8	16,9	5,5	3,4	14,0
Aug.	96,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>In % der Ausfuhren insgesamt</i>												
2003	100,0	18,3	3,7	2,4	11,1	6,0	15,7	3,0	16,1	5,6	3,6	14,5
<i>Einfuhren (cif)</i>												
2000	1 023,6	159,5	39,1	22,3	78,8	50,4	142,0	67,3	217,0	73,7	40,3	133,0
2001	1 014,1	154,5	35,6	22,0	88,9	52,9	138,7	58,5	208,2	74,0	40,9	139,9
2002	984,4	149,6	35,6	22,9	93,5	52,1	125,6	52,7	204,7	67,8	39,4	140,5
2003	985,4	137,8	36,7	23,0	102,1	50,4	110,2	51,9	215,7	69,0	39,6	149,1
2003 Q1	249,8	35,8	9,2	5,9	24,6	13,1	28,3	13,3	53,4	18,5	9,7	37,8
Q2	243,4	34,3	9,1	5,8	25,2	12,5	28,1	13,2	53,0	16,9	9,7	35,5
Q3	243,2	33,6	9,1	5,6	25,3	12,4	27,2	12,6	53,1	17,0	9,7	37,6
Q4	249,0	34,0	9,3	5,7	27,0	12,4	26,6	12,8	56,1	16,5	10,5	38,1
2004 Q1	250,2	33,5	9,3	5,9	27,0	12,7	26,1	13,4	55,4	16,5	10,6	39,8
Q2	261,8	34,4	9,7	5,8	26,2	13,2	29,7	12,6	62,6	16,8	10,6	40,1
2004 März	84,4	10,9	3,1	2,1	9,0	4,2	8,7	4,5	19,0	5,7	3,6	13,4
April	86,9	11,2	3,2	1,9	9,7	4,4	10,2	4,3	20,4	5,2	3,7	12,8
Mai	85,9	11,4	3,3	1,9	8,5	4,4	9,7	4,1	20,6	5,6	3,4	13,0
Juni	89,0	11,7	3,3	2,0	7,9	4,4	9,8	4,2	21,7	6,1	3,5	14,3
Juli	90,1	12,2	3,3	2,0	8,6	4,4	9,5	4,6	21,6	6,2	3,7	14,1
Aug.	93,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>In % der Einfuhren insgesamt</i>												
2003	100,0	14,0	3,7	2,3	10,4	5,1	11,2	5,3	21,9	7,0	4,0	15,1
<i>Saldo</i>												
2000	-21,4	29,6	0,3	1,2	18,4	13,5	30,4	-32,9	-63,5	-17,3	6,7	-7,8
2001	48,2	47,8	1,4	2,4	17,0	13,4	41,6	-24,0	-42,8	-13,5	8,9	-3,9
2002	99,2	56,0	1,5	2,4	18,6	11,9	58,5	-19,6	-34,5	-8,3	4,0	8,7
2003	70,4	55,3	1,9	1,8	15,4	12,9	56,0	-20,6	-45,3	-9,6	-1,7	4,4
2003 Q1	15,6	13,3	0,4	0,4	3,8	3,5	14,8	-5,6	-10,8	-3,8	0,6	-1,1
Q2	13,8	12,7	0,4	0,3	4,0	3,1	12,1	-5,6	-11,6	-2,4	-0,2	0,9
Q3	21,3	14,3	0,5	0,7	4,9	2,9	14,2	-4,8	-9,8	-1,8	-0,6	0,7
Q4	19,8	15,0	0,5	0,4	2,7	3,5	14,8	-4,7	-13,1	-1,6	-1,6	3,9
2004 Q1	27,0	15,6	0,7	0,2	4,2	2,8	16,3	-5,0	-8,8	-1,3	-1,0	3,3
Q2	24,3	15,8	0,6	0,4	5,3	3,1	14,3	-4,5	-15,6	-0,7	-0,8	6,4
2004 März	9,4	5,2	0,2	-0,1	1,6	0,9	5,9	-1,7	-3,6	-0,7	-0,5	2,2
April	8,9	5,6	0,3	0,2	1,4	1,2	4,6	-1,6	-4,6	0,4	-0,4	1,8
Mai	8,8	5,0	0,2	0,1	2,0	1,0	4,8	-1,5	-5,1	-0,7	0,0	3,0
Juni	6,6	5,2	0,1	0,1	1,9	1,0	4,9	-1,4	-5,9	-0,4	-0,4	1,6
Juli	5,5	4,9	0,2	0,1	1,5	1,5	5,0	-1,8	-4,7	-0,6	-0,4	-0,1
Aug.	2,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Saldo und Spalte 5 und 12).

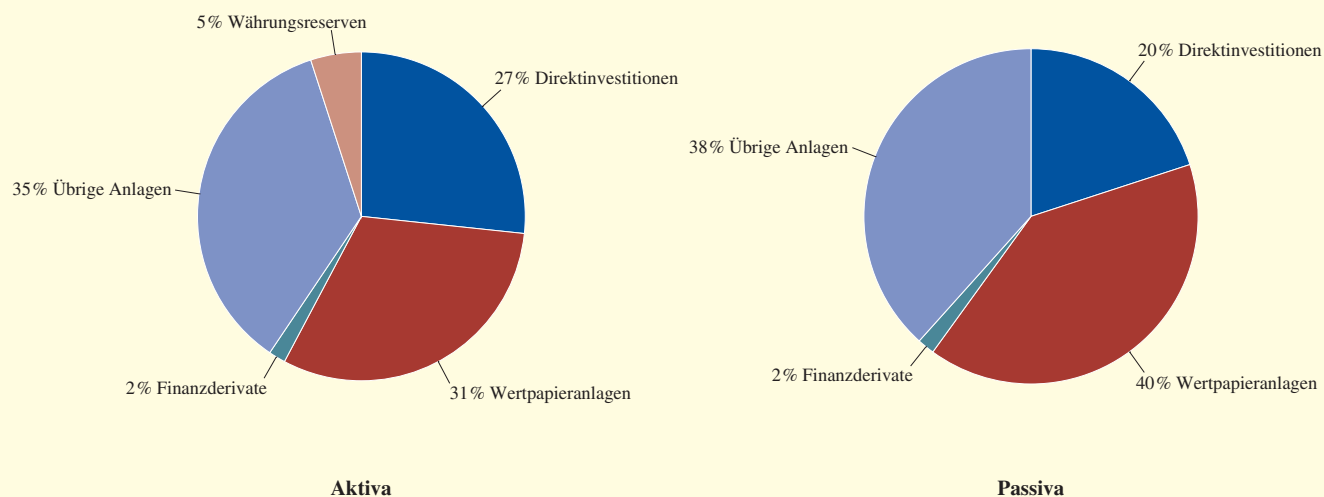
7.4 Auslandsvermögensstatus

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

1. Auslandsvermögensstatus – Gesamtübersicht

	Insgesamt 1	Insgesamt in % des BIP 2	Direkt- investitionen 3	Wertpapier- anlagen 4	Finanzderivate 5	Übrige Anlagen 6	Währungs- reserven 7
Netto-Auslandsvermögensstatus							
1999	-318,5	-5,1	369,6	-892,8	16,0	-193,5	382,2
2000	-386,8	-5,9	452,7	-786,4	2,0	-446,3	391,2
2001	-189,6	-2,8	496,4	-691,4	1,5	-388,8	392,7
2002	-289,6	-4,1	425,1	-756,3	-8,1	-316,4	366,1
Aktiva							
1999	5 796,6	92,4	1 174,5	2 058,0	111,1	2 070,8	382,2
2000	6 751,2	102,6	1 626,7	2 351,1	105,8	2 276,4	391,2
2001	7 537,2	110,1	1 897,0	2 521,3	108,4	2 617,9	392,7
2002	7 277,9	102,8	1 937,5	2 270,4	122,6	2 581,3	366,1
Passiva							
1999	6 115,1	97,5	804,9	2 950,8	95,1	2 264,3	-
2000	7 138,0	108,5	1 174,0	3 137,5	103,7	2 722,7	-
2001	7 726,8	112,9	1 400,6	3 212,7	106,9	3 006,7	-
2002	7 567,5	106,9	1 512,5	3 026,7	130,7	2 897,6	-

A32 Auslandsvermögensstatus nach Positionen Ende 2002



Quelle: EZB.

7.4 Auslandsvermögensstatus

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

2. Direktinvestitionen

	Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets						Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet					
	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)			Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)		
	Zusammen	MFIs ohne Eurosystem	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs ohne Eurosystem	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs ohne Eurosystem	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs ohne Eurosystem	Nicht-MFIs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999	938,7	85,7	853,0	235,8	1,8	234,0	606,3	24,3	582,0	198,6	1,7	196,9
2000	1 273,4	115,2	1 158,2	353,3	1,7	351,6	869,2	32,1	837,1	304,8	1,8	303,0
2001	1 513,2	129,3	1 383,9	383,8	1,4	382,4	1 043,3	42,3	1 001,1	357,3	2,5	354,8
2002	1 554,4	137,5	1 416,9	383,1	1,4	381,7	1 107,7	43,1	1 064,6	404,8	2,7	402,1

3. Wertpapieranlagen nach Instrumenten

	Dividendenwerte		Schuldverschreibungen					
	Aktiva	Passiva	Aktiva			Passiva		
			Zusammen	Anleihen	Geldmarktpapiere	Zusammen	Anleihen	Geldmarktpapiere
1	2	3	4	5	6	7	8	
1999	1 013,7	1 698,9	1 044,4	937,1	107,2	1 251,9	1 146,5	105,4
2000	1 183,7	1 606,7	1 167,4	1 045,3	122,2	1 530,8	1 365,5	165,4
2001	1 122,4	1 582,0	1 399,0	1 222,0	176,9	1 630,7	1 460,8	169,9
2002	862,2	1 328,3	1 408,3	1 168,7	239,6	1 698,5	1 518,5	179,9

4. Wertpapieranlagen: Aktiva nach Instrumenten und Anlegergruppen

	Dividendenwerte					Schuldverschreibungen									
	Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs			Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Anleihen			Geldmarktpapiere				
			Zusammen	Staat	Übrige Sektoren			Zusammen	Staat	Übrige Sektoren	Zusammen	Staat	Übrige Sektoren		
														3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
1999	0,4	25,9	987,3	4,1	983,2	4,5	257,2	675,4	6,2	669,2	2,6	68,5	36,1	0,2	35,9
2000	0,9	42,7	1 140,1	5,7	1 134,4	3,4	328,5	713,4	5,7	707,7	0,5	85,6	36,1	0,1	35,9
2001	1,3	38,1	1 082,9	6,7	1 076,3	2,2	418,7	801,1	8,3	792,8	2,8	131,9	42,2	0,2	42,0
2002	1,4	38,0	822,8	8,4	814,4	5,0	379,0	784,8	8,8	776,0	1,2	190,1	48,2	1,1	47,1

5. Übrige Anlagen

	Eurosystem						Staat							
	Zusammen		Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen		Sonstige Aktiva/Passiva		Zusammen		Handelskredite		Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen		Sonstige Aktiva/Passiva	
	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	3,1	37,0	3,0	36,6	0,1	0,3	125,5	57,3	2,5	0,1	72,4	45,4	50,6	11,8
2000	3,0	41,8	2,9	41,4	0,1	0,3	133,9	59,5	2,8	0,2	77,5	47,2	53,5	12,1
2001	3,1	40,7	3,0	40,5	0,1	0,2	127,3	61,6	3,1	0,2	68,4	49,1	55,8	12,4
2002	3,4	58,1	3,4	57,9	0,1	0,2	120,6	61,0	1,3	0,1	64,9	45,8	54,3	15,1

	MFIs (ohne Eurosystem)						Übrige Sektoren							
	Zusammen		Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen		Sonstige Aktiva/Passiva		Zusammen		Handelskredite		Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen		Sonstige Aktiva/Passiva	
	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	
1999	1 317,7	1 823,5	1 291,8	1 798,1	25,9	25,5	624,5	346,5	158,9	91,8	396,3	224,6	69,3	30,1
2000	1 458,5	2 169,0	1 421,4	2 127,1	37,1	42,0	681,1	452,4	173,9	110,9	422,9	311,8	84,2	29,6
2001	1 715,8	2 413,1	1 668,3	2 364,1	47,5	49,0	771,7	491,3	176,6	109,5	507,4	346,8	87,6	35,1
2002	1 717,0	2 274,6	1 660,1	2 227,2	56,9	47,4	740,3	503,9	176,5	105,2	485,4	354,6	78,4	44,0

Quelle: EZB.

7.5 Währungsreserven

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Währungsreserven													Nachrichtlich		
	Ins- gesamt	Monetäre Goldreserven		Sonder- zie- hungs- rechte	Re- ser- ve- posi- tion im IWF	Devisenreserven							Sonstige Reser- ven	Aktiva	Passiva	
		In Mrd €	Feinunzen (in Mio)			Zu- sam- men	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere			Finanz- derivate		Forde- rungen in Fremd- währung an Ansässige im Euro- Wäh- rungs- gebiet	Feststehende kurzfristige Netto- abflüsse in Fremd- währung	
							Bei Wäh- rungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Zu- sam- men	Divi- den- werte	Anlei- hen					Geld- markt- papiere
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosystem																
2000 Dez.	391,2	119,2	404,157	4,3	21,2	246,5	16,8	20,5	208,5	0,0	155,3	53,2	0,7	0,0	16,3	-21,7
2001 Dez.	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8	8,0	25,9	201,5	1,2	144,4	55,9	0,4	0,0	24,7	-28,5
2002 Dez.	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	117,1	41,7	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003 Sept.	332,9	131,7	395,444	4,6	26,1	170,5	9,5	30,3	130,4	-	-	-	0,3	0,0	17,1	-25,5
Okt.	332,4	131,4	395,284	4,6	26,2	170,2	9,4	31,5	128,6	-	-	-	0,8	0,0	17,8	-24,9
Nov.	321,9	131,0	394,294	4,6	25,4	160,9	11,2	26,9	121,8	-	-	-	1,0	0,0	15,8	-17,5
Dez.	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	-	-	-	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 Jan.	309,7	127,0	393,542	4,5	23,5	154,7	10,2	32,5	111,7	-	-	-	0,3	0,0	19,3	-17,1
Febr.	298,5	125,4	393,540	4,5	23,3	145,2	10,1	32,6	102,4	-	-	-	0,1	0,0	20,8	-10,9
März	308,4	136,4	393,539	4,6	23,2	144,2	9,7	29,3	105,5	-	-	-	-0,2	0,0	20,4	-10,5
April	303,9	128,0	393,536	4,7	23,7	147,5	10,5	26,5	110,8	-	-	-	-0,2	0,0	20,4	-12,7
Mai	298,9	126,5	392,415	4,7	23,3	144,4	10,6	25,8	108,0	-	-	-	0,1	0,0	18,8	-9,3
Juni	301,4	127,8	392,324	4,6	22,4	146,7	11,4	27,6	107,1	-	-	-	0,6	0,0	18,3	-10,2
Juli	301,3	127,5	392,221	4,6	22,1	147,1	9,8	27,1	110,2	-	-	-	0,1	0,0	19,6	-9,5
Aug.	301,7	131,9	392,222	4,6	21,7	143,4	8,3	30,2	104,7	-	-	-	0,2	0,0	20,5	-8,7
Sept.	298,2	131,4	392,200	4,6	20,5	141,8	8,0	31,2	102,5	-	-	-	0,1	0,0	19,1	-8,5
Davon im Bestand der Europäischen Zentralbank																
2001 Dez.	49,3	7,8	24,656	0,1	0,0	41,4	0,8	7,0	33,6	0,0	23,5	10,1	0,0	0,0	3,6	-5,9
2002 Dez.	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003 Sept.	40,7	8,2	24,656	0,2	0,0	32,3	0,9	4,5	26,9	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-2,3
Okt.	40,4	8,2	24,656	0,2	0,0	32,0	1,0	4,7	26,3	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-2,3
Nov.	39,6	8,2	24,656	0,2	0,0	31,2	1,0	5,2	25,0	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-2,4
Dez.	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004 Jan.	38,3	8,0	24,656	0,2	0,0	30,1	1,3	6,9	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-2,0
Febr.	36,1	7,9	24,656	0,2	0,0	28,0	1,1	7,7	19,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4
März	37,9	8,5	24,656	0,2	0,0	29,1	1,0	5,4	22,8	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-0,4
April	37,7	8,0	24,656	0,2	0,0	29,5	1,0	4,7	23,8	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-0,5
Mai	37,4	7,9	24,656	0,2	0,0	29,2	1,4	5,5	22,3	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-0,6
Juni	37,4	8,0	24,656	0,2	0,0	29,2	1,5	3,7	24,0	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-0,5
Juli	38,0	8,0	24,656	0,2	0,0	29,8	1,4	4,6	23,9	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-1,0
Aug.	37,5	8,3	24,656	0,2	0,0	29,0	1,2	5,9	21,9	-	-	-	0,0	0,0	3,2	-0,9
Sept.	38,0	8,3	24,656	0,2	0,0	29,6	0,9	6,8	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,0	-1,0

Quelle: EZB.

WECHSELKURSE

8.1 Effektive Wechselkurse¹⁾

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Index 1999 Q1 = 100)

	EWK-23						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2001	86,7	86,8	88,4	86,7	86,3	85,1	90,4	87,0
2002	89,2	90,3	91,9	90,2	88,5	88,2	94,8	90,9
2003	99,9	101,7	102,2	101,6	100,0	99,4	106,6	101,6
2003 Q3	100,1	102,1	102,2	101,9	100,7	100,2	106,4	101,5
Q4	102,2	104,3	104,1	104,2	102,6	101,4	109,1	103,9
2004 Q1	104,7	106,7	106,4	106,8	105,5	103,9	111,6	106,1
Q2	102,1	104,1	103,6	104,4	103,8	101,1	109,2	103,7
Q3	102,8	104,9	104,5	.	.	.	110,1	104,5
2003 Okt.	101,3	103,3	103,1	.	.	.	108,0	103,0
Nov.	101,2	103,3	103,2	.	.	.	108,0	102,9
Dez.	104,2	106,2	105,9	.	.	.	111,2	105,9
2004 Jan.	105,4	107,4	107,0	.	.	.	112,5	106,9
Febr.	105,3	107,3	106,9	.	.	.	112,3	106,8
März	103,4	105,4	105,2	.	.	.	110,2	104,7
April	101,6	103,7	103,2	.	.	.	108,3	103,0
Mai	102,4	104,4	103,9	.	.	.	109,5	104,1
Juni	102,3	104,2	103,7	.	.	.	109,6	104,0
Juli	102,8	104,7	104,4	.	.	.	110,1	104,4
Aug.	102,7	104,8	104,4	.	.	.	109,9	104,4
Sept.	103,0	105,1	104,8	.	.	.	110,3	104,7
Okt.	104,2	106,4	106,0	.	.	.	111,5	105,8
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2004 Okt.	1,1	1,2	1,2	.	.	.	1,1	1,1
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2004 Okt.	2,9	3,0	2,8	.	.	.	3,3	2,8

A33 Effektive Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index 1999 Q1 = 100)

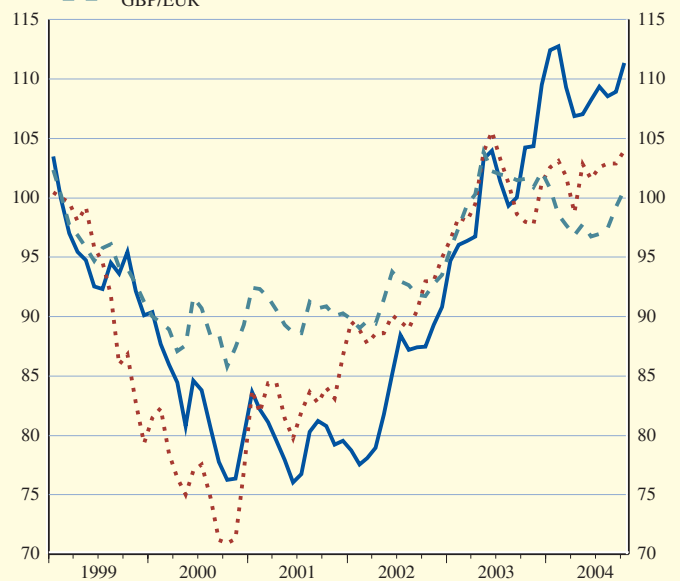
- Nominaler effektiver Wechselkurs, EWK-23
- ... Realer mit dem VPI deflationierter effektiver Wechselkurs, EWK-23



A34 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“.

8.2 Bilaterale Wechselkurse

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Einheiten der nationalen Währungen pro Euro)

	US-Dollar	Pfund Sterling	Japanischer Yen	Schweizer Franken	Schwedische Krone	(Süd-)Koreanischer Won	Hongkong-Dollar	Dänische Krone	Singapur-Dollar	Kanadischer Dollar	Norwegische Krone	Australischer Dollar	Isländische Krone	Neuseeländischer Dollar	Südafrikanischer Rand
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	0,8956	0,62187	108,68	1,5105	9,2551	1 154,83	6,9855	7,4521	1,6039	1,3864	8,0484	1,7319	87,42	2,1300	7,6873
2002	0,9456	0,62883	118,06	1,4670	9,1611	1 175,50	7,3750	7,4305	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376	86,18	2,0366	9,9072
2003	1,1312	0,69199	130,97	1,5212	9,1242	1 346,90	8,8079	7,4307	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379	86,65	1,9438	8,5317
2003 Q3	1,1248	0,69888	132,14	1,5451	9,1631	1 321,05	8,7674	7,4309	1,9699	1,5533	8,2472	1,7089	88,40	1,9254	8,3505
2004 Q4	1,1890	0,69753	129,45	1,5537	9,0093	1 404,56	9,2219	7,4361	2,0507	1,5659	8,2227	1,6622	89,16	1,9032	8,0159
2004 Q1	1,2497	0,67987	133,97	1,5686	9,1843	1 464,18	9,7201	7,4495	2,1179	1,6482	8,6310	1,6337	87,22	1,8532	8,4768
2004 Q2	1,2046	0,66704	132,20	1,5374	9,1450	1 400,41	9,3925	7,4393	2,0518	1,6374	8,2634	1,6907	87,70	1,9180	7,9465
2004 Q3	1,2220	0,67216	134,38	1,5363	9,1581	1 411,03	9,5310	7,4367	2,0867	1,5998	8,3890	1,7226	87,48	1,8701	7,7869
2003 Okt.	1,1692	0,69763	128,12	1,5485	9,0105	1 364,70	9,0530	7,4301	2,0282	1,5489	8,2274	1,6867	89,17	1,9446	8,1540
2003 Nov.	1,1702	0,69278	127,84	1,5590	8,9939	1 388,09	9,0836	7,4370	2,0233	1,5361	8,1969	1,6337	88,60	1,8608	7,8806
2003 Dez.	1,2286	0,70196	132,43	1,5544	9,0228	1 463,90	9,5386	7,4419	2,1016	1,6131	8,2421	1,6626	89,68	1,8982	7,9934
2004 Jan.	1,2613	0,69215	134,13	1,5657	9,1368	1 492,23	9,7951	7,4481	2,1415	1,6346	8,5925	1,6374	87,69	1,8751	8,7788
2004 Febr.	1,2646	0,67690	134,78	1,5734	9,1763	1 474,74	9,8314	7,4511	2,1323	1,6817	8,7752	1,6260	86,72	1,8262	8,5555
2004 März	1,2262	0,67124	133,13	1,5670	9,2346	1 429,40	9,5547	7,4493	2,0838	1,6314	8,5407	1,6370	87,23	1,8566	8,1326
2004 April	1,1985	0,66533	129,08	1,5547	9,1653	1 381,58	9,3451	7,4436	2,0193	1,6068	8,2976	1,6142	87,59	1,8727	7,8890
2004 Mai	1,2007	0,67157	134,48	1,5400	9,1277	1 412,29	9,3618	7,4405	2,0541	1,6541	8,2074	1,7033	87,97	1,9484	8,1432
2004 Juni	1,2138	0,66428	132,86	1,5192	9,1430	1 406,18	9,4648	7,4342	2,0791	1,6492	8,2856	1,7483	87,55	1,9301	7,8110
2004 Juli	1,2266	0,66576	134,08	1,5270	9,1962	1 420,66	9,5672	7,4355	2,0995	1,6220	8,4751	1,7135	87,71	1,8961	7,5137
2004 Aug.	1,2176	0,66942	134,54	1,5387	9,1861	1 409,37	9,4968	7,4365	2,0886	1,6007	8,3315	1,7147	87,08	1,8604	7,8527
2004 Sept.	1,2218	0,68130	134,51	1,5431	9,0920	1 403,06	9,5290	7,4381	2,0719	1,5767	8,3604	1,7396	87,65	1,8538	7,9943
2004 Okt.	1,2490	0,69144	135,97	1,5426	9,0620	1 426,19	9,7284	7,4379	2,0947	1,5600	8,2349	1,7050	87,58	1,8280	7,9861
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>															
2004 Okt.	2,2	1,5	1,1	0,0	-0,3	1,6	2,1	0,0	1,1	-1,1	-1,5	-2,0	-0,1	-1,4	-0,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>															
2004 Okt.	6,8	-0,9	6,1	-0,4	0,6	4,5	7,5	0,1	3,3	0,7	0,1	1,1	-1,8	-6,0	-2,1
	Zypernpfund	Tschechische Krone	Estnische Krone	Ungarischer Forint	Litauischer Litas	Lettischer Lats	Maltesische Lira	Polnischer Zloty	Slowenischer Tolar	Slowakische Krone	Bulgarischer Lew	Rumänischer Leu	Türkische Lira		
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28		
2001	0,57589	34,068	15,6466	256,59	3,5823	0,5601	0,4030	3,6721	217,9797	43,300	1,9482	26 004	1 102 425		
2002	0,57530	30,804	15,6466	242,96	3,4594	0,5810	0,4089	3,8574	225,9772	42,694	1,9492	31 270	1 439 680		
2003	0,58409	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37 551	1 694 851		
2003 Q3	0,58574	32,168	15,6466	259,65	3,4528	0,6419	0,4268	4,4244	234,8763	41,747	1,9466	37 410	1 569 762		
2004 Q4	0,58404	32,096	15,6466	259,82	3,4526	0,6528	0,4287	4,6232	236,1407	41,184	1,9494	39 735	1 721 043		
2004 Q1	0,58615	32,860	15,6466	260,00	3,4530	0,6664	0,4283	4,7763	237,6479	40,556	1,9517	40 550	1 665 395		
2004 Q2	0,58480	32,022	15,6466	252,16	3,4528	0,6542	0,4255	4,6877	238,8648	40,076	1,9493	40 664	1 759 532		
2004 Q3	0,57902	31,593	15,6466	248,80	3,4528	0,6597	0,4266	4,4236	239,9533	40,020	1,9559	40 994	1 807 510		
2003 Okt.	0,58418	31,989	15,6466	255,77	3,4525	0,6483	0,4281	4,5952	235,6663	41,304	1,9473	38 803	1 679 067		
2003 Nov.	0,58328	31,974	15,6466	259,31	3,4528	0,6471	0,4275	4,6174	236,1345	41,102	1,9476	39 927	1 726 781		
2003 Dez.	0,58459	32,329	15,6466	264,74	3,4525	0,6631	0,4304	4,6595	236,6662	41,132	1,9533	40 573	1 761 551		
2004 Jan.	0,58647	32,724	15,6466	264,32	3,4531	0,6707	0,4301	4,7128	237,3167	40,731	1,9557	41 107	1 698 262		
2004 Febr.	0,58601	32,857	15,6466	263,15	3,4532	0,6698	0,4284	4,8569	237,5123	40,551	1,9535	40 563	1 682 658		
2004 März	0,58598	32,985	15,6466	253,33	3,4528	0,6596	0,4266	4,7642	238,0683	40,400	1,9465	40 029	1 620 374		
2004 April	0,58630	32,519	15,6466	250,41	3,4529	0,6502	0,4251	4,7597	238,4520	40,151	1,9465	40 683	1 637 423		
2004 Mai	0,58589	31,976	15,6466	252,91	3,4528	0,6557	0,4259	4,7209	238,7400	40,164	1,9464	40 554	1 818 487		
2004 Juni	0,58239	31,614	15,6466	253,02	3,4528	0,6565	0,4254	4,5906	239,3591	39,923	1,9547	40 753	1 814 266		
2004 Juli	0,58171	31,545	15,6466	249,89	3,4528	0,6596	0,4259	4,4651	239,9023	39,899	1,9558	40 962	1 784 116		
2004 Aug.	0,57838	31,634	15,6466	248,85	3,4528	0,6586	0,4261	4,4310	239,9900	40,111	1,9559	40 946	1 799 918		
2004 Sept.	0,57696	31,601	15,6466	247,66	3,4528	0,6610	0,4277	4,3748	239,9677	40,049	1,9559	41 075	1 838 497		
2004 Okt.	0,57595	31,491	15,6466	246,69	3,4528	0,6690	0,4297	4,3182	239,9067	39,997	1,9559	41 082	1 860 247		
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>															
2004 Okt.	-0,2	-0,3	0,0	-0,4	0,0	1,2	0,5	-1,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,2	
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>															
2004 Okt.	-1,4	-1,6	0,0	-3,6	0,0	3,2	0,4	-6,0	1,8	-3,2	0,4	5,9	10,8		

Quelle: EZB.

ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

9.1 In anderen EU-Mitgliedstaaten (soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Tschechische Republik	Dänemark	Estland	Zypern	Lettland	Litauen	Ungarn	Malta	Polen	Slowenien	Slowakei	Schweden	Vereinigtes Königreich
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
HVPI													
2002	1,4	2,4	3,6	2,8	2,0	0,4	5,2	2,6	1,9	7,5	3,5	2,0	1,3
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	1,9	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2004 Q1	2,0	0,7	0,6	1,0	4,3	-1,1	6,8	2,5	1,8	3,7	8,2	0,6	1,3
Q2	2,5	0,8	3,2	1,2	5,8	0,5	7,4	3,3	3,4	3,8	8,0	1,2	1,4
Q3	3,0	1,0	3,9	2,5	7,4	2,3	7,0	3,0	4,7	3,6	7,2	1,2	1,2
2004 Mai	2,6	1,1	3,7	1,2	6,1	1,0	7,8	3,1	3,5	3,9	8,2	1,5	1,5
Juni	2,7	0,9	4,4	2,4	6,1	1,0	7,5	3,2	4,3	3,9	8,1	1,2	1,6
Juli	3,1	1,1	4,0	2,9	6,7	1,8	7,2	3,1	4,7	3,7	8,3	1,2	1,4
Aug.	3,2	0,9	3,9	2,8	7,8	2,2	7,2	2,5	4,9	3,7	7,0	1,2	1,3
Sept.	2,8	0,9	3,8	1,8	7,7	3,0	6,7	3,2	4,7	3,4	6,4	1,2	1,1
Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte in % des BIP													
2001	-5,9	2,1	0,3	-2,4	-2,1	-2,0	-4,4	-6,4	-3,8	-2,8	-6,0	2,8	0,7
2002	-6,8	0,7	1,4	-4,6	-2,7	-1,5	-9,2	-5,8	-3,6	-2,4	-5,7	0,0	-1,7
2003	-12,6	0,3	3,1	-6,4	-1,5	-1,9	-6,2	-9,6	-3,9	-2,0	-3,7	0,3	-3,3
Bruttoverschuldung des Staats in % des BIP													
2001	25,3	49,2	4,4	64,3	14,9	22,9	53,5	62,0	36,7	28,1	48,7	54,4	38,8
2002	28,8	48,8	5,3	67,4	14,1	22,4	57,2	62,3	41,1	29,5	43,3	52,6	38,3
2003	37,8	45,9	5,3	70,9	14,4	21,4	59,1	70,4	45,4	29,4	42,6	52,0	39,8
Renditen langfristiger Staatsanleihen in % p.a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume													
2004 April	4,60	4,30	-	5,17	4,89	4,55	7,89	4,65	7,02	4,83	5,06	4,55	4,99
Mai	4,88	4,46	-	5,17	4,95	4,46	8,25	4,65	7,32	4,77	5,13	4,68	5,15
Juni	5,02	4,53	-	5,49	4,93	4,47	8,55	4,65	7,27	4,69	5,09	4,72	5,24
Juli	5,11	4,62	-	6,58	4,89	4,58	8,47	4,65	7,44	4,65	5,03	4,57	5,14
Aug.	5,02	4,45	-	6,58	4,88	4,57	8,44	4,70	7,36	4,66	5,02	4,42	5,03
Sept.	5,02	4,38	-	6,58	4,87	4,56	8,58	4,70	6,96	4,63	5,04	4,37	4,95
Zinssatz für Dreimonatsgeld in % p.a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume													
2004 April	2,06	2,17	2,62	3,94	4,49	2,69	-	2,90	5,69	4,99	5,35	2,19	4,39
Mai	2,16	2,20	2,61	5,16	4,47	2,70	-	2,90	5,99	4,76	4,91	2,20	4,53
Juni	2,33	2,21	2,42	5,30	3,94	2,68	11,10	2,90	5,91	4,46	4,33	2,20	4,79
Juli	2,47	2,22	2,41	5,23	4,05	2,69	-	2,94	6,34	4,03	3,96	2,20	4,86
Aug.	2,57	2,21	2,41	5,16	4,12	2,71	-	2,96	6,60	4,01	3,96	2,20	4,96
Sept.	2,72	2,21	2,41	5,15	4,14	2,68	-	2,96	7,12	4,07	4,16	2,20	4,95
Reales BIP													
2002	1,7	1,0	7,2	2,0	6,4	6,8	3,5	1,8	1,3	3,4	4,4	2,1	1,8
2003	3,1	0,5	5,1	2,0	7,5	9,7	2,9	0,2	.	2,3	4,2	1,6	2,2
2003 Q4	3,3	1,4	6,1	3,1	7,5	12,2	3,6	2,1	.	2,5	4,7	2,4	2,9
2004 Q1	3,1	1,7	7,0	3,6	8,8	7,1	4,2	2,3	.	3,8	5,5	2,8	3,4
Q2	.	2,6	.	4,1	7,7	7,5	4,0	-1,5	.	4,6	5,4	3,5	3,6
Saldo aus Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen in % des BIP													
2002	-5,7	2,1	-9,9	-4,7	-6,5	-4,8	-6,9	-0,9	-2,6	0,7	-7,6	5,3	-1,7
2003	-6,2	2,7	-12,7	-3,4	-7,6	-6,5	-9,0	-5,4	-2,2	-1,0	-0,5	6,4	-1,7
2003 Q4	-10,0	1,5	-15,9	-4,9	-8,6	-9,5	-9,0	-9,1	-1,5	-2,3	-0,6	6,4	-1,7
2004 Q1	-2,4	3,1	-11,5	-12,6	-8,5	-8,9	-9,8	-7,0	-1,4	0,6	1,2	7,6	-1,0
Q2	-5,8	3,6	-20,4	-11,1	-16,7	-10,6	-10,3	0,1	-2,9	-2,6	-7,6	7,9	-2,8
Lohnstückkosten													
2002	5,8	1,8	4,1	-	-0,4	-1,2	8,9	-	-1,6	6,0	4,4	0,8	3,4
2003	3,9	2,2	4,6	-	4,9	1,5	7,0	-	.	4,8	6,6	0,5	.
2003 Q4	2,7	1,0	2,7	-	-	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 Q1	.	1,6	4,7	-	-	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	.	0,6	4,8	-	-	.	.	.	.	.	.	.	.
Standardisierte Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)													
2002	7,3	4,6	9,5	3,9	12,5	13,6	5,6	7,5	19,8	6,1	18,7	4,9	5,1
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,7	8,2	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004 Q1	8,4	5,6	9,8	5,0	9,9	11,5	5,8	8,9	19,1	6,2	18,3	6,2	4,7
Q2	8,4	5,4	9,6	4,7	9,8	11,2	5,8	8,8	18,9	6,1	18,5	6,5	4,7
Q3	8,4	5,3	9,1	5,0	9,7	10,7	5,8	8,5	18,7	5,9	18,1	6,5	.
2004 Mai	8,4	5,4	9,6	4,5	9,8	11,1	5,7	8,8	18,9	6,0	18,5	6,6	4,7
Juni	8,4	5,4	9,5	4,8	9,7	11,1	5,7	8,8	18,8	6,0	18,4	6,5	4,7
Juli	8,4	5,3	9,3	4,9	9,7	11,0	5,8	8,6	18,8	5,9	18,2	6,4	4,6
Aug.	8,4	5,3	9,1	5,0	9,7	10,7	5,8	8,4	18,7	5,9	18,0	6,3	.
Sept.	8,4	5,3	8,9	5,1	9,7	10,4	5,9	8,4	18,7	5,9	18,0	6,8	.

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen und Eurostat), nationale Statistiken, Reuters und EZB-Berechnungen.

9.2 In den Vereinigten Staaten und Japan

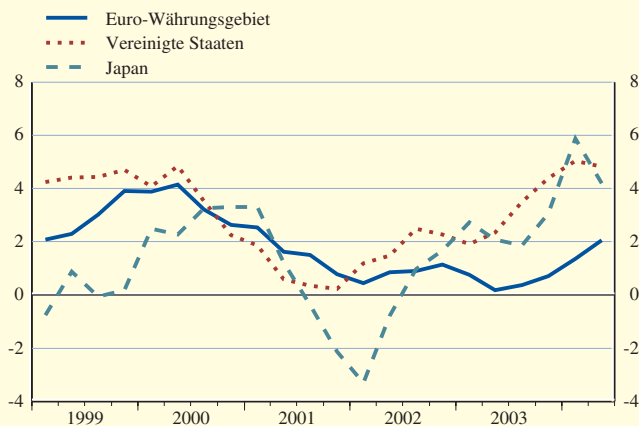
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Verbraucherpreisindex	Lohnstückkosten ¹⁾ (verarbeitendes Gewerbe)	Reales BIP	Industrieproduktionsindex (verarbeitendes Gewerbe)	Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)	Weit gefasste Geldmenge ²⁾	Bietungssätze für dreimonatige Interbank-einlagen ³⁾ in % p.a.	Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich ³⁾ in % p.a.	Wechselkurs ⁴⁾ in nationaler Währung pro Euro	Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte in % des BIP	Bruttoverschuldung des Staats ⁵⁾ in % des BIP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Vereinigte Staaten											
2000	3,4	4,3	3,7	4,8	4,0	9,4	6,53	6,03	0,9236	1,6	44,2
2001	2,8	0,2	0,8	-3,9	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	43,4
2002	1,6	-0,3	1,9	-0,5	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,6
2003	2,3	3,2	3,0	0,1	6,0	6,3	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,9
2003 Q3	2,2	3,1	3,5	-0,6	6,1	7,2	1,13	4,21	1,1248	-5,1	47,4
Q4	1,9	3,5	4,4	1,7	5,9	4,6	1,17	4,27	1,1890	-4,3	47,9
2004 Q1	1,8	-0,6	5,0	3,2	5,6	4,5	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,7
Q2	2,9	-2,5	4,8	5,9	5,6	5,8	1,30	4,58	1,2046	.	.
Q3	2,7	.	3,9	5,8	5,4	4,6	1,75	4,29	1,2220	.	.
2004 Juni	3,3	.	.	5,9	5,6	5,7	1,50	4,73	1,2138	.	.
Juli	3,0	.	.	6,1	5,5	4,6	1,63	4,48	1,2266	.	.
Aug.	2,7	.	.	6,2	5,4	4,4	1,73	4,27	1,2176	.	.
Sept.	2,5	.	.	4,9	5,4	4,9	1,90	4,13	1,2218	.	.
Okt.	.	.	.	.	.	.	2,08	4,08	1,2490	.	.
Japan											
2000	-0,7	-6,7	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,47	-7,5	126,9
2001	-0,7	4,4	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,7
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-7,9	141,3
2003	-0,3	-3,8	2,4	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	.	.
2003 Q3	-0,2	-1,5	1,9	1,0	5,2	1,8	0,05	1,19	132,14	.	.
Q4	-0,3	-4,3	3,1	4,2	5,1	1,5	0,06	1,38	129,45	.	.
2004 Q1	-0,1	-6,5	5,9	6,8	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
Q2	-0,3	-6,7	4,2	7,4	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
Q3	-0,1	.	.	6,3	.	1,9	0,05	1,64	134,38	.	.
2004 Juni	0,0	-8,0	.	8,9	4,6	1,7	0,05	1,77	132,86	.	.
Juli	-0,1	-5,1	.	5,7	4,9	1,8	0,05	1,79	134,08	.	.
Aug.	-0,2	.	.	9,8	.	1,8	0,05	1,63	134,54	.	.
Sept.	0,0	.	.	3,8	.	2,0	0,05	1,50	134,51	.	.
Okt.	.	.	.	.	.	.	0,05	1,49	135,97	.	.

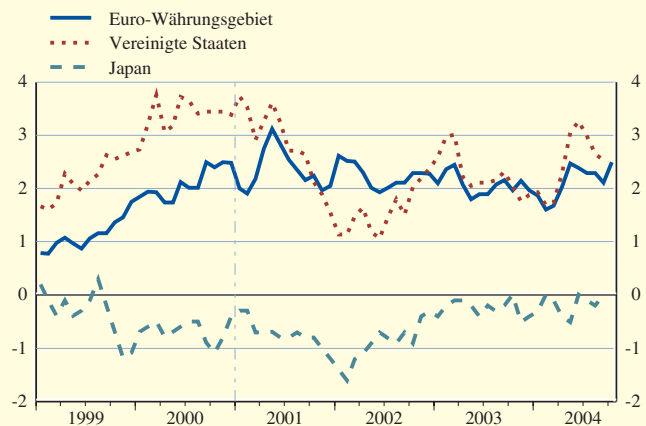
A35 Reales Bruttoinlandsprodukt

(Veränderung gegen Vorjahr in %; vierteljährlich)



A36 Verbraucherpreisindizes

(Veränderung gegen Vorjahr in %; monatlich)



Quellen: Nationale Statistiken (Spalte 1, 2 (Vereinigte Staaten), 3, 4, 5, 6, 9 und 10); OECD (Spalte 2 (Japan)); Eurostat (Daten der Abbildungen zum Euro-Währungsgebiet); Reuters (Spalte 7 und 8); EZB-Berechnungen (Spalte 11).

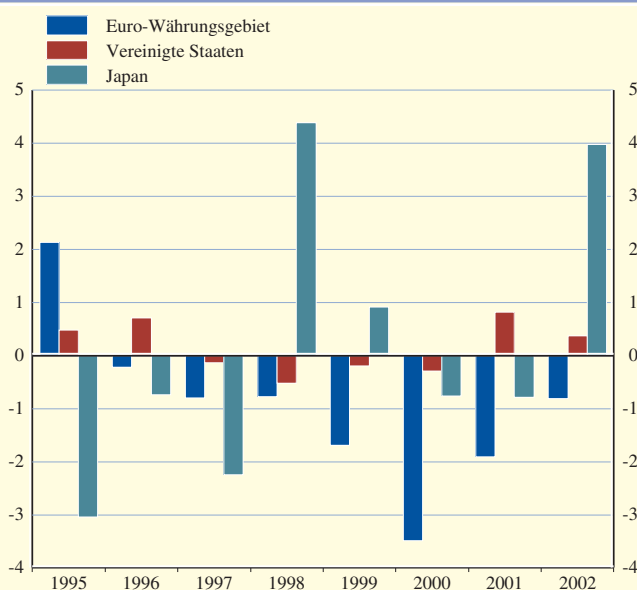
- 1) Vereinigte Staaten: saisonbereinigt.
- 2) Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Vereinigte Staaten: M3, Japan: M2 + Einlagenzertifikate.
- 3) Weitere Informationen in Abschnitt 4.6 und 4.7.
- 4) Weitere Informationen in Abschnitt 8.2.
- 5) Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Stand am Ende des Berichtszeitraums).

9.2 In den Vereinigten Staaten und Japan
(in % des BIP)

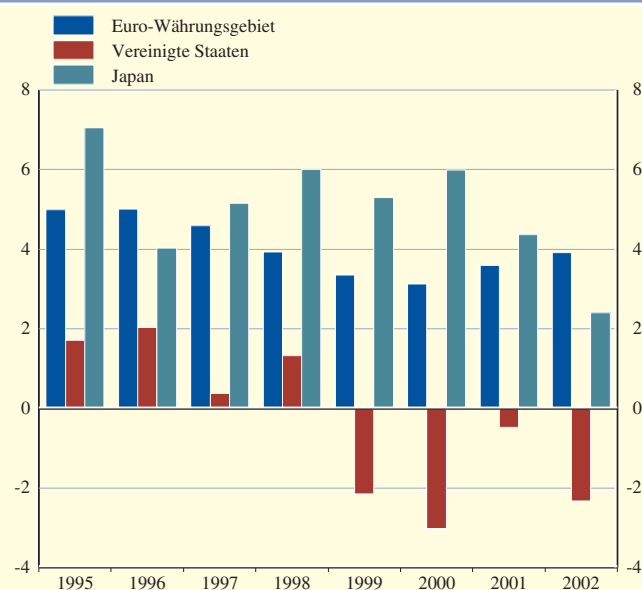
2. Ersparnis, Investitionen und Finanzierung

	Nationale Ersparnis und Investitionen			Vermögensbildung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und ihre Finanzierung					Vermögensbildung privater Haushalte ¹⁾ und ihre Finanzierung				
	Bruttoersparnis	Bruttoinvestitionen	Nettokreditgewährung an die übrige Welt	Bruttoinvestitionen	Bruttoanlageinvestitionen	Geldvermögensbildung	Bruttoersparnis	Außenfinanzierung	Wertpapiere und Aktien	Investitionsausgaben ²⁾	Geldvermögensbildung	Bruttoersparnis ³⁾	Kreditaufnahme
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Vereinigte Staaten													
2000	18,0	20,8	-4,0	9,5	9,0	12,3	7,5	12,6	2,4	12,6	2,8	11,1	5,8
2001	16,4	19,1	-3,7	8,0	8,4	1,8	7,6	0,9	1,8	12,7	5,3	10,7	5,8
2002	14,2	18,4	-4,4	7,3	7,2	1,4	8,0	1,1	-0,1	12,8	4,3	11,1	6,6
2003	13,5	18,4	-4,7	7,0	7,1	4,6	8,5	2,7	0,9	13,1	7,6	10,7	8,2
2002 Q3	13,8	18,3	-4,4	7,3	7,2	0,8	7,9	0,6	-1,8	12,9	3,1	10,8	5,5
2002 Q4	13,3	18,3	-4,7	7,1	7,0	5,4	8,3	4,3	0,7	12,9	3,3	10,5	8,0
2003 Q1	12,8	18,2	-5,0	6,9	6,9	3,6	7,8	2,4	1,0	12,8	7,2	10,2	9,3
2003 Q2	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	5,8	8,5	4,0	2,0	13,1	11,2	10,5	12,5
2003 Q3	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	4,2	8,7	2,1	0,3	13,3	8,6	11,2	6,9
2003 Q4	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	4,7	9,1	2,5	0,3	13,3	3,7	10,7	4,1
2004 Q1	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,1	5,5	8,9	3,9	1,3	13,2	7,2	10,3	9,8
2004 Q2	13,7	19,7	-5,5	7,7	7,3	4,1	8,7	2,5	-0,1	13,3	7,3	10,2	8,4
Japan													
2000	27,8	26,3	2,3	15,4	15,5	0,9	14,5	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,5	-0,1
2001	26,4	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,3	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	23,9	2,8	13,7	14,0	-1,7	15,7	-7,4	-0,9	4,8	-0,2	8,5	-2,1
2003	.	24,1	.	.	.	3,2	.	-5,1	-0,2	.	-1,2	.	-0,8
2002 Q3	24,5	23,9	2,7	.	.	1,1	.	-10,0	-2,4	.	-8,1	.	-0,4
2002 Q4	24,2	25,2	2,2	.	.	5,5	.	9,8	0,7	.	10,2	.	-1,7
2003 Q1	28,2	23,4	2,8	.	.	17,5	.	-1,8	1,7	.	-13,1	.	2,9
2003 Q2	.	23,3	.	.	.	-25,8	.	-20,5	-0,9	.	4,1	.	-5,7
2003 Q3	.	24,1	.	.	.	9,8	.	-5,5	-3,0	.	-5,5	.	1,1
2003 Q4	.	24,9	.	.	.	11,5	.	6,5	1,2	.	8,7	.	-1,2
2004 Q1	.	23,8	.	.	.	11,3	.	0,6	-0,4	.	-7,6	.	2,6
2004 Q2	.	23,1	.	.	.	-10,1	.	-12,3	-0,6	.	4,7	.	-5,9

A37 Finanzierungsüberschuss nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften
(in % des BIP)



A38 Finanzierungsüberschuss privater Haushalte¹⁾
(in % des BIP)



Quellen: EZB, US-amerikanische und japanische Zentralbank und Institut für Wirtschafts- und Sozialforschung.

1) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2) Bruttoinvestitionen in Japan. Investitionsausgaben in den Vereinigten Staaten enthalten den Erwerb von Verbrauchsgütern.

3) Die Bruttoersparnis in den Vereinigten Staaten erhöht sich um die Ausgaben für Verbrauchsgüter.

ABBILDUNGEN

A1	Geldmengenaggregate	S12
A2	Gegenposten	S12
A3	Komponenten der Geldmengenaggregate	S13
A4	Komponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten	S13
A5	Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	S14
A6	Kredite an private Haushalte	S15
A7	Kredite an öffentliche Haushalte und Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S16
A8	Einlagen von Finanzintermediären	S17
A9	Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten	S18
A10	Einlagen von öffentlichen Haushalten und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S19
A11	Wertpapierbestände der MFIs	S20
A12	Gesamtaktiva der Investmentfonds	S24
A13	Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien – Umlauf und Bruttoabsatz	S31
A14	Umlauf von Wertpapieren ohne Aktien nach Emittentengruppen	S32
A15	Bruttoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien nach Emittentengruppen	S33
A16	Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S34
A17	Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S35
A18	Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet	S36
A19	Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen	S37
A20	Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit	S39
A21	Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	S39
A22	Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet	S40
A23	Dreimonats-Geldmarktsätze	S40
A24	Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet	S41
A25	Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich	S41
A26	Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225	S42
A27	Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz	S55
A28	Zahlungsbilanz – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)	S55
A29	Zahlungsbilanz – Warenhandel	S56
A30	Zahlungsbilanz – Dienstleistungen	S56
A31	Wichtige Zahlungsbilanztransaktionen und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S61
A32	Auslandsvermögensstatus nach Positionen Ende 2002	S64
A33	Effektive Wechselkurse	S67
A34	Bilaterale Wechselkurse	S67
A35	Reales Bruttoinlandsprodukt	S70
A36	Verbraucherpreisindizes	S70
A37	Finanzierungsüberschuss nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	S71
A38	Finanzierungsüberschuss privater Haushalte	S71



TECHNISCHER HINWEIS

ZUR ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGS- GEBIET

BERECHNUNGEN DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE MONETÄRE ENTWICKLUNG

Die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t endende Quartal wird wie folgt berechnet:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist I_t der Index des bereinigten Bestands im Monat t (siehe auch weiter unten). Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

ZU DEN ABSCHNITTEN 2.1 BIS 2.6

BERECHNUNG DER TRANSAKTIONSBEDINGTEN VERÄNDERUNGEN

Die monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen werden anhand der um Umgruppierungen, sonstige Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen bereinigten monatlichen Bestandsdifferenzen berechnet.

L_t sei der Bestand am Ende des Monats t, C_t^M die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung im Monat t, E_t^M die Bereinigung infolge von Wechselkursänderungen und V_t^M die aus sonstigen Neubewertungen resultierenden Anpassungen. Die transaktionsbedingten Veränderungen F_t^M im Monat t sind definiert als:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Entsprechend sind die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen F_t^Q für das mit dem Monat t endende Quartal definiert als:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

Dabei ist L_{t-3} der Bestand am Ende des Monats t-3 (d. h. am Ende des Vorquartals) und beispielsweise C_t^Q die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung in dem Quartal, das mit dem Monat t endet.

Bei den vierteljährlichen Datenreihen, für die inzwischen auch Monatswerte vorliegen (siehe unten), lassen sich die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen als Summe der drei monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen im jeweiligen Quartal berechnen.

BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE MONATSREIHEN

Die Wachstumsraten lassen sich anhand der transaktionsbedingten Veränderungen oder des Index des bereinigten Bestands berechnen. F_t^M und L_t seien wie oben definiert, und der Index I_t des bereinigten Bestands im Monat t ist definiert als:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis für den Index (der nicht saisonbereinigten Reihen) dient derzeit Dezember 2001 = 100. Die Zeitreihen des Index des bereinigten Bestands sind auf der Website der EZB (www.ecb.int) in der Rubrik „Statistics“ unter „Monetary statistics“ 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 gleitenden Dreimonatsdurchschnitt der prozentualen Veränderung von M3 gegenüber dem Vorjahr erhält man schließlich mit der Formel $(a_t + a_{t-1} + a_{t-2})/3$, wobei a_t wie in den Formeln f) und g) oben definiert ist.

BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE QUARTALSREIHEN

F_t^Q und L_{t-3} seien wie oben definiert, und der Index I_t des bereinigten Bestands für das mit dem Monat t endende Quartal wird definiert als:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Die Jahreswachstumsrate für die vier Quartale, die mit dem Monat t enden, d. h. a_t , lässt sich mit Formel g) berechnen.

SAISONBEREINIGUNG DER MONETÄREN STATISTIKEN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS¹

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA.² Die Saisonbereinigung kann eine wochentägliche Bereinigung umfassen und wird bei einigen Reihen indirekt durch eine lineare Kombination der Komponenten durchgeführt. Dies gilt insbesondere für das Geldmengenaggregat M3, das durch Aggregation der saison-

bereinigten Reihen für M1, M2 minus M1 und M3 minus M2 ermittelt wird.

Die Verfahren zur Saisonbereinigung werden zunächst auf den Index des bereinigten Bestands angewandt.³ Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf die Bestände und die Bereinigungen infolge von Umgruppierungen und Neubewertungen angewandt, woraus sich wiederum die saisonbereinigten transaktionsbedingten Veränderungen ergeben. Die Saisonfaktoren (und Kalenderfaktoren) werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

ZU DEN ABSCHNITTEN 3.1 BIS 3.3

BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN

Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet und enthalten daher keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen.

T_t seien die transaktionsbedingten Veränderungen im Quartal t und L_t der Bestand am Ende des Quartals t. Die Wachstumsrate für das Quartal t wird wie folgt berechnet:

$$j) \quad \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

1 Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB (www.ecb.int) in der Rubrik „Statistics“ unter „Monetary statistics“.

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, Banco de España, Working Paper Nr. 9628, Madrid, 1996.

3 Daraus folgt, dass bei den saisonbereinigten Reihen der Index für die Basisperiode, also Dezember 2001, in der Regel vom Wert 100 abweicht, worin die Saisonfigur des betreffenden Monats zum Ausdruck kommt.

ZU ABSCHNITT 4.3 UND 4.4

BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR SCHULDVERSCHREIBUNGEN UND BÖRSEN- NOTIERTE AKTIEN

Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet und enthalten daher keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen. Sie lassen sich anhand der transaktionsbedingten Veränderungen oder des Index des bereinigten Bestands berechnen. N_t^M seien die transaktionsbedingten Veränderungen (Nettoabsatz) im Monat t und L_t der Bestand am Ende des Monats t . Der Index I_t des bereinigten Bestands im Monat t ist definiert als:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis dient Dezember 2001, für den der Index gleich 100 gesetzt wird. Die Zuwachsrate a_t für den Monat t , also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat t , lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Bei der Berechnung der Wachstumsraten für Wertpapiere ohne Aktien wird dieselbe Methode wie für die Berechnung der Geldmengenaggregate angewandt; der einzige Unterschied besteht darin, dass ein „N“ anstelle eines „F“ verwendet wird, um die verschiedenen Wege zu verdeutlichen, auf denen man den „Nettoabsatz“ für die Wertpapierstatistik und die für die Geldmengenaggregate verwendeten „transaktionsbedingten Veränderungen“ erhält. Bei der Wertpapierstatistik erhebt die EZB die Daten zu Bruttoabsatz und Tilgungen getrennt.

Die in Abschnitt 4.3 zugrunde gelegte Berechnungsformel wird auch für Abschnitt 4.4 ver-

wendet und stützt sich ebenfalls auf die Methode zur Berechnung der Geldmengenaggregate. Abschnitt 4.4 beruht auf Marktkursen, deren Berechnung auf der Basis von Finanztransaktionen erfolgt, die keine Umgruppierungen, Neubewertungen oder anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen enthalten. Wechselkursänderungen entfallen, da alle erfassten börsennotierten Aktien auf Euro lauten.

ZU TABELLE 1 IN ABSCHNITT 5.1

SAISONBEREINIGUNG DES HARMONISIERTEN VERBRAUCHERPREISINDEX (HVPI)⁴

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite S74). 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 S74). Die Ausgangsdaten zum Warenhandel und zu den Dienstleistungen werden um Kalendereffekte sowie Effekte aufgrund der Osterfeiertage vorbereinigt. Die Angaben zu den Einnahmen bei

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.int) in der Rubrik „Statistics“ unter „Monetary statistics“.

den Erwerbs- und Vermögenseinkommen unterliegen einer arbeitstäglichen Vorbereinigung. Die Saisonbereinigung für die genannten Posten erfolgt anhand dieser vorbereinigten Reihen. Die Ausgaben bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie die laufenden Übertragungen werden nicht vorbereitet. 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 werden in halbjährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.



ERLÄUTERUNGEN

Der Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ enthält in erster Linie Statistiken für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes. Detailliertere und längere Zeiträume erfassende Datenreihen mit weiteren Erläuterungen sind unter der Rubrik „Statistics“ auf der Website der EZB (www.ecb.int) abrufbar. Unter „Data services“ steht eine Browser-Schnittstelle mit Suchfunktionen zur Verfügung und können verschiedene Datensätze abonniert sowie komprimierte Daten direkt im CSV-Format (CSV = Comma Separated Value) heruntergeladen werden. Weitere Informationen finden sich unter: statistics@ecb.int.

Redaktionsschluss für die in den Monatsberichten enthaltenen Statistiken ist im Allgemeinen der Tag vor der ersten Sitzung des EZB-Rats im Monat. Für die vorliegende Ausgabe des Monatsberichts war dies der 3. November 2004.

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich alle Daten auf die zwölf Euro-Länder. Bei den monetären Daten, beim Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), bei den Investmentfonds- und den Finanzmarktstatistiken geben die statistischen Zeitreihen zum Euro-Währungsgebiet Auskunft über die EU-Mitgliedstaaten, die den Euro im Referenzzeitraum der jeweiligen Statistik bereits eingeführt hatten. Gegebenenfalls wird dies in den Tabellen durch eine Fußnote kenntlich gemacht. In den Abbildungen wird der statistische Bruch durch eine gepunktete Linie angezeigt. Soweit es sich bei den zugrunde liegenden Daten um absolute und prozentuale Veränderungen für 2001 handelt, die gegenüber Daten für 2000 berechnet wurden, werden Zeitreihen herangezogen, die die Auswirkungen des Beitritts von Griechenland zum Euro-Währungsgebiet berücksichtigen.

Da die Zusammensetzung des ECU-Währungskorbs nicht deckungsgleich mit den früheren Währungen der Länder ist, die die einheitliche Währung eingeführt haben, werden die Beträge aus dem Zeitraum vor 1999, die von den Teilnehmerwährungen zu den jeweils geltenden

ECU-Kursen in ECU umgerechnet wurden, von der Kursentwicklung der Währungen der EU-Mitgliedstaaten, die den Euro nicht eingeführt haben, beeinflusst. Um diesen Einfluss auf die monetäre Statistik zu vermeiden, werden die in den Abschnitten 2.1 bis 2.8 für den Zeitraum vor 1999 ausgewiesenen Daten in Währungseinheiten ausgedrückt, die zu den am 31. Dezember 1998 unwiderruflich festgelegten Euro-Wechselkursen aus den nationalen Währungen errechnet wurden. Soweit nicht anders angegeben, beruhen die Statistiken über Preise und Kosten für den Zeitraum vor 1999 auf in nationalen Währungen angegebenen Zahlen.

Bei der Zusammenstellung der Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet wurden gegebenenfalls Aggregations- und Konsolidierungsverfahren (einschließlich einer länderübergreifenden Konsolidierung) angewandt.

Die jeweils jüngsten Daten sind häufig vorläufiger Natur und können noch revidiert werden. Rundungsdifferenzen sind möglich.

Die Gruppe „Andere EU-Mitgliedstaaten“ umfasst die Tschechische Republik, Dänemark, Estland, Zypern, Lettland, Litauen, Ungarn, Malta, Polen, Slowenien, die Slowakei, Schweden und das Vereinigte Königreich.

Die in den Tabellen verwendete Terminologie entspricht überwiegend internationalen Standards wie etwa dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) und dem „Balance of Payments Manual“ des IWF. Transaktionen beziehen sich auf (direkt oder indirekt ermittelte) ökonomisch motivierte Geschäftsvorfälle, während Veränderungen auch Bestandsänderungen umfassen, die sich aus Kurs- und Wechselkursänderungen, Abschreibungen und sonstigen Anpassungen ergeben.

In den Tabellen bedeutet „bis zu (x) Jahren“ „bis einschließlich (x) Jahre“.

ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

In dieser Tabelle ist die Entwicklung der wichtigsten Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet zusammengefasst.

MONETÄRE STATISTIK

In Abschnitt 1.4 sind Statistiken über die Mindestreserven und Liquiditätsfaktoren ausgewiesen. Jahres- und Quartalsangaben stellen die Durchschnittswerte der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres bzw. Quartals dar. Bis Dezember 2003 begann die Erfüllungsperiode jeweils am 24. Kalendertag eines Monats und endete am 23. des darauf folgenden Monats. Am 23. Januar 2003 gab die EZB Änderungen am Handlungsrahmen bekannt, die am 10. März 2004 umgesetzt wurden. Aufgrund dieser Änderungen beginnt die Erfüllungsperiode jeweils am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, auf der die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. Es wurde eine Übergangserfüllungsperiode festgelegt, um den Zeitraum vom 24. Januar bis zum 9. März 2004 abzudecken.

Tabelle 1 in Abschnitt 1.4 zeigt die Komponenten der Mindestreservebasis der mindestreservepflichtigen Kreditinstitute. Die Verbindlichkeiten gegenüber anderen dem Mindestreservesystem des ESZB unterliegenden Kreditinstituten, der EZB und den teilnehmenden nationalen Zentralbanken sind von der Mindestreservebasis ausgenommen. Sollte ein Kreditinstitut den Betrag seiner Verbindlichkeiten in Form von Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren gegenüber den zuvor erwähnten Instituten nicht nachweisen können, kann es einen bestimmten Prozentsatz dieser Verbindlichkeiten von seiner Mindestreservebasis in Abzug bringen. Bis November 1999 betrug der Prozentsatz zur Berechnung der Mindestreservebasis 10 %, seit Dezember 1999 sind es 30 %.

Tabelle 2 in Abschnitt 1.4 enthält Durchschnittsangaben zu abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperioden. Das Mindestreserve-Soll jedes einzelnen Kreditinstituts wird zunächst errechnet, indem auf den Betrag der reservepflichtigen Verbindlichkeiten die Reservesätze der entsprechenden Verbindlichkeitskategorien auf der Grundlage der Bilanzdaten vom Ende eines jeden Kalendermonats angewendet werden; anschließend zieht jedes Kreditinstitut von dieser Größe einen Freibetrag in Höhe von 100 000 € ab. Das auf diese Weise berechnete Mindestreserve-Soll wird dann für das gesamte Euro-Währungsgebiet aggregiert (Spalte 1). Bei den Guthaben auf Girokonten (Spalte 2) handelt es sich um die aggregierten tagesdurchschnittlichen Guthaben von Kreditinstituten auf Girokonten, einschließlich solcher, die der Erfüllung des Mindestreserve-Solls dienen. Die Überschussreserven (Spalte 3) stellen die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten innerhalb einer Erfüllungsperiode dar, die über das Reserve-Soll hinausgehen. Die Unterschreitungen des Reserve-Solls (Spalte 4) sind definiert als durchschnittliche Unterschreitung der Guthaben auf Girokonten gegenüber dem Reserve-Soll innerhalb der Erfüllungsperiode, berechnet auf der Grundlage der Kreditinstitute, die ihre Mindestreservepflicht nicht erfüllt haben. Die Verzinsung der Mindestreserven (Spalte 5) entspricht dem Durchschnitt des marginalen Zuteilungssatzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems (siehe Abschnitt 1.3) während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode (gewichtet nach der Anzahl der Kalendertage).

Tabelle 3 in Abschnitt 1.4 zeigt die Liquiditätsposition des Bankensystems, die aus den Euro-Guthaben auf den Girokonten der Kreditinstitute des Euro-Währungsgebiets beim Eurosystem besteht. Alle Angaben sind dem konsolidierten Ausweis des Eurosystems entnommen. Bei den sonstigen liquiditätsabschöpfenden Faktoren (Spalte 7) ist die von den nationalen Zentralbanken in der zweiten Stufe der WWU initiierte Begebung von Schuldverschreibungen ausgenommen. Die sonstigen Faktoren (netto) (Spalte 10) geben die saldierten restlichen Posi-

tionen des konsolidierten Ausweises des Euro-systems wieder. Die Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten (Spalte 11) entsprechen der Differenz zwischen der Summe der liquiditätszuführenden Faktoren (Spalten 1 bis 5) und der Summe der liquiditätsabschöpfenden Faktoren (Spalten 6 bis 10). Das Basisgeld (Spalte 12) wird berechnet als Summe der Einlagefazilität (Spalte 6), des Banknotenumlaufs (Spalte 8) und der Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten (Spalte 11).

MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

Abschnitt 2.1 zeigt die aggregierte Bilanz des Sektors der Monetären Finanzinstitute (MFIs), d. h. die Summe der harmonisierten Bilanzen aller im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs. MFIs sind Zentralbanken, Kreditinstitute im Sinne des Gemeinschaftsrechts, Geldmarktfonds und andere Finanzinstitute, deren Geschäftstätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinne von anderen Rechtssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und Kredite auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinne) zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Ein vollständiges Verzeichnis der MFIs ist auf der Website der EZB abrufbar.

In Abschnitt 2.2 ist die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors ausgewiesen, die sich aus der Saldierung der aggregierten Bilanzpositionen zwischen den MFIs im Euroraum ergibt. Aufgrund leicht unterschiedlicher Ausweispraktiken ist die Summe der Inter-MFI-Positionen nicht unbedingt null; der Saldo ist in Spalte 10 unter den Passiva ausgewiesen. Abschnitt 2.3 zeigt die Geldmengenaggregate des Euro-Währungsgebiets und ihre Gegenposten. Diese werden anhand der konsolidierten MFI-Bilanz ermittelt und umfassen auch einige monetäre Forderungen und Verbindlichkeiten der Zentralstaaten. Die Statistiken über Geldmengenaggregate und Gegenposten sind um Saison- und Kalendereffekte bereinigt. Die Bestände von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets an a) An-

teilen an im Euroraum ansässigen Geldmarktfonds und b) von MFIs im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in Abschnitt 2.1 und 2.2 unter dem Posten „Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ ausgewiesen. In Abschnitt 2.3 hingegen sind sie aus den Geldmengenaggregaten herausgerechnet und dem Posten „Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ zugerechnet.

Abschnitt 2.4 enthält eine Aufschlüsselung der Kreditgewährung der im Eurogebiet ansässigen MFIs ohne Eurosystem (des Bankensystems) nach Schuldnergruppen, Arten und Ursprungslaufzeiten. In Abschnitt 2.5 sind die Einlagen beim Bankensystem des Euro-Währungsgebiets nach Gläubigergruppen und Arten aufgeschlüsselt. Abschnitt 2.6 zeigt die vom Bankensystem des Euroraums gehaltenen Wertpapiere, aufgliedert nach Emittentengruppen.

Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten „transaktionsbedingte Veränderungen“, die aus der Differenz der Bestände, bereinigt um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkurs- und sonstige nicht transaktionsbedingte Veränderungen, abgeleitet werden. Abschnitt 2.7 zeigt ausgewählte Neubewertungen, die bei der Ermittlung der transaktionsbedingten Veränderungen zugrunde gelegt werden. Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten außerdem Wachstumsraten, die als prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr auf Basis der transaktionsbedingten Veränderungen ausgewiesen werden. Abschnitt 2.8 zeigt ausgewählte, nach Währungen aufgeschlüsselte vierteljährliche Bilanzpositionen der MFIs.

Einzelheiten zur Sektorengliederung sind in dem Dokument „Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers“ (EZB, November 1999) zu finden. Die „Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics“ (EZB, November 2002) erläutern die empfohlenen Erhebungs- und Aufbereitungsverfahren, die von den NZBen anzuwen-

den sind. Seit dem 1. Januar 1999 werden die statistischen Daten nach der Verordnung EZB/1998/16 vom 1. Dezember 1998 über die konsolidierte Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute¹ in der zuletzt durch Verordnung EZB/2003/10² geänderten Fassung erhoben und aufbereitet.

Im Einklang mit dieser Verordnung werden die Bilanzpositionen „Geldmarktpapiere“ und „Schuldverschreibungen“ sowohl auf der Aktiva- als auch auf der Passivseite der Bilanzstatistik der MFIs zusammen ausgewiesen.

Abschnitt 2.9 zeigt die Bestände am Quartalsende für die Bilanz der Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) im Euro-Währungsgebiet. Die Bilanz ist aggregiert, sodass unter den Passiva auch die von den Investmentfonds gehaltenen Bestände an von anderen Investmentfonds ausgegebenen Anteilen enthalten sind. Außerdem werden die gesamten Aktiva/Passiva in einer Aufgliederung nach Anlageschwerpunkten (Aktienfonds, Rentenfonds, gemischte Fonds, Immobilienfonds und sonstige Fonds) und nach Anlegergruppen (Publikumsfonds und Spezialfonds) ausgewiesen. Die aggregierte Bilanz wird in Abschnitt 2.10 für jede Art von Investmentfonds nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen dargestellt.

FINANZKONTEN UND NICHTFINANZIELLE KONTEN

Die Abschnitte 3.1 und 3.2 enthalten vierteljährliche Daten der Finanzierungsrechnung zu den nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet, die öffentliche Haushalte (S13, ESVG 95), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (S11, ESVG 95) und private Haushalte (S14, ESVG 95) einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck (S15, ESVG 95) umfassen. Die Angaben beziehen sich auf nicht saisonbereinigte Bestände und finanzielle Transaktionen, gegliedert nach dem ESVG 95, und zeigen die wichtigsten Bereiche der Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren. Auf der Finanzierungsseite (Verbindlichkeiten) sind die Daten nach

Sektoren und Ursprungslaufzeiten gemäß ESVG 95 aufgeschlüsselt („kurzfristig“ bedeutet eine Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr, „langfristig“ eine Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr). Die Finanzierung über MFIs wird, soweit möglich, gesondert ausgewiesen. Die Angaben zur Geldvermögensbildung bzw. zum Geldvermögen (Forderungen) sind zurzeit weniger detailliert als die Daten zur Finanzierung, insbesondere weil eine Aufgliederung nach Sektoren nicht möglich ist.

In Abschnitt 3.3 werden vierteljährliche Daten der Finanzierungsrechnung zu Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (S125, ESVG 95) im Euro-Währungsgebiet ausgewiesen. Wie in Abschnitt 3.1 und 3.2 beziehen sich die Angaben auf nicht saisonbereinigte Bestände und finanzielle Transaktionen und zeigen die wichtigsten Bereiche der Finanzierung und Geldvermögensbildung dieses Sektors auf.

Die Quartalsangaben in den drei genannten Abschnitten beruhen auf den vierteljährlichen Daten der nationalen Finanzierungsrechnungen, den Bilanzstatistiken der MFIs sowie den Statistiken über Wertpapieremissionen. Die Abschnitte 3.1 und 3.2 beziehen sich außerdem auf Daten der internationalen Bankenstatistiken der BIZ. Zwar leisten alle Euro-Länder ihren Beitrag zu den MFI-Bilanz- und den Wertpapierstatistiken, doch haben Irland und Luxemburg bislang noch keine Daten zur vierteljährlichen nationalen Finanzierungsrechnung vorgelegt.

In Abschnitt 3.4 werden Jahresangaben zu Ersparnis, Geld- und Sachvermögensbildung und Finanzierung für das Euro-Währungsgebiet insgesamt sowie für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte separat dargestellt. Die Jahresangaben enthalten insbesondere eine detailliertere sektorale Gliederung der Geldvermögensbildung und entsprechen den Quartalsangaben in den beiden vorhergehenden Abschnitten.

1 ABl. L 356 vom 30.12.1998, S. 7.

2 ABl. L 250 vom 2.10.2003, S. 19.

FINANZMÄRKTE

Die Zeitreihen zur Finanzmarktstatistik des Euro-Währungsgebiets umfassen die EU-Mitgliedstaaten, die im Referenzzeitraum der jeweiligen Statistik den Euro bereits eingeführt hatten.

Die Statistiken über Wertpapiere ohne Aktien und börsennotierte Aktien (Abschnitte 4.1 bis 4.4) werden von der EZB auf der Grundlage von Daten des ESZB und der BIZ erstellt. In Abschnitt 4.5 sind die MFI-Zinssätze für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet ausgewiesen. 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. Der Erfassungsgrad der Daten über Schuldverschreibungen beträgt schätzungsweise rund 95 % des Gesamtvolumens der Wertpapieremissionen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet. Die in Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3 ausgewiesenen auf Euro lautenden Wertpapiere enthalten auch Papiere, die auf eine der nationalen Währungseinheiten des Euro lauten.

Abschnitt 4.1 enthält Angaben über Bruttoabsatz, Tilgung, Nettoabsatz und Umlauf von Wertpapieren für alle Laufzeitenbereiche mit einer zusätzlichen Aufgliederung der langfristi-

gen Wertpapiere. Abweichungen zwischen den Angaben zum Nettoabsatz und den Veränderungen im Umlauf haben ihre Ursache in Bewertungsänderungen, Umgruppierungen und sonstigen Bereinigungen.

Die Spalten 1 bis 4 zeigen den Umlauf, den Bruttoabsatz, die Tilgungen und den Nettoabsatz von allen auf Euro lautenden Wertpapieren ohne Aktien. In den Spalten 5 bis 8 sind Umlauf, Bruttoabsatz, Tilgungen und Nettoabsatz aller von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien (Schuldverschreibungen) ausgewiesen. Die Spalten 9 bis 11 enthalten den prozentualen Anteil des Umlaufs, des Bruttoabsatzes und der Tilgungen der von Ansässigen im Euroraum begebenen auf Euro lautenden Wertpapiere. In Spalte 12 ist der Nettoabsatz dieser Wertpapiere dargestellt.

Abschnitt 4.2 enthält eine Gliederung des Umlaufs und des Bruttoabsatzes nach Emittentengruppen im Euroraum, die dem ESVG 95 entspricht.³ Die EZB wird dem Eurosystem zugeordnet.

Der in Spalte 1 von Abschnitt 4.2 ausgewiesene Umlauf insgesamt entspricht den Angaben zum Umlauf in Spalte 5 von Abschnitt 4.1. Der Umlauf an von MFIs begebenen Wertpapieren in Abschnitt 4.2 (Spalte 2) entspricht weitgehend den Schuldverschreibungen auf der Passivseite der aggregierten Bilanz der MFIs in Abschnitt 2.1 (Spalte 8).

Abschnitt 4.3 enthält Jahreswachstumsraten für von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Schuldverschreibungen, aufgliedert nach Laufzeiten und Emittentengruppen. Die Raten ba-

³ Die Schlüssel für die in den Tabellen des Monatsberichts ausgewiesenen Sektoren nach dem ESVG 95 lauten wie folgt: MFIs (einschließlich Eurosystem), die die EZB und die nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets (S121) sowie Kreditinstitute (S122) umfassen; nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften, die sonstige Finanzinstitute (S123), Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten (S124) sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (S125) umfassen; nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften (S11); Zentralstaaten (S1311); sonstige öffentliche Haushalte, die Länder (S1312), Gemeinden (S1313) und Sozialversicherung (S1314) umfassen.

sieren auf Finanztransaktionen, d. h. Geschäften, bei denen Finanzaktiva von einer institutionellen Einheit erworben bzw. veräußert und Verbindlichkeiten eingegangen bzw. zurückgezahlt werden. Daher sind Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen nicht in den Jahreswachstumsraten enthalten.

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 nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften entsprechen den in Abschnitt 3.2 ausgewiesenen Quartalsangaben (Wichtige Verbindlichkeiten, Spalte 21).

Abschnitt 4.4 (Spalte 3, 5, 7 und 9) zeigt die Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet, aufgegliedert nach Emittentengruppen. Die Raten basieren auf Finanztransaktionen, d. h. Geschäften, bei denen Aktien gegen Zahlung von einem Emittenten veräußert oder zurückgenommen werden (mit Ausnahme von Investitionen in eigene Aktien). Die Angaben zu den Transaktionen umfassen die Börseneinführung eines Emittenten sowie die Schaffung neuer Instrumente (Bruttoabsatz) oder die Löschung (Tilgung). Umgruppierungen, Neubewertungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen werden bei der Berechnung der Jahreswachstumsraten nicht berücksichtigt.

Abschnitt 4.5 enthält Angaben zu den Zinssätzen, die die im Euroraum ansässigen MFIs für auf Euro lautende Einlagen und Kredite gegenüber privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet anwenden. Die MFI-Zinssätze für den Euroraum werden als mit dem entsprechenden Geschäftsvolumen gewichteter Durchschnitt der Zinssätze der Euro-Länder für die jeweilige Kategorie berechnet.

Die MFI-Zinsstatistik ist nach Art des Geschäfts (Bestand, Neugeschäft), Sektor, Instru-

mentenkategorie, 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 synthetische Zinssätze für das Euro-Währungsgebiet anhand nationaler mit dem BIP gewichteter Sätze berechnet. Mit Ausnahme des Tagesgeldsatzes bis Dezember 1998 handelt es sich bei den Monats-, Quartals- und Jahresangaben um Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Für Tagesgeld sind bis Dezember 1998 die Bietungssätze für Interbankeinlagen angegeben. Ab Januar 1999 gibt Spalte 1 in Abschnitt 4.6 den durchschnittlichen Euro-Tagesgeldsatz (Euro Overnight Index Average = EONIA) an. Bis Dezember 1998 handelt es sich dabei um die am Ende des jeweiligen Berichtszeitraums geltenden Sätze, danach um die Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Die Zinsen für Ein-, Drei-, Sechs- und Zwölfmonatsgeld werden seit Januar 1999 nach den Euro Interbank Offered Rates (EURIBOR) berechnet, bis Dezember 1998 – soweit verfügbar – nach den London Interbank Offered Rates (LIBOR). Bei den Vereinigten Staaten und Japan entspricht der Zinssatz auf Dreimonatsgeld dem LIBOR.

Abschnitt 4.7 zeigt die Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und Japan. Bei den Renditen im Euro-Währungsgebiet im Zwei-, Drei-, Fünf- und Siebenjahresbereich handelt es sich bis Dezember 1998 um Endstände der Berichtszeiträume und im Zehnjahresbereich um Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Danach sind alle Renditen Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Bis Dezember 1998 wurden die

Renditen im Euro-Währungsgebiet anhand harmonisierter, mit dem BIP gewichteter nationaler Staatsanleiherenditen berechnet. Seitdem werden als Gewichte die nominalen Umlaufsbeträge der Staatsanleihen im jeweiligen Laufzeitbereich verwendet. Bei den Vereinigten Staaten und Japan sind die Renditen im Zehnjahresbereich Durchschnittswerte der Berichtszeiträume.

In Abschnitt 4.8 sind die Börsenindizes für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan ausgewiesen.

PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

Die meisten in diesem Abschnitt dargestellten Daten werden von der Europäischen Kommission (hauptsächlich von Eurostat) sowie von den nationalen Statistikämtern erhoben. Die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet werden gewonnen, indem die Daten für die einzelnen Länder aggregiert werden. Die Daten sind, soweit dies möglich ist, harmonisiert und vergleichbar. Die Angaben zur Verwendung des Bruttoinlandsprodukts, zur Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen, zur Industrieproduktion, zu den Einzelhandelsumsätzen und den Pkw-Neuzulassungen sind arbeitstäglich bereinigt.

Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet (Abschnitt 5.1) liegt für den Zeitraum ab 1995 vor. Er beruht auf den nationalen HVPIs, die in allen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets nach demselben Verfahren ermittelt werden. Die Aufgliederung nach Waren und Dienstleistungen wurde aus der Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs (Coicop/HVPI) abgeleitet. Der HVPI erfasst die monetären Ausgaben für den Konsum der privaten Haushalte im Wirtschaftsgebiet des Euro-raums. Die Tabelle enthält auch von der EZB erhobene saisonbereinigte Daten zum HVPI.

Maßgeblich für die Angaben zu den industriellen Erzeugerpreisen (Tabelle 2 in Abschnitt 5.1), der Industrieproduktion, zum Auf-

tragseingang 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 Konjunkturstatistiken⁴. Die Aufschlüsselung nach dem Endverbrauch der Güter bei den industriellen Erzeugerpreisen und der Industrieproduktion entspricht der harmonisierten Untergliederung der Industrie ohne Baugewerbe (NACE, Abschnitte C bis E) in die industriellen Hauptgruppen gemäß der Definition der Verordnung (EG) Nr. 586/2001 der Kommission vom 26. März 2001⁵. Die industriellen Erzeugerpreise stellen die Preise der Produzenten ab Werk dar. Darin enthalten sind indirekte Steuern (ohne Mehrwertsteuer) und sonstige abzugsfähige Steuern. Die Industrieproduktion spiegelt die Wertschöpfung der betreffenden Wirtschaftszweige wider.

Die Weltmarktpreise für Rohstoffe (Tabelle 2 in Abschnitt 5.1) geben die Preisänderungen der in Euro umgerechneten Einfuhren des Euro-Währungsgebiets im Vergleich zur Basisperiode wieder.

Die Arbeitskostenindizes (Tabelle 3 in Abschnitt 5.1) messen die durchschnittlichen Arbeitskosten je geleisteter Arbeitsstunde. Die Bereiche Landwirtschaft, Fischerei, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen sind darin jedoch nicht erfasst. Der Indikator der Tarifverdienste (nachrichtlich in Tabelle 3 von Abschnitt 5.1) wird von der EZB auf der Grundlage nicht harmonisierter nationaler Statistiken berechnet.

Die Komponenten der Lohnstückkosten (Tabelle 4 in Abschnitt 5.1), das Bruttoinlandsprodukt und seine Komponenten (Tabelle 1 und 2 in Abschnitt 5.2), die Deflatoren des BIP (Tabelle 5 in Abschnitt 5.1) sowie die Arbeitsmarktstatistik (Tabelle 1 in Abschnitt 5.3) beruhen auf den Ergebnissen der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nach dem ESVG 95.

⁴ ABl. Nr. L 162 vom 5.6.1998, S. 1.

⁵ ABl. Nr. L 86 vom 27.3.2001, S. 11.

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, Metallherstellung und -bearbeitung, Investitionsgüterproduzenten und Gebrauchsgüterproduzenten. Die Angaben werden in jeweiligen Preisen berechnet.

Die Indizes für die Umsätze in der Industrie und für den Einzelhandel (Tabelle 4 in Abschnitt 5.2) geben den Umsatz – einschließlich aller Steuern und Abgaben mit Ausnahme der Mehrwertsteuer – wieder, für den während des Referenzzeitraums Rechnungen erstellt wurden. Der Einzelhandelsumsatz umfasst den gesamten Einzelhandel, mit Ausnahme des Handels mit Kraftfahrzeugen und Reparaturen. Die Pkw-Neuzulassungen umfassen sowohl private als auch geschäftlich genutzte Pkw.

Die qualitativen Daten aus Erhebungen bei Unternehmen und Verbrauchern (Tabelle 5 in Abschnitt 5.2) basieren auf den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Die Arbeitslosenquoten (Tabelle 2 in Abschnitt 5.3) werden entsprechend den Richtlinien der Internationalen Arbeitsorganisation (IAO) ermittelt. Sie beziehen sich auf den Teil der Erwerbspersonen, die aktiv nach Arbeit suchen, und stützen sich auf harmonisierte Kriterien und Abgrenzungen. Die Schätzungen zur Gesamtzahl der Erwerbspersonen, auf denen die Arbeitslosenquote basiert, entsprechen nicht der Summe der in Abschnitt 5.3 aufgeführten Zahlen zu Beschäftigung und Arbeitslosigkeit.

ÖFFENTLICHE FINANZEN

Die Abschnitte 6.1 bis 6.4 zeigen die Finanzlage der öffentlichen Haushalte (Staat) im Euro-Währungsgebiet. Die Angaben sind größtenteils konsolidiert und beruhen auf der Methodik des

ESVG 95. Die jährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in den Abschnitten 6.1 bis 6.3 werden von der EZB auf der Grundlage der von den NZBen gelieferten harmonisierten Daten berechnet, die regelmäßig aktualisiert werden. Die Angaben zum Defizit und zur Verschuldung der Euro-Länder können daher von den Daten, die die Europäische Kommission im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit verwendet, abweichen. Die vierteljährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 6.4 werden von der EZB auf der Grundlage der von Eurostat gelieferten Daten und nationaler Daten berechnet.

In Abschnitt 6.1 werden die Jahreswerte der Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Haushalte (Staat) auf der Grundlage der Definitionen der Verordnung (EG) Nr. 1500/2000 der Europäischen Kommission vom 10. Juli 2000⁶, 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. In Abschnitt 6.3 werden Veränderungen der öffentlichen Verschuldung dargestellt. Der Unterschied zwischen der Veränderung der öffentlichen Verschuldung und dem öffentlichen Defizit, die Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung, erklärt sich hauptsächlich durch staatliche Transaktionen in Finanzaktiva und Wechselkursänderungen. In Abschnitt 6.4 werden die Quartalswerte der Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Haushalte (Staat) auf der Grundlage der Definitionen der Verordnung (EG) Nr. 1221/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 10. Juni 2002 über die vierteljährlichen Konten des Staates für nichtfinanzielle Transaktionen⁷ dargestellt.

⁶ ABI. Nr. L 172 vom 12.7.2000, S. 3.

⁷ ABI. Nr. L 179 vom 9.7.2002, S. 1.

AUSSENWIRTSCHAFT

Die Begriffe und Abgrenzungen, die in der Zahlungsbilanzstatistik und beim Auslandsvermögensstatus (Abschnitt 7.1, 7.2, 7.4 und 7.5) verwendet werden, entsprechen im Allgemeinen der 5. Auflage des „Balance of Payments Manual“ des IWF (Oktober 1993), der EZB-Leitlinie vom 2. Mai 2003 über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank (EZB/2003/7)⁸ sowie den Eurostat-Regelungen. Weitere Hinweise zur Methodik und zu den Quellen für die Zahlungsbilanzstatistik und den Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets sind der EZB-Publikation „European Union balance of payments/international investment position statistical methods“ vom November 2003 zu entnehmen, die von der Website der EZB heruntergeladen werden kann.

Der Ausweis der Nettotransaktionen in der Kapitalbilanz entspricht der Zeichenkonvention des „Balance of Payments Manual“ des IWF, d. h., ein Minuszeichen bedeutet eine Zunahme der Aktiva, ein Pluszeichen eine Zunahme der Passiva. In der Leistungsbilanz und bei den Vermögensübertragungen werden sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben mit einem Pluszeichen dargestellt.

Die Daten zur Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets werden von der EZB zusammengestellt. Die jeweils jüngsten Monatsangaben sind als vorläufig anzusehen. Sie werden mit der Veröffentlichung der Daten für den darauf folgenden Monat und/oder der detaillierten vierteljährlichen Zahlungsbilanzangaben revidiert. Frühere Angaben werden in regelmäßigen Abständen oder jeweils bei methodischen Änderungen in der Zusammenstellung der zugrunde liegenden Daten revidiert.

Tabelle 2 in Abschnitt 7.1 enthält saisonbereinigte Leistungsbilanzangaben, die gegebenenfalls auch um Kalender- und Schaltjahrseffekte sowie Effekte aufgrund der Osterfeiertage bereinigt sind. In Tabelle 7 sind die von gebietsansässigen Investoren erworbenen Wertpapiere, die von Emittenten außerhalb des Euro-

Währungsgebiets begeben wurden, nach Sektoren aufgeschlüsselt. Eine Aufschlüsselung nach Sektoren der von Emittenten im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere, die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets erworben wurden, ist noch nicht möglich. In Tabelle 8 und 9 basiert die Aufgliederung in „Finanzkredite“ und „Bargeld und Einlagen“ auf der Sektorzugehörigkeit der außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässigen Kontrahenten. So werden Forderungen an gebietsfremde Banken als Einlagen erfasst, während Forderungen an die übrigen gebietsfremden Sektoren als Finanzkredite eingestuft werden. Diese Aufschlüsselung entspricht der Aufgliederung in anderen Statistiken wie der konsolidierten Bilanz der MFIs und ist mit dem „Balance of Payments Manual“ des IWF konform.

Abschnitt 7.2 enthält eine monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz, d. h. der Zahlungsbilanztransaktionen, die die transaktionsbedingten Veränderungen des externen Gegenpostens zu M3 widerspiegeln. Die Angaben entsprechen der Zeichenkonvention der Zahlungsbilanz, mit Ausnahme der den Geld- und Bankenstatistiken entnommenen transaktionsbedingten Veränderungen des externen Gegenpostens zu M3 (Spalte 12), bei dem ein positives Zeichen auf eine Zunahme der Aktiva bzw. eine Abnahme der Passiva hinweist. Bei den Passiva der Wertpapieranlagen umfassen die Zahlungsbilanztransaktionen auch den Verkauf und Kauf der von MFIs begebenen Dividendenwerte und Schuldverschreibungen mit Ausnahme von Geldmarktfondsanteilen und MFI-Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Entsprechende methodische Hinweise zur monetären Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets finden sich auf der Website der EZB unter der Rubrik „Statistics“. (Siehe auch Kasten 1 im Monatsbericht vom Juni 2003.)

Abschnitt 7.3 zeigt Angaben zum Außenhandel des Euro-Währungsgebiets, die in erster Linie auf Eurostat-Daten beruhen. Die EZB leitet die

⁸ ABI. Nr. L 131 vom 28.5.2003, S. 20.

Volumenindizes von dem von Eurostat zur Verfügung gestellten Wertindex und Durchschnittswertindex ab und führt eine Saisonbereinigung der Durchschnittswertindizes durch. Die Wertangaben hingegen werden von Eurostat um Saison- und Kalendereinflüsse bereinigt.

In Tabelle 7.3 Punkt 1 entspricht die Warengliederung in den Spalten 4 bis 6 und 9 bis 11 der Klassifizierung nach Hauptgruppen. Die gewerblichen Erzeugnisse (Spalte 7 und 12) und Öl (Spalte 13) beruhen auf der Definition gemäß SITC Rev. 3. Die geographische Aufschlüsselung weist die wichtigsten Handelspartner, nach einzelnen Ländern oder regional zusammengefasst, aus.

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 bei den Einfuhren belief sich in den vergangenen Jahren nach Schätzung der EZB auf rund 5 % und ist zum großen Teil darauf zurückzuführen, dass bei der Erfassung der Außenhandelsdaten (cif) Versicherungs- und Frachtdienstleistungen berücksichtigt wurden.

Die Angaben zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 7.4 werden auf der Grundlage der Bestände gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets errechnet, wobei der Euroraum als ein einheitlicher Wirtschaftsraum betrachtet wird (siehe auch Kasten 9 im Monatsbericht vom Dezember 2002). Der Auslandsvermögensstatus wird zu jeweiligen Marktpreisen bewertet. Hiervon ausgenommen sind Direktinvestitionsbestände, die größtenteils zum Buchwert ausgewiesen werden.

Die Bestände an Währungsreserven und sonstigen Fremdwährungsaktiva und -passiva des Eurosystems sind in Abschnitt 7.5 zusammen mit dem von der EZB gehaltenen Anteil ausge-

wiesen. Aufgrund von Unterschieden in der Erfassung und Bewertung sind diese Angaben nicht vollständig mit den Angaben im Wochenanweis des Eurosystems vergleichbar. Die Daten in Abschnitt 7.5 entsprechen den Empfehlungen für das IWF/BIZ-Schema zur Veröffentlichung der Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität. Veränderungen der Goldbestände des Eurosystems (Spalte 3) sind auf Goldtransaktionen im Rahmen der Vereinbarung der Zentralbanken über Goldbestände 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 Angaben gemäß dem Schema zur Veröffentlichung der Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität.

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-23-Gruppe der Handelspartner umfasst die 13 nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten sowie Australien, China, Hongkong, Japan, Kanada, Norwegen, die Schweiz, Singapur, Südkorea und

die Vereinigten Staaten. Zur EWK-42-Gruppe gehören zusätzlich noch folgende Länder: Algerien, Argentinien, Brasilien, Bulgarien, Indien, Indonesien, Israel, Kroatien, Malaysia, Marokko, Mexiko, Neuseeland, die Philippinen, Rumänien, die Russische Föderation, Südafrika, Taiwan, Thailand und die Türkei. Die realen effektiven Wechselkurse werden anhand der Verbraucherpreisindizes, der Erzeugerpreisindizes, des BIP-Deflators, der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe und der Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft berechnet.

Nähere Einzelheiten zur Berechnung der effektiven Wechselkurse finden sich in Kasten 10 „Aktualisierung der Wägungsschemata für die effektiven Wechselkurse des Euro und Berechnung eines neuen Kreises von Euro-Indikatoren“ im Monatsbericht vom September 2004 sowie im Occasional Paper Nr. 2 der EZB (L. Buldorini, S. Makrydakis und C. Thimann, The effective exchange rates of the euro, Februar 2002), das von der Website der EZB heruntergeladen werden kann.

Bei den in Abschnitt 8.2 ausgewiesenen bilateralen Wechselkursen handelt es sich um die Monatsdurchschnitte der täglich für die betreffenden Währungen veröffentlichten Referenzkurse.

ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die Statistiken über die anderen EU-Mitgliedstaaten (Abschnitt 9.1) werden nach denselben Grundsätzen wie die Statistiken zum Euro-Währungsgebiet erstellt. Die Daten über die Vereinigten Staaten und Japan (Abschnitt 9.2) werden aus nationalen Quellen gewonnen.



CHRONIK DER GELDPOLITISCHEN MASSNAHMEN DES EUROSISTEMS ¹

3. JANUAR 2002

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 3,25 %, 4,25 % bzw. 2,25 % zu belassen.

Darüber hinaus bestimmt der EZB-Rat hinsichtlich der 2002 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte einen Zuteilungsbetrag von 20 Mrd € pro Geschäft. Dieser Betrag berücksichtigt den erwarteten Liquiditätsbedarf des Bankensystems des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2002 und den Wunsch des Eurosystems, den größten Teil der Refinanzierung des Finanzsektors weiterhin über die Hauptrefinanzierungsgeschäfte zur Verfügung zu stellen. Der EZB-Rat kann den Zuteilungsbetrag im Jahresverlauf anpassen, falls beim Liquiditätsbedarf unerwartete Entwicklungen auftreten sollten.

7. FEBRUAR, 7. MÄRZ, 4. APRIL, 2. MAI, 6. JUNI, 4. JULI 2002

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 3,25 %, 4,25 % bzw. 2,25 % zu belassen.

10. JULI 2002

Der EZB-Rat beschließt hinsichtlich der im zweiten Halbjahr 2002 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, den Zuteilungsbetrag pro Geschäft von 20 Mrd € auf 15 Mrd € zu verringern. Der letztere Betrag berücksichtigt den erwarteten Liquiditätsbedarf des Bankensystems des Euro-Währungsgebiets im zweiten Halbjahr 2002 und spiegelt den Wunsch des Eurosystems wider, den größten Teil der

Liquidität weiterhin über die Hauptrefinanzierungsgeschäfte zur Verfügung zu stellen.

1. AUGUST, 12. SEPTEMBER, 10. OKTOBER, 7. NOVEMBER 2002

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 3,25 %, 4,25 % bzw. 2,25 % zu belassen.

5. DEZEMBER 2002

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 11. Dezember 2002 abzuwickelnden Geschäft – um 0,50 Prozentpunkte auf 2,75 % zu senken. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 6. Dezember 2002 um jeweils 0,50 Prozentpunkte auf 3,75 % bzw. 1,75 % zu senken.

Er beschließt weiterhin, den Referenzwert für die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 bei 4½ % zu belassen.

9. JANUAR 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,75 %, 3,75 % bzw. 1,75 % zu belassen.

¹ Die Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems für die Jahre 1999 bis 2001 ist im Jahresbericht 1999 auf Seite 181 ff., im Jahresbericht 2000 auf Seite 225 ff. beziehungsweise im Jahresbericht 2001 auf Seite 237 ff. zu finden.

23. JANUAR 2003

Der EZB-Rat beschließt die beiden folgenden Maßnahmen zur Verbesserung des geldpolitischen Handlungsrahmens:

Erstens wird der Zeitplan der Mindestreserve-Erfüllungsperiode geändert. Künftig beginnt diese immer am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (HRG), das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. Darüber hinaus werden die Veränderung der Zinssätze der ständigen Fazilitäten und der Beginn der neuen Mindestreserve-Erfüllungsperiode in der Regel zusammenfallen.

Zweitens wird die Laufzeit der HRGs von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt.

Diese Maßnahmen sollen im ersten Quartal 2004 in Kraft treten.

Unter Bezugnahme auf die Pressemitteilung vom 10. Juli 2002 beschließt der EZB-Rat ferner, hinsichtlich der im Jahr 2003 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte den Zuteilungsbetrag von 15 Mrd € pro Geschäft beizubehalten. Dieser Betrag berücksichtigt den erwarteten Liquiditätsbedarf des Bankensystems des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2003 und spiegelt den Wunsch des Eurosystems wider, den größten Teil der Liquidität weiterhin über die Hauptrefinanzierungsgeschäfte zur Verfügung zu stellen.

6. FEBRUAR 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,75 %, 3,75 % bzw. 1,75 % zu belassen.

6. MÄRZ 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 12. März 2003 abzuwickelnden Geschäft – um 0,25 Prozentpunkte auf 2,50 % zu senken. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 7. März 2003 um jeweils 0,25 Prozentpunkte auf 3,50 % bzw. 1,50 % zu senken.

3. APRIL 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,50 %, 3,50 % bzw. 1,50 % zu belassen.

8. MAI 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,50 %, 3,50 % bzw. 1,50 % zu belassen.

Er gibt ferner die Ergebnisse seiner Bewertung der geldpolitischen Strategie der EZB bekannt. Diese Strategie, die am 13. Oktober 1998 angekündigt wurde, besteht aus drei Hauptelementen: einer quantitativen Definition von Preisstabilität, einer herausragenden Rolle der Geldmenge bei der Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität und einer breit angelegten Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung.

Der EZB-Rat bestätigt seine im Oktober 1998 formulierte Definition von Preisstabilität, und zwar ist „Preisstabilität (...) definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das

Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Preisstabilität muss mittelfristig gewährleistet werden.“ Gleichzeitig erklärt der EZB-Rat, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abzielen wird, mittelfristig eine Preissteigerungsrate von annähernd 2 % beizubehalten.

Der EZB-Rat bestätigt, dass seine geldpolitischen Beschlüsse weiterhin auf der Basis einer umfassenden Analyse der Risiken für die Preisstabilität getroffen werden. Der EZB-Rat beschließt auch, in seinen Erläuterungen deutlich zu machen, welche Rolle die wirtschaftliche Analyse und die monetäre Analyse bei der einheitlichen Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität durch den EZB-Rat spielen.

Um die längerfristige Natur des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum als Richtwert zur Bewertung der monetären Entwicklung zu unterstreichen, beschließt der EZB-Rat ebenfalls, keine jährliche Überprüfung des Referenzwerts mehr vorzunehmen. Die zugrunde liegenden Bedingungen und Annahmen wird er jedoch auch weiterhin beurteilen.

5. JUNI 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 9. Juni 2003 abzuwickelnden Geschäft – um 0,50 Prozentpunkte auf 2,0 % zu senken. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 6. Juni 2003 um jeweils 0,50 Prozentpunkte auf 3,0 % bzw. 1,0 % zu senken.

10. JULI, 31. JULI, 4. SEPTEMBER, 2. OKTOBER, 6. NOVEMBER, 4. DEZEMBER 2003, 8. JANUAR 2004

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

12. JANUAR 2004

Der EZB-Rat beschließt, den Zuteilungsbeitrag für alle im Jahr 2004 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte von 15 Mrd € auf 25 Mrd € zu erhöhen. Das größere Zuteilungsvolumen trägt dem für 2004 erwarteten höheren Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euro-Währungsgebiet Rechnung. Den Großteil der Liquidität wird das Eurosystem allerdings weiterhin über seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitstellen. Der EZB-Rat entscheidet zu Beginn des Jahres 2005 über eine mögliche erneute Anpassung des Zuteilungsbetrags.

5. FEBRUAR, 4. MÄRZ 2004

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

10. MÄRZ 2004

Gemäß dem Beschluss des EZB-Rats vom 23. Januar 2003 wird die Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt und die Mindestreserve-Erfüllungsperiode für das Reserve-Soll des Eurosystems geändert. Sie beginnt zukünftig nicht mehr am 24. eines Monats, sondern am

Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist.

**1. APRIL, 6. MAI, 3. JUNI, 1. JULI,
5. AUGUST, 2. SEPTEMBER, 7. OKTOBER,
4. NOVEMBER 2004**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.



PUBLIKATIONEN DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK SEIT 2003

Dieses Verzeichnis soll den Leser über ausgewählte Publikationen der Europäischen Zentralbank informieren, die seit Januar 2003 veröffentlicht wurden. Bei den Working Papers werden lediglich die Veröffentlichungen von August bis Oktober 2004 aufgeführt. Die Publikationen werden von der Presse- und Informationsabteilung kostenlos an Interessenten abgegeben. Anfragen sind schriftlich an die im Impressum angegebene Postanschrift zu richten.

Eine vollständige Liste der Publikationen der Europäischen Zentralbank und des Europäischen Währungsinstituts kann auf der Website der EZB (<http://www.ecb.int>) abgerufen werden.

JAHRESBERICHT

„Jahresbericht 2002“, April 2003.

„Jahresbericht 2003“, April 2004.

AUFSÄTZE IN DEN MONATSBERICHTEN

„Die Bargeldnachfrage im Euro-Währungsgebiet im Zeichen der Euro-Bargeldumstellung“, Januar 2003.

„Ziel, Konzept and Auswirkungen des CLS-Systems“, Januar 2003.

„Der Zusammenhang zwischen Geld- und Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet“, Februar 2003.

„Wechselkurssysteme in Schwellenländern“, Februar 2003.

„Die Notwendigkeit umfassender Reformen angesichts einer alternden Bevölkerung“, April 2003.

„Entwicklung der allgemeinen Wirtschaftsstatistik für das Euro-Währungsgebiet“, April 2003.

„Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet“, April 2003.

„Jüngste Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet“, Mai 2003.

„Elektronisierung des Zahlungsverkehrs in Europa“, Mai 2003.

„Änderung der Abstimmungsregeln im EZB-Rat“, Mai 2003.

„Ergebnis der von der EZB durchgeführten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie“, Juni 2003.

„Trends bei den Bruttoanlageinvestitionen im Euro-Währungsgebiet“, Juli 2003.

„Erste Erfahrungen mit der Steuerung der Produktion und Ausgabe der Euro-Banknoten“, Juli 2003.

„Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems“, August 2003.

„Jüngste Entwicklungen im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets“, August 2003.

„Entwicklung der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets“, August 2003.

„Jüngste Entwicklung der Finanzierungsstrukturen im Euro-Währungsgebiet“, Oktober 2003.

„Die Integration der europäischen Finanzmärkte“, Oktober 2003.

„Entwicklung der Fremdfinanzierung des privaten Sektors im Euro-Währungsgebiet“, November 2003.

„Krisenbewältigung in Schwellenländern – Herausforderungen für die internationale Gemeinschaft“, November 2003.

„Die internationale Rolle des Euro: die wichtigsten Entwicklungen seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion“, November 2003.

„Die WWU und die Durchführung der Finanzpolitik“, Januar 2004.

„Umfragen zur Konjunktur-, Preis- und Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet – Merkmale und Nutzen“, Januar 2004.

„Messung und Analyse der Gewinnentwicklung im Euro-Währungsgebiet“, Januar 2004.

„Die Volkswirtschaften der beitretenden Staaten an der Schwelle zur Mitgliedschaft in der Europäischen Union“, Februar 2004.

„Entwicklung der Bilanzen im privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets und der Vereinigten Staaten“, Februar 2004.

„Die Auswirkungen der Zeitwertbilanzierung auf den europäischen Bankensektor im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität“, Februar 2004.

„Der Einfluss der Finanzpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität und die Preise“, April 2004.

„Zukünftige Entwicklung des TARGET-Systems“, April 2004.

„Die Mittelmeerpartnerstaaten im Barcelona-Prozess und ihre Beziehungen mit dem Euro-Währungsgebiet“, April 2004.

„Die Wirtschaft der EU nach dem Beitritt der neuen Mitgliedstaaten“, Mai 2004.

„Der natürliche Realzins im Euro-Währungsgebiet“, Mai 2004.

„Methoden zur Risikominderung in den Kreditgeschäften des Eurosystems“, Mai 2004.

„Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euro-Währungsgebiet: Gesamtwirtschaftliche und sektorale Trends“, Juli 2004.

„Gründe für die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors der EU seit dem Jahr 2000“, Juli 2004.

„Die europäische Verfassung und die EZB“, August 2004.

„Eigenschaften und Nutzen von Vierteljahresdaten zum Staatssektor“, August 2004.

„Euro-Banknoten: Erfahrungen der ersten Jahre“, August 2004.

„Monetäre Analyse in Echtzeit, Oktober 2004.

„Wirtschaftliche Integration in ausgewählten Regionen außerhalb der Europäischen Union“, Oktober 2004.

„Die Ölpreise und die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet“, November 2004.

„Informationsgewinnung aus Finanzmarktpreisen“, November 2004.

„Entwicklungen beim EU-Rahmen für die Finanzmarktregulierung, -aufsicht und -stabilität“, November 2004.

STATISTICS POCKET BOOK

Wird seit August 2003 monatlich veröffentlicht.

OCCASIONAL PAPERS

8. „An introduction to the ECB’s survey of professional forecasters“ von J. A. Garcia, September 2003.
9. „Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications“ von M. G. Briotti, Februar 2004.
10. „The acceding countries’ strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review“ von einem Mitarbeiterteam unter der Leitung von P. Backé und C. Thimann sowie O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl und C. Nerlich, Februar 2004.
11. „Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases“ von A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich und C. Thimann, Februar 2004.

12. „Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages“ von R. Anderton, F. di Mauro und F. Moneta, April 2004.
13. „Fair value accounting and financial stability“ von einem Arbeiterteam unter Leitung von Andrea Enria unter Mitwirkung von Lorenzo Cappiello, Frank Dierick, Sergio Grittini, Angela Maddaloni, Philippe Molitor, Fatima Pires und Paolo Poloni, April 2004.
14. „Measuring financial integration in the euro area“ von L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova und C. Monnet, April 2004.
15. „Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics“ von Henning Ahnert und Geoff Kenny, Mai 2004.
16. „Market dynamics associated with credit ratings: a literature review“ von F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland und C. Zins, Juni 2004.
17. „Corporate ‚excesses‘ and financial market dynamics“ von A. Maddaloni und D. Pain, Juli 2004.
18. „The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents“ von A. Geis, A. Mehl und S. Wredenburg, Juli 2004.
19. „Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective“ von MPC Task Force of the ESCB, Juli 2004.
20. „The supervision of mixed financial services groups in Europe“ von F. Dierick, August 2004.
21. „Governance of securities clearing and settlement systems“ von D. Russo, T. Hart, M. C. Malaguti und C. Papathanassiou, Oktober 2004.

WORKING PAPERS

380. „Optimal monetary policy under discretion with a zero bound on nominal interest rates“ von K. Adam und R. M. Billi, August 2004.
381. „Fiscal rules and sustainability of public finances in an endogenous growth model“ von B. Annicchiarico und N. Giammarioli, August 2004.
382. „Longer-term effects of monetary growth on real and nominal variables, major industrial countries, 1880-2001“ von A. A. Haug und W. G. Dewald, August 2004.
383. „Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes“ von A. T. Levin, F. M. Natalucci und J. M. Piger, August 2004.
384. „Price rigidity. Evidence from the French CPI micro-data“ von L. Baudry, H. Le Bihan, P. Sevestre und S. Tarrieu, August 2004.
385. „Euro area sovereign yield dynamics: the role of order imbalance“ von A. J. Menkveld, Y. C. Cheung und F. de Jong, August 2004.
386. „Intergenerational altruism and neoclassical growth models“ von P. Michel, E. Thibault und J.-P. Vidal, August 2004.
387. „Horizontal and vertical integration in securities trading and settlement“ von J. Tapping und J. Yang, August 2004.
388. „Euro area inflation differentials“ von I. Angeloni und M. Ehrmann, September 2004.
389. „Forecasting with a Bayesian DSGE model: an application to the euro area“ von F. Smets und R. Wouters, September 2004.
390. „Financial markets’ behavior around episodes of large changes in the fiscal stance“ von S. Ardagna, September 2004.
391. „Comparing shocks and frictions in US and euro area business cycles: a Bayesian DSGE approach“ von F. Smets und R. Wouters, September 2004.

392. „The role of central bank capital revisited“ von U. Bindseil, A. Manzanares und B. Weller, September 2004.
393. „The determinants of the overnight interest rate in the euro area“ von J. Moschitz, September 2004.
394. „Liquidity, money creation and destruction, and the returns to banking“ von R. de O. Cavalcanti, A. Erosa und T. Temzelides, September 2004.
395. „Fiscal sustainability and public debt in an endogenous growth model“ von J. Fernández-Huertas Moraga und J.-P. Vidal, Oktober 2004.
396. „The short-term impact of government budgets on prices: evidence from macroeconomic models“ von J. Henry, P. Hernández de Cos und S. Momigliano, Oktober 2004.
397. „Determinants of euro term structure of credit spreads“ von A. Van Landschoot, Oktober 2004.
398. „Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: the role of strategic similarities“ von Y. Altunbas und D. Marqués Ibáñez, Oktober 2004.
399. „Sporadic manipulation in money markets with central bank standing facilities“ von C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov und N. Valla, Oktober 2004.
400. „Cross-country differences in monetary policy transmission“ von R.-P. Berben, A. Locarno, J. Morgan und J. Valles, Oktober 2004.
401. „Foreign direct investment and international business cycle comovement“ von W. J. Jansen und A. C. J. Stokman, Oktober 2004.

SONSTIGE PUBLIKATIONEN

- „EU banking sector stability“, Februar 2003.
- „List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves“, Februar 2003.
- „Review of the foreign exchange market structure“, März 2003.
- „Structural factors in the EU housing markets“, März 2003.
- „List of Monetary Financial Institutions in the accession countries“, März 2003.
- „Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions“, März 2003.
- „Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat).
Annex 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics“, März 2003.
- „TARGET Annual Report 2002“, April 2003.
- „Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units“, April 2003.
- „Money, banking and financial market statistics in the accession countries.
Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries“, Mai 2003.
- „Money, banking and financial market statistics in the accession countries.
Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries“, Mai 2003.
- „Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods“, Mai 2003.
- „Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology“, Mai 2003.

„The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main“, Juni 2003.

„Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty“, Juni 2003.

„Developments in national supervisory structures“, Juni 2003.

„Oversight standards for euro retail payment systems“, Juni 2003.

„Towards a Single Euro Payments Area – progress report“, Juni 2003.

„Amendments to the risk control framework for tier one and tier two eligible assets“, Juli 2003.

„ECB statistics: A brief overview“, August 2003.

„Portfolio investment income: Task force report“, August 2003.

„The New Basel Capital Accord“, August 2003.

„Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures“, September 2003.

„Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20)“, 22. September 2003.

„Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications“, September 2003.

„Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties“, September 2003.

„Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries“, Oktober 2003.

„Manual on MFI interest rate statistics – Regulation ECB/2001/18“, Oktober 2003.

„European Union balance of payments/international investment position statistical methods“, November 2003.

„Money market study 2002“, November 2003.

„Background studies for the ECB’s evaluation of its monetary policy strategy“, November 2003.

„Structural analysis of the EU banking sector, Year 2002“, November 2003.

„TARGET: the Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer system – update 2003“, November 2003.

„TARGET2: the payment system of the Eurosystem“, November 2003.

„Seasonal adjustment“, November 2003.

„Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on regulatory capital review“, November 2003.

„EU banking sector stability“, November 2003.

„Review of the international role of the euro“, Dezember 2003.

„Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries“, Dezember 2003.

„Assessment of accession countries’ securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations“, Januar 2004.

„The monetary policy of the ECB“, Januar 2004.

„The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures“, Februar 2004.

„Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10“, Februar 2004.

„Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)“, Februar 2004.

„Foreign direct investment task force report“, März 2004.

„External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank“, April 2004.

„Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)“, April 2004.

„Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)“, April 2004.

„TARGET compensation claim form“, April 2004.

„Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe“, April 2004.

„The use of central bank money for settling securities transactions“, Mai 2004.

„TARGET Annual Report 2003“, Mai 2004.

„Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles“, Mai 2004.

„Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management“, Mai 2004.

„Risk Management for Central Bank Foreign Reserves“, Mai 2004.

„Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan“, Juni 2004.

„The development of statistics for Economic and Monetary Union“ von Peter Bull, Juli 2004.

„ECB staff macroeconomic projections for the euro area“, September 2004.

„Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option“, September 2004.

„Institutional provisions: Statute of the ESCB and of the ECB. Rules of procedure“, Oktober 2004.

„Konvergenzbericht 2004“, Oktober 2004.

„Standards for securities clearing and settlement in the European Union“, Oktober 2004.

„The European Central Bank – History, role and functions“, Oktober 2004.

„E-payments without frontiers“, Oktober 2004.

INFORMATIONSBROSCHÜREN

„Information guide for credit institutions using TARGET“, Juli 2003.

„TARGET 2 – the future TARGET system“, September 2004.

„TARGET – the current system“, September 2004.



GLOSSAR

Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer (compensation per employee): Umfasst sämtliche Geld- und Sachleistungen, die von einem Arbeitgeber an einen Arbeitnehmer erbracht werden. Hierzu zählen die Bruttolöhne und -gehälter sowie Sonderzahlungen, Überstundenvergütungen und die Sozialbeiträge der Arbeitgeber. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ist definiert als gesamtes Arbeitnehmerentgelt geteilt durch die Gesamtzahl der Arbeitnehmer.

Arbeitsproduktivität (labour productivity): Messgröße für das Produktionsergebnis bei einem bestimmten Arbeitseinsatz. Die Arbeitsproduktivität lässt sich auf verschiedene Arten berechnen. Meist wird sie anhand des BIP in konstanten Preisen dividiert durch die Gesamtzahl der Beschäftigten oder durch die geleisteten Gesamtarbeitsstunden gemessen.

Auslandsvermögensstatus (international investment position – i.i.p.): Bestandsstatistik, die den Wert und die Zusammensetzung der finanziellen Nettoforderungen und -verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland ausweist. Man spricht in diesem Zusammenhang auch von der Netto-Vermögensposition gegenüber dem Ausland.

Außenhandel (external trade in goods): Warenausfuhren und -einfuhren innerhalb des Euro-Währungsgebiets sowie im Handel mit Drittländern, angegeben als Wert, Volumen und Durchschnittswertindizes. Der Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets umfasst den Warenverkehr zwischen Ländern des Euroraums, der Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets umfasst den Außenhandel des Euroraums. Die Außenhandelsstatistiken sind nicht direkt mit den in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ausgewiesenen Exporten und Importen vergleichbar, da Letztere grenzüberschreitende Transaktionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets und den Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets gemeinsam erfassen und darüber hinaus nicht zwischen Waren und Dienstleistungen unterschieden wird.

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): Ergebnis der Produktionstätigkeit. Entspricht der Produktion von Waren und Dienstleistungen einer Volkswirtschaft nach Abzug der Vorleistungen zuzüglich der um Subventionen verminderten Produktions- und Importabgaben. Das BIP lässt sich nach Entstehungs-, Verwendungs- oder Verteilungskomponenten aufgliedern. Die wichtigsten Verwendungskomponenten des BIP sind private Konsumausgaben, Konsumausgaben des Staats, Bruttoanlageinvestitionen, Vorratsveränderungen sowie Exporte und Importe des Euro-Währungsgebiets (einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets).

Defizitquote (öffentliche Haushalte) (deficit ratio – general government, budget deficit ratio, fiscal deficit ratio): Das Defizit der öffentlichen Haushalte wird als Finanzierungsdefizit verstanden und entspricht der Differenz zwischen Gesamteinnahmen und -ausgaben des Staats. Die Defizitquote wird definiert als Verhältnis zwischen dem Defizit der öffentlichen Haushalte und dem Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen und ist Gegenstand eines der in Artikel 104 Absatz 2 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten fiskalpolitischen Konvergenzkriterien.

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 % des Stimmrechtsanteils). Bei den Direktinvestitionen werden der Nettoerwerb ausländischer Finanzaktiva durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet („Direktinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“) sowie der Nettoerwerb von Finanzaktiva des Euroraums durch Ansässige außerhalb des Euroraums („Direktinvestitionen im Euro-Währungsgebiet“) erfasst. Zu den Direktinvestitionen zählen Beteiligungskapital, reinvestierte Gewinne und sonstige Anlagen im Zusammenhang mit Transaktionen zwischen verbundenen Unternehmen.

Dividendenwerte (equity securities): Umfassen Eigentumsrechte an Kapitalgesellschaften. 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 (nominaler/realer) Wechselkurs des Euro (euro effective exchange rates – EERs, nominal/real): Nominale effektive Wechselkurse des Euro sind gewichtete Mittel der bilateralen Euro-Wechselkurse gegenüber den Währungen von Handelspartnern des Euro-Währungsgebiets. Die Europäische Zentralbank veröffentlicht nominale effektive Wechselkursindizes für den Euro gegenüber einem eng gefassten und einem weit gefassten Kreis von Handelspartnern. Die zugrunde gelegten Gewichtungen spiegeln den Anteil der einzelnen Partnerländer am Handel des Euro-Währungsgebiets wider. 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 eines Landes.

Einlagefazilität (deposit facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die den Geschäftspartnern die Möglichkeit bietet, täglich fällige Einlagen zum dafür festgesetzten Zinssatz bei der nationalen Zentralbank anzulegen.

EONIA (Euro Overnight Index Average): Messgröße für den Interbank-Tagesgeldsatz des Euro auf Transaktionsbasis.

Erwerbspersonen (labour force): Gesamtzahl der Beschäftigten und Arbeitslosen.

EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate): Durchschnittszinssatz, zu dem ein erstklassiges Kreditinstitut bereit ist, einem anderen Kreditinstitut mit höchster Bonität Euro-Gelder zur Verfügung zu stellen. Der EURIBOR wird täglich für Interbankeinlagen mit Laufzeiten von bis zu zwölf Monaten berechnet.

Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP): Messgröße der Verbraucherpreise, die von Eurostat ermittelt wird und für alle EU-Länder harmonisiert ist.

Hauptrefinanzierungsgeschäft (HRG) (main refinancing operation): Wöchentlich vom Eurosystem durchgeführtes Offenmarktgeschäft. Der EZB-Rat hat im Jahr 2003 beschlossen, die Laufzeit dieser Geschäfte ab März 2004 von zwei Wochen auf eine Woche zu ver-

kürzen. Die Geschäfte werden als Zinstender mit einem im Voraus bekannt gegebenen Mindestbietungssatz abgewickelt.

Implizite Volatilität (implied volatility): Messgröße für die erwartete Volatilität (Standardabweichung im Sinne der annualisierten prozentualen Veränderung) von beispielsweise Anleihe- oder Aktienkursen (oder der entsprechenden Terminkontrakte), die sich aus Optionspreisen ableiten lässt.

Index der Arbeitskosten pro Stunde (hourly labour cost index): Messgröße für die Arbeitskosten pro tatsächlich geleisteter Arbeitsstunde einschließlich der Bruttolöhne und -gehälter (darunter Sonderzahlungen jeglicher Art), der Sozialbeiträge der Arbeitgeber und sonstiger Arbeitskosten (wie Aus- und Fortbildungskosten, Anwerbungskosten, und Beschäftigungssteuern), ohne Subventionen. Die Arbeitskosten pro Stunde werden durch Division der Gesamtarbeitskosten für alle Beschäftigten durch die Anzahl der von ihnen geleisteten Arbeitsstunden (einschließlich Überstunden) ermittelt.

Index der Tarifverdienste (index of negotiated wages): Messgröße für das unmittelbare Ergebnis der Tarifverhandlungen in Bezug auf die Grundvergütung (d. h. ohne Sonderzahlungen) im Euro-Währungsgebiet. Sie bezieht sich auf die implizite durchschnittliche Veränderung der monatlichen Löhne und Gehälter.

Index der Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets (Eurozone Manufacturing Input Prices Index – EPI): Gewichtetes Mittel der aus Umfragen zur Geschäftslage im verarbeitenden Gewerbe in einer Reihe von Euro-Ländern gewonnenen Angaben zu den Vorleistungspreisen im verarbeitenden Gewerbe.

Industrielle Erzeugerpreise (industrial producer prices): Messgröße für die 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): Messgröße für die Bruttowertschöpfung durch die Industrie in konstanten Preisen.

Inflationsindexierte Staatsanleihen (inflation-indexed government bonds): Schuldverschreibungen, bei denen Kuponzahlungen und Kapitalbetrag an einen bestimmten Verbraucherpreisindex gekoppelt sind.

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors (consolidated balance sheet of the MFI sector): Wird durch Saldierung der in der aggregierten Bilanz enthaltenen Inter-MFI-Positionen (überwiegend von MFIs an MFIs vergebene Kredite) erstellt.

Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten der MFIs (MFI longer-term financial liabilities): Hierzu werden Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten, Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren sowie Kapital und Rücklagen des MFI-Sektors im Euroraum gerechnet.

Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (LRG) (longer-term refinancing operation): Monatlich vom Eurosystem durchgeführtes Offenmarktgeschäft, das in der Regel eine

Laufzeit von drei Monaten hat. Die Geschäfte werden als Zinstender mit vorangekündigtem Zuteilungsvolumen abgewickelt.

Leitkurs (central parity): Wechselkurs der am WKM II teilnehmenden Währungen gegenüber dem Euro, um den herum die Bandbreiten des WKM II festgelegt sind.

Leitzinsen der EZB (key ECB interest rates): Zinssätze, die vom EZB-Rat festgelegt werden und die den geldpolitischen Kurs der EZB widerspiegeln. Hierbei handelt es sich um den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und den Zinssatz für die Einlagefazilität.

Lohndrift (wage drift): Misst die Differenz zwischen den effektiven Lohn- und Gehaltserhöhungen und den Erhöhungen des Tarifentgelts (z. B. durch zusätzliche Faktoren wie Sonderzahlungen, Beförderungen und Klauseln über einen Ausgleich für eine unerwartet hohe Teuerung).

Lohnstückkosten (unit labour costs): Messgröße der Gesamtarbeitskosten je Produkteinheit, die für das Euro-Währungsgebiet als Quotient aus dem gesamten Arbeitnehmerentgelt und dem Bruttoinlandsprodukt in konstanten Preisen berechnet wird.

M1: Eng gefasstes Geldmengenaggregat, das den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen bei MFIs und beim Zentralstaat (z. B. bei der Post oder dem Schatzamt) umfasst.

M2: Mittleres Geldmengenaggregat, das M1, Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (d. h. kurzfristige Spareinlagen) und Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (d. h. kurzfristige Termineinlagen) bei MFIs und beim Zentralstaat umfasst.

M3: Weit gefasstes Geldmengenaggregat, das M2 und marktfähige Finanzinstrumente, d. h. 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.

MFIs (Monetäre Finanzinstitute) (MFIs – Monetary Financial Institutions): Alle Finanzinstitute, die zum Geldschöpfungssektor des Euro-Währungsgebiets gehören. Hierzu zählen die EZB, die nationalen Zentralbanken der Länder des Euro-Währungsgebiets sowie im Euroraum ansässige Kreditinstitute und Geldmarktfonds.

MFI-Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (MFI credit to euro area residents): Hierzu zählen die Buchkredite der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet sowie der MFI-Bestand an von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapieren. Letztere umfassen Aktien und sonstige Dividendenwerte sowie Schuldverschreibungen.

Mindestreservspflicht (reserve requirement): Verpflichtung eines Kreditinstituts, Mindestreserven beim Eurosystem zu unterhalten. Die Erfüllung der Mindestreservspflicht be-

misst sich anhand des tagesdurchschnittlichen Mindestreserveguthabens innerhalb einer etwa einmonatigen Mindestreserve-Erfüllungsperiode.

Monatliche Bruttoverdienste (gross monthly earnings): Messgröße für die monatlichen Bruttolöhne und -gehälter der Arbeitnehmer, einschließlich der Sozialbeiträge der Arbeitnehmer.

Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets (MFI net external assets): Umfassen die Forderungen der MFIs im Euroraum gegenüber Gebietsfremden (z. B. in Form von Gold, nicht auf Euro lautenden Banknoten, 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 von Gebietsfremden, Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und von MFIs des Euroraums begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren).

Offene Stellen (job vacancies): Messgröße für neu geschaffene Stellen, offene Stellen oder 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): Umfassen Zentralstaat, Länder, Gemeinden und Sozialversicherung. Einrichtungen der öffentlichen Hand mit Erwerbszweck, wie beispielsweise öffentliche Unternehmen, zählen grundsätzlich nicht zum Staatssektor.

Preisstabilität (price stability): Die Gewährleistung der Preisstabilität ist das vorrangige Ziel des Eurosystems. Der EZB-Rat definiert Preisstabilität als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Der EZB-Rat machte außerdem deutlich, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abziele, mittelfristig eine Preissteigerungsrate unter, aber nahe der 2 %-Marke beizubehalten.

Referenzwert für das M3-Wachstum (reference value for M3 growth): Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3, die auf mittlere Sicht mit der Gewährleistung der Preisstabilität vereinbar ist. Derzeit beträgt der Referenzwert für das jährliche M3-Wachstum 4 ½ %.

Schuldenquote (öffentliche Haushalte) (debt ratio – general government): Der öffentliche Schuldenstand ist definiert als Brutto-Gesamtschuldenstand zum Nominalwert am Jahresende nach Konsolidierung innerhalb und zwischen den einzelnen Bereichen des Staatssektors. Die Schuldenquote wird definiert als Verhältnis zwischen dem öffentlichen Schuldenstand und dem Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen und ist Gegenstand eines der in Artikel 104 Absatz 2 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten fiskalpolitischen Konvergenzkriterien.

Schuldverschreibungen (debt securities): Eine Schuldverschreibung ist das Versprechen des Emittenten (d. h. des Schuldners), dem Inhaber (Gläubiger) (eine) Zahlung(en) zu einem oder mehreren bestimmten Terminen zu leisten. In der Regel sind Schuldverschreibungen festverzinslich (mit einem Kupon ausgestattet) und/oder werden mit einem Abschlag vom Nennwert verkauft. Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr werden als langfristig eingestuft.

Spitzenrefinanzierungsfazilität (marginal lending facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die die Geschäftspartner nutzen können, um von einer nationalen Zentralbank Kredit gegen refinanzierungsfähige Sicherheiten zu einem im Voraus festgelegten Zinssatz zu erhalten.

Umfragen der Europäischen Kommission (EC surveys): Für die Europäische Kommission durchgeführte qualitative Branchen- und Verbraucherumfragen. Sie richten sich an Führungskräfte im verarbeitenden Gewerbe, im Baugewerbe, im Einzelhandel und im Dienstleistungssektor sowie an die Verbraucher. Bei den Vertrauensindikatoren handelt es sich um zusammengesetzte Indikatoren, die als arithmetisches Mittel der Salden (in %) verschiedener Komponenten berechnet werden (Einzelheiten hierzu finden sich in Tabelle 5.2 Punkt 5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“).

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 Auftragsengagements, der Beschäftigung, der Lieferzeiten der Anbieter und des Einkaufsbestands ermittelt wird. Die Umfrage im Dienstleistungssektor stellt Fragen zur gegenwärtigen und zukünftig erwarteten Geschäftsentwicklung, zu den Auftragsbeständen, zum Neugeschäft, zur Beschäftigung sowie zu den Vorleistungs- und Verkaufspreisen. Der Mehrkomponentenindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Composite Index) ergibt sich aus den kumulierten Umfrageergebnissen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor.

Verschuldung (Finanzierungsrechnung) (debt, financial accounts): Umfasst Kredite, begebene Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, die am Ende des Berichtszeitraums zu Marktkursen bewertet werden. Anders als in der jährlichen Berechnung werden Kredite von nichtfinanziellen Sektoren (z. B. Kredite zwischen verbundenen Unternehmen) oder von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets in der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung nicht erfasst.

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.

Wertpapieranlagen (portfolio investment): Erfasst wird der Nettoerwerb an von Gebietsfremden begebenen Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet (Aktiva) sowie der Nettoerwerb an von Ansässigen des Euroraums begebenen Wertpapieren durch Gebietsfremde (Passiva). Darin eingeschlossen sind Dividendenwerte, Schuldverschreibungen in Form von 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 % des Stimmrechtsanteils umfassen, verbucht.

Zinsstrukturkurve (yield curve): Beschreibt das Verhältnis von Zinssätzen für unterschiedliche Laufzeiten zu einem gegebenen Zeitpunkt. Die Steigung der Zinsstrukturkurve kann als die Differenz zwischen zwei Zinssätzen für zwei ausgewählte Laufzeiten errechnet werden.

Zinstender (variable rate tender): Tenderverfahren, bei dem die Geschäftspartner Betrag sowie Zinssatz des Geschäfts bieten, das sie mit der Zentralbank tätigen wollen.

