



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

MONATSBERICHT  
I | 2005

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

**11 | 2005**

12 | 2005

**MONATSBERICHT  
NOVEMBER**

MONATSBERICHT

ECB EZB EKT EKP

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



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



**MONATSBERICHT  
NOVEMBER 2005**

© Europäische Zentralbank, 2005

**Anschrift**

Kaiserstraße 29  
D-60311 Frankfurt am Main

**Postanschrift**

Postfach 16 03 19  
D-60066 Frankfurt am Main

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Internet**

[www.ecb.int](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 2. November 2005.*

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)



# INHALT

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>	<b>STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS</b>	<b>SI</b>
<b>WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN</b>		<b>ANHANG</b>	
Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets	9	Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	I
Monetäre und finanzielle Entwicklung	18	Publikationen der Europäischen Zentralbank seit 2004	V
Preise und Kosten	37	Glossar	XIII
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	49		
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	60		
<b>Kästen:</b>			
1 Makroökonomische Folgen hoher Ölpreise für die Schwellenländer	13		
2 Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2005	22		
3 Unterschiedliche Verlaufsmuster der statistisch ausgewiesenen Gesamtinflation und der Kerninflation	38		
4 Erwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB für das vierte Quartal 2005	45		
5 Die aktuelle konjunkturelle Erholung im Euro-Währungsgebiet im historischen Kontext	49		
6 Jüngste Entwicklung der Investitionen nach Gütergruppen	54		
<b>AUFSÄTZE</b>			
Das Preissetzungsverhalten im Euro-Währungsgebiet	67		
Entwicklung der Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet	81		
Wirtschaftliche und finanzielle Beziehungen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Russland	99		

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

Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse und unter Berücksichtigung des anhaltenden Preisauftriebs, der vor allem auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen ist, kam der EZB-Rat zu dem Ergebnis, dass der geldpolitische Kurs immer noch angemessen ist. Gleichzeitig ist im Hinblick auf die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität große Wachsamkeit geboten. Große Wachsamkeit ist auch mit Blick auf die reichliche Liquiditätsausstattung sowie das dynamische Geldmengen- und Kreditwachstum im Euroraum erforderlich. Es ist von zentraler Bedeutung, dass der Anstieg der aktuellen Inflationsraten nicht zu mittelfristigem Inflationsdruck führt und sichergestellt wird, dass die Inflationserwartungen fest auf einem Niveau verankert bleiben, das mit Preisstabilität vereinbar ist. Über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg sind sowohl die nominalen als auch die realen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet nach wie vor sehr niedrig, und der gegenwärtig sehr akkommodierende geldpolitische Kurs stützt die Konjunktur merklich.

Der EZB-Rat ging bei seiner Einschätzung zunächst auf die wirtschaftliche Analyse ein. Zwar ist das Wirtschaftswachstum durch den deutlichen Ölpreisanstieg in den letzten Quartalen gedämpft worden, doch scheint das Eurogebiet gegenüber diesem Schock eine beträchtliche Widerstandsfähigkeit an den Tag zu legen, wozu auch das verantwortungsbewusste Verhalten der Tarifpartner beiträgt. Darüber hinaus deuten die jüngsten Indikatoren auf eine derzeit günstige Konjunktorentwicklung hin. Dies stünde mit den Projektionen der EZB-Experten vom September in Einklang, wonach ab der zweiten Jahreshälfte 2005 eine allmähliche Erholung zu erwarten ist. Was das außenwirtschaftliche Umfeld betrifft, so wird den Projek-

tionen zufolge die anhaltende Zunahme der weltweiten Nachfrage die Exporte des Euro-raums stützen. Binnenwirtschaftlich wird erwartet, dass die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen sowie das robuste Wachstum der Unternehmensgewinne die Investitionstätigkeit ankurbeln. Der private Verbrauch sollte sich, weitgehend in Einklang mit der erwarteten Entwicklung des real verfügbaren Einkommens, allmählich erholen. Gleichwohl sind die Konjunkturaussichten nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet, die sich hauptsächlich aus der Ölpreisentwicklung, der Besorgnis über die weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte und dem schwachen Verbrauchervertrauen ergeben.

Was die Preisentwicklung betrifft, so hat die aktuelle, vorwiegend energiepreisbedingte Teuerung die Gesamtinflationen auf Werte von deutlich über 2 % getrieben. Laut der Vorausschätzung von Eurostat lag die am HVPI gemessene jährliche Inflationsrate im Oktober dieses Jahres bei 2,5 % gegenüber 2,6 % im September und 2,2 % in den beiden Monaten davor. Es ist davon auszugehen, dass die am HVPI gemessene jährliche Inflationsrate auf kurze Sicht erhöht bleiben wird. Wie bereits im Oktober hervorgehoben wurde, muss bei der Interpretation der aktuellen Inflationsraten klar zwischen temporären, kurzfristigen Faktoren einerseits und längerfristigen Faktoren andererseits unterschieden werden. Zwar dürften sich einige Entwicklungen als vorübergehend herausstellen, doch werden den Markterwartungen zufolge die Ölpreise vor allem aufgrund der lebhaften weltweiten Nachfrage und bis zu einem gewissen Grad auch wegen Schwächen auf der Angebotsseite auf hohem Niveau verharren. Dies deutet auf einen länger anhaltenden Einfluss der Energiepreise auf die gesamtwirtschaftliche Preisentwicklung hin.

Diese Annahme liegt der vorausschauenden Beurteilung der Preisentwicklung durch den EZB-Rat zugrunde. Gleichwohl haben sich die Lohnsteigerungen in den vergangenen Quartalen in Grenzen gehalten, und angesichts der schwachen Arbeitsmarktentwicklung dürfte sich dieser Trend vorerst fortsetzen. Zudem

bleibt der vom verarbeitenden Gewerbe ausgehende Preisdruck aufgrund des starken internationalen Wettbewerbs gering. Insgesamt wird zwar davon ausgegangen, dass die Teuerungsraten auf kürzere Sicht weiter über 2 % liegen werden, doch gibt es nach wie vor keine deutlichen Anzeichen dafür, dass sich im Euro-Währungsgebiet ein binnenwirtschaftlicher Preisdruck aufbaut.

Der EZB-Rat ist jedoch weiterhin über die mittelfristigen Aufwärtsrisiken für dieses Szenario besorgt. Wie bereits vor einem Monat dargelegt, ergeben sich diese Risiken aus anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Entwicklung am Ölmarkt, aus einem möglicherweise stärkeren Durchschlagen der Ölpreise, als dies bislang zu beobachten war, weil die höheren Ölpreise über die inländische Produktionskette an die Verbraucher weitergegeben werden, sowie aus potenziellen Zweitrundeeffekten bei der Lohn- und Preisbildung. Darüber hinaus müssen mögliche weitere Erhöhungen der administrierten Preise und indirekten Steuern in Betracht gezogen werden. Daher ist große Wachsamkeit erforderlich, um sicherzustellen, dass die mittel- und langfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum fest verankert bleiben.

Die monetäre Analyse deutet ebenfalls auf zunehmende Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht hin. Nach Maßgabe aller relevanten Messgrößen ist im Euroraum eine sehr reichliche Liquiditätsausstattung vorhanden. Darüber hinaus hat sich die seit Mitte 2004 zu beobachtende Beschleunigung des Geldmengenwachstums in den vergangenen Monaten weiter verstärkt. Für den Anstieg des Geldmengenaggregats M3 sind die liquidesten Komponenten ausschlaggebend, was den zunehmend vorherrschenden Einfluss des niedrigen Zinsniveaus bestätigt. Zudem ist das Wachstum der Kreditvergabe, vor allem der Hypothekarkredite, nach wie vor sehr kräftig. Vor diesem Hintergrund muss die Preisdynamik an einigen Wohnungsmärkten genau beobachtet werden.

Zusammengefasst weist die wirtschaftliche Analyse darauf hin, dass insbesondere die Energiepreiserhöhungen hinsichtlich der Aussichten für die kurzfristige Preisentwicklung Aufwärtskorrekturen nahe legen. Einige hierzu beitragende Faktoren dürften vorübergehender Natur sein, während mit anderen auf längere Sicht zu rechnen ist. Auf mittlere Sicht hält sich der binnenwirtschaftliche Inflationsdruck im Euro-Währungsgebiet nach wie vor in Grenzen, allerdings sind deutliche Aufwärtsrisiken zu berücksichtigen. Darüber hinaus zeigt die monetäre Analyse eine Zunahme der Risiken für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht auf. Insgesamt bestätigt die Gegenprüfung der aus den beiden Säulen gewonnenen Informationen, dass große Wachsamkeit geboten ist, um die Inflationserwartungen mit Preisstabilität in Einklang zu halten. Nur durch eine feste Verankerung der mittel- und langfristigen Inflationserwartungen auf einem Niveau, das mit Preisstabilität vereinbar ist, kann die Geldpolitik einen bedeutenden, anhaltenden Beitrag zur Erholung des Wirtschaftswachstums leisten.

Was die Finanzpolitik betrifft, so haben eine Reihe von Ländern ihre Haushaltspläne für 2006 vorgelegt. Trotz gewisser begrüßenswerter Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung geben die Aussichten für Länder mit einem übermäßigen Defizit Anlass zu großer Besorgnis, denn es besteht die Gefahr, dass die Konsolidierung nicht vorankommt und die für das laufende und das kommende Jahr eingegangenen Verpflichtungen nicht eingehalten werden. Wird die Korrektur übermäßiger Defizite weiter hinausgezögert und nach wie vor versucht, die Verfahrensschritte des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts so lax wie möglich umzusetzen, so besteht die Gefahr, dass die Glaubwürdigkeit des Pakts untergraben wird. Dies gilt es zu vermeiden. Alle an den bevorstehenden Entscheidungen Beteiligten tragen die maßgebliche Verantwortung dafür, dass das ordnungsgemäße Funktionieren des finanzpolitischen Rahmens für die Zukunft sichergestellt wird. Dies wäre die wirksamste Methode, um die Wachstumsaussichten im Eurogebiet zu ver-

bessern und Vertrauen in die öffentlichen Finanzen aufzubauen, bevor die durch die Bevölkerungsüberalterung bedingten Herausforderungen zum Tragen kommen. Der EZB-Rat fordert daher die Länder mit Haushaltsungleichgewichten nachdrücklich auf, der rechtzeitigen Korrektur dieser Ungleichgewichte Vorrang einzuräumen und den reformierten Pakt rigoros umzusetzen. Dies wird der Öffentlichkeit das richtige Signal geben und die Glaubwürdigkeit des finanzpolitischen Regelwerks stärken.

Was die Strukturreformen angeht, so betont der EZB-Rat erneut die dringende Notwendigkeit, die Flexibilität der Arbeits- und Gütermärkte zu erhöhen, um die Dynamik und Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft zu steigern und die Anpassungsprozesse im Euroraum zu fördern. Die Möglichkeiten, die sich aus der Globalisierung und dem raschen technischen Fortschritt ergeben, können am besten genutzt werden, wenn der Strukturwandel zugelassen und beschleunigt wird, um das Potenzial- und Beschäftigungswachstum zu fördern. Dies würde durch eine erhöhte Energieeffizienz und Energieeinsparung auch die notwendige Anpassung an das höhere Ölpreisniveau erleichtern und gleichzeitig verzerrende Maßnahmen verhindern, die den Anpassungsprozess erschweren.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste liefert eine Zusammenfassung der aktuellen Erkenntnisse über das Preissetzungsverhalten im Eurogebiet. Dabei stützt er sich im Wesentlichen auf Untersuchungen, die das Eurosystem im Rahmen des so genannten Inflation Persistence Network durchgeführt hat. Der zweite Aufsatz analysiert die Finanzierungsbedingungen, die Entwicklung der Unternehmensfinanzierung sowie die Bilanzpositionen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet in den vergangenen zehn Jahren. Der dritte Aufsatz untersucht die wirtschaftlichen und finanziellen Beziehungen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Russland und gibt einen Einblick in die Zusammenarbeit zwischen dem Eurosystem und der Bank von Russland.





# WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

## I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die Weltwirtschaft expandiert insgesamt weiterhin mit relativ robustem Tempo. Der Anstieg der Energiepreise trägt zwar zu einer höheren Teuerung auf der Verbraucherstufe bei, doch der zugrunde liegende Inflationsdruck hält sich nach wie vor in Grenzen. Wengleich die gestiegenen Ölpreise Abwärtsrisiken in Bezug auf das globale Wachstum darstellen, bleiben die Aussichten für das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets vergleichsweise günstig.

### I.1 WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN

Die Weltwirtschaft expandiert weiter mit recht robustem Tempo. Jüngste Datenveröffentlichungen zeigen, dass die Auswirkungen der Hurrikane auf die US-Wirtschaft offenbar relativ begrenzt waren und die wirtschaftliche Grunddynamik nach wie vor verhältnismäßig stark ist. Die Erholung der japanischen Wirtschaft scheint sich auszuweiten, während das Wachstum in China mehr oder minder ungebremst anhält. In einer Reihe von Ländern – vor allem in den Vereinigten Staaten – ist die Verbraucherpreisinflation in letzter Zeit gestiegen, was zu einem großen Teil auf die erhöhten Preise für Öl- und Mineralölenergie zurückzuführen ist. Dessen ungeachtet hält sich die Teuerung der Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel bislang in recht engen Grenzen. Im August legten die Verbraucherpreise in den OECD-Ländern insgesamt zwar um durchschnittlich 2,8 % gegenüber dem Vorjahr zu, doch ohne Nahrungsmittel und Energie belief sich die Rate nur auf 1,8 % (siehe Abbildung 1).

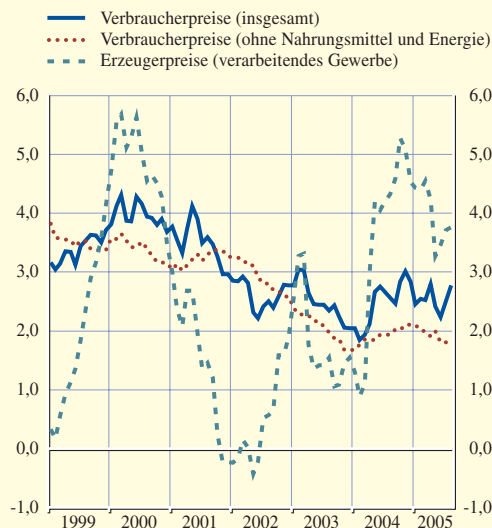
#### VEREINIGTE STAATEN

Trotz des Anstiegs der Energiepreise und der zerstörerischen Folgen der Wirbelstürme wuchs die US-Wirtschaft im dritten Quartal 2005 stetig weiter. Vorausschätzungen zufolge lag das BIP-Wachstum im dritten Vierteljahr auf Jahresrate hochgerechnet bei 3,8 % (nach 3,3 % im zweiten Quartal); Grund hierfür waren unter anderem ein geringerer Rückgang der Lagerinvestitionen sowie eine Ausweitung des Staatsverbrauchs auf Bundesebene und eine Zunahme der Bruttoinvestitionen. Die Konsumausgaben der privaten Haushalte zogen stark an, und auch die Anlageinvestitionen der Unternehmen wuchsen kräftig weiter, allerdings schwächer als im zweiten Quartal. Vom Außenhandel ging ein geringfügig positiver Beitrag zum BIP-Wachstum aus, da die Exporte leicht anstiegen und die Importe stabil blieben.

Trotz der gesamtwirtschaftlichen Erholung im dritten Jahresviertel schlugen sich die negativen Auswirkungen der Hurrikane auf die US-Wirtschaft deutlich in den jüngsten Datenveröffentlichungen nieder. So sank die Industrieproduktion im September weitgehend aufgrund der Ausfälle in der Ölproduktion. Auch der Rückgang im verarbeitenden Gewerbe betraf überwiegend die ölabhängigen Erzeugnisse. Die Beschäftigungslage war jedoch nach wie vor recht solide, da der große Verlust von Arbeitsplätzen in den von den Wirbelstürmen heimgesuchten Regionen zu ei-

Abbildung 1 Preisentwicklung in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: OECD.

nem großen Teil durch die Schaffung neuer Arbeitsplätze in der übrigen Wirtschaft ausgeglichen wurde. Die Indikatoren des privaten Verbrauchs und der Anlageinvestitionen der Unternehmen haben sich geringfügig verbessert.

Dank der Ausgaben für den Wiederaufbau bleiben die gesamtwirtschaftlichen Aussichten auf kurze Sicht jedoch günstig, da die Konjunktur unverändert durch solide Fundamentaldaten gestützt wird. Das Wachstum der Arbeitsproduktivität hat sich zwar kürzlich verlangsamt, bleibt aber vergleichsweise dynamisch. Die Anlageinvestitionen der Unternehmen dürften weiter kräftig zulegen, während die privaten Konsumausgaben wohl allmählich auf ein tragfähigeres Niveau zurückkehren werden.

Aufgrund der außergewöhnlich stark gestiegenen Energiepreise kletterte die jährliche VPI-Gesamtinflation im September auf 4,7 %. Ohne Nahrungsmittel und Energie belief sich die Teuerung in jenem Monat auf 2,0 %. Der von einer Erhöhung der Rohstoffkosten ausgehende und durch die Wirbelstürme verstärkte Preisaufrtrieb könnte sich als vorübergehend erweisen, sofern sich die Faktoren, die zu den Preissteigerungen beigetragen haben, allmählich abschwächen.

In geldpolitischer Hinsicht beschloss der Offenmarktausschuss der US-Notenbank auf seiner Sitzung am 1. November, den Zielzinssatz für Tagesgeld zum zwölften Mal in Folge um 25 Basispunkte auf nun 4,0 % anzuheben. Dabei wiederholte der Ausschuss seine Erklärung, dass man den akkommodierenden geldpolitischen Kurs wohl in maßvollen Schritten zurücknehmen könne.

## JAPAN

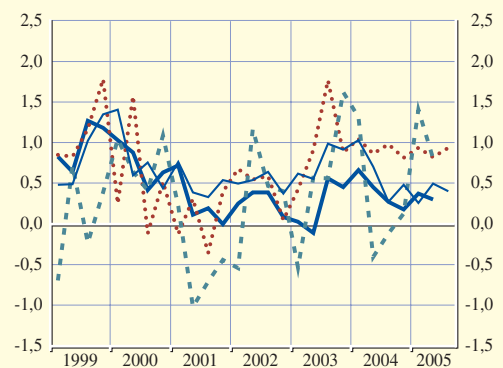
In Japan hat die Konjunktur seit Anfang 2005 stetig an Schwung gewonnen. In den ersten beiden Quartalen wuchs das reale BIP um 5,8 % bzw. 3,3 % gegenüber dem Vorjahr, was vor allem dem kräftigen Wachstum der privaten Inlandsnachfrage zu verdanken ist. Die jüngsten Konjunkturindikatoren (zum Beispiel die Industrieproduktion) deuten darauf hin, dass sich das Wachstum im dritten Quartal dieses Jahres gegenüber den sehr hohen Raten im ersten Halbjahr etwas verlangsamt haben könnte.

**Abbildung 2 Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern**

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

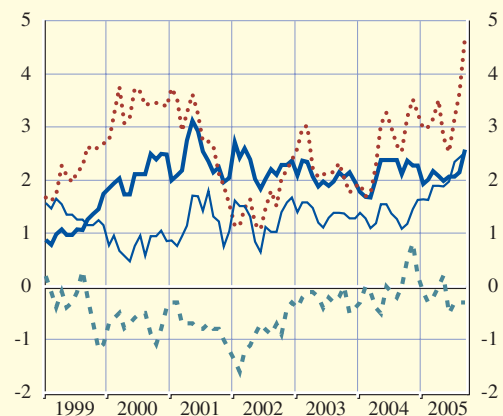
### Produktionswachstum<sup>1)</sup>

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Quartalswerte)



### Inflationsraten<sup>2)</sup>

(Verbraucherpreise; Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



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

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

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

Die kurzfristigen Geschäftsaussichten der Unternehmen bleiben aber dennoch günstig; dies zeigen auch die von der japanischen Regierung für August ermittelten Werte des Vorlaufindikators für die Geschäftslage der Unternehmen und des Economy Watchers' Survey, das auf den Antworten von Angestellten im Einzelhandelssektor basiert. Mittelfristig gesehen sind die wirtschaftlichen Aussichten positiv, was unter anderem Fortschritten bei der Durchführung von Strukturformen insbesondere am Arbeitsmarkt und im Bankensektor zu verdanken ist.

Was die Preisentwicklung im September betrifft, so lag die Jahresänderungsrate des gesamten VPI bei -0,3 % und des VPI ohne frische Nahrungsmittel bei -0,1 %. Unterdessen stiegen die am inländischen Corporate-Goods-Price-Index gemessenen Erzeugerpreise infolge der hohen Rohstoffpreise weiter an. Im September legten die inländischen Erzeugerpreise um 1,7 % gegenüber dem Vorjahr zu. Die Ergebnisse der von der Bank von Japan durchgeführten Tankan-Unternehmensbefragung zeigen, dass die Firmen im verarbeitenden Gewerbe in den letzten Quartalen mehrheitlich eine ungünstige Kombination aus steigenden Vorleistungspreisen und sinkenden Verkaufspreisen beobachtet haben. Die gegenläufige Entwicklung bei den Vorleistungs- und Verkaufspreisen könnte – insbesondere im verarbeitenden Sektor – zu einer geringeren Rentabilität der Unternehmen führen.

Auf ihrer Sitzung am 31. Oktober beschloss die Bank von Japan, den Zielkorridor für die bei ihr unterhaltenen Girokontoguthaben der Banken unverändert bei etwa 30 Billionen JPY bis 35 Billionen JPY zu belassen. Gleichzeitig wies die japanische Notenbank in ihrer entsprechenden Pressemitteilung erneut darauf hin, dass die Guthaben gegebenenfalls unter die untere Schwelle des Zielbands fallen dürfen, wenn die Liquiditätsnachfrage aufgrund technischer Faktoren außergewöhnlich gering ist.

### **VEREINIGTES KÖNIGREICH**

Im Vereinigten Königreich entwickelt sich die Wirtschaftstätigkeit weiter verhalten. Der ersten Schätzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zufolge wuchs das reale BIP im dritten Vierteljahr 2005 mit einer Quartalsrate von 0,4 % und war damit weitgehend unverändert gegenüber den ersten beiden Quartalen des Jahres (0,3 % bzw. 0,5 %), aber deutlich schwächer als im gesamten letzten Jahr. Ausschlaggebend für diese Entwicklung und dadurch auch für die zu erwartende Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im Gesamtjahr 2005 sind hauptsächlich die niedrigen Konsumausgaben der privaten Haushalte und eine gedämpfte Investitionstätigkeit.

Die jährliche HVPI-Inflationsrate zog im September weiter an (auf 2,5 %), was in erster Linie den sprunghaft gestiegenen Energiepreisen zuzuschreiben war. Die Jahreswachstumsrate der Preise für Wohneigentum (nach dem Halifax-Hauspreisindex), die bis Juli gesunken war, nimmt seitdem wieder zu. Am Arbeitsmarkt sind erste Anzeichen einer Entspannung zu erkennen. Die Zahl der Arbeitslosen mit Anspruch auf Arbeitslosengeld hat sich zwar erhöht, doch die offizielle Arbeitslosenquote und die Durchschnittsverdienste sind praktisch unverändert geblieben.

### **ANDERE EUROPÄISCHE LÄNDER**

Die konjunkturellen Aussichten in vielen anderen nicht dem Euroraum angehörenden Ländern sind allem Anschein nach recht günstig. Das Produktionswachstum dürfte im dritten Quartal 2005 in den meisten Ländern relativ robust bleiben. Die HVPI-Inflation hat sich indes im September allgemein weiter erhöht, was vorwiegend auf die gestiegenen Energiepreise zurückzuführen ist.

In Dänemark und Schweden stieg die Quartalsrate des realen BIP-Wachstums im zweiten Viertel dieses Jahres auf 1,6 % bzw. 0,6 %. Teilweise gestützt durch die niedrigen Zinsen waren der private Konsum und die Investitionen weiterhin die wichtigsten Wachstumstreiber. Im Jahr 2005 insgesamt dürfte sich die Konjunktur in diesen beiden Volkswirtschaften nach wie vor recht robust entwickeln. Die Teuerung nach dem HVPI stieg im September in beiden Ländern abermals an. Während jedoch die höheren Energie- und Nahrungsmittelpreise die jährliche HVPI-Inflation in Dänemark auf ein Zweijahreshoch (2,4 %) trieben, blieb sie in Schweden aufgrund eines starken Wettbewerbs und hoher Produktivitätszuwächse relativ moderat (1,1 %).

In den drei größten neuen EU-Mitgliedstaaten deuten die aktuellen Indikatoren darauf hin, dass sich das reale BIP-Wachstum nach wie vor recht günstig entwickeln wird. Allerdings gibt es gewisse Unterschiede zwischen den Ländern: In der Tschechischen Republik und in Ungarn ist davon auszugehen, dass das jährliche Produktionswachstum, das sich im zweiten Quartal dieses Jahres auf 5,1 % bzw. 4,0 % beschleunigte, recht robust bleiben wird. Die wirtschaftliche Aktivität in der Tschechischen Republik scheint vor allem von der Auslandsnachfrage getragen zu sein, während in Ungarn sowohl die Auslandsnachfrage als auch das Investitionswachstum das reale BIP-Wachstum zusätzlich beflügeln. In Polen dürfte sich das Wachstum des realen BIP, das sich im zweiten Quartal weitgehend gestützt auf die Inlandsnachfrage auf 1,0 % gegenüber dem Vorjahr belief, beschleunigen.

Trotz des von der Energiekomponente ausgehenden Preisauftriebs blieb die HVPI-Jahresinflation im September in Ungarn und Polen praktisch unverändert (bei 3,6 % bzw. 1,8 %). Grund hierfür waren günstige Entwicklungen bei den Nahrungsmittelpreisen und die jüngsten Aufwertungsstendenzen der Landeswährungen. In der Tschechischen Republik reichten die zuletzt genannten Faktoren allerdings nicht aus, um den Preisdruck infolge der gestiegenen Energiepreise auszugleichen, sodass sich die jährliche HVPI-Teuerungsrate im September auf 2,0 % erhöhte. Vor dem Hintergrund einer Eintrübung der Inflationsaussichten hob die tschechische Zentralbank am 27. Oktober den Leitzins um 25 Basispunkte auf 2,0 % an.

#### **ASIEN (OHNE JAPAN)**

In Asien (ohne Japan) nimmt das Wirtschaftswachstum weiter in robustem Tempo zu. In China und Südkorea übertraf der Anstieg des realen BIP im dritten Quartal die Erwartungen der Marktteilnehmer. Die Entwicklung der Exporte steht in den meisten großen Volkswirtschaften dieser Region im Zeichen eines weiteren Aufschwungs, der unter anderem einer Zunahme der Ausfuhren von IT-Produkten zuzuschreiben ist. Unterdessen zog die Inlandsnachfrage weiter an, was zusammen mit den hohen Ölpreisen dazu führte, dass die VPI-Teuerungsrate in einer Reihe der größeren Länder nach oben getrieben wurde. Infolgedessen haben mehrere Zentralbanken jetzt begonnen, die Leitzinsen anzuheben.

In China expandiert die Wirtschaft nach wie vor in raschem Tempo; so wuchs das BIP im dritten Quartal 2005 im Vorjahresvergleich um 9,4 % gegenüber 9,5 % im ersten Halbjahr. Zu dieser Wirtschaftsleistung trugen sowohl die robuste Inlandsnachfrage als auch die steigenden Exporte bei. Die städtischen Anlageinvestitionen und die Industrieproduktion blieben im September sehr hoch und nahmen im Vorjahresvergleich um 29,4 % bzw. 16,5 % zu. Im selben Monat zog das Importwachstum kräftig an, während sich der Exportzuwachs abschwächte, was sich in einem leichten Rückgang des Handelsbilanzüberschusses niederschlug. Was die Preisentwicklung betrifft, so ließ der Inflationsdruck weiter nach, und die jährliche VPI-Inflation setzte ihre Abwärtsbewegung fort (auf 0,9 % im September). Der relativ gedämpfte Einfluss der hohen Ölpreise auf die Teuerung in China spiegelt das geringe Gewicht der Energiekomponente im VPI-Warenkorb

sowie die staatliche Kontrolle der Benzinpreise wider. In Kasten 1 wird im Einzelnen dargelegt, inwieweit sich der Anstieg der Ölpreise in dieser Region und in anderen ausgewählten Schwellenländern auf die außenwirtschaftlichen Bilanzen, die Preise und die öffentlichen Finanzen ausgewirkt hat.

Die wirtschaftlichen Aussichten für Asien (ohne Japan) bleiben recht positiv. Ausschlaggebend hierfür sind eine kontinuierliche Ausweitung der Inlandsnachfrage und eine anhaltende Belebung des Exportwachstums. Das kräftige Wachstum der chinesischen Wirtschaft dürfte den regionalen Handel stärken. Die hohen Ölpreise stellen auch künftig ein großes Risiko für diese Region dar.

### LATEINAMERIKA

In Lateinamerika weisen die jüngsten Datenveröffentlichungen auf eine weiterhin recht rege Wirtschaftstätigkeit hin. Das Produktionswachstum wird nach wie vor von den Exporten angetrieben, während sich die Inlandsnachfrage in jüngster Zeit als robust erwiesen hat. Im August wuchs die Industrieproduktion in Brasilien um 3,8 % und in Mexiko um 2,1 % (jeweils im Vorjahresvergleich), während sie in Argentinien im September um 8,6 % zunahm. Die wirtschaftlichen Aussichten der Region sind positiv. Die Inlandsnachfrage dürfte sich weiter festigen und die erwartete Abschwächung der zurzeit sehr positiven Entwicklung der Auslandsnachfrage wettmachen. Es wird davon ausgegangen, dass auch die angesichts der deutlichen Preisberuhigung sinkenden Finanzierungskosten das Wachstum unterstützen werden.

#### Kasten 1

### MAKROÖKONOMISCHE FOLGEN HOHER ÖLPREISE FÜR DIE SCHWELLENLÄNDER

Die anhaltend hohen Ölpreise haben in den letzten Jahren durch ihre Auswirkungen auf die außenwirtschaftlichen Bilanzen, die Inflation, die Geld- und Wechselkurspolitik und die öffentlichen Finanzierungssalden ihre Spuren in den aufstrebenden Volkswirtschaften hinterlassen. Der Ölpreisanstieg seit dem Jahr 2002 hat zu deutlichen Verbesserungen der Außenwirtschaftsbilanzen und öffentlichen Finanzierungssalden der meisten Nettoölexporture geführt, während er die Inflation und die realen Wechselkurse vieler Länder offenbar kaum beeinflusst hat. Noch bemerkenswerter ist vielleicht, dass sich die Außenwirtschaftsbilanzen und staatlichen Finanzierungssalden der meisten Schwellenländer, die Nettoölimporteure sind, insgesamt als widerstandsfähig gegenüber den höheren Ölpreisen erwiesen haben und sich die Ölverteuerung bis zum Jahr 2004 nur sehr begrenzt in der heimischen Inflation niedergeschlagen hat. Seit 2005 verschlechtert sich allerdings die außenwirtschaftliche und finanzielle Lage einiger Volkswirtschaften, die Nettoölimporteure sind (insbesondere der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens), was anscheinend teilweise mit dem weiteren Anstieg der Ölpreise zusammenhängt.

#### Auswirkungen auf die außenwirtschaftlichen Bilanzen

Die Leistungsbilanzpositionen vieler Öl importierender und exportierender Volkswirtschaften in Lateinamerika, Asien und dem Nahen Osten waren in den vergangenen Jahren durch eine stabile Entwicklung gekennzeichnet. Die Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse der Nettoölexporture sind seit 2002 allgemein deutlich gestiegen. Dies führte besonders in den Ländern, in denen der Ölsektor die Wirtschaftsaktivität bestimmt, zu einem höheren BIP-Wachs-

## Leistungsbilanz, Inflation und Finanzierungssalden in ausgewählten Schwellenländern

	Leistungsbilanz in % des BIP			VPI <sup>1)</sup> gegen Vorjahr, Stand am Ende des Berichtszeitraums			Finanzierungssaldo in % des BIP		
	2002	2004	2005 <sup>2)</sup>	2002	2004	2005 <sup>3)</sup>	2002	2004	2005 <sup>2)</sup>
<b>Nettoölexporteure</b>									
Argentinien	8,5	2,0	1,3	41,0	6,1	10,8	-11,7	-1,6	0,2
Malaysia	8,4	12,6	13,5	1,7	2,1	2,0	-5,6	-4,3	-3,5
Mexiko	-2,1	-1,1	-1,1	5,7	5,2	3,8	-1,6	-0,3	-0,7
Russland	9,0	10,3	13,2	15,0	11,7	11,9	1,3	4,4	8,6
Saudi-Arabien	6,3	20,5	32,4	0,2	0,3	0,6	-5,9	9,6	17,5
Venezuela	8,2	12,7	15,9	31,2	19,2	20,4	-6,0	-3,8	-1,4
<b>Nettoölimporteure</b>									
Brasilien	-1,7	1,9	1,7	14,7	6,1	4,0	-0,8	-1,5	-3,8
Chile	-0,9	1,5	0,3	2,8	2,4	2,7	-1,2	2,2	2,8
China	2,8	4,2	6,1	-0,4	2,4	2,3	-3,3	-1,7	-1,7
Indien	1,4	-0,1	-1,8	6,0	5,3	5,5	-6,1	-4,5	-4,5
Indonesien	3,9	1,2	-0,4	10,0	6,4	7,8	-1,5	-1,4	-1,6
Korea	1,0	4,1	2,0	3,7	3,0	2,7	2,3	2,3	2,2
Thailand	5,5	4,5	-2,5	1,6	2,9	3,0	-2,3	0,3	0,5
<b>Nachrichtlich:</b>									
Lateinamerika und Karibik	-0,9	0,9	0,9	8,7	6,5	6,3	-3,1	-1,5	-2,1
Asiatische Schwellenländer	3,7	4,1	3,7	1,8	4,0	3,9	-3,5	-2,2	-2,3
Naher Osten und Nordafrika	4,0	11,0	19,0	5,7	7,3	8,4	-2,1	1,6	5,9
Industrieländer	-0,8	-1,0	-1,3	1,5	2,0	2,2	-2,4	-2,8	-2,6

Quellen: WEO- und IIF-Datenbanken.

1) Für Saudi-Arabien und regionale Aggregate Jahresdurchschnitt.

2) WEO-Prognosen September 2005.

3) IIF-Prognosen 2005.

tum. Es wäre zu erwarten gewesen, dass sich die Außenwirtschaftsbilanzen der per saldo Öl importierenden Volkswirtschaften aufgrund des spürbaren Anstiegs der Ölpreise verschlechterten. Die meisten Länder verzeichnen aber weiter hohe und im Vergleich zu 2002 sogar steigende Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse (siehe Tabelle). Das kräftige Exportwachstum in den Volkswirtschaften der Nettoölimporteure in den Jahren 2003 und 2004 glich den Anstieg der Ölimporte mehr als aus. Haupttriebkräfte der Exporte in diesem Zeitraum waren die größere Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft, höhere Preise für andere Rohstoffe als Öl (was insbesondere den lateinamerikanischen Volkswirtschaften zugute kam) und die rege Nachfrage nach IKT-Produkten (wovon vor allem die asiatischen Schwellenländer profitierten).

Im Jahr 2005 schwächte sich das Wachstum der Exporte in großen Teilen Asiens jedoch merklich ab. Ausschlaggebend hierfür waren sowohl die langsamer wachsende Nachfrage nach IKT-Gütern als auch das erheblich geringere Importwachstum Chinas. Die Preise für Rohstoffe ohne Brennstoffe blieben zwar hoch, gaben im Vergleich zu 2004 aber nach, und die Inlandsnachfrage zog in einigen dieser Länder wieder an. Angesichts der anhaltend hohen Importausgaben und der möglichen Abschwächung der Nachfrage aus den reifen Volkswirtschaften steht zu erwarten, dass die Leistungsbilanzüberschüsse der meisten Schwellenländer Asiens (mit Ausnahme Chinas) 2005 und darüber hinaus beträchtlich sinken werden (siehe Tabelle). In geringerem Maße gilt dies auch für viele lateinamerikanische Volkswirtschaften.

Ein weiterer Faktor, der bei der gegenwärtigen Entwicklung der Leistungsbilanzen eine Rolle spielt, ist die relative Ölabhängigkeit der Schwellenländer. Diese Länder sind überwiegend noch immer weniger effiziente Energieverbraucher als die G-7-Staaten. In manchen Ländern hat aber ein viel geringerer Ölanteil an ihrem gesamten inländischen Energiekonsum die Auswirkungen der höheren Ölpreise auf die Außenwirtschaftsbilanzen in Grenzen gehalten. China und Indien beispielsweise, die an dritter bzw. neunter Stelle der größten Nettoölimporteure der Welt stehen und die beiden aufstrebenden Volkswirtschaften mit der im Jahr 2004 am stärksten gestiegenen Ölnachfrage sind, decken mit Öl nur 20 % ihres gesamten Energiebedarfs, verglichen mit einem Anteil von rund 40 % in den G-7-Volkswirtschaften. Außerdem bedeutet die überproportional starke Nutzung von Kohle als Hauptenergieträger sowohl in China als auch in Indien, dass beide Volkswirtschaften weniger Öl je BIP-Einheit (in Kaufkraftparitäten gerechnet) verbrauchen als fortgeschrittene Volkswirtschaften wie die Vereinigten Staaten. Viele lateinamerikanische Länder – darunter auch einige wichtige Nettoölexporture wie Venezuela – verwenden für ihre Stromerzeugung zudem vorwiegend Wasserkraft anstelle von Öl.

### Auswirkungen auf die Inflation

Höhere Öleinnahmen haben in den meisten Ländern, die Nettoölexporture sind, nicht zu einer höheren Binneninflation geführt. Die Inflationsraten sind im Gegenteil in vielen dieser Länder von 2002 bis 2004 gesunken. Der Anstieg der Ölpreise hat zwar die Leistungsbilanzüberschüsse in vielen Ländern beträchtlich steigen lassen, doch bewirkte dies keine nominale Wechselkursaufwertung. Länder, die die Inflation relativ gut unter Kontrolle halten konnten und ihre Währungen an den US-Dollar gebunden haben, verzeichneten sogar eine Abwertung ihrer realen effektiven Wechselkurse. Etliche dieser Länder haben mit den höheren Ölerlösen auch ihre Auslandsschulden abgebaut und auf diese Weise den Einfluss der ölbedingten Mittelzuflüsse auf das inländische Geldmengenwachstum begrenzt. Einige Länder, wie etwa Russland, verzeichnen jedoch tatsächlich seit 2002 eine reale effektive Aufwertung, oder ihre Währungen sind – wie in Kolumbien und Mexiko – im Verlauf des Jahres 2005 unter einen solchen Aufwertungsdruck geraten.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften, die Nettoölimporteure sind, finden die hohen Ölpreise bislang einen bemerkenswert geringen Niederschlag in der Inflationsrate. Zwar hat sich die Teuerung in der Zeit von 2002 bis 2004 in einigen Ländern (zum Beispiel in Thailand und Peru) beschleunigt, doch ging sie in anderen Ländern (wie beispielsweise in Brasilien, Indien, Indonesien, Korea und Chile) zurück. Die Gründe für diesen Inflationsrückgang zwischen 2002 und 2004 sind mannigfaltig und beinhalten Faktoren, die nichts mit den Ölpreisen zu tun haben. Dazu zählen zum Beispiel eine schwache Binnennachfrage (Korea), eine Phase geldpolitischer Straffung (Brasilien), eine nominale Wechselkursaufwertung (Chile) und ein langsamerer Anstieg der Nahrungsmittelpreise (Indonesien und Indien). Bis zu einem gewissen Grad wurde die Transmission der gestiegenen Ölpreise in die Inlandspreise auch durch Kraftstoffsubventionen und andere längerfristige staatliche Maßnahmen gebremst. Allerdings schlugen die hohen Ölpreise im laufenden Jahr stärker auf die inländische Inflation durch, und zwar besonders in denjenigen asiatischen Schwellenländern, in denen die Kraftstoffsubventionen gekürzt wurden und die ihre Währungen gegenüber dem US-Dollar abgewertet haben (Indonesien und Thailand zum Beispiel).



### **Auswirkungen auf die staatlichen Finanzierungssalden**

Was die Auswirkungen der höheren Ölpreise auf die staatlichen Finanzierungssalden betrifft, so hat sich die Lage der öffentlichen Finanzen der Nettoölexporteur im Allgemeinen deutlich verbessert, wenngleich einige von ihnen trotz des Ölpreisanstiegs nach wie vor Finanzierungsdefizite aufweisen (beispielsweise Malaysia, Venezuela und Mexiko). In den meisten Fällen bildeten hohe staatliche Finanzierungsüberschüsse in der Regel die Grundlage für eine gesamtwirtschaftliche Konsolidierung, insbesondere in Ländern mit streng kontrollierten Wechselkursen. Einige Nettoölexporteur (vor allem in Lateinamerika) führten nicht nur ihre Gesamtverschuldung zurück, sondern versuchen auch mit einem strategischen Schuldenmanagement Laufzeit- und Tilgungsprofil ihrer Staatsschulden zu verbessern. Diese Entwicklung wird auch durch die günstigen Finanzierungsbedingungen in den Schwellenländern unterstützt.

Auch in Volkswirtschaften, die Nettoölimporteur sind, haben sich u. a. aufgrund höherer Staatseinnahmen im Zeitraum von 2002 bis 2004 – trotz der zum Teil hohen Kosten für die Aufrechterhaltung der Kraftstoffsubventionen – die öffentlichen Finanzierungssalden verbessert; die Mehreinnahmen resultierten aus dem kräftigen Wirtschaftswachstum und in einigen Fällen auch aus dem Anstieg der Rohstoffausfuhren (ohne Kraftstoffe). Allerdings wird es immer kostspieliger, die Kraftstoffsubventionen und Preisobergrenzen – die bei den Nettoölimporteur, und hier besonders in den Schwellenländern Asiens, weit verbreitet sind – aufrechtzuerhalten. Im Jahr 2005 dürften die Kosten zur Finanzierung dieser Subventionen in Indonesien schätzungsweise 5,5 %, in Malaysia 3,1 % und in Indien 1,1 % des BIP erreichen. Die Kraftstoffsubventionen schlagen sich in Ländern, in denen sie direkt vom Staat finanziert werden (beispielsweise in Indonesien) in höheren Staatsausgaben nieder, oder sie schmälern die Unternehmensgewinne in Ländern, in denen die Kosten durch Preisobergrenzen in die Bilanzen der staatseigenen Raffinerien verlagert werden (zum Beispiel in China und Indien). In manchen Ländern, darunter auch China, gibt es Anzeichen dafür, dass diese Politik zu Angebotsengpässen bei Mineralölerzeugnissen führt, weil einige Anbieter den Inlandsmarkt nur ungern zu Preisen bedienen, die unter dem international üblichen Niveau liegen. Die implizit mit diesen Kraftstoffsubventionen und administrativen Maßnahmen bei zugleich anhaltend hohen Ölpreisen verbundenen Risiken für die öffentlichen Haushalte veranlassen inzwischen viele Schwellenländer Asiens, diese Maßnahmen zurückzufahren (so etwa in Indonesien, Malaysia, Thailand, China und Indien).

Diese Kursänderungen stehen auch im Einklang mit der jüngsten Erklärung der G-7-Staaten vom September 2005, in der alle Länder aufgefordert werden, Subventionen und Preisobergrenzen zu vermeiden, die den inländischen Kraftstoffpreis künstlich senken und zu einer anhaltend hohen globalen Ölnachfrage beitragen. Darüber hinaus wurde in der Erklärung hervorgehoben, dass es wichtig sei, die Energieeffizienz in Entwicklungsländern zu steigern. Diese Appelle könnten besonders für einige aufstrebende Volkswirtschaften von Bedeutung sein, die Energie zurzeit offenbar deutlich weniger effizient nutzen als die G-7-Länder.

## I.2 ROHSTOFFMÄRKTE

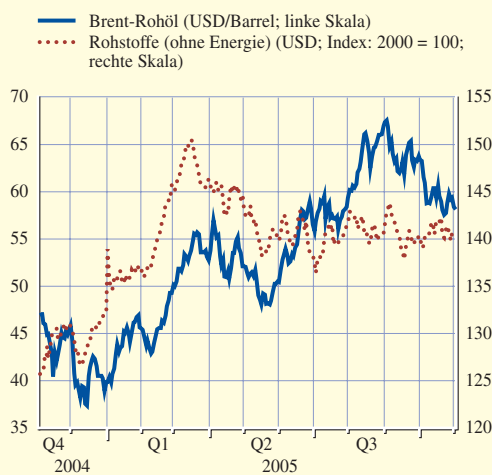
Im Oktober gingen die Ölpreise gegenüber den Anfang September erreichten Allzeithochständen zurück, nachdem die US-Ölbestände stärker als erwartet zugenommen hatten und es erste Hinweise darauf gab, dass sich die Ölnachfrage (obgleich vielleicht nur vorübergehend) auch durch die Hurrikane in den Vereinigten Staaten verringert hat. Am 2. November betrug der Preis für Rohöl der Sorte Brent 58,1 USD und lag damit 14 % unter seinem Spitzenwert im September, aber immer noch 46 % über seinem Stand zu Jahresbeginn. Auch die Benzinpreise sanken im Oktober; sie kehrten auf ihr Niveau von vor den Hurrikanen zurück. Die begrenzten Kapazitätsreserven entlang der gesamten Ölversorgungskette und die daraus resultierende hohe Sensibilität gegenüber unerwarteten Veränderungen des Gleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage dürften dafür sorgen, dass die Ölpreise hoch und volatil bleiben. Folgt man den Terminmärkten, so ist davon auszugehen, dass sich die Ölpreise in den kommenden Jahren in etwa auf dem derzeitigen Niveau bewegen werden.

Die Preise für Rohstoffe ohne Energie, die nach ihrem Höchststand vom März 2005 gefallen waren, sind in den vergangenen sechs Monaten weitgehend stabil geblieben, da der Preisanstieg bei Industrierohstoffen durch rückläufige Nahrungsmittelpreise ausgeglichen wurde. Gleichwohl waren die Preise für Rohstoffe ohne Energie im Oktober in US-Dollar gerechnet rund 13 % höher als ein Jahr zuvor.

## I.3 AUSSICHTEN FÜR DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD

Die Aussichten für das außenwirtschaftliche Umfeld und die Auslandsnachfrage im Euro-Währungsgebiet bleiben recht günstig. Obwohl sich die kurzfristige Konjunktorentwicklung in den Vereinigten Staaten durch die Hurrikane vorübergehend abgeschwächt hat, scheint die der Weltwirtschaft zugrunde liegende Wachstumsdynamik relativ robust zu sein und dürfte von den guten Finanzierungsbedingungen und der günstigen Gewinnsituation profitieren. Darauf deuten auch die verfügbaren Vorlaufindikatoren hin. Die Sechsmonatsrate des zusammengesetzten Frühindikators der OECD blieb im August stabil. Darin spiegelt sich die Tatsache wider, dass in den meisten Ländern ein Anstieg zu verzeichnen war, dem in einigen anderen Ländern, besonders in den Vereinigten Staaten und Kanada, ein Rückgang gegenüberstand. Obwohl die Preise von Öl und Ölerzeugnissen gegenüber ihren Rekordmarken im September gesunken sind, verharren sie auf einem hohen Niveau. Die Ölpreise bleiben deshalb das größte Risiko für die insgesamt recht positiven weltwirtschaftlichen Aussichten.

Abbildung 3 Grundlegende Entwicklungen an den Rohstoffmärkten



Quellen: Bloomberg und HWWA.

## 2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

### 2.1 GELDMENGE UND MFI-KREDITE

Das Wachstum der Geldmenge M3 beschleunigte sich im September 2005 im Vorjahrsvergleich weiter, womit sich der seit Mitte 2004 zu beobachtende Trend fortsetzte. Die Dynamik des Geldmengen- und Kreditwachstums wird weiterhin vor allem von dem stimulierenden Effekt des niedrigen Zinsniveaus und den damit einhergehenden niedrigen Opportunitätskosten der Geldhaltung bestimmt. In Verbindung mit einer mehr als reichlichen Liquiditätsausstattung bedeutet die anhaltend starke Ausweitung der Geldmenge und der Kreditvergabe, dass mit zunehmenden Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht zu rechnen ist. Darüber hinaus bedarf es aufgrund dieser Entwicklungen einer genauen Beobachtung der Vermögenspreisentwicklung, da es in diesem Bereich zu Fehlentwicklungen kommen kann.

#### WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 erhöhte sich im September 2005 auf 8,5 % nach 8,2 % im Vormonat. Der Dreimonatsdurchschnitt der Jahresraten von M3 für den Zeitraum von Juli bis September 2005 stieg auf 8,2 %, verglichen mit 7,9 % in der Zeit von Juni bis August 2005. Die Daten für die letzten Monate belegen die Beschleunigung des M3-Wachstums seit dem zweiten Halbjahr 2004. Diese manifestiert sich insbesondere in der kürzerfristigen Entwicklung, wie sich am weiteren Anstieg der auf Jahresrate hochgerechneten Sechsmonatsrate von M3 – von 9,4 % im August auf 10,6 % im September und damit auf den höchsten Stand seit Beginn der dritten Stufe der WWU im Januar 1999 – ablesen lässt (siehe Abbildung 4).

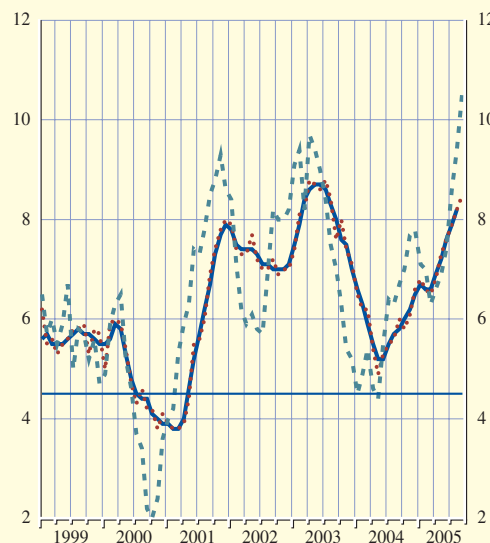
Die Daten für den Monat September stützen die Einschätzung, dass der stimulierende Einfluss des niedrigen Zinsniveaus nach wie vor die Haupttriebfeder für das Geldmengenwachstum war. Unter den Hauptkomponenten von M3 trugen die im eng gefassten Geldmengenaggregat M1 enthaltenen liquidesten Vermögenswerte am stärksten zu dem gegenwärtigen kräftigen M3-Wachstum bei, während bei den Gegenpartnern der weitere Anstieg der Jahreswachstumsrate der MFI-Kreditvergabe an den privaten Sektor der bestimmende Faktor war. Zur gleichen Zeit setzte sich die Normalisierung des Anlageverhaltens des Geldhaltenden Sektors im Euro-Währungsgebiet, welche sich Ende 2003 und Anfang 2004 dämpfend auf das M3-Wachstum ausgewirkt hatte, nicht mehr im gleichen Tempo fort.

Aufgrund des kräftigen Wachstums von M3 in den letzten Quartalen ist die Liquiditätsausstattung im Euroraum mehr als reichlich. Dies beinhaltet zunehmende Risiken für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht, vor allem, wenn in Zeiten einer Stimmungsaufhellung und Belebung der realwirtschaftlichen

Abbildung 4 M3-Wachstum und Referenzwert

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

- M3 (zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsrate)
- ... M3 (Jahreswachstumsrate)
- - - M3 (auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)
- Referenzwert (4 1/2 %)



Quelle: EZB.

Aktivität größere Teile dieser Liquidität der Transaktionskasse zufließen. Darüber hinaus wird es angesichts des starken Geldmengen- und Kreditwachstums in Verbindung mit der üppigen Liquiditätsausstattung erforderlich sein, die Entwicklung der Vermögenspreise genau zu verfolgen, da es in diesem Bereich zu Fehlentwicklungen kommen kann.

### HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Im September wurde das Jahreswachstum von M3 weiterhin in erster Linie von der Entwicklung des Geldmengenaggregats M1 getragen. Was die einzelnen Komponenten der Geldmenge M1 angeht, so weiteten sich der Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen erneut stark aus, wenngleich sich das Tempo etwas verlangsamte. Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) stieg im September weiter an (siehe Tabelle 1), sodass diese Vermögensformen die Haupttriebfeder für die Beschleunigung des M3-Wachstums waren. Die derzeit rege Nachfrage nach kurzfristigen Einlagen dürfte auf das niedrige Zinsniveau und die damit verbundenen niedrigen Opportunitätskosten der Haltung dieser Anlagen zurückzuführen sein.

Die Vorjahrsrate der kurzfristigen Einlagen des privaten Sektors bei und seiner Repogeschäfte mit MFIs (ohne Eurosystem) erhöhte sich im September weiter. Bei dieser Anlagekategorie handelt es sich um das am weitesten gefasste Aggregat von M3-Komponenten, das sich nach Haltergruppen aufschlüsseln lässt; rund 80 % von M3 entfielen im September 2005 auf diese Kategorie. Seit der Jahresmitte 2004 steigt die Vorjahrsrate dieser Vermögenswerte in fast allen Sektoren an, wobei die nichtmonetären Finanzinstitute (ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen) trotz ihres relativ geringen Anteils an den gesamten kurzfristigen Einlagen hier einen besonders großen Beitrag leisten.

Die Jahreswachstumsrate der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente erhöhte sich im September leicht. Dabei blieb das Wachstum der Geldmarktfondsanteile, deren sich private

**Tabelle 1** Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen

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

	Bestand in % von M3 <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Aug.	2005 Sept.
<b>M1</b>	<b>48,0</b>	<b>9,3</b>	<b>9,6</b>	<b>9,8</b>	<b>11,3</b>	<b>11,6</b>	<b>11,2</b>
Bargeldumlauf	7,3	19,1	18,0	17,3	16,0	15,6	15,3
Täglich fällige Einlagen	40,7	7,7	8,2	8,5	10,4	10,9	10,4
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	37,7	3,5	4,5	5,0	5,4	5,3	6,5
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	15,5	-2,4	0,5	2,6	4,5	4,2	7,1
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	22,1	7,4	7,1	6,6	6,0	6,0	5,9
<b>M2</b>	<b>85,7</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,6</b>	<b>8,9</b>
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	14,3	3,9	4,0	4,4	5,7	5,8	6,2
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>6,1</b>	<b>6,7</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,3</b>	<b>7,3</b>
Kredite an öffentliche Haushalte	3,7	3,4	2,2	1,2	1,1	1,3	
Buchkredite an öffentliche Haushalte	0,4	-0,3	-0,7	-0,9	-0,9	0,7	
Kredite an den privaten Sektor	6,7	7,3	7,8	8,5	8,6	8,9	
Buchkredite an den privaten Sektor	6,9	7,3	7,5	8,3	8,4	8,6	
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>		<b>8,9</b>	<b>9,5</b>	<b>9,6</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>9,1</b>

Quelle: EZB.

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

Haushalte und Unternehmen in Zeiten erhöhter Unsicherheit bedienen, um Liquidität zu parken, recht verhalten. In den letzten Monaten hat diese Vermögensform im Vergleich zu den von Mitte 2001 bis Ende 2003 verzeichneten zweistelligen Jahreswachstumsraten nur wenig zugenommen, was auf eine Normalisierung des Anlageverhaltens der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet hindeutet. Dagegen wiesen die Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren zweistellige Vorjahrsraten auf. Dies dürfte teilweise mit der Einführung neuer strukturierter Produkte zusammenhängen – einer Kombination aus diesen Schuldverschreibungen und Derivaten, die in gewissem Maße von den Entwicklungen an den Aktien- und Anleihemärkten beeinflusst werden.

### HAUPTGEGENPOSTEN ZU M3

Bei den Gegenposten zu M3 setzte sich die leichte Beschleunigung des Jahreswachstums der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor im September fort (8,6 % gegenüber 8,4 % im August). Das ungebrochen robuste Wachstum der Buchkredite der MFIs erstreckte sich auf nahezu alle Sektoren; hierin schlugen sich der stimulierende Einfluss des niedrigen Zinsniveaus und möglicherweise auch eine Stimmungsaufhellung in einigen Wirtschaftszweigen nieder.

Die Entwicklung der von den MFIs an die privaten Haushalte ausgereichten Buchkredite wurde im Wesentlichen nach wie vor vom kräftigen Wachstum der Wohnungsbaukredite getragen, die im September mit einer Jahresrate von 10,5 % zulegten, verglichen mit 10,7 % im August (siehe Tabelle 2). Die anhaltend lebhaftere Vergabe von Wohnungsbaukrediten war wiederum auf die eurasienweit niedrigen Hypothekenzinsen und die in vielen Regionen dynamische Entwicklung der Wohnungsmärkte zurückzuführen. Die Ausweitung der Kreditvergabe der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, die sich seit Jahresbeginn 2004 verstärkt hat, beschleunigte sich im September weiter. Ausschlaggebend hierfür war die stärkere Nachfrage nach Buchkrediten aller Laufzeiten, vor allem aber nach Krediten mit einer Laufzeit von mehr als fünf Jahren. Die Daten zur MFI-Kreditvergabe sowie die Ergebnisse der Oktober-Umfrage zum Kreditgeschäft (siehe Kasten 2) deuten darauf hin, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in der Lage

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

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

	Bestand in % des Gesamtwerts <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Aug.	2005 Sept.
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>	<b>41,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>6,7</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>
Bis zu 1 Jahr	30,6	1,6	3,2	4,5	5,1	4,8	5,3
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	17,2	5,8	6,7	6,4	6,3	5,8	5,8
Mehr als 5 Jahre	52,2	7,0	6,9	6,9	7,9	8,0	8,5
<b>Private Haushalte<sup>2)</sup></b>	<b>50,6</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>8,6</b>
Konsumentenkredite <sup>3)</sup>	13,3	6,2	6,4	6,7	7,0	7,0	7,3
Wohnungsbaukredite <sup>3)</sup>	69,1	9,9	10,1	10,1	10,6	10,7	10,5
Sonstige Kredite	17,5	1,9	2,2	2,1	2,3	2,3	2,4
<b>Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen</b>	<b>0,8</b>	<b>14,4</b>	<b>23,0</b>	<b>14,4</b>	<b>16,5</b>	<b>18,3</b>	<b>22,7</b>
<b>Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute</b>	<b>7,5</b>	<b>10,2</b>	<b>10,6</b>	<b>11,4</b>	<b>15,7</b>	<b>16,4</b>	<b>17,5</b>

Quelle: EZB.

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

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

2) Entspricht der Definition im ESVG 95.

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

sind, zukünftige reale Investitionen zu finanzieren, wenn es die Nachfragebedingungen geboten erscheinen lassen.

Die Gesamtkreditvergabe der MFIs an Gebietsansässige nahm im September weiter zu. Allerdings verbargen sich dahinter nach wie vor deutlich unterschiedliche Entwicklungen: Die Nachfrage der öffentlichen Haushalte blieb weit hinter dem hohen Kreditbedarf des privaten Sektors zurück.

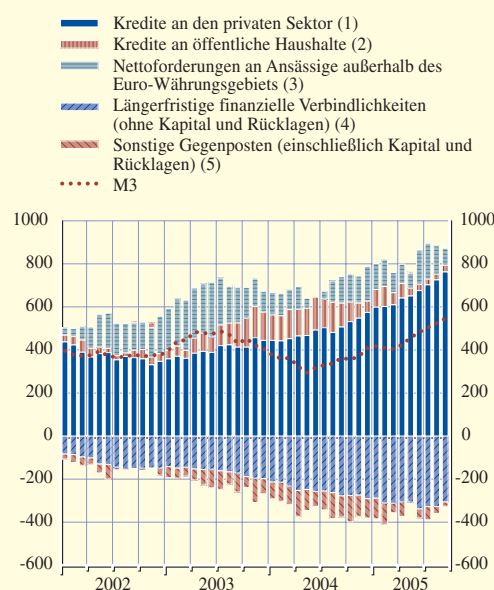
Bei den übrigen Gegenposten zu M3 schwächte sich das Jahreswachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) zwar von 9,8 % im August auf 9,1 % im September ab, blieb aber auf einem hohen Niveau. Dieses starke Wachstum wurde hauptsächlich von der Entwicklung der Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren getragen und deutet darauf hin, dass der Geldhaltende Sektor im Euro-Raum nach wie vor dazu neigt, längerfristige und risikoreichere Finanzinstrumente am heimischen Markt zu erwerben.

Die jährliche Zunahme der Nettoforderungen der MFIs im Euroraum an Gebietsfremde ging von 132 Mrd € im August auf 80 Mrd € im September zurück, worin sich bis zu einem gewissen Grad der Mittelabfluss niederschlug, der in jüngster Zeit per saldo verzeichnet wurde. Im bisherigen Jahresverlauf 2005 jedoch wies die Vorjahrsrate dieser Nettoforderungen einen positiven Verlauf auf und leistete damit weiterhin einen positiven Beitrag zum Jahreswachstum von M3. Die Veränderungen der Nettoforderungen der MFIs an Gebietsfremde lassen darauf schließen, dass sich der Geldhaltende Sektor im Euroraum beim Erwerb ausländischer Vermögenswerte zurückhält – zumindest im Vergleich zu der Nachfrage ausländischer Anleger nach Vermögenswerten des Euroraums. Diese Zurückhaltung steht einer deutlichen Umkehr der Portfeuilleumschichtungen im Wege, zu denen es vor dem Hintergrund erhöhter wirtschaftlicher und finanzieller Unsicherheit in der Zeit von 2001 bis Mitte 2003 gekommen war.

Zusammengefasst deuten die von den Gegenposten gelieferten Informationen darauf hin, dass das niedrige Zinsniveau die zunehmende Dynamik der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor begünstigte und damit zu einer anhaltenden Unterstützung des kräftigen M3-Wachstums beitrug. Hierdurch wurde die Neigung des Geldhaltenden Sektors im Euroraum, längerfristige und risikoreichere heimische Finanzinstrumente zu erwerben, mehr als ausgeglichen, wie sich an der anhaltend kräftigen Zunahme der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs zeigt.

Abbildung 5 Gegenposten zu M3

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



Quelle: EZB.

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

## Kasten 2

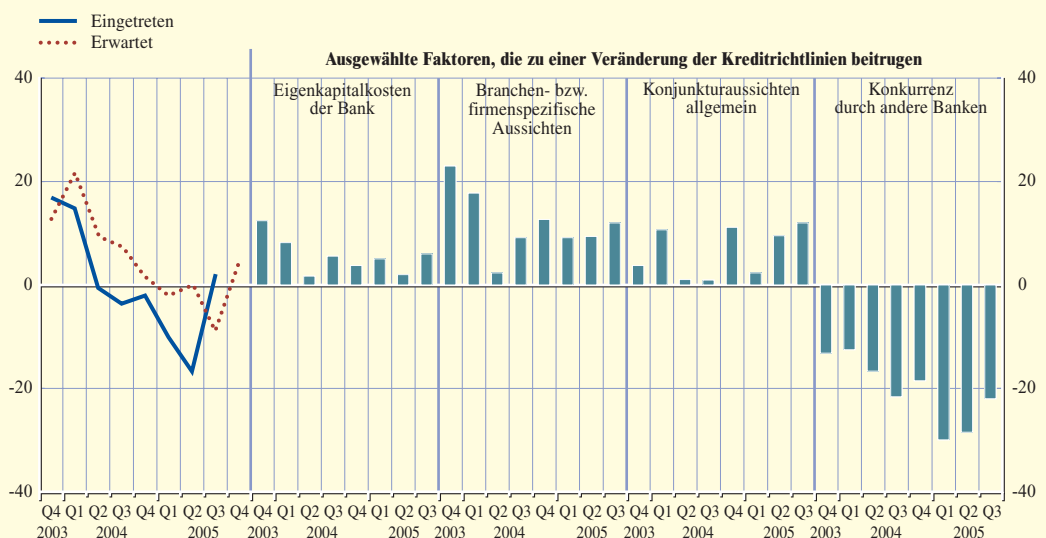
### ERGEBNISSE DER UMFRAGE ZUM KREDITGESCHÄFT IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET VOM OKTOBER 2005

In diesem Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse der im Oktober 2005 vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet beschrieben.<sup>1</sup> Nach einer insgesamt deutlichen Lockerung der Richtlinien für Unternehmenskredite im vorangegangenen Vierteljahr zeigen die Ergebnisse für das dritte Quartal per saldo eine geringfügige Verschärfung<sup>2</sup> an. Gleichzeitig lockerten die Banken jedoch ihre Richtlinien für die Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte etwas, und die Kreditrichtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an Privathaushalte blieben weitgehend unverändert. Im dritten Quartal 2005 meldeten die Banken einen merklichen Anstieg der Nettonachfrage<sup>3</sup> nach Krediten. Für das Schlussquartal 2005 gehen die teilnehmenden Banken insgesamt von einer weiteren Verschärfung der Richtlinien für Unternehmenskredite aus, während sie per saldo eine leichte Lockerung der Richtlinien für Kredite an private Haushalte erwarten.

- 1 Eine ausführliche Analyse der Ergebnisse der im Oktober 2005 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet wurde am 4. November dieses Jahres veröffentlicht und kann auf der Website der EZB (unter [www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html)) abgerufen werden.
- 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 angeben.

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

(prozentualer Saldo)



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

### Unternehmenskredite (inklusive Kreditlinien)

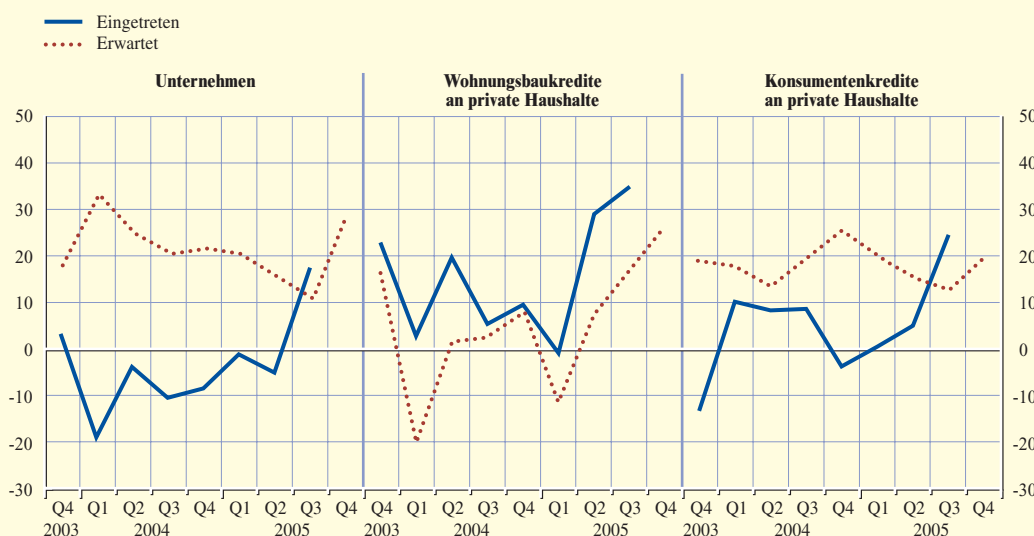
**Kreditrichtlinien:** Für das dritte Quartal 2005 meldeten die Banken bei den Unternehmenskrediten (inklusive Kreditlinien) per saldo eine leichte Verschärfung der Kreditrichtlinien von 2 %; im Vorquartal waren die Richtlinien insgesamt gelockert worden (-17 %) (siehe Abbildung A, erste Grafik). Unter den Faktoren, die für diese Entwicklung verantwortlich zeichneten, trug die Risikoeinschätzung hinsichtlich der allgemeinen Konjunkturaussichten und der branchenspezifischen Aussichten nur geringfügig mehr als im vorangegangenen Quartal zu der Verschärfung bei (siehe Abbildung A, dritte und vierte Grafik). Gleichzeitig leistete die Konkurrenz durch andere Banken einen geringeren Beitrag zur Lockerung als im Vorquartal (siehe Abbildung A, fünfte Grafik). Was die Kreditkonditionen angeht, so hingen die per saldo verschärften Kreditrichtlinien in erster Linie mit einem Anstieg der Margen für risikoreichere Kredite sowie mit gestiegenen Kreditnebenkosten und einer Verringerung der Höhe der Kredite (inklusive Kreditlinien) zusammen. Nach Größe der Kredit nehmenden Unternehmen betrachtet meldeten die Banken per saldo eine Verschärfung der Kreditrichtlinien sowohl für kleine und mittlere Unternehmen als auch für Großunternehmen.

**Kreditnachfrage:** Die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten stieg gegenüber dem Vorquartal spürbar an (auf 17 % gegenüber -5 %; siehe Abbildung B, erste Grafik). Darin spiegelte sich eine deutliche Zunahme der Nettonachfrage sowohl nach Krediten an kleine und mittlere Unternehmen als auch nach Ausleihungen an Großunternehmen wider.

Der Umfrage zufolge waren die wichtigsten Faktoren, die zu diesem Anstieg beitrugen, der gestiegene Bedarf an Finanzmitteln für Lagerbestände und Betriebskapital sowie für Fusionen,

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

(prozentualer Saldo)



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



Übernahmen und Unternehmensumstrukturierungen. Erstmals seit Beginn der Umfrage leisteten die Anlageinvestitionen einen positiven Beitrag zum Anstieg der Kreditnachfrage. Auch die Tatsache, dass Unternehmen etwas geringere Innenfinanzierungsmittel zur Verfügung standen und weniger Schuldverschreibungen begeben wurden, trug zur jüngsten Entwicklung der Nettokreditnachfrage bei.

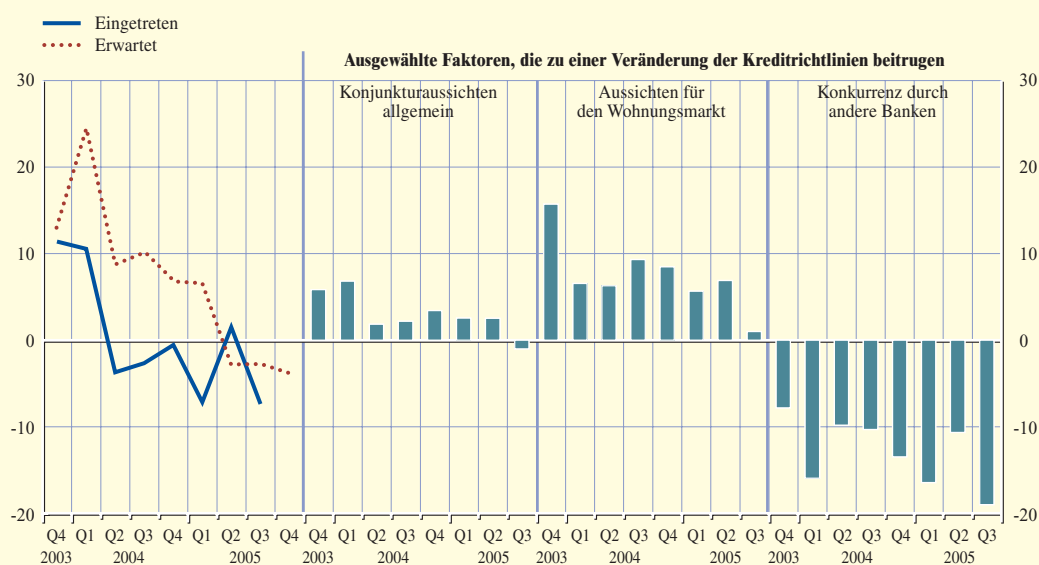
**Erwartungen:** Für das vierte Quartal 2005 erwarten die Banken per saldo eine Verschärfung der Richtlinien für Unternehmenskredite inklusive Kreditlinien (siehe Abbildung A, erste Grafik). Außerdem wird von den Banken vor allem von kleinen und mittleren Unternehmen eine höhere (positive) Nettonachfrage nach Krediten erwartet (siehe Abbildung B, erste Grafik).

### Wohnungsbaukredite an private Haushalte

**Kreditrichtlinien:** Die Banken meldeten für das dritte Quartal 2005 insgesamt eine Lockerung der Richtlinien für die Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte von -7 % gegenüber 2 % im Vorquartal; dies steht mit ihren in der Juli-Umfrage geäußerten Erwartungen im Einklang (siehe Abbildung C, erste Grafik). Die per saldo leichte Lockerung ist darauf zurückzuführen, dass die Banken ihre Risikoeinschätzung hinsichtlich der Aussichten für den Wohnungsmarkt und der allgemeinen Konjunkturaussichten nach unten revidiert haben (siehe Abbildung C, zweite und dritte Grafik). Darüber hinaus hatte die Konkurrenz durch andere Banken genau wie in früheren Quartalen eine lockernde Wirkung (siehe Abbildung C, vierte

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

(prozentualer Saldo)



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

Grafik). Mit Blick auf die Kreditkonditionen resultierten die leicht gelockerten Kreditrichtlinien für Wohnungsbaukredite laut Umfrage hauptsächlich aus niedrigeren Margen für durchschnittliche Kredite und – in geringerem Umfang – aus längeren Laufzeiten für neue Kredite. Veränderungen bei den Beleihungsgrenzen trugen im dritten Quartal ebenfalls zur Lockerung bei.

**Kreditnachfrage:** Die Nettonachfrage der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten nahm im dritten Vierteljahr 2005 weiter kräftig zu, und zwar von 29 % im Vorquartal auf 35 % (siehe Abbildung B, zweite Grafik). Verantwortlich für diese Entwicklung war vor allem der etwas positivere Beitrag der von den Privathaushalten wahrgenommenen Aussichten für den Wohnungsmarkt. Ein weiterer Faktor war das laut der teilnehmenden Banken leicht verbesserte Verbrauchervertrauen im dritten Quartal.

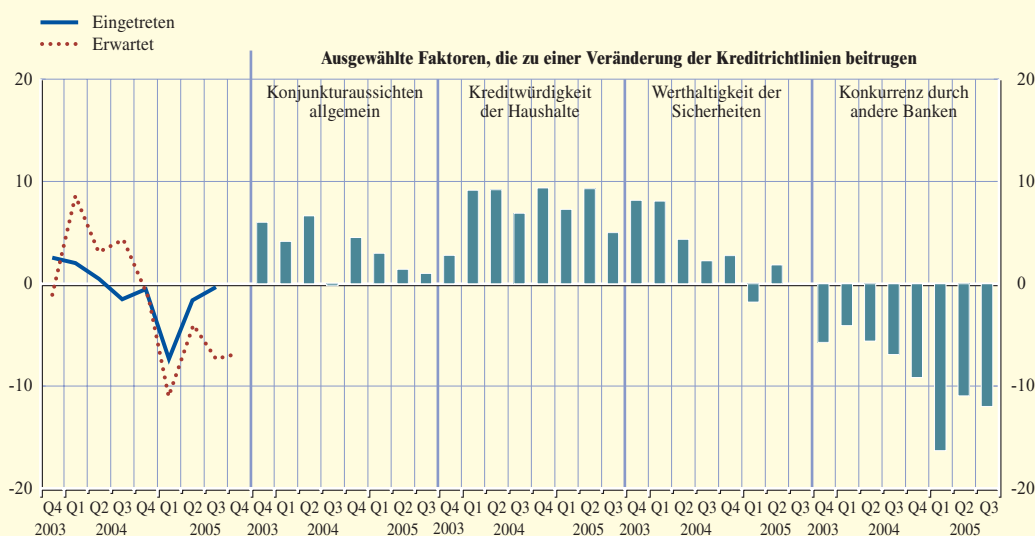
**Erwartungen:** Für das vierte Quartal 2005 erwarten die Banken nach wie vor per saldo eine Lockerung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte (siehe Abbildung C, erste Grafik) sowie eine steigende Nettonachfrage nach diesen Krediten (siehe Abbildung B, zweite Grafik).

### Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte

**Kreditrichtlinien:** Die Richtlinien für Konsumentenkredite an private Haushalte blieben gegenüber dem Vorquartal weitgehend unverändert (0 % gegenüber -2 % im Juli; siehe Abbildung D, erste Grafik). Fast alle Faktoren, die die Richtlinien von Konsumentenkrediten beein-

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

(prozentualer Saldo)



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

flussen, blieben gegenüber dem vorherigen Dreimonatszeitraum nahezu gleich (siehe Abbildung D, zweite, dritte und vierte Grafik). Die aus der Bonität der Haushalte resultierenden Risiken waren allerdings etwas weniger negativ, wenngleich sie weiterhin geringfügig zu einer Verschärfung der Kreditrichtlinien beitrugen. Gleichzeitig blieben die Konditionen für Konsumentenkredite weitgehend unverändert.

**Kreditnachfrage:** Laut Umfrage stieg die Nettonachfrage der privaten Haushalte nach Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten im dritten Quartal 2005 stark an, und zwar von 5 % im zweiten Quartal auf 25 % im Berichtsquartal (siehe Abbildung B, dritte Grafik). Dies war in erster Linie auf die gestiegenen Ausgaben für Gebrauchsgüter zurückzuführen. Außerdem meldeten die Banken erstmals, dass das Verbrauchervertrauen positiv zur Nettonachfrage beigetragen hat.

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

## 2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

*Im August 2005 wurde erneut ein starkes Jahreswachstum der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen verzeichnet. Die Vorjahrsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich leicht gegenüber dem niedrigen Niveau des Vormonats. Gleichzeitig blieb die jährliche Wachstumsrate der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen kräftig. Die Jahresrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien war im Juli und August deutlich höher, was jedoch hauptsächlich auf eine statistische Revision zurückzuführen war.*

### SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Die Vorjahrsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen war im August nach wie vor hoch, schwächte sich aber weiter auf 7,1 % ab (im Juli hatte sie 7,3 % betragen). Diese Wachstumsrate ergab sich vor allem aufgrund des Jahreswachstums der langfristigen Schuldverschreibungen, das mit 7,8 % im August leicht rückläufig war. Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euroraum begebenen kurzfristigen Schuldverschreibungen erhöhte sich im Berichtsmonat auf 1,1 %. Der leichte Rückgang der Begebung langfristiger Schuldverschreibungen war vor allem durch die weiter zurückgehende Vorjahrsrate der variabel verzinslichen Schuldverschreibungen bedingt, die sich nach einem Hoch von 22,1 % im Juni auf 19,8 % im August abschwächte.

Die Aufgliederung nach Emittentengruppen zeigt, dass die Jahreswachstumsrate der Schuldverschreibungen, die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begeben wurden, von 1,5 % im Juli auf 2,2 % im August anzog (siehe Tabelle 3). Den saisonbereinigten Angaben zufolge war jedoch ein Rückgang der auf Jahresrate hochgerechneten Sechsmonatsrate von 2,5 % im Juli auf 1,7 % im August zu verzeichnen. Die relativ verhaltene Emission von Schuldverschreibungen seitens der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften dürfte auf die Substitution dieser Finanzie-

Tabelle 3 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet

Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €) 2005 Aug.	Jahreswachstumsraten <sup>1)</sup>					
		2004 Q3	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Juli	2005 Aug.
<b>Schuldverschreibungen</b>	<b>10 054</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>
MFIs	4 030	8,6	8,8	9,1	8,8	9,2	9,2
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	827	11,4	9,9	11,6	17,2	18,7	19,0
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	617	3,7	3,0	2,8	4,6	1,5	2,2
Öffentliche Haushalte	4 580	5,9	5,3	5,5	4,9	4,7	4,2
<i>Darunter:</i>							
Zentralstaaten	4 313	5,4	4,8	5,1	4,5	4,3	3,7
Sonstige öffentliche Haushalte	268	16,4	14,5	13,7	12,0	12,7	11,9
<b>Börsennotierte Aktien</b>	<b>4 606</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>
MFIs	723	1,7	2,0	2,6	2,2	2,2	2,9
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	447	1,7	1,5	1,0	1,0	1,2	1,2
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	3 436	0,7	0,9	0,8	0,8	3,4	3,3

Quelle: EZB.

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

rungsform durch sonstige Finanzierungsquellen, insbesondere Bankkredite, zurückzuführen sein (siehe Abschnitt 2.1).

Dies wird durch die qualitativen Ergebnisse der im Oktober 2005 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet bestätigt (siehe Kasten 2). Die Umfrageergebnisse zeigen einen Anstieg der Nachfrage nach Bankkrediten seitens der Unternehmen an, der vor allem mit dem wachsenden Bedarf an Finanzmitteln für Lagerbestände und Betriebskapital, Fusionen und Übernahmen sowie Unternehmensumstrukturierungen, aber auch – erstmals seit Beginn der Umfrage – für Anlageinvestitionen zusammenhängt.

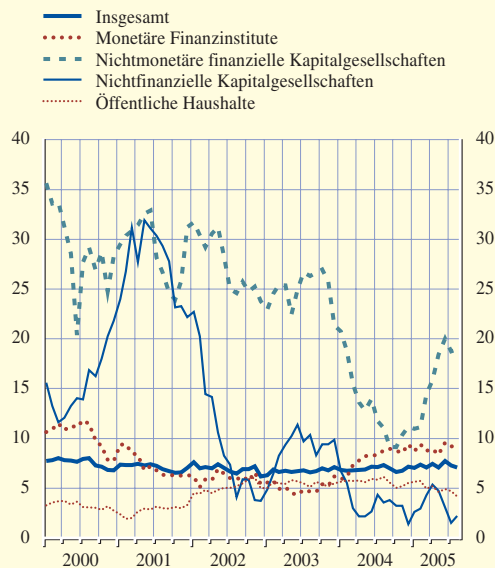
Das Jahreswachstum der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen blieb im August mit 9,2 % unverändert. Hierbei war insbesondere die Zunahme der Finanzierung über variabel verzinsliche langfristige Schuldverschreibungen mit 19 % nach wie vor hoch; auf diese Papiere entfielen damit 37 % des Umlaufs der von MFIs im Euroraum begebenen langfristigen Schuldverschreibungen. Die starke Belebung der Emissionstätigkeit der MFIs stand mit deren Finanzierungsbedarf aufgrund der relativ kräftigen Ausweitung ihrer Buchkreditvergabe an den privaten Sektor in Zusammenhang.

Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und MFIs nehmen auch nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften zur indirekten Außenfinanzierung in Anspruch. Die Jahreswachstumsrate der von Letzteren begebenen Schuldverschreibungen war im August mit 19 % fast unverändert hoch. Das Wachstum wurde zum Großteil von der Emission variabel verzinslicher langfristiger Schuldverschreibungen getragen, die sich um rund 38 % erhöhte. Die Emissionstätigkeit der nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften hat erheblich an Bedeutung gewonnen. Dies zeigt sich am Umlauf der von ihnen begebenen Schuldverschreibungen, der im Jahresverlauf bis August 2005 um 19 % gestiegen ist, verglichen mit einem Anstieg des Umlaufs von 2,2 % bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften.

Die jährliche Zuwachsrate der von den öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen schwächte sich im August leicht auf 4,2 % ab.

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

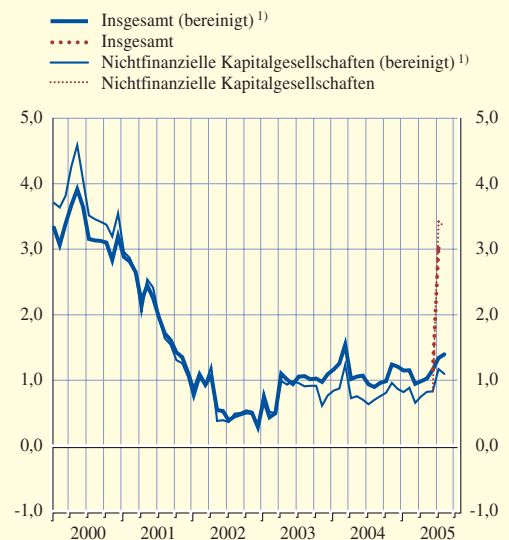
(Jahreswachstumsraten)



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

**Abbildung 7 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. Die Jahreswachstumsraten der übrigen Sektoren finden sich in Abbildung A 17 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.  
1) Um den Effekt umfangreicher Umstrukturierungsmaßnahmen bereinigt, bei denen ein gebietsansässiges und ein gebietsfremdes Unternehmen involviert waren.

## BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Im Juli und August war eine im Durchschnitt deutlich höhere Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien zu verzeichnen. Dies war hauptsächlich auf eine Aufwärtskorrektur der im Juli verzeichneten Wachstumsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen börsennotierten Aktien zurückzuführen. Grund hierfür waren umfangreiche Umstrukturierungsmaßnahmen, bei denen ein gebietsansässiges und ein gebietsfremdes Unternehmen involviert waren. Ohne diesen statistischen Effekt lägen die Zuwachsraten für Juli und August nur geringfügig über den in den letzten Jahren verzeichneten Wachstumsraten; tatsächlich verringerte sich die Jahresrate bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften geringfügig auf 3,3 % im August nach 3,4 % im Vormonat. Diese insgesamt leichte Zunahme der Aktienemission wurde durch einen Anstieg des Bruttoabsatzes bei Erst- und Zweitplatzierungen gestützt.

## 2.3 GELDMARKTSÄTZE

Im Oktober 2005 blieben die Geldmarktsätze für Einmonatsgeld weitgehend stabil, während sie bei Laufzeiten von drei, sechs und zwölf Monaten deutlich stiegen. Die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt wies daher im Berichtsmonat einen steileren Verlauf auf. Zudem erhöhten sich die aus Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakten mit Fälligkeit zwischen Dezember 2005 und Juni 2006 abgeleiteten Zinssätze stark.

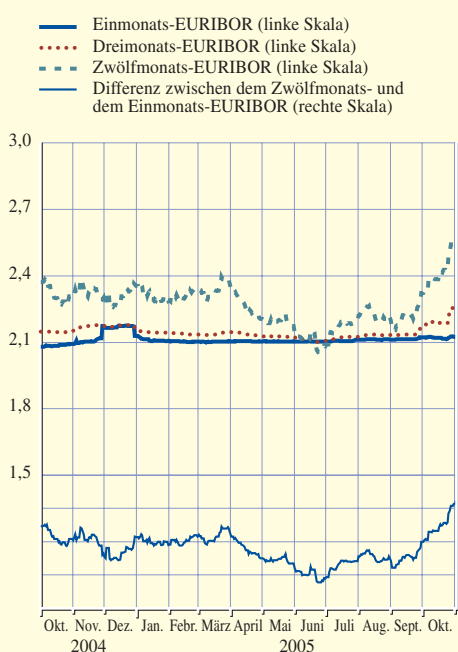
Die Geldmarktsätze für Einmonatsgeld blieben im Oktober 2005 weitgehend unverändert. Dagegen stiegen der Dreimonats-, Sechsmo- nats- und Zwölfmonats-EURIBOR im Zeitraum von Ende September bis zum 2. November um 8, 19 bzw. 25 Basispunkte an. Am 2. November lagen diese vier Sätze bei 2,12 %, 2,26 %, 2,39 % bzw. 2,57 %. Infolgedessen nahm die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt im Oktober einen deutlich steileren Verlauf an. Die Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR weitete sich von 20 Basispunkten Ende September auf 45 Basispunkte am 2. November aus.

Ähnlich verhielt es sich bei den aus Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakten mit Fälligkeit im Dezember 2005 sowie im März und Juni 2006 abgeleiteten Zinssätzen, die zwischen Ende September und dem 2. November deutlich um 19 bis 31 Basispunkte anzogen. Am 2. November lagen diese Zinssätze bei 2,40 %, 2,59 % bzw. 2,74 %.

Die Sätze am kürzesten Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt waren im Oktober 2005 weitgehend stabil. Am 30. September stieg der EONIA (Euro Overnight Index Average) aufgrund des üblichen Effekts am Quartalsende auf 2,15 %. In den darauf folgenden Tagen ging er jedoch auf 2,09 % bis 2,10 % zurück und lag damit geringfügig über dem im September verzeichneten Niveau. Gegen Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode sank der EONIA nach und nach und fiel am 11. Oktober aufgrund der entspannten Liquiditätslage auf 1,93 %. An diesem Tag wurde eine liquidi- tätsabschöpfende Feinsteuerungsoperation durchgeführt, durch die wieder neutrale Liquiditäts- bedingungen hergestellt wurden. In den darauf folgenden Tagen lag der EONIA bei 2,08 % und

Abbildung 8 Geldmarktsätze

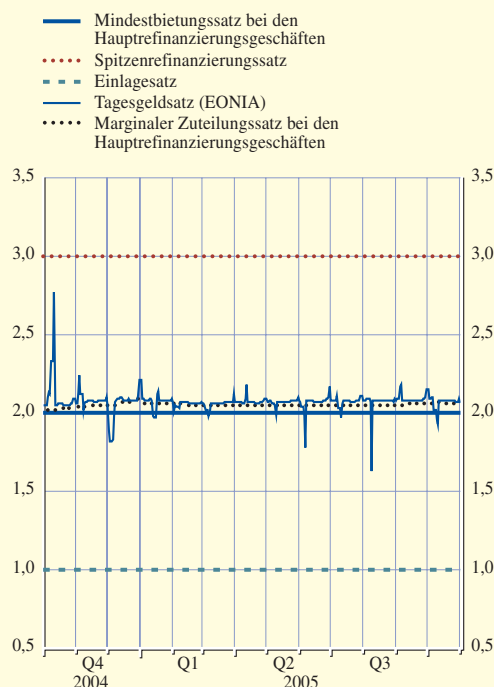
(in % p.a.; in Prozentpunkten; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Abbildung 9 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

damit auf dem Stand, der in den Tagen vor dem Quartalsende und dem Ende der Mindestreserveperiode verzeichnet worden war. Bis Ende Oktober ging der EONIA weiter auf 2,07 % zurück. Die einzige Ausnahme bildete der 31. Oktober aufgrund des Ultimoeffekts.

Der marginale Zuteilungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems stieg bei dem am 12. Oktober (dem ersten Tag der am 8. November endenden Erfüllungsperiode) abgewickelten Geschäft von 2,06 % auf 2,07 %. Daraufhin erhöhte die EZB das Zuteilungsvolumen im ersten Hauptrefinanzierungsgeschäft leicht gegenüber dem zuvor veröffentlichten Richtwert. Beim nachfolgenden Hauptrefinanzierungsgeschäft ging der marginale Zuteilungssatz um 1 Basispunkt zurück, stabilisierte sich jedoch in den darauf folgenden Geschäften, während der gewichtete Durchschnittssatz bei allen im Oktober abgewickelten Geschäften unverändert bei 2,07 % lag. Bei dem Hauptrefinanzierungsgeschäft vom 2. November verringerten sich beide Sätze um 1 Basispunkt auf 2,05 % bzw. 2,06 % (siehe Abbildung 8).

Bei dem am 27. Oktober abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems erhöhten sich der marginale Zuteilungssatz und der gewichtete Durchschnittssatz auf 2,17 % bzw. 2,19 % und lagen damit 9 bzw. 10 Basispunkte über den entsprechenden Sätzen des vorangegangenen Tenders und 7 bzw. 5 Basispunkte unter dem am 27. Oktober verzeichneten Dreimonats-EURIBOR.

## 2.4 ANLEIHEMÄRKTE

*Im Oktober stiegen die Renditen langfristiger Staatsanleihen an den wichtigsten Märkten weiter an. In den weltweit höheren Anleiherenditen spiegelten sich gestiegene reale Zinssätze wider, die ihrerseits zum Teil auf einen günstigeren Ausblick für das Wirtschaftswachstum im Zuge leicht nachlassender Ölpreise zurückzuführen waren. Die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die kurzfristige Rentenmarktentwicklung, gemessen an der impliziten Anleihevolaatilität, blieb an den großen Märkten relativ gering.*

Die nominalen Langfristzinsen entwickelten sich an den weltweit wichtigsten Märkten im Oktober weitgehend ähnlich. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen stiegen sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten von Ende September bis zum 2. November um rund 30 Basispunkte an (siehe Abbildung 10). Infolgedessen blieb die Renditedifferenz zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den USA und im Euroraum stabil und lag am 2. November bei rund 115 Basispunkten. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in Japan bewegten sich im selben Zeitraum geringfügig nach oben. Im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten reagierten die Anleger am Rentenmarkt offenbar auf die niedrigeren Ölpreise, die sie als gute Nachricht für die kurzfristigen Wachstumsaussichten werteten. Zugleich war die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die kurzfristige Entwicklung bei den Anleihen an fast allen wichtigen Märkten kaum verändert, wie aus dem weitgehend stabilen Niveau der impliziten Volatilität am Anleihemarkt hervorgeht. Dieses lag gegen Ende Oktober leicht unter dem seit 1999 an den meisten großen Märkten verzeichneten Durchschnittsstand.

In den Vereinigten Staaten setzten die langfristigen nominalen Anleiherenditen im Berichtsmonat ihre Erholung von den Anfang September verzeichneten Tiefständen fort. Damals war die Besorgnis der Marktteilnehmer über die möglichen wirtschaftlichen Folgen des kräftigen Energiepreisanstiegs und der vom Hurrikan Katrina verursachten Schäden wesentlich größer. Der nachfolgende Rückgang der Ölpreise schien sich daher in der Einschätzung der wirtschaftlichen

Wachstumsperspektiven in den Vereinigten Staaten niederschlagen. Vor diesem Hintergrund nahmen die realen Renditen indexierter US-amerikanischer Staatsanleihen, bei denen ein positiver Zusammenhang zu den Konjunkturaussichten erwartet werden kann, im Oktober im gesamten Laufzeitenspektrum zu, blieben aber weiter relativ niedrig. Die erhöhte Unsicherheit am Aktienmarkt und die damit einhergehenden Portfolioumschichtungen in sichere Anlageformen – von Aktien in Rentenspapieren – dürften den Anstieg der nominalen und realen langfristigen Anleiherenditen etwas gedämpft haben.

Zugleich schienen die kurzfristigen Inflationsbedenken unter den Marktteilnehmern im Oktober etwas nachgelassen zu haben, wie an den geringfügig niedrigeren kurzfristigen Breakeven-Inflationsraten abzulesen ist. Diese Entwicklung dürfte mit dem Rückgang der Ölpreise in Zusammenhang stehen. Allerdings blieb das Niveau der kurzfristigen Breakeven-Inflationsraten Ende Oktober ziemlich hoch; darin spiegelten sich anhaltende Befürchtungen über einen sich möglicherweise aufbauenden Inflationsdruck in der US-Wirtschaft wider (siehe Abbildung 11). Die zehnjährigen Breakeven-Inflationsraten – gemessen an der Renditedifferenz zwischen nominalen und indexgebundenen US-Staatsanleihen mit Fälligkeit 2015 – blieben weitgehend unverändert und beliefen sich am 2. November auf rund 2,7 %.

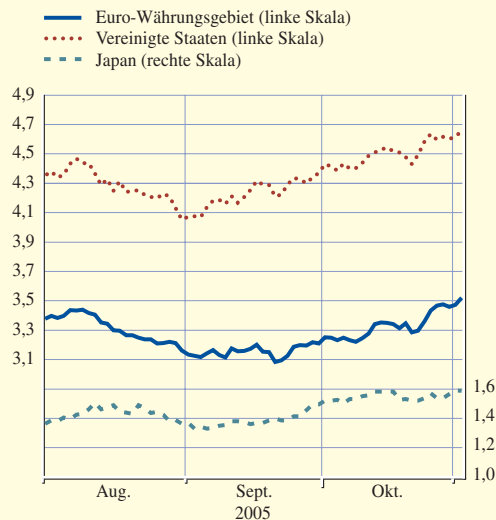
Die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die künftige Renditeentwicklung langfristiger Anleihen in den Vereinigten Staaten blieb im Oktober – gemessen an der aus Terminkontrakten auf zehnjährige US-Treasuries abgeleiteten impliziten Volatilität – nahezu unverändert auf einem im historischen Vergleich relativ niedrigen Niveau.

Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet erhöhten sich im Oktober zwar, bewegten sich aber weiter auf einem geringen Niveau. Unterstützung erhielten die Anleiherenditen von den veröffentlichten Konjunkturdaten, die die Erwartungen etwas übertrafen. Darüber hinaus profitierten die Anleiherenditen im Euroraum von höher als erwartet ausgefallenen September-Zahlen zur HVPI-Inflation.

Die Renditen indexgebundener Anleihen im Eurogebiet stiegen im Oktober insbesondere bei den kürzeren Laufzeiten etwas an. Dies legt den Schluss nahe, dass die Marktteilnehmer die kurzfristigen Wachstumsaussichten im Verlauf des Berichtszeitraums alles in allem ein wenig optimistischer eingeschätzt haben. Die reale Rendite der italienischen inflationsindexierten (an den HVPI des Euroraums ohne Tabakwaren gekoppelten) Staatsanleihe mit Fälligkeit 2008 reagierte darauf mit einem Anstieg um rund 35 Basispunkte von Ende September bis zum 2. November. Neben der Veröffentlichung günstiger Konjunktur- und Geschäftsklimadaten wurde der Rückgang der Ölpreise von den Marktteilnehmern als weitere wichtige Stütze für die Wachstumsaussichten interpretiert und trug somit zum Anstieg der realen Zinssätze bei. Die implizite Terminzinsstruktur-

Abbildung 10 Renditen langfristiger Staatsanleihen

(in % p.a.; Tageswerte)

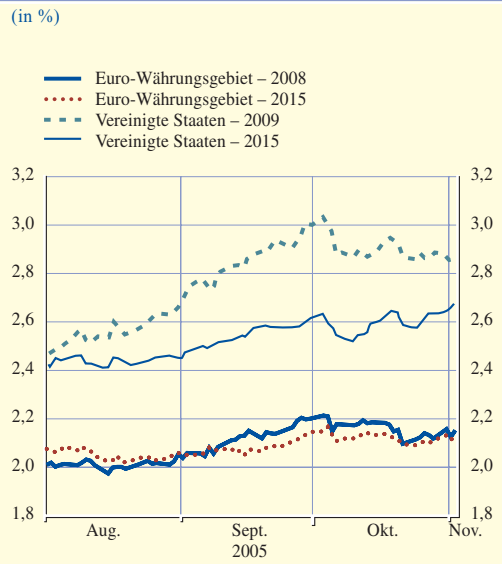


Quellen: Bloomberg und Reuters.

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

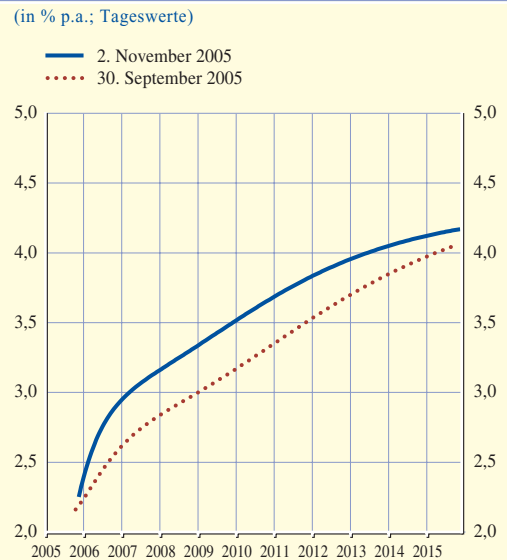


**Abbildung 11 Breakeven-Inflationsraten im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten**



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 12 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet**



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 dargelegt. Die in der Schätzung verwendeten Daten sind von Swapkontrakten abgeleitet.

kurve für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet verschob sich, wahrscheinlich im Zusammenhang mit denselben Faktoren, bei allen Laufzeiten nach oben, wobei die Verlagerung der Kurve im Kurzfristbereich am deutlichsten ausfiel (siehe Abbildung 12).

Die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate für das Euro-Währungsgebiet – gemessen als Renditedifferenz zwischen nominalen und indexierten französischen Staatsanleihen mit Fälligkeit 2015 – blieb weitgehend unverändert und lag am 2. November nahe bei 2,1 %. Zugleich trugen wahrscheinlich auch die niedrigeren Ölpreise dazu bei, die kürzerfristigen Inflationserwartungen im Zaum zu halten, was auch die geringfügig niedrigeren kurzfristigen Breakeven-Inflationsraten vermuten lassen.

Die Unsicherheit an den Rentenmärkten im Euroraum – gemessen an der impliziten Anleihevolatilität – blieb bei einem marginalen Rückgang weiterhin leicht unter dem Niveau der letzten Monate.

## 2.5 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

*Die meisten Kredit- und Einlagenzinsen im Neugeschäft der MFIs änderten sich im August 2005 kaum oder gingen zurück.*

Die kurzfristigen Zinsen für MFI-Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieben im August 2005 gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert, mit Ausnahme der Zinsen für Konsumentenkredite, die sich im Vergleich zum Juli 2005 um 41 Basis-

punkte erhöhten (siehe Tabelle 4). Generell ist bei der Interpretation kurzfristiger Veränderungen in der letztgenannten Zinskategorie allerdings besondere Vorsicht geboten, da das Niveau dieser Zinsen recht stark schwanken kann. Insgesamt stand die Entwicklung bei den kurzfristigen MFI-Kreditzinsen im Einklang mit den vergleichbaren Geldmarktsätzen, die im Großen und Ganzen unverändert blieben.

Die kurzfristigen MFI-Einlagenzinsen wiesen ein sehr ähnliches Verlaufsmuster auf und blieben im August 2005 unverändert, mit Ausnahme der Zinsen für Einlagen privater Haushalte mit einer

**Tabelle 4 Zinssätze der MFIs im Neugeschäft**

 (in % p.a.; in Basispunkten; gewichtet <sup>1), 2)</sup>

							Veränderung in Basispunkten bis Aug. 2005		
	2004 Q3	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Juli	2005 Aug.	2004 Aug.	2005 Mai	2005 Juli
<b>Einlagenzinsen der MFIs</b>									
Einlagen von privaten Haushalten									
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr	1,90	1,92	1,94	1,99	1,93	1,95	3	2	2
Mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	2,54	2,53	2,42	2,29	2,22	2,10	-52	-17	-12
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	1,94	2,00	1,98	1,94	2,15	2,03	9	6	-12
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	2,54	2,52	2,49	2,45	2,34	2,31	-22	-12	-3
Täglich fällige Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	0,87	0,89	0,93	0,94	0,94	0,96	9	1	2
Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften									
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr	1,99	2,04	2,04	2,01	2,01	2,03	4	1	1
Mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	3,61	3,53	3,23	3,22	2,98	3,05	-65	-31	7
<b>Kreditzinsen der MFIs</b>									
Konsumentenkredite an private Haushalte									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	6,58	6,72	6,97	6,54	6,56	6,96	-9	12	41
Wohnungsbaukredite an private Haushalte									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	3,46	3,49	3,43	3,40	3,31	3,34	-16	-7	3
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 und bis zu 10 Jahren	4,80	4,76	4,43	4,36	4,07	4,04	-84	-25	-3
Überziehungskredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	5,44	5,40	5,34	5,24	5,13	5,12	-34	-5	-1
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von bis zu 1 Mio €									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	4,02	4,01	3,98	3,91	3,86	3,89	-14	-3	3
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren	4,68	4,65	4,45	4,36	4,15	4,13	-58	-9	-1
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio €									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	3,03	2,99	3,02	2,99	2,96	2,96	-2	-3	0
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren	4,31	4,19	3,96	3,90	3,86	3,78	-40	2	-8
<b>Nachrichtlich</b>									
Dreimonats-Geldmarktsatz	2,12	2,15	2,15	2,14	2,12	2,13	2	0	1
Rendite zweijähriger Staatsanleihen	2,70	2,47	2,39	2,34	2,19	2,24	-29	2	5
Rendite fünfjähriger Staatsanleihen	3,49	3,18	2,92	2,89	2,66	2,70	-63	-4	4

Quelle: EZB.

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

2) Quartalsangaben beziehen sich auf das Quartalsende.

vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten, die gegenüber dem Vormonat um 12 Basispunkte nachgaben.

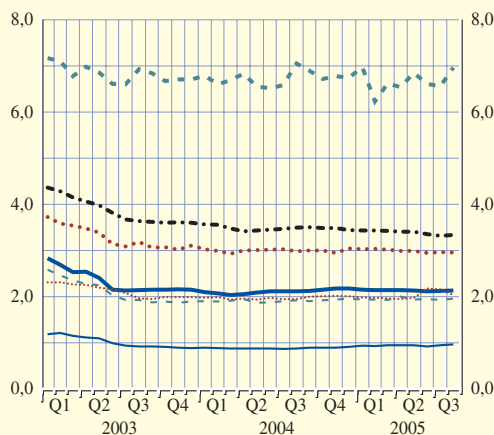
Eine Betrachtung der letzten zwölf Monate ergibt, dass die meisten kurzfristigen Einlagenzinsen weitgehend unverändert geblieben sind, ganz im Einklang mit der stabilen Entwicklung der Geldmarktsätze im selben Zeitraum (siehe Abbildung 13). Gleichzeitig gaben die Zinsen für kurzfristige Kredite um rund 10 bis 35 Basispunkte nach. Davon ausgenommen waren die Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio €, die nahezu unverändert geblieben sind.

Die meisten Langfristzinsen gingen im August weiter leicht zurück. Eine nennenswerte Ausnahme bildete der Zinssatz für Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren, der um 7 Basispunkte anstieg. Allerdings neigen die euro-raumweit aggregierten Zinsen in dieser Einlagenkategorie zu einer hohen Schwankungsfähigkeit. Im Gegensatz zu den Langfristzinsen, die in der Mehrzahl zurückgingen, legten die Renditen fünfjähriger Staatsanleihen im August weiter – um 5 Basispunkte – zu (siehe Abbildung 14).

**Abbildung 13 Kurzfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Geldmarktsatz**

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

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

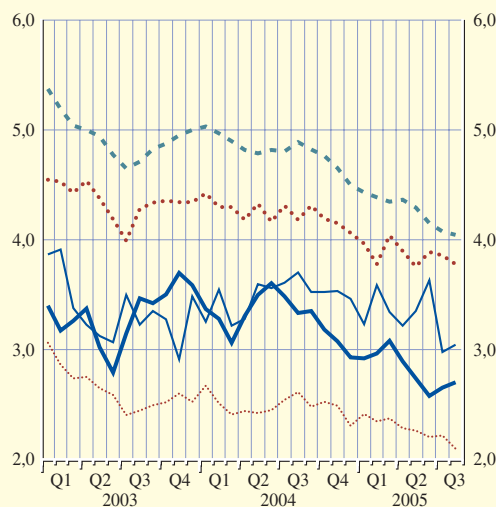


Quelle: EZB.  
1) Die MFI-Zinssätze werden anhand von Ländergewichten ermittelt, die auf Basis des gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens (ab Dezember 2003) bzw. auf Basis des durchschnittlichen Neugeschäftsvolumens im Jahr 2003 (von Januar bis November 2003) berechnet wurden. Weitere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

**Abbildung 14 Langfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Kapitalmarktsatz**

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

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



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

Die Zinsen für langfristige Kredite sind in den letzten zwölf Monaten deutlich – um 40 bis 85 Basispunkte – gesunken, wobei der stärkste Rückgang in der Kategorie der langfristigen Wohnungsbaukredite zu verzeichnen war. Die langfristigen Einlagenzinsen verringerten sich im selben Zeitraum um 20 bis 65 Basispunkte, wobei der Zinssatz für langfristige Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften am deutlichsten nachgab (siehe Tabelle 4). Die Renditen fünfjähriger Staatsanleihen sind im selben Zeitraum um 63 Basispunkte gefallen.

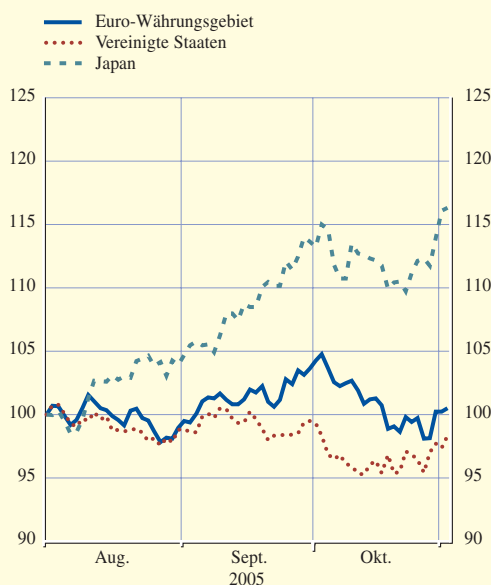
## 2.6 AKTIENMÄRKTE

Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten waren im Oktober unter anderem wegen der erhöhten Aktienmarktunsicherheit rückläufig. Zugleich blieb das Gewinnwachstum börsennotierter Unternehmen robust, was sich für die Aktienkurse als nachhaltige Stütze erwiesen haben dürfte.

Die Kurse an den Aktienmärkten in den USA und im Euroraum gaben im Oktober nach. Damit kam der im Euroraum während der vergangenen Monate verzeichnete Aufwärtstrend zum Erliegen (siehe Abbildung 15). Die in Japan über die letzten Monate hinweg zu beobachtende Anstiegstendenz hingegen war ungebrochen. Im Eurogebiet und in den USA büßten die Aktienkurse gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX- und am Standard-&-Poor's-500-Index von Ende September bis zum 2. November rund 3 % bzw. 1 % ein. In Japan gewannen die Aktienkurse im selben Zeitraum gemessen am Nikkei 225 rund 2 % hinzu.

Abbildung 15 Aktienindizes

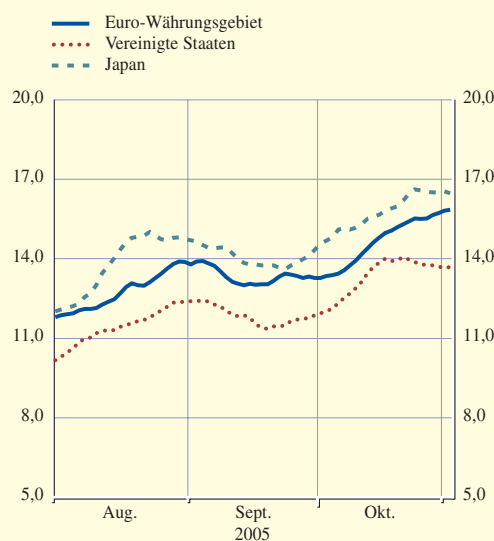
(Index: 1. August 2005 = 100; Tageswerte)



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

Abbildung 16 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.

Die Aktienmarktunsicherheit – gemessen an der aus Aktienoptionen abgeleiteten impliziten Volatilität – nahm an allen wichtigen Märkten im Oktober relativ stark zu (siehe Abbildung 16).

In den Vereinigten Staaten lagen die Aktienkurse am Ende des Berichtszeitraums im Minus. Obwohl die jüngsten Gewinnraten auf eine auch in der zweiten Jahreshälfte 2005 relativ robuste Ertragslage der US-Unternehmen hinweisen, haben einige Firmen eine Verlangsamung ihres Gewinnwachstums im kommenden Jahr signalisiert. Die daraufhin vermehrt aufgetretenen Bedenken mit Blick auf die künftige Gewinnsituation und das höhere Niveau der Langfristzinsen dürften einen dämpfenden Einfluss auf die Aktienkurse in den USA gehabt haben. Daneben dürften die als gestiegen wahrgenommenen Aktienmarktrisiken im Oktober zu höheren Risikoaufschlägen und folglich niedrigeren Aktienkursen geführt haben. Diesen Schluss legt der sprunghafte Anstieg der aus Optionen auf den Standard-&-Poor's-500-Index abgeleiteten impliziten Aktienkursvolatilität nahe (siehe Abbildung 16). Darüber hinaus liegen gewisse Hinweise vor, wonach Fondsmanager weltweit US-Aktien in ihren Portfolios untergewichtet haben, was ebenso zu dieser Entwicklung beigetragen haben könnte.

Im Einklang mit dem internationalen Aktienmarktumfeld waren im Oktober auch die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet rückläufig. Hierin spiegelten sich verschiedene Einflussfaktoren wider. Erstens nahm die Unsicherheit am Aktienmarkt – gemessen an der aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleiteten impliziten Volatilität – im Berichtszeitraum drastisch zu. Zweitens erhöhten sich im Oktober die langfristigen Zinssätze im Euroraum, was den erwarteten Gegenwartswert der künftigen Dividendenzahlungen verringerte. Drittens dürfte sich bei einigen Anlegern Besorgnis über einen weltweit erhöhten Inflationsdruck eingestellt haben. Historisch gesehen neigen die Aktien in einem solchen Umfeld zu einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung. Ein gegenläufiger Einfluss ging von dem anhaltend kräftigen – tatsächlichen wie erwarteten – Gewinnwachstum der Unternehmen aus. Eine nach Branchen differenzierte Betrachtung zeigt, dass die Aktienkurse im Öl- und Gassektor von Ende September bis zum 2. November aufgrund der niedrigeren Ölpreise um rund 8 % zurückgingen.

## 3 PREISE UND KOSTEN

Die Energiepreisentwicklung ist der Hauptgrund für den jüngsten Anstieg der am HVPI gemessenen Teuerung im Euroraum. Im September war die HVPI-Inflation auf 2,6 % gestiegen, und der Vorausschätzung von Eurostat zufolge ist sie im Oktober wohl nur leicht auf 2,5 % zurückgegangen. Der Preisdruck bleibt jedoch weiterhin recht verhalten. Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte die Teuerung nach dem HVPI in den kommenden Monaten nach wie vor bei über 2 % liegen. Auf mittlere Sicht bestehen weiterhin Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität.

### 3.1 VERBRAUCHERPREISE

#### VORAUSSCHÄTZUNG FÜR OKTOBER 2005

Der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung zufolge sank die am HVPI gemessene Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet im Oktober leicht auf 2,5 % (siehe Tabelle 5). Da es sich noch nicht um endgültige Daten handelt, bleibt die mit dieser Schätzung verbundene Unsicherheit beträchtlich, aber vorläufige Angaben lassen darauf schließen, dass die leichte Verringerung der am HVPI gemessenen Inflation im Wesentlichen auf eine Abschwächung der Energiepreiskomponente zurückzuführen ist, die zum Teil in einem Basiseffekt begründet liegt. Die Steigerungsrate der Energiepreise blieb allerdings auf hohem Niveau.

#### HVPI-INFLATION IM SEPTEMBER 2005

Die HVPI-Gesamtinflation im Euroraum kletterte von 2,2 % im August auf 2,6 % im September (siehe Abbildung 17). Dieser merkbare Anstieg war hauptsächlich dem Energiepreisschub zuzuschreiben, obschon die Jahreswachstumsrate des HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel ebenfalls leicht zunahm, und zwar um 0,1 Prozentpunkte auf 1,5 %.

Im Gefolge des Wirbelsturms Katrina Ende August, und kurz bevor der Hurrikan Rita Anfang September den Golf von Mexiko erreichte, zogen die Öl- und Benzinpreise sowohl am Weltmarkt als auch im Euroraum drastisch an (siehe auch EZB, Kasten 4, Monatsbericht Oktober 2005). Besonders die mittleren Pkw-Kraftstoffpreise im Eurogebiet, die rund 4 % des durchschnittlichen Warenkorb der Verbraucher im Euroraum ausmachen, stiegen zwischen August und September um fast 5 %. Infolgedessen schnellte die Jahreswachstumsrate der Energiepreise nach oben.

Tabelle 5 Preisentwicklung

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

	2003	2004	2005 Mai	2005 Juni	2005 Juli	2005 Aug.	2005 Sept.	2005 Okt.
<b>HVPI und seine Komponenten</b>								
Gesamtindex <sup>1)</sup>	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5
Energie	3,0	4,5	6,9	9,4	11,8	11,6	15,2	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	2,1	0,6	1,0	0,6	0,3	1,1	1,1	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	3,3	3,4	1,5	1,5	1,6	1,7	2,3	.
Industrienerzeugnisse ohne Energie	0,8	0,8	0,4	0,3	0,0	0,0	0,2	.
Dienstleistungen	2,5	2,6	2,5	2,2	2,3	2,3	2,2	.
<b>Weitere Preisindikatoren</b>								
Industrielle Erzeugerpreise	1,4	2,3	3,5	4,0	4,1	4,1	.	.
Ölpreise (€ je Barrel)	25,1	30,5	39,4	45,7	48,3	52,0	52,2	49,3
Rohstoffpreise ohne Energie	-4,5	10,8	1,2	7,6	9,6	11,9	13,2	17,4

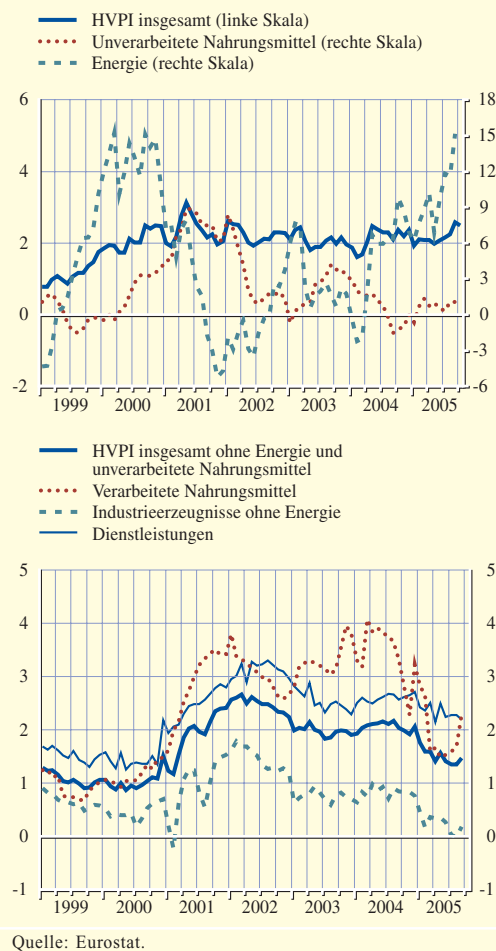
Quellen: Eurostat, HWWA und auf Thomson Financial Datastream basierende EZB-Berechnungen.

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

Es gibt nach wie vor kaum Hinweise darauf, dass die vergangenen Energiepreiserhöhungen nennenswerte indirekte Auswirkungen auf die Nicht-Energie-Komponenten des HVPI hatten. Die Jahreswachstumsrate des HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel stieg im September leicht an, was vor allem auf zwei Faktoren zurückzuführen sein dürfte. Zum einen führte ein erneuter Anstieg der Tabaksteuer in Deutschland zu einer Zunahme der Jahreswachstumsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel im Euroraum, und zwar von 1,7 % im August auf 2,3 % im September. Zum anderen erhöhte sich die jährliche Wachstumsrate der Preise für Nicht-Energie-Erzeugnisse im September geringfügig, was offenbar mit dem Ende des ungewöhnlich starken Preisrückgangs bei Bekleidung während des Schlussverkaufs zusammenhängt. Die Entwicklung dieser HVPI-Teilkomponente verläuft allerdings nach wie vor recht verhalten, was möglicherweise die weiterhin gedämpfte Binnennachfrage und den starken internationalen Wettbewerb in diesem Sektor widerspiegelt. Die Teuerung bei den Dienstleistungen ging leicht von 2,3 % im August auf 2,2 % im September zurück. In Kasten 3 wird die aktuelle Divergenz zwischen dieser moderaten Entwicklung der Kerninflationsindikatoren einerseits und der am gesamten HVPI gemessenen Inflation andererseits erörtert; ferner werden die Grenzen der zugrunde liegenden Inflationsindikatoren als Signale für mittelfristige Preistrends aufgezeigt.

**Abbildung 17 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Komponenten**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



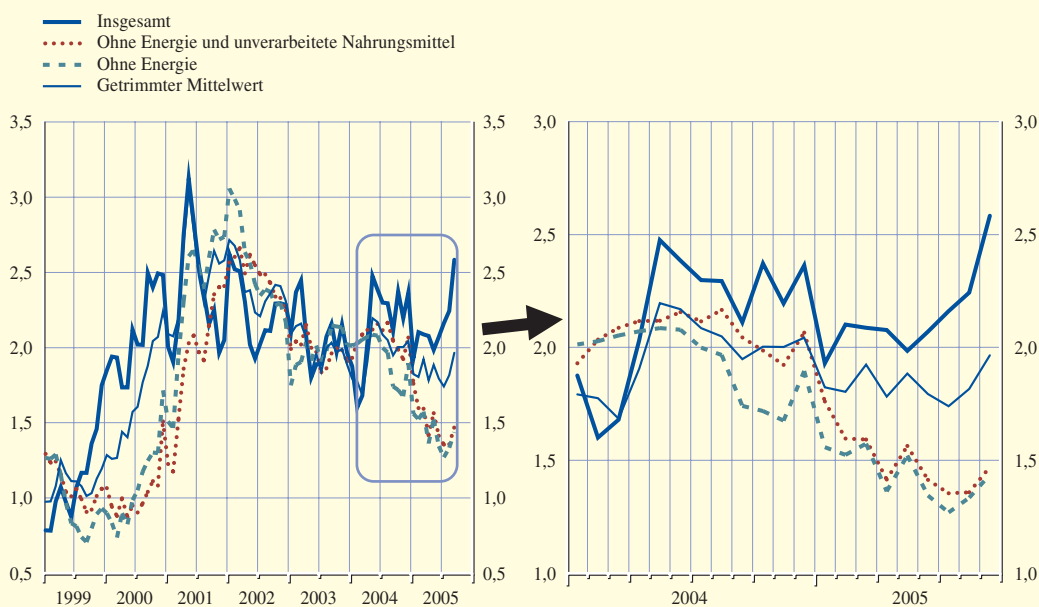
**Kasten 3**

**UNTERSCHIEDLICHE VERLAUFMUSTER DER STATISTISCH AUSGEWIESENEN GESAMTINFLATION UND DER KERNINFLATION**

Seit Januar 2005 weisen die am gesamten HVPI gemessene Inflation und die üblicherweise verwendeten Indikatoren der Kerninflation deutlich voneinander abweichende Verlaufsmuster auf. Während sich beispielsweise die Gesamtinflation bis Juli 2005 bei rund 2,0 % stabilisierte und anschließend bis September auf 2,6 % anstieg, ging die am HVPI gemessene Teuerungsrate ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie während des gesamten Zeitraums von 2 % auf etwa 1,5 % zurück. Es ist nicht das erste Mal, dass eine derart große Differenz von mehr als einem Prozentpunkt zwischen diesen beiden Indikatoren beobachtet wird. In der Zeit vom zweiten Halbjahr 1999 bis zum Jahr 2002 kam es zu einer Lücke ähnlichen Ausmaßes, die erst

Abbildung A Statistisch ausgewiesene Gesamtinflation und Kerninflation, kurzfristige und mittelfristige Aussichten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

geschlossen wurde, als sich die Kerninflation auf den Wert der ausgewiesenen Inflation erhöhte. In dieser Phase war es entgegen häufig vorgebrachter Argumente so, dass die Indikatoren der Kerninflation der nach dem gesamten HVPI gemessenen Gesamtinflation mit Verzögerung folgten und nicht etwa ein verlässliches Signal für den auf mittlere Sicht zu erwartenden Preisdruck lieferten. In diesem Kasten werden zwei zentrale Ergebnisse einer Analyse der derzeitigen Entwicklung und ihres Vergleichs mit früheren Beobachtungen dargestellt: Erstens gibt es aufgrund der unterschiedlichen Art der auf die Wirtschaft wirkenden Schocks keine eindeutige Antwort auf die Frage, welcher Indikator dem anderen mit Verzögerung folgt. Zweitens legt die Unsicherheit, ob aktuelle, die Teuerungsrate beeinflussende Schocks vorübergehend oder eher dauerhaft sind, den Schluss nahe, dass bei der Interpretation des derzeit relativ niedrigen Niveaus einiger Messgrößen der Kerninflation Vorsicht geboten ist.

### Verhältnis zwischen am gesamten HVPI gemessener Inflation und Kerninflation abhängig von der Art der auf die Inflation wirkenden Schocks

Bei der Messung der Kerninflation können verschiedene Arten von Indikatoren herangezogen werden (eine detaillierte Darstellung findet sich in: EZB, Indizes zur Messung der Kerninflation im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Juli 2001). Eine Messart, die man als „permanenter Ausschluss“ bezeichnen kann, stützt sich darauf, dass im Zeitverlauf immer dieselben HVPI-Positionen herausgerechnet werden. Eine allgemein für den Euroraum verwendete Messgröße dieser Art ist die am HVPI gemessene Teuerungsrate ohne die allgemein als besonders volatil geltenden Komponenten unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie. Eine weitere recht häufig angegebene Messgröße, die in die oben genannte Kategorie fällt, ist die



nach dem HVPI ohne Energie ermittelte Inflation. Die zweite Indikatorenart wird eher ad hoc konstruiert: Dabei werden Positionen zu bestimmten Zeitpunkten auf der Grundlage ihrer Entwicklung herausgerechnet. Die Zusammensetzung des Indikators verändert sich daher von einem Beobachtungszeitraum zum nächsten. So werden etwa beim getrimmten Mittelwert, auf den im Folgenden Bezug genommen wird, 10 % der stärksten Preisausschläge (jeweils 5 % der Preisrückgänge und -anstiege) des Index herausgerechnet.

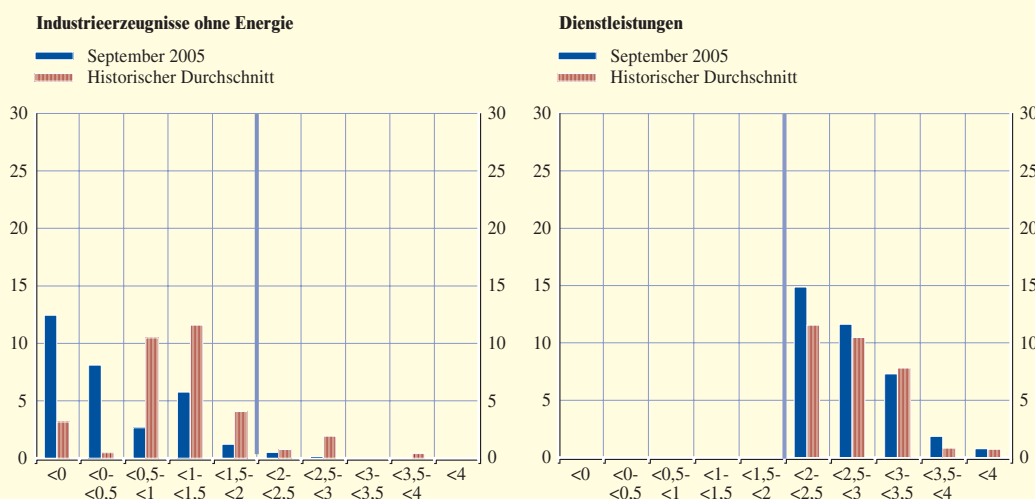
Wie bereits erwähnt deuteten die Messgrößen, bei denen bestimmte Positionen dauerhaft ausgeschlossen werden, auf einen Rückgang der Teuerung insbesondere seit Januar 2005 hin, während die Gesamtinflation im August und September anstieg (siehe Abbildung A). Bei der jüngsten Entwicklung des getrimmten Mittelwerts zeigt sich ein etwas anderes Bild: Er liegt zwischen der statistisch ausgewiesenen Inflation und den auf der Ausschlussmethode basierenden Messgrößen. Im Gegensatz zu den beiden nach der Ausschlussmethode gewonnenen Indizes werden beim getrimmten Mittelwert aufgrund seiner Konstruktion die Effekte einiger Schocks, die das Preisniveau insgesamt senken, herausgerechnet. Der getrimmte Mittelwert war in den ersten acht Monaten des laufenden Jahres mit rund 1,7 % bis 1,9 % relativ stabil, bevor er im September leicht auf 2,0 % stieg. Allerdings hat sich auch die Lücke zwischen dieser Messgröße und der Gesamtinflation in jüngster Zeit vergrößert.

Ein Vergleich zwischen der jetzigen Situation und dem Zeitraum von Mitte 1999 bis zum Jahr 2002, in dem die Gesamtinflation nach dem HVPI und die Messgrößen der Kerninflation ebenfalls deutlich divergierten, ist aufschlussreich. Auch in dieser Zeit war die Differenz zwischen der Gesamtinflation und dem getrimmten Mittelwert kleiner als die Lücke gegenüber den auf Basis des permanenten Ausschlusses gewonnenen Indizes. Schließlich erhöhten sich alle Indikatoren der Kerninflation und näherten sich mit zeitlicher Verzögerung der ausgewiesenen Inflation an. Offenkundig ist sowohl für diesen Zeitraum als auch für die heutige Situation ein Ölpreisschock der Auslöser für den Anstieg der statistisch ausgewiesenen Inflation. Ein derartiger Schock wirkt sich zunächst auf die ausgewiesene Teuerungsrate aus. Da er auch indirekte Auswirkungen und Zweitrundeneffekte nach sich ziehen kann, war davon auszugehen, dass sich auch die Indizes der Kerninflation zumindest teilweise – wenngleich mit einer gewissen Verzögerung – erhöhen dürften.

Daher dürfte mit einem derartigen verzögerten Anstieg der Indikatoren der Kerninflation und einer Wiederannäherung an die ausgewiesene Inflation zumindest bis zu einem gewissen Grad auch in der jetzigen Situation zu rechnen sein. Allerdings gibt es zwischen den beiden Zeiträumen auch gravierende Unterschiede. Zwischen 1999 und 2002 wurde der Ölpreisschock durch einen Kursrückgang des Euro und ungünstige Preisschocks bei Nahrungsmitteln im Zusammenhang mit Tierseuchen verstärkt. Darüber hinaus waren die Binnennachfrage und der Lohndruck in den Jahren 1999 und 2000 kräftiger als heute. Es ist auch möglich, dass die Euro-Bargeldumstellung einen zusätzlichen Schock darstellte, der sich auf die Teuerung nach dem HVPI, insbesondere auf die Dienstleistungspreise, auswirkte. Dieses Beispiel zeigt, dass eine Analyse des wirtschaftlichen Umfelds eine notwendige Voraussetzung für das Verständnis des Verhältnisses zwischen der am gesamten HVPI gemessenen Teuerung und den Messgrößen der Kerninflation ist. Daher beruht die Strategie der EZB auf einer Analyse aller Schocks, die sich auf die statistisch ausgewiesene Inflation auswirken, und auf einer breiten Palette wirtschaftlicher Indikatoren, die zusammen eine umfassende wirtschaftliche Diagnose ermöglichen.

Abbildung B Verteilung der Jahreswachstumsraten der HVPI-Komponenten

(in % des HVPI insgesamt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildungen stellen die Verteilung der Jahreswachstumsraten bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie und den Dienstleistungen mit einer Gliederungstiefe von fast 100 Komponenten des HVPI dar. Ein Balken für eine gegebene Bandbreite (z. B. zwischen 1,5 und 2,0) zeigt den Anteil der HVPI-Komponenten an, deren Jahreswachstumsrate innerhalb dieser Bandbreite liegt. Als „historischer Durchschnitt“ wird das durchschnittliche Wachstum zwischen Januar 1995 und September 2005 bezeichnet. Die vertikale Linie stellt die Obergrenze von Preisstabilität auf mittlere Sicht nach der Definition der EZB dar.

### Unsicherheit hinsichtlich der Art der auf die Inflation wirkenden aktuellen Schocks sehr groß

Derzeit besteht große Unsicherheit über die genaue Beschaffenheit einiger Schocks, die sich auf die Preise auswirken; insbesondere steht nicht eindeutig fest, ob sie längerfristiger Natur sind. Diese Schocks herauszurechnen, um eine Messgröße der Kerninflation zu erhalten, könnte irreführend sein, wenn man den Preisdruck insgesamt betrachten möchte, dem sich die Konsumenten mittelfristig gegenübersehen.

Zum einen könnte sich die Ölpreisentwicklung merklich verändert haben, da die höhere Nachfrage (insbesondere durch China und andere Schwellenländer) und Angebotsverknappungen (aufgrund unzureichender Raffineriekapazitäten) noch einige Zeit anhalten dürften. Wenngleich es sich hierbei um eine vorläufige Schlussfolgerung handelt, muss sie bei der Bewertung der Aussichten für die künftige Entwicklung berücksichtigt werden. Es könnte also eingewandt werden, dass der derzeitige Ölpreisanstieg nicht einfach als „Volatilität“ betrachtet werden und daher aus den Indikatoren der Kerninflation herausgerechnet werden sollte.

Zum anderen gibt es bei den Entwicklungen, die zu einem Preisrückgang führen könnten, ebenfalls einige Unwägbarkeiten. Hinsichtlich der Verteilung der Jahresänderungsraten sind zwei Beobachtungen hervorzuheben: Die Dienstleistungspreise steigen kontinuierlich schneller als die Preise für Waren, und die Verteilung der Jahresänderungsraten der Warenpreise hat sich deutlich nach links verschoben (siehe Abbildung B). Eine detaillierte Analyse der Komponenten des HVPI zeigt, dass diese Verschiebung auf mehrere Faktoren zurückzuführen ist. Der Rückgang der Preise für Hightech-Geräte privater Haushalte hat sich in jüngster Zeit beschleunigt.

nigt: So liegen die Änderungsraten der Preise für Aufzeichnungsgeräte und fotografische Geräte heute deutlich unter ihrem zehnjährigen Mittelwert (1995 bis September 2005), und die im HVPI enthaltenen Computerpreise sind kontinuierlich um rund 13 % bis 14 % pro Jahr zurückgegangen. Die durchschnittlichen Preise für Textilien waren ebenfalls rückläufig, wobei die Jahreswachstumsrate für Textilprodukte heute 0,6 bis 1,7 Prozentpunkte unter ihrem Zehnjahresdurchschnitt liegt. Bei vielen gewerblichen Waren, insbesondere Textilien, könnte diese gedämpftere Preisentwicklung mit dem Anstieg der Exporte aus China zusammenhängen. Sie dürfte daher noch einige Zeit anhalten, auch wenn die Gesamtauswirkungen dieses Faktors schwer einzuschätzen sind (siehe EZB, Die Handelsliberalisierung und ihre Auswirkungen auf die Textil- und Bekleidungssektoren im Euro-Währungsgebiet, Kasten 5, Monatsbericht Oktober 2005). Sollte dem so sein, dann dürften diese Entwicklungen, die dazu beitragen könnten, die Inflation noch für eine Weile auf einem niedrigen Niveau zu halten, ebenfalls nicht einfach als Volatilität angesehen werden (wie dies beim getrimmten Mittelwert implizit der Fall ist).

Diese Analyse kann durchaus dahingehend interpretiert werden, dass die Weltwirtschaft derzeit von großen Veränderungen der relativen Preisen geprägt ist, in denen sich teilweise der deutliche Anstieg der Exporte aus China und anderen asiatischen Ländern widerspiegeln dürfte. Zum einen übt die hohe Nachfrage dieser Volkswirtschaften nach Rohwaren einen Aufwärtsdruck auf die Rohstoffpreise aus. Zum anderen fördert die wachsende Bedeutung dieser Länder auf den Weltmärkten den Wettbewerb und trägt dazu bei, die Preise für gewerbliche Erzeugnisse niedrig zu halten. Aus diesem Blickwinkel betrachtet wäre es irreführend, nur einen Effekt, nämlich den Ölpreisanstieg, aus dem HVPI herauszurechnen, um die Entwicklung der Kerninflation zu beurteilen. Die Eignung der Kerninflationsindikatoren, mittelfristige Inflationstrends zu signalisieren, wird derzeit durch die Unsicherheit darüber, ob einige der derzeitigen Preisschocks vorübergehend oder dauerhaft sind, eingeschränkt.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass sich eine optimale Beurteilung der mittelfristigen Inflationsentwicklung nicht nur auf Messgrößen der Kerninflation stützt, sondern auf einer umfassenden Gegenprüfung aller Indikatoren basiert; dabei sollen auch die Art der auf die Inflation wirkenden Schocks und ihre mögliche Nachhaltigkeit ermittelt werden. Vor diesem Hintergrund dürfte es kaum eine Rechtfertigung dafür geben, Indikatoren der Kerninflation Vorrang vor einer derart breit fundierten Analyse der die Preise beeinflussenden Schocks einzuräumen.

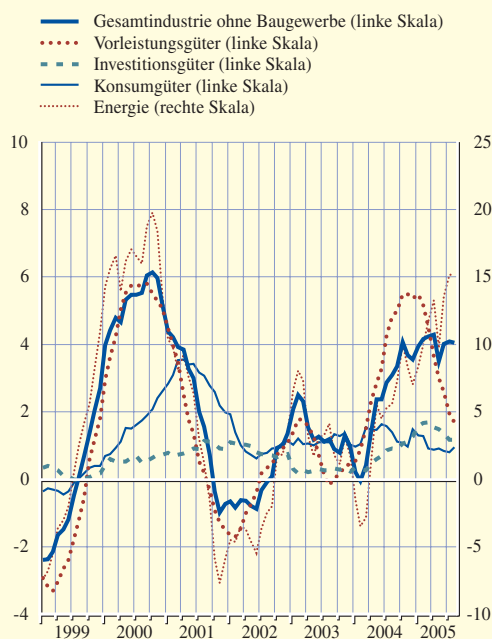
### 3.2 INDUSTRIELLE ERZEUGERPREISE

Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise war im August recht stabil und blieb somit auf einem ähnlich hohen Niveau wie in der ersten Jahreshälfte 2005 (siehe Abbildung 18). Während die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Energie aufgrund der höheren Ölpreise im August zunahm, ging sie bei den Erzeugerpreisen für Vorleistungsgüter weiterhin zurück. Gleichzeitig nahm die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Investitions- und Konsumgüter ebenfalls leicht ab, was darauf schließen lässt, dass frühere Ölpreissteigerungen noch immer keine nennenswerten indirekten Auswirkungen auf die Preise in späteren Phasen der Produktionskette hatten.

Auf kurze Sicht legten die preisbezogenen Umfrageindikatoren für September und Oktober einen deutlichen Anstieg der Vorleistungspreise der Unternehmen nahe, deuten aber bislang lediglich

Abbildung 18 Industrielle Erzeugerpreise

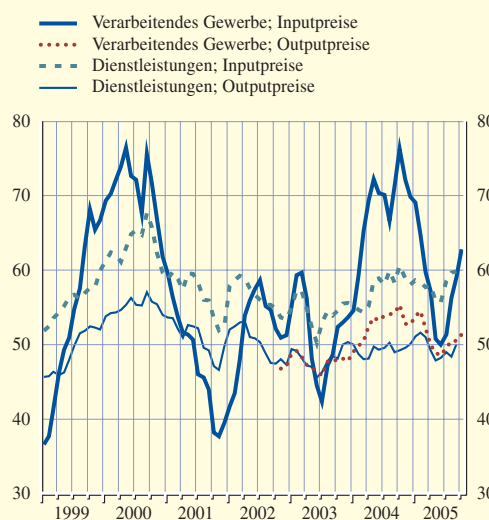
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung 19 Umfragen zu Input- und Outputpreisen der Erzeuger

(Diffusionsindizes; Monatswerte)



Quelle: NTC Economics.

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

auf einen moderaten Anstieg der Verkaufspreise hin. Der aus den Ergebnissen der Einkaufsmanager-Umfrage gewonnene Index der Inputpreise im verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet kletterte tatsächlich im Oktober auf seinen höchsten Stand seit März. Demgegenüber verharrte der Index der Outputpreise im verarbeitenden Gewerbe auf einem weit niedrigeren Niveau. Die Lücke zwischen den Anpassungen der Vorleistungspreise und der Verkaufspreise könnte die Folge einer unternehmensseitig verzögerten Anpassung der Endpreise sein. Sie könnte auch bedeuten, dass die Unternehmen angesichts des starken internationalen Wettbewerbs und der gedämpften Binnennachfrage zögern, die Energiepreiserhöhungen vollständig auf ihre endgültigen Verkaufspreise zu überwälzen und es wahrscheinlich vorziehen, andere Vorleistungskosten zu dämpfen oder ihre Gewinnmargen vorübergehend abschmelzen zu lassen.

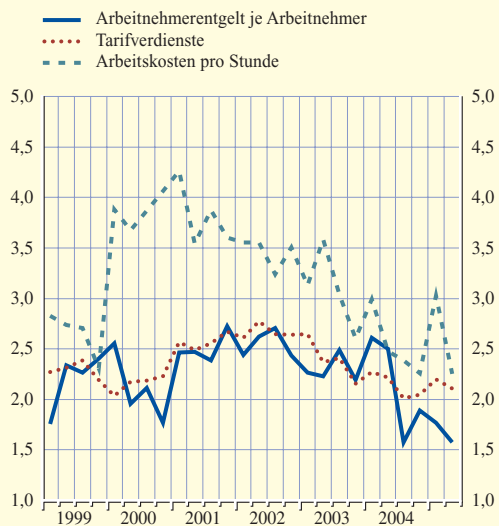
Für den Dienstleistungssektor ergibt sich ein ähnliches Bild. Der Index der Vorleistungspreise ist ebenfalls gestiegen, und zwar von einem historisch gesehen bereits recht hohen Niveau. Im Gegensatz dazu erhöhte sich der Index der Verkaufspreise im Dienstleistungssektor nur leicht. Er lag nach wie vor nahe bei 50 Punkten und deutete lediglich auf sehr moderate Preisanstiege im September hin (siehe Abbildung 19).

### 3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Die jüngsten veröffentlichten Daten zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer für das Euro-Währungsgebiet deuteten auf einen Rückgang der Jahreswachstumsrate von 1,8 % im ersten Quartal 2005 auf 1,6 % im Folgequartal hin (siehe Tabelle 6). Darüber hinaus wurden die früheren

**Abbildung 20 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren**

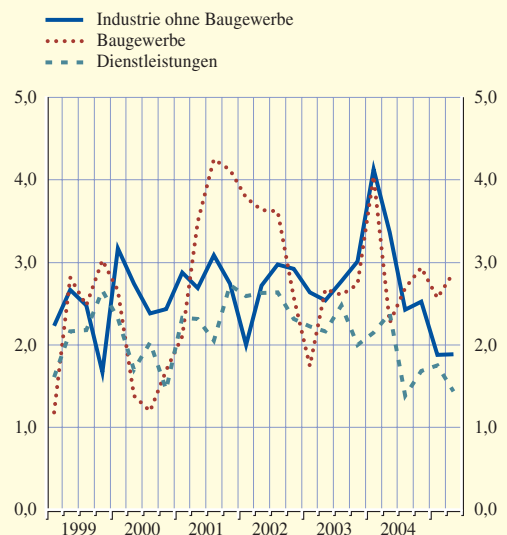
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 21 Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nach Sektoren**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Angaben zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer merklich nach unten revidiert und so der anfängliche sprunghafte Anstieg des Lohnwachstums im ersten Quartal 2005 korrigiert, der als Überschätzung aufgrund statistischer Faktoren bewertet wurde.

Insgesamt bestätigen die Angaben zu den Arbeitskosten im Eurogebiet daher die Einschätzung, dass sich die Löhne im Euroraum bei moderaten Wachstumsraten einpendeln, wobei bis zum Ende des zweiten Quartals 2005 keine Zweitrundeneffekte höherer Energiepreise auf die Löhne zu erkennen waren. In der ersten Hälfte des Jahres 2005 blieben sowohl der Anstieg der Tarifverdienste als auch der Arbeitskosten pro Stunde im Großen und Ganzen mit ihrem Stand von 2004 im Einklang, und die jährlichen Wachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lagen im selben Zeitraum sogar noch unter denen des Vorjahrs (siehe Abbildung 20). Die Aufgliederung der Vorjahrsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer nach Sektoren zeigt einen starken Rückgang des Lohnwachstums in der Industrie ohne Baugewerbe seit Anfang 2004 (siehe Abbildung 21). Demgegenüber hat sich das Lohnwachstum im Dienstleistungssektor trotz einer gewissen Volatilität im Zusammenhang mit statistischen Faktoren seit der zweiten Jahreshälfte 2004 weitgehend abgeschwächt.

Bei den Lohnstückkosten führte das seit der zweiten Hälfte des Jahres 2004 verlangsamte Wachstum der Arbeitsproduktivität zu einer Wachstumssteigerung zum Jahreswechsel. In den ersten sechs Monaten des Jahres 2005 blieb der Anstieg der Lohnstückkosten aufgrund einer leichten Abnahme der jährlichen Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer weitgehend stabil. Da sich das Produktivitätswachstum nur allmählich erholen dürfte, ist beim Wachstum der Lohnstückkosten auf kurze Sicht nicht von einer nennenswerten Abschwächung auszugehen. Die aktuelle Wachstumsrate ist dennoch im Großen und Ganzen mit der Einschätzung vereinbar, dass der vom Arbeitsmarkt ausgehende Inflationsdruck moderat ist.

Tabelle 6 Arbeitskostenindikatoren

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

	2003	2004	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2
Tarifverdienste	2,4	2,1	2,2	2,0	2,0	2,2	2,1
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	3,1	2,5	2,5	2,4	2,3	3,0	2,3
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,3	2,1	2,5	1,6	1,9	1,8	1,6
<i>Nachrichtlich:</i>							
Arbeitsproduktivität	0,4	1,2	1,7	1,2	0,8	0,6	0,4
Lohnstückkosten	1,8	0,9	0,8	0,3	1,1	1,2	1,1

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

### 3.4 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Angesichts der jüngsten Öl- und Benzinpreisentwicklung haben sich die kurzfristigen Aussichten für die Inflationsentwicklung merklich verschlechtert, und die HVPI-Inflation im Euroraum dürfte in den kommenden Monaten weiterhin bei über 2 % liegen. Die aktuellen Indikatoren lassen insgesamt jedoch nicht darauf schließen, dass sich der binnenwirtschaftliche Inflationsdruck im Euro-Währungsgebiet verstärkt. Insbesondere die Lohnerhöhungen hielten sich angesichts des anhaltend moderaten Wirtschaftswachstums und der weiterhin gedämpften Arbeitsmarktperspektiven nach wie vor in Grenzen. Diese Einschätzung wird weitgehend von Prognostikern des privaten Sektors geteilt (siehe Kasten 4). Allerdings müssen Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität berücksichtigt werden. Aufgrund möglicher Ölpreiserhöhungen und des damit einhergehenden Risikos von Zweitrundeneffekten auf die Löhne sowie angesichts der Möglichkeit, dass die Ölpreise stärker als bisher überwältigt werden, ist große Wachsamkeit geboten. Daher müssen die Lohnentwicklung und die Inflationserwartungen sehr genau beobachtet werden. Aufwärtsrisiken für die aktuellen Inflationsaussichten erwachsen auch aus der Unsicherheit über mögliche künftige Erhöhungen der administrierten Preise und indirekten Steuern.

#### Kasten 4

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

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse des vom 18. bis 24. Oktober 2005 von der EZB durchgeführten 29. Survey of Professional Forecasters (SPF) vorgestellt. Im Rahmen dieser Umfrage werden die Erwartungen von Fachleuten aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Instituten in der EU in Bezug auf Inflation, Konjunktur und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ermittelt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die aggregierten Daten aus dem SPF angesichts des breiten Spektrums der Umfrageteilnehmer relativ heterogene und subjektive Meinungen und Annahmen widerspiegeln können. Den SPF-Ergebnissen werden – soweit möglich – auch andere Indikatoren der Erwartungen des privaten Sektors für die gleichen Prognosezeiträume gegenübergestellt.

##### Inflationserwartungen für die Jahre 2005, 2006 und 2007

Die SPF-Prognostiker korrigierten ihre kurzfristigen Inflationserwartungen nach oben. Jetzt wird davon ausgegangen, dass die durchschnittliche am HVPI gemessene Teuerungsrate 2005

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

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

Teuerung nach dem HVPI	Prognosezeitraum					
	2005	Sept. 2006	2006	Sept. 2007	2007	Längerfristig <sup>2)</sup>
Q4 2005 SPF	2,2	1,8	2,0	1,8	1,8	1,9
<i>Vorherige Erhebung (Q3 2005 SPF)</i>	<i>2,1</i>	-	<i>1,8</i>	-	<i>1,8</i>	<i>1,9</i>
Consensus Economics (Okt. 2005)	2,2	-	1,9	-	1,8	1,9
Euro Zone Barometer (Okt. 2005)	2,2	-	1,9	-	1,8	1,9
Reales BIP-Wachstum	2005	Q2 2006	2006	Q2 2007	2007	Längerfristig <sup>2)</sup>
Q4 2005 SPF	1,3	1,7	1,7	2,0	2,0	2,1
<i>Vorherige Erhebung (Q3 2005 SPF)</i>	<i>1,4</i>	-	<i>1,8</i>	-	<i>2,0</i>	<i>2,1</i>
Consensus Economics (Okt. 2005)	1,3	-	1,6	-	1,9	1,9
Euro Zone Barometer (Okt. 2005)	1,3	-	1,6	-	1,8	2,0
Arbeitslosenquote <sup>1)</sup>	2005	Aug. 2006	2006	Aug. 2007	2007	Längerfristig <sup>2)</sup>
Q4 2005 SPF	8,7	8,5	8,5	8,2	8,2	7,5
<i>Vorherige Erhebung (Q3 2005 SPF)</i>	<i>8,9</i>	-	<i>8,7</i>	-	<i>8,4</i>	<i>7,6</i>
Consensus Economics (Okt. 2005)	8,8	-	8,6	-	-	-
Euro Zone Barometer (Okt. 2005)	8,8	-	8,6	-	8,5	8,0

1) In Prozent der Erwerbspersonen.

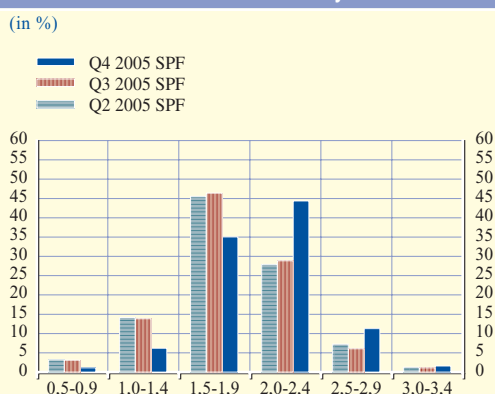
2) In der laufenden und der vorherigen SPF-Umfrage beziehen sich die längerfristigen Inflationserwartungen auf das Jahr 2010. Beim Euro Zone Barometer bezogen sie sich auf das Jahr 2009. Die Prognose von Consensus Economics erstreckt sich auf den Zeitraum von 2011 bis 2015.

bei 2,2 % und 2006 bei 2,0 % liegen wird (verglichen mit 2,1 % bzw. 1,8 % in der vorherigen SPF-Umfrage). Den qualitativen Angaben der Befragten zufolge wurde diese Aufwärtskorrektur im Wesentlichen durch die jüngste Entwicklung der Öl- und Benzinpreise und deren erwartete Auswirkungen auf die Inlandspreise beeinflusst. Die Erwartungen für 2007 bleiben jedoch unverändert, da die große Mehrheit der SPF-Teilnehmer damit rechnet, dass von den höheren Energiepreisen keine Zweitrundeneffekte auf die Löhne ausgehen werden. Eine moderate Lohnentwicklung gilt nämlich allgemein, zusammen mit einem starken internationalen Wettbewerb und einer anhaltend schwachen Inlandsnachfrage, als wichtiger Beitrag zur Begrenzung des Inflationsdrucks.

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 künftige 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 das tatsächliche Ergebnis oberhalb oder unterhalb des wahrscheinlichsten Intervalls liegen wird. Während die meisten SPF-Teilnehmer von einem in naher Zukunft weiterhin gedämpften Inflationsdruck ausgehen, lassen die Wahrscheinlichkeitsverteilungen der Erhebung für das vierte Quartal 2005 auf eine Verschiebung in Richtung Aufwärtsrisiken schließen. Abbildung A zeigt die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung der bei den letzten drei SPF-Erhebungen erwarteten durchschnittlichen jährlichen Inflationsrate nach dem HVPI für 2006 und lässt erkennen, dass sich die Wahrscheinlichkeitsverteilungen deutlich in Richtung Aufwärtsrisiken verschoben haben. Die Befragten glauben nun mit einer Wahrscheinlichkeit von 44 %, dass die Inflation im Jahr 2006 zwischen 2,0 % und 2,4 % liegen könnte (gegenüber 29 % bei der vorangegangenen Umfrage).<sup>1</sup> Tatsächlich

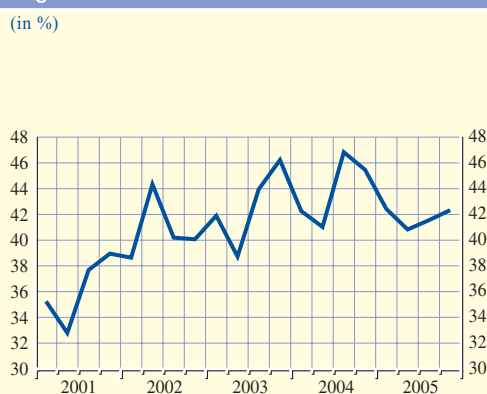
<sup>1</sup> Weitere Daten stehen auf der Website der EZB unter [www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html) zur Verfügung.

Abbildung A Bei den letzten drei SPF-Umfrage-  
runden ermittelte Wahrscheinlichkeitsverteilung  
der durchschnittlichen Inflation im Jahr 2006<sup>1)</sup>



1) Entspricht der Aggregation jeder einzelnen von den SPF-Teilnehmern angegebenen Wahrscheinlichkeitsverteilung.

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



betonen mehrere SPF-Prognostiker das Risiko höherer Ölpreise, und einige weisen auch auf das Risiko eines Anstiegs von administrierten Preisen und indirekten Steuern hin.

### Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen

Mit 1,9 % blieben die Erwartungen für die Inflation in fünf Jahren in der 16. Umfrage in Folge unverändert. Dieses Ergebnis steht mit den kürzlich veröffentlichten Schätzungen von Euro Zone Barometer und Consensus Economics im Einklang. Wie aus Abbildung B hervorgeht, hat sich die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation in fünf Jahren 2,0 % oder mehr beträgt, im vierten Quartal 2005 jedoch erneut etwas erhöht, was auf eine leicht gestiegene Wahrnehmung eines Aufwärtsrisikos für die langfristige Inflation hindeutet.

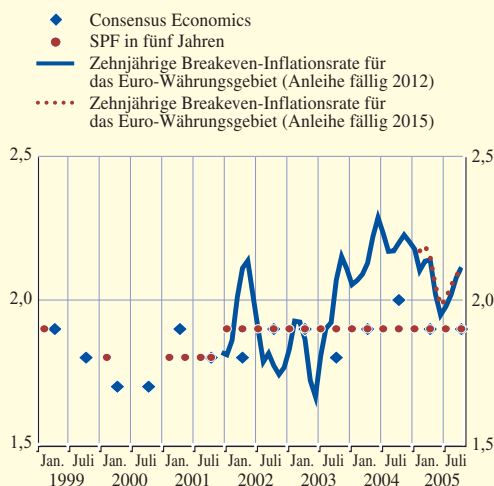
Die SPF-Umfrageergebnisse können auch mit einem Indikator der langfristigen Inflationserwartungen von Marktteilnehmern verglichen werden, der anhand der Renditedifferenz zwischen nominalen und inflationsindexierten Anleihen berechnet wird. Seit Juni 2005 steigen die Breakeven-Inflationsraten leicht an (siehe Abbildung C); sie werden anhand französischer inflationsindexierter Staatsanleihen mit Fälligkeit 2012 und 2015 ermittelt, die an den HVPI (ohne Tabakwaren) des Euroraums gebunden sind.<sup>2</sup> Allerdings sollten die Breakeven-Inflationsraten nicht als direkte Messgrößen für die Inflationserwartungen angesehen werden, da sie auch verschiedene Risikoprämien (wie Inflationsrisiko- und Liquiditätsprämien) abbilden können. Ihre Entwicklung kann daher teilweise eine erhöhte Unsicherheit der Investoren bezüglich der künftigen Teuerung sowie deren Bereitschaft widerspiegeln, eine Prämie für ein Absicherungsgeschäft zu zahlen.

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



### Abbildung C Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

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

Die kurzfristigen Prognosen zum Wachstum des realen BIP wurden erneut nach unten korrigiert. Es wird nunmehr erwartet, dass das reale BIP-Wachstum 2005 bei 1,3 % und 2006 bei 1,7 % liegen wird. Die Abwärtskorrektur um 0,1 Prozentpunkte für beide Jahre scheint weitgehend auf das relativ schwache Ergebnis aufgrund der im ersten Halbjahr 2005 veröffentlichten Daten sowie auf die negativen Auswirkungen des Ölpreisanstiegs zurückzuführen zu sein. Die von den SPF-Prognostikern erwartete allmähliche Beschleunigung des realen BIP-Wachstums setzt voraus, dass die jährliche Wachstumsrate im Jahr 2007 wieder 2 % betragen wird. Günstige Finanzierungsbedingungen, Preisstabilität und Rentabilitätssteigerungen (vor allem durch einen Rückgang der realen Lohnstückkosten) gelten

als Schlüsselfaktoren, die einen Aufschwung der Investitionstätigkeit begünstigen dürften. Für den Prognosezeitraum überwog allgemein die Einschätzung, dass die Risiken eher nach unten gerichtet sind, was nach Aussage der Befragten weitgehend von den Ölpreisen abhing.

Die SPF-Prognosen für 2005 stehen im Einklang mit den von Euro Zone Barometer und Consensus Economics veröffentlichten jüngsten Schätzungen, sind jedoch für 2006 und 2007 etwas optimistischer (siehe Tabelle).

Das reale BIP-Wachstum in fünf Jahren wird bei 2,1 % gesehen, wie schon in der letzten Umfrage. Den meisten Umfrageteilnehmern zufolge hängen die längerfristigen Wachstumsaussichten im Wesentlichen von Strukturreformen ab.

Trotz der etwas pessimistischeren Aussichten für das Wirtschaftswachstum wurden die Prognosen zur Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet zwischen 2005 und 2007 um 0,2 Prozentpunkte nach unten revidiert. Dies war jedoch vor allem auf statistische Korrekturen der amtlichen Arbeitslosenquote zurückzuführen, die zwischen dem SPF für das dritte Quartal und dem SPF für das vierte Quartal 2005 veröffentlicht wurden. Das Prognoseprofil blieb unverändert, wobei die Arbeitslosenquote im Euroraum während des gesamten Prognosezeitraums allmählich zurückging. Die Erwartungen hinsichtlich der langfristigen Entwicklung der Arbeitslosenquote wurden für 2010 ebenfalls nach unten korrigiert (auf 7,5 %), aber es wurde erneut betont, dass diese Prognose von weiteren Arbeitsmarktreformen abhängt.

## 4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Wenngleich das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im ersten Halbjahr 2005 nur mit moderatem Tempo zunahm, lassen die jüngsten Indikatoren vor dem Hintergrund günstiger Fundamentaldaten weiterhin auf eine allmähliche Erholung des Wirtschaftswachstums ab der zweiten Jahreshälfte schließen. So haben sich insbesondere die Umfrageergebnisse im Einklang mit der im dritten Jahresviertel und zu Beginn des Schlussquartals anziehenden Konjunktur erneut verbessert. Darüber hinaus zeichnet sich auch eine Besserung am Arbeitsmarkt ab. Der Eindruck einer allmählichen konjunkturellen Belebung deckt sich mit den jüngsten Prognosen internationaler und privater Organisationen. Diese Aussichten sind jedoch nach wie vor mit einigen Risiken behaftet, die sich in erster Linie aus der Ölpreisentwicklung ergeben.

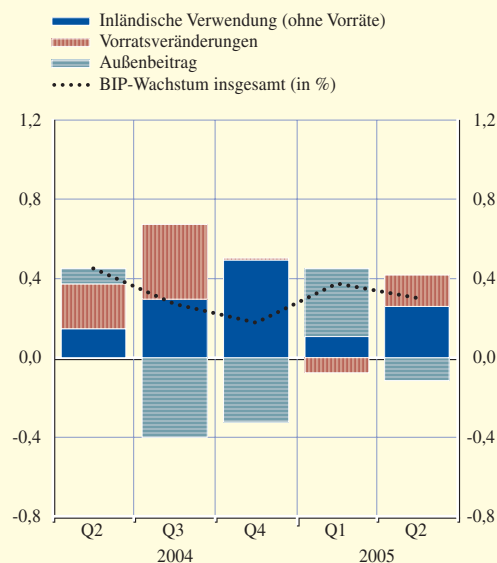
### 4.1 PRODUKTION UND NACHFRAGE

#### DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

Die zweite Schätzung zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das zweite Quartal 2005 bestätigte, dass sich das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet im ersten Halbjahr ähnlich moderat entwickelte wie in der zweiten Jahreshälfte 2004. Wie bereits in der ersten Datenveröffentlichung angegeben, nahm das reale BIP im zweiten Vierteljahr 2005 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zu, verglichen mit 0,4 % im ersten Dreimonatsabschnitt (siehe Abbildung 22). Das Wachstum des realen BIP im Euroraum ist damit seit Einsetzen der Erholung Mitte 2003 weitgehend stabil auf relativ niedrigem Niveau geblieben. Die aktuelle Belebung scheint daher im historischen Vergleich recht verhalten auszufallen. Kasten 5 vergleicht den derzeitigen Aufschwung im Eurogebiet mit vorangegangenen Erholungsphasen Anfang der Achtziger- und der Neunzigerjahre und liefert mögliche Erklärungen für die Differenzen.

Abbildung 22 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

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



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

#### Kasten 5

#### DIE AKTUELLE KONJUNKTURELLE ERHOLUNG IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET IM HISTORISCHEN KONTEXT

Die gegenwärtige konjunkturelle Belebung im Euro-Währungsgebiet, die auf eine Phase anhaltend langsamen Wachstums zwischen Mitte 2001 und Mitte 2003 folgt, verläuft im Vergleich zu den Erholungsphasen zu Beginn der Achtzigerjahre sowie Anfang der Neunzigerjahre eher schleppend. Der vorliegende Kasten setzt die aktuelle wirtschaftliche Aufhellung in einen historischen Kontext und geht auf einige wichtige Faktoren ein, die für das relativ schwache Tempo der jüngsten wirtschaftlichen Erholung mit verantwortlich sein könnten.

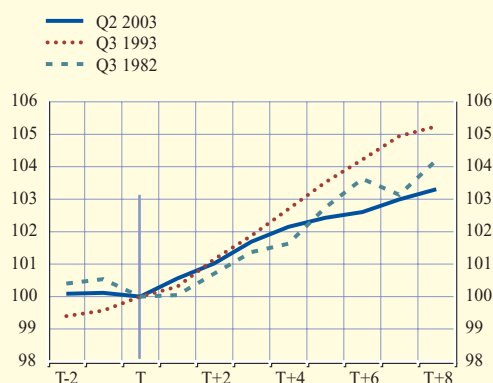
## Das Wachstum des realen BIP in verschiedenen Erholungsphasen

Für den Konjunkturzyklus des Euro-Währungsgebiets existiert keine allgemein anerkannte chronologische Datierung. Das Centre for Economic Policy Research (CEPR) hat jedoch im Jahr 2003 einen Ausschuss zur Datierung von Konjunkturzyklen (Business Cycle Dating Committee) ins Leben gerufen, um die oberen und unteren Wendepunkte im Konjunkturzyklus des Euroraums zu ermitteln.<sup>1</sup> Anhand der von diesem Ausschuss identifizierten Wendepunkte Anfang der Achtziger- und Anfang der Neunzigerjahre (die jeweiligen Tiefstände wurden im dritten Quartal 1982 und im dritten Quartal 1993 verzeichnet) ist ein Vergleich mit der jüngsten wirtschaftlichen Erholung möglich. Der Tiefstand im Vorfeld der jüngsten konjunkturellen Erholung konnte bislang nicht datiert werden. Für die Zwecke der vorliegenden Untersuchung wird jedoch davon ausgegangen, dass der Wendepunkt im dritten Quartal 2003 lag, als sich das vierteljährliche Wachstum des realen BIP wieder deutlich ins Positive kehrte (nachdem es im zweiten Quartal negativ gewesen war).

Auf der Grundlage dieser Datierungen scheint die jüngste wirtschaftliche Erholung im Vergleich zu den zwei vorangegangenen Aufschwungsphasen recht langsam in Gang zu kommen.

**Abbildung A** Reales BIP des Euro-Währungsgebiets in konjunkturellen Erholungsphasen

(Niveau; Index: Tiefstand = 100)



Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Daten der Europäischen Kommission und für die Achtzigerjahre anhand von Daten aus: G. Fagan, J. Henry und R. Mestre, An area-wide model (AWM) for the euro area, Working Paper Nr. 42 der EZB, Januar 2001.

Anmerkung: Die Erholung setzt jeweils in T+1 ein, d. h. ein Quartal nach dem Tiefstand (T) gemäß der Definition des Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Acht Quartale nach dem unteren Wendepunkt im dritten Quartal 2003 beispielsweise war das reale BIP im Euroraum insgesamt um 3,3 % angestiegen; die Zunahme fiel damit 1,8 Prozentpunkte niedriger aus als in der vergleichbaren Phase Anfang der Neunzigerjahre und 0,9 Prozentpunkte niedriger als in der Aufschwungsphase Anfang der Achtzigerjahre (siehe Abbildung A). Was die allgemeine Wachstumsdynamik betrifft, scheint die Erholung zu Beginn der Achtzigerjahre recht ähnlich wie die jüngste Erholungsphase verlaufen zu sein. Während sich jedoch das Wachstum im Zuge der Erholung Anfang der Achtzigerjahre tendenziell verstärkte (die vierteljährliche Wachstumsrate betrug im ersten Jahr der Erholung durchschnittlich 0,4 % und im zweiten Jahr 0,6 %), ist gegenwärtig das Gegenteil der Fall (die vierteljährlichen Wachstumsraten betragen im ersten Jahr der Erholung durchschnittlich 0,5 % und im zweiten Jahr 0,3 %).<sup>2</sup>

In diesem Zusammenhang bietet sich auch eine Betrachtung der Wirtschaftsdynamik in den größten Euro-Ländern an, die den Entwicklungsmustern im Euroraum zugrunde liegt. Zu diesem Zweck müssen die jüngsten Aufhellungen in den einzelnen Ländern des Eurogebiets mit

1 Das Euro Area Business Cycle Dating Committee des CEPR gab seine Entscheidung zu den Wendepunkten im September 2003 bekannt (siehe <http://www.cepr.org/data/Dating/>).

2 Obwohl die Wachstumsraten für das vierte Quartal 2004 und das erste Quartal 2005 durch Kalenderbereinigungen verzerrt werden, zeichnet sich doch nach wie vor eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums ab.

**Reales BIP in konjunkturellen Erholungsphasen in den fünf größten Ländern des Euro-Währungsgebiets**

(kumulierte Veränderung in %)

**Kumuliertes Wachstum des realen BIP – vier bzw. acht Quartale nach dem Tiefstand im Euro-Währungsgebiet**

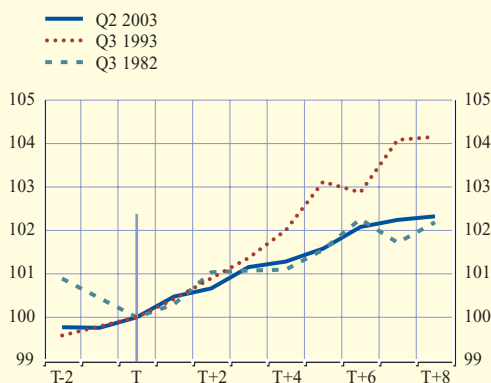
	Euro-Währungsgebiet		Deutschland		Frankreich		Italien		Spanien		Niederlande	
	t+4	t+8	t+4	t+8	t+4	t+8	t+4	t+8	t+4	t+8	t+4	t+8
Q3 1982	1,6	4,2	2,0	6,0	1,6	2,8	1,9	4,8	1,5	3,6	2,9	5,0
Q3 1993	2,7	5,2	2,6	4,7	1,9	3,8	3,2	5,7	2,2	6,8	2,6	5,8
Q2 2003	2,1	3,3	1,6	2,2	2,8	4,0	1,2	1,3	3,1	6,6	1,8	2,8

Quellen: siehe Abbildung A.

denen Anfang der Achtziger- und der Neunzigerjahre verglichen werden. Beim Vergleich der Erholungsphasen in den fünf größten Ländern des Euroraums sind jedoch einige wichtige Einschränkungen zu berücksichtigen. Insbesondere ist zu beachten, dass die oben genannten Aufschwungsphasen anhand der Angaben für das Eurogebiet insgesamt datiert wurden. Die Konjunkturzyklen der einzelnen Länder unterscheiden sich jedoch voneinander. So trat beispielsweise in einigen Euro-Ländern im Jahr 2003 eine Rezession ein, während es in Spanien lediglich zu einer leichten Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit kam. Ein ähnliches Bild ergab sich 1993 in den Niederlanden, wo sich das Wachstum leicht abschwächte, aber nicht ins Negative kehrte. Unter Berücksichtigung dieser nationalen Unterschiede liefert die Tabelle oben einen Vergleich der Entwicklung des realen BIP in den fünf größten Ländern des Euroraums nach den Tiefständen im dritten Quartal 1982, im dritten Quartal 1993 und im zweiten Quartal 2003. Anhand der Tabelle ist erkennbar, dass die jüngste Erholung in Italien, Deutschland und den Niederlanden wesentlich schwächer ausgefallen ist als in den vergangenen zwei Aufschwungsphasen. Im Gegensatz dazu ist das BIP-Wachstum in Frankreich und Spanien seit dem dritten Quartal 2003 stärker ausgefallen als im Durchschnitt der beiden vorangegangenen Erholungsphasen.

**Abbildung B Beitrag der realen inländischen Endnachfrage im Euro-Währungsgebiet zum realen BIP in konjunkturellen Erholungsphasen**

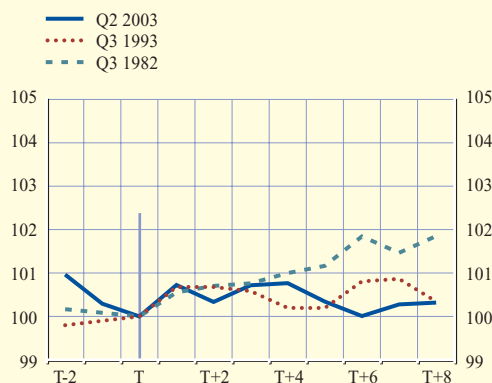
(Niveaus; Index: Tiefstand = 100)



Quellen: siehe Abbildung A.  
Anmerkung: Die Erholung setzt jeweils in T+1 ein, d. h. ein Quartal nach dem Tiefstand (T) gemäß der Definition des Centre for Economic Policy Research (CEPR).

**Abbildung C Anteil des realen Außenbeitrags des Euro-Währungsgebiets am realen BIP in konjunkturellen Erholungsphasen**

(Niveaus; Index: Tiefstand = 100)



Quellen: siehe Abbildung A.  
Anmerkung: Die Erholung setzt jeweils in T+1 ein, d. h. ein Quartal nach dem Tiefstand (T) gemäß der Definition des Centre for Economic Policy Research (CEPR).

## Der Beitrag der Verwendungskomponenten zum Wirtschaftswachstum in den verschiedenen Erholungsphasen

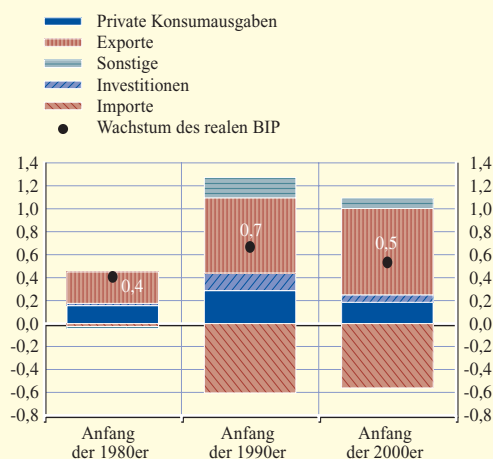
Eine Betrachtung der verschiedenen Nachfragekomponenten während der jeweiligen Aufschwungsphasen ergibt, dass der Beitrag der inländischen Verwendung in der jüngsten Erholungsphase deutlich geringer ausfiel als in den Neunzigerjahren, aber nicht geringer als Anfang der Achtzigerjahre (siehe Abbildung B). Bei den privaten Konsumausgaben und den Investitionen stellt sich die Lage ähnlich dar. Der Beitrag des Außenhandels hingegen entwickelte sich jüngst ähnlich wie in der Erholungsphase Anfang der Neunzigerjahre, fiel aber schwächer aus als Anfang der Achtzigerjahre (siehe Abbildung C).

Was die Entwicklung der Verwendungskomponenten betrifft, so ist festzustellen, dass sich der relative Beitrag einiger Komponenten im Verlauf der Erholungsphasen veränderte. Besonders augenfällig ist der deutliche Rückgang des durchschnittlichen Beitrags des Exportwachstums in der jüngsten Aufschwungsphase von 0,8 % im ersten Jahr der Erholung auf 0,3 % im zweiten Jahr (siehe Abbildung D und E). In den vorangegangenen Aufschwungsphasen war der Beitrag dieser Komponente dagegen entweder leicht angestiegen (Anfang der Achtzigerjahre) oder zurückgegangen (Anfang der Neunzigerjahre).

Während beim Aufschwung Anfang der Neunzigerjahre in den größten Ländern des Euroraums eine relativ kräftige und homogene Erholung der privaten Konsumausgaben zu verzeichnen war, ist gegenwärtig in einigen dieser Länder, insbesondere in Deutschland und den Niederlanden, bislang kein Durchschlagen auf den privaten Verbrauch erkennbar. In dieser Hinsicht ähnelt die jüngste Konjunkturaufhellung eher der Erholungsphase Anfang der Achtzigerjahre, die sich ebenfalls durch einen schwachen privaten Konsum in einer Reihe von Ländern auszeichnete. Darüber hinaus fällt das Exportwachstum in Frankreich, Italien und Spanien derzeit im Vergleich zu den zwei früheren Erholungsphasen sehr schwach aus.

Abbildung D Durchschnittlicher Beitrag zum vierteljährlichen realen BIP-Wachstum des Euro-Währungsgebiets im ersten Jahr der konjunkturellen Erholungsphasen

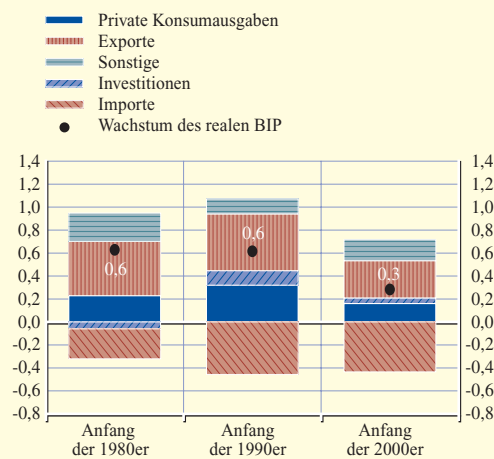
(Beiträge zum Wachstum in %)



Quellen: siehe Abbildung A.  
Anmerkung: Die Angaben in der Abbildung zeigen das durchschnittliche reale BIP-Wachstum gegenüber dem Vorquartal.

Abbildung E Durchschnittlicher Beitrag zum vierteljährlichen realen BIP-Wachstum des Euro-Währungsgebiets im zweiten Jahr der konjunkturellen Erholungsphasen

(Beiträge zum Wachstum in %)



Quellen: siehe Abbildung A.  
Anmerkung: Die Angaben in der Abbildung zeigen das durchschnittliche reale BIP-Wachstum gegenüber dem Vorquartal.

## Mögliche Erklärungen für die schleppende wirtschaftliche Erholung

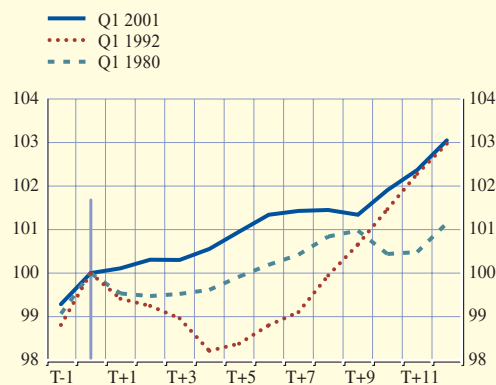
Zur Erklärung der Schwäche des jüngsten Konjunkturaufschwungs im Vergleich zu den vorangegangenen Erholungsphasen im Euroraum können verschiedene Faktoren beitragen. Erstens zeichnet sich die gegenwärtige Aufhellung im Gegensatz zu den früheren Phasen durch das Zusammentreffen mehrerer negativer Schocks aus, darunter die jüngsten Ölpreisanstiege und die deutliche Aufwertung des Euro. Insbesondere die letztgenannte Entwicklung dürfte eine Erklärung für das relativ schwache Exportwachstum im zweiten Jahr der Konjunkturaufhellung liefern. Zweitens gibt es Anzeichen dafür, dass das trendmäßige Potenzialwachstum in den vergangenen Jahren niedriger ausgefallen ist als in den Achtziger- und Neunzigerjahren.<sup>3</sup> In diesem Zusammenhang könnte auch die Unsicherheit darüber, wann und in welchem Umfang die in einigen Ländern des Euroraums angedachten Strukturreformen umgesetzt werden, zu einer anhaltenden Dämpfung des Verbrauchervertrauens beigetragen haben. Schließlich muss berücksichtigt werden, dass die konjunkturelle Abschwächung im Vorfeld der gegenwärtigen Aufhellung nicht sehr ausgeprägt war (siehe Abbildung F). Da das Ausmaß einer wirtschaftlichen Erholung meist bis zu einem gewissen Grad vom Ausmaß des vorangegangenen Konjunkturerinbruchs abhängt, dürfte es nicht allzu sehr überraschen, dass der gegenwärtige Aufschwung etwas gemäßigter ausfällt als die vorangegangenen Erholungsphasen.

Die unterschiedliche Entwicklung in den einzelnen Ländern des Euroraums lässt sich auf eine Reihe von Faktoren zurückführen. Die divergierende Exportentwicklung in einigen Ländern dürfte zum Großteil durch die verzögerte Auswirkung vorangegangener Veränderungen der preislichen und nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit bedingt sein. Die Differenzen bei der inländischen Nachfrage dürften zum Teil mit dem unterschiedlichen Umfang der durchgeführten Strukturreformen sowie mit der Unsicherheit hinsichtlich künftiger Reformen zusammenhängen. In manchen Ländern könnte die unterschiedliche Entwicklung auch teilweise Aufholprozesse hin zu einem höheren BIP pro Kopf widerspiegeln.

<sup>3</sup> Siehe EZB, Entwicklung des Potenzialwachstums im Euro-Währungsgebiet, Kasten 5, Monatsbericht Juli 2005.

Abbildung F Reales BIP des Euro-Währungsgebiets in konjunkturellen Abschwächungsphasen

(Niveaus; Index: Höchststand = 100)



Quellen: siehe Abbildung A.

Anmerkung: Die Abschwächung setzt jeweils in T+1 ein, d. h. ein Quartal nach dem Höchststand (T) gemäß der Definition des Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Zwar blieben die Angaben zum Gesamtwachstum des realen BIP im zweiten Quartal in der zweiten Datenveröffentlichung zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen gegenüber der ersten Schätzung unverändert, doch ergaben sich einige Revisionen bei den Verwendungskomponenten. So wird nunmehr davon ausgegangen, dass die inländische Nachfrage (nach einer Aufwärtskorrektur um 0,3 Prozentpunkte) mit 0,4 Prozentpunkten den größten Beitrag zum vierteljährlichen realen BIP-Wachstum im zweiten Vierteljahr leistete. Dagegen wurde der Beitrag des Außenhandels vor allem aufgrund eines höheren Importwachstums auf -0,1 Prozentpunkte

nach unten korrigiert. Grund für die stärkere Inlandsnachfrage war ein höheres Wachstum sowohl der privaten Konsumausgaben als auch der Investitionen, bei denen sich eine Aufwärtskorrektur um 0,2 Prozentpunkte auf 0,1 % bzw. um 0,3 Prozentpunkte auf 0,5 % ergab. Der Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen blieb mit 0,2 Prozentpunkten unverändert.

Eine Aufschlüsselung der Investitionen nach Gütergruppen für das zweite Quartal zeigt, dass die Erholung der Investitionstätigkeit weitgehend dem kräftigen Wachstum bei den Bauinvestitionen zu verdanken war, die im ersten Vierteljahr 2005 witterungsbedingt gesunken waren. Bei den übrigen Investitionen war im zweiten Jahresviertel ein leichter Rückgang zu beobachten (siehe Kasten 6).

#### Kasten 6

##### JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER INVESTITIONEN NACH GÜTERGRUPPEN

In der ersten Jahreshälfte 2005 stieg die Investitionstätigkeit im Euroraum gegenüber dem vorangegangenen Sechsmonatszeitraum um 0,2 % an. Das Wachstum fiel damit niedriger aus als im zweiten Halbjahr 2004, als es 0,7 % betragen hatte (siehe Abbildung A). Dieser Kasten befasst sich ausführlich mit der Entwicklung der Investitionen nach Gütergruppen im Euro-Währungsgebiet in der ersten Jahreshälfte 2005.

Insgesamt ist festzustellen, dass das schwächere Wachstum der Investitionstätigkeit in erster Linie mit den niedrigeren Investitionen ohne Bauten zusammenhing. Die Bauinvestitionen hingegen leisteten im ersten Halbjahr 2005 einen geringeren negativen Beitrag zum Investitionswachstum insgesamt als noch in der zweiten Jahreshälfte 2004. Was die künftige Entwicklung angeht, so dürften die günstigen Finanzierungsbedingungen die Investitionstätigkeit im Euroraum stützen. Außerdem deuten das robuste Wachstum der Unternehmensgewinne und der Anstieg der Vertrauensindikatoren darauf hin, dass sich die allmähliche Erholung der Investitionstätigkeit fortsetzen dürfte.

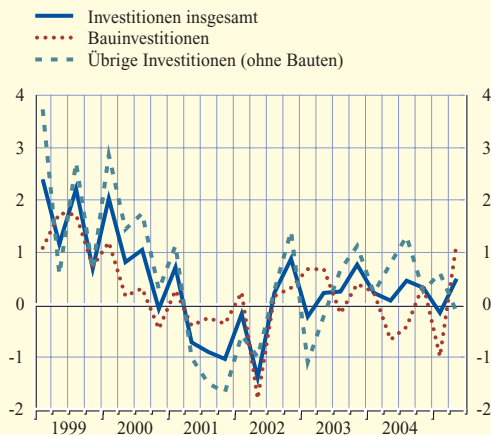
##### Schwächere Zunahme der Investitionen ohne Bauten im ersten Halbjahr 2005

In der ersten Hälfte des laufenden Jahres nahmen die Investitionen ohne Bauten um 0,7 % zu, gegenüber 1,8 % im zweiten Halbjahr 2004. Diese Entwicklung spiegelt teilweise eine veränderte Stimmung in der Industrie wider: Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie war im Zeitraum zwischen Oktober 2004 und Mai 2005 durchweg rückläufig. Im Anschluss ist er jedoch wieder gestiegen, und auch die Kapazitätsauslastung hat sich erhöht. Beim EMI für das verarbeitende Gewerbe ist eine ähnliche Entwicklung erkennbar: Der Index ging zwischen Februar und Mai 2005 zurück und hat sich seither wieder leicht erholt. Außerdem hat sich das Produktionswachstum im Investitionsgütergewerbe (gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt) 2005 wieder ins Positive gewandt, nachdem es im letzten Quartal 2004 durchweg rückläufig gewesen war. Insgesamt deuten die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse für die zweite Jahreshälfte 2005 auf ein beschleunigtes Wachstum der Investitionen ohne Bauten hin.

Das in der ersten Jahreshälfte 2005 gegenüber dem zweiten Halbjahr 2004 langsamere Wachstum der Investitionen ohne Bauten hing vor allem mit der negativen Entwicklung im Verkehrs-

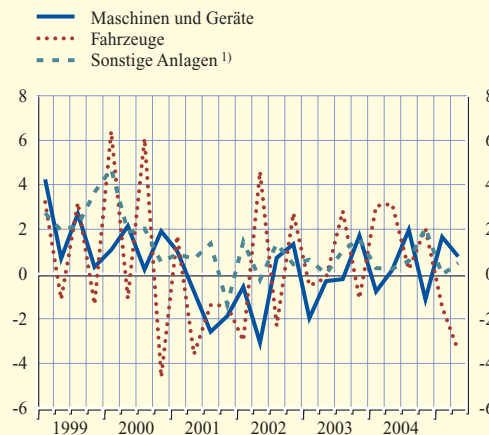
**Abbildung A Investitionen insgesamt, Bauinvestitionen und übrige Investitionen**

(Veränderung gegen Vorquartal; saisonbereinigt)



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

(Veränderung gegen Vorquartal; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.  
1) Einschließlich Landwirtschaft.

gewerbe zusammen (siehe Abbildung B). Im Bereich Fahrzeugbau, auf den rund 10 % der Gesamtinvestitionen entfallen, war das Investitionswachstum sowohl im ersten als auch im zweiten Quartal des laufenden Jahres negativ. Dieser Rückgang wurde nur teilweise von den steigenden Investitionen in Maschinen und Geräte ausgeglichen (auf die rund 30 % der Gesamtinvestitionen entfallen), während sich das Wachstum der Investitionen in sonstige Anlagen (die 12 % der Gesamtsumme ausmachen) nahe null bewegte. Der Rückgang der Investitionen in Fahrzeuge, der sich freilich noch nahezu im Rahmen der üblichen Volatilität bewegt, dürfte auch teilweise in den jüngsten Ölpreisanstiegen begründet liegen.

### Langsamerer Rückgang der Bauinvestitionen in der ersten Jahreshälfte 2005

Die Bauinvestitionen im Eurogebiet gingen in der ersten Jahreshälfte 2005 im Schnitt um 0,2 % zurück, verglichen mit einem durchschnittlichen Rückgang um 0,6 % im zweiten Halbjahr 2004 (siehe Abbildung A). Dabei verlief die Entwicklung im Wohnungsbau und im restlichen Baugewerbe recht ähnlich. Diese Zeitreihen sind bekanntermaßen sehr volatil, da unter anderem die Witterungsbedingungen einen großen Einfluss auf die Bauinvestitionen haben.<sup>1</sup> Allerdings hat der Vertrauensindikator der Europäischen Kommission für das Baugewerbe im Jahresverlauf deutlich zugelegt, was ebenfalls als positives Indiz für die Investitionsentwicklung gewertet werden kann.

<sup>1</sup> Eine eingehende Analyse der Entwicklung der Bauinvestitionen bis zum ersten Quartal 2005 und wichtiger Bestimmungsfaktoren für die Entwicklung der Zeitreihen findet sich in: EZB, Entwicklungen im Baugewerbe des Euro-Währungsgebiets, Kasten 6, Monatsbericht September 2005.

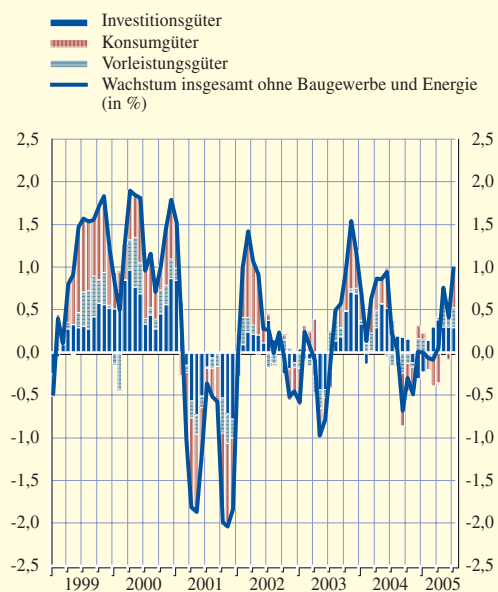
## SEKTORALE WERTSCHÖPFUNG UND INDUSTRIEPRODUKTION

Eine sektorale Aufschlüsselung der Daten zum realen Wachstum im zweiten Quartal 2005 bestätigt, dass sowohl die Industrie als auch der Dienstleistungssektor einen positiven Beitrag leisteten. Wenngleich der Großteil der realen Wertschöpfung im Euroraum auf den Dienstleistungssektor entfällt, war dessen Beitrag im zweiten Vierteljahr nur rund halb so groß wie der der Industrie



### Abbildung 23 Beiträge zum Wachstum der Industrieproduktion

(Wachstum in % und 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.

### UMFRAGEN IM VERARBEITENDEN GEWERBE UND IM DIENSTLEISTUNGSSEKTOR

Die Umfrageergebnisse sowohl für das verarbeitende Gewerbe als auch für den Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets haben sich zu Beginn des vierten Quartals weiter verbessert. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie stieg im Oktober erneut an und liegt nunmehr fünf Punkte über dem Tiefstand vom Mai dieses Jahres und in etwa auf demselben Niveau wie zu Jahresbeginn. Darin spiegeln sich sowohl eine verbesserte Beurteilung der Auftragslage und der Vorräte als auch höhere Produktionserwartungen wider. Auch der Einkaufsmanagerindex (EMI) legte im Oktober weiter zu. Der in den vergangenen Monaten zu beobachtende Anstieg des Vertrauensindikators für die Industrie und die Zunahme des EMI signalisieren eine positive Konjunktorentwicklung im dritten Quartal und zu Beginn des Schlussquartals, was mit einer allmählichen Wachstumsbelebung im Einklang steht (siehe Abbildung 24).

Der von der Europäischen Kommission errechnete Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor im Eurogebiet verzeichnete im Oktober einen relativ kräftigen Anstieg, nachdem er sich im September weniger stark verbessert hatte, und liegt nun deutlich über dem Durchschnitt des laufenden Jahres. Wenngleich der Indikator inzwischen den höchsten Stand seit mehr als vier Jahren erreicht hat, liegt er nach wie vor geringfügig unter seinem langfristigen Durchschnitt. Der EMI-Teilindex für die Konjunktorentwicklung im Dienstleistungssektor kletterte im September auf seinen höchsten Stand seit einem Jahr und liegt damit knapp über seinem langfristigen Mittel. Insgesamt geht von den Umfrageergebnissen ein positives Signal für die Entwicklung im Dienstleistungssektor des Euroraums im dritten Quartal aus.

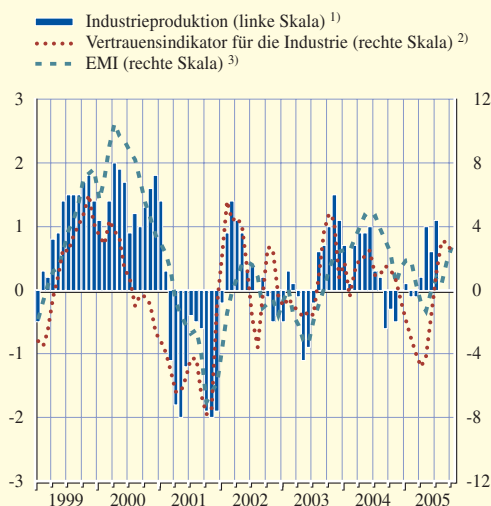
(womit sich die Struktur des ersten Quartals nahezu umkehrte).

Den Angaben für Juli und August zufolge hat sich die Erholung in der Industrie auch im dritten Jahresviertel allmählich und auf breiter Basis fortgesetzt (siehe Abbildung 23). Die Industrieproduktion wurde im August um 0,8 % gegenüber dem Vormonat ausgeweitet, nachdem sie im Juni um 0,5 % und im Juli um 0,2 % zugenommen hatte. Die Belebung in diesem Sektor zeigt sich auch in den im bisherigen Jahresverlauf verzeichneten vierteljährlichen Wachstumsraten: Nachdem im ersten Quartal keine Veränderung eingetreten war, belief sich die Rate im zweiten Vierteljahr auf 0,7 %.

Der Auftragseingang in der Industrie verringerte sich im Juli und August gegenüber dem Vormonat. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt beträgt die Wachstumsrate jedoch aufgrund einer relativ kräftigen Zunahme im Juni weiterhin annähernd 3 %. Insgesamt lag das Auftragsvolumen im August nach wie vor über dem Durchschnitt des zweiten Quartals.

Abbildung 24 Industrieproduktion,  
Vertrauensindikator für die Industrie und EMI

(Monatswerte; saisonbereinigt)

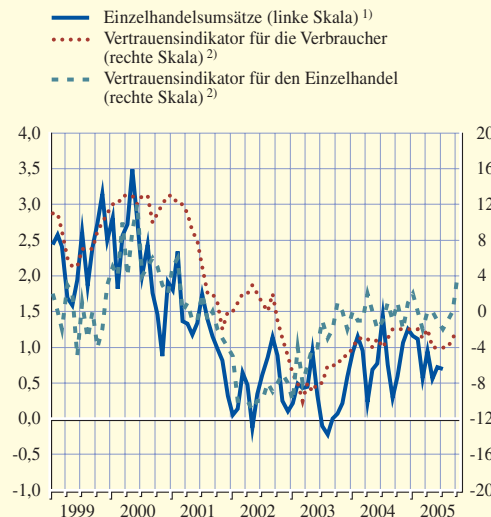


Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, NTC Economics und EZB-Berechnungen.

- 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.

Abbildung 25 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.

## INDIKATOREN DER PRIVATEN KONSUMAUSGABEN

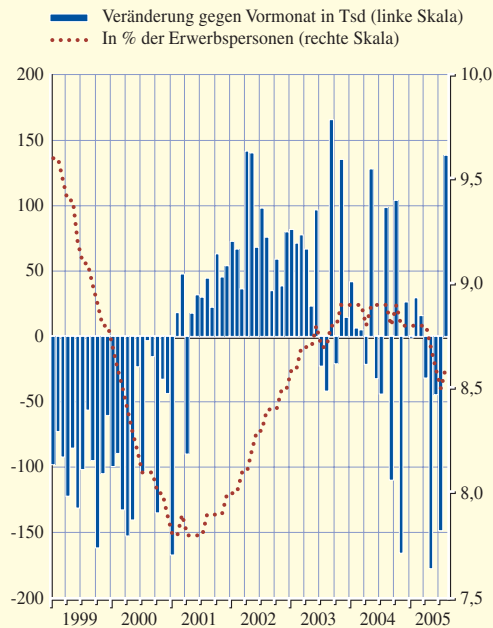
Das Wachstum der privaten Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet fiel trotz einer leichten Aufwärtskorrektur im zweiten Quartal erneut relativ schwach aus. Für das dritte Vierteljahr deuten die verfügbaren Indikatoren des privaten Verbrauchs auf ein anhaltend mäßiges Konsumwachstum hin.

Die Einzelhandelsumsätze im Euroraum haben sich gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt im Juli und August leicht erhöht (um 0,3 % bzw. 0,4 %) und kehrten damit annähernd auf ihren Stand vom Mai und Juni dieses Jahres zurück. Die Pkw-Neuzulassungen legten im September ebenfalls zu, nachdem sie in den beiden Vormonaten rückläufig gewesen waren. Damit nahmen sie im dritten Vierteljahr insgesamt um 0,5 % zu, verglichen mit einem Plus von 1,8 % im zweiten Quartal.

Der von der Europäischen Kommission ermittelte Vertrauensindikator für die Verbraucher stieg im Oktober wieder an. Insgesamt ist das Verbrauchervertrauen zwar nach wie vor recht gering und liegt unter seinem langfristigen Durchschnitt, lässt jedoch Anzeichen einer allmählichen Aufhellung erkennen und ist inzwischen auf sein Jahresanfangsniveau zurückgekehrt (siehe Abbildung 25).

Abbildung 26 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

## 4.2 ARBEITSMARKT

Die jüngsten verfügbaren Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet lassen darauf schließen, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt seit dem ersten Quartal 2005 weiter allmählich verbessert hat. So sind insbesondere die Beschäftigungserwartungen für die Industrie und den Dienstleistungssektor im Oktober deutlich gestiegen und stützen den Eindruck einer anhaltenden, wenn auch nur leichten Verbesserung der zugrunde liegenden Arbeitsmarktbedingungen in der zweiten Jahreshälfte.

### ARBEITSLOSIGKEIT

Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet erhöhte sich im August 2005 auf 8,6 % gegenüber 8,5 % im Vormonat (siehe Abbildung 26). Die Zahl der Arbeitslosen nahm saisonbereinigt um etwa 140 000 zu, nachdem sie in den vorangegangenen drei Monaten um durchschnittlich jeweils rund 120 000 gesunken war. Die aktuellen Angaben zur Arbeitslosigkeit im Euroraum sollten jedoch mit Vorsicht interpretiert werden. Die Entwick-

lung im August wurde weitgehend von einer Zunahme der Arbeitslosenquote in Deutschland bestimmt, wo methodische und institutionelle Änderungen in der Datenerhebung die Analyse erschweren. Die Angaben für das Euro-Währungsgebiet ohne Deutschland weisen einen weiteren leichten Rückgang der Arbeitslosigkeit im August aus.

### BESCHÄFTIGUNG

Die Beschäftigung nahm im zweiten Quartal 2005 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal zu, nachdem sie im ersten Jahresviertel um 0,1 % gestiegen war (siehe Tabelle 7). Der Beschäftigungszuwachs im zweiten Vierteljahr war in erster Linie auf die Ausweitung der Beschäftigung in der Industrie (genauer gesagt im Baugewerbe) zurückzuführen. Im Dienstleistungssektor änderte sich das Beschäftigungswachstum gegenüber den vorangegangenen Quartalen kaum. Insgesamt deutet die Entwicklung in den letzten Quartalen auf eine anhaltende allmähliche Verbesserung hin. Bei der Interpretation der Daten müssen jedoch auch die jüngsten Auswirkungen arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen zur Steigerung der Beschäftigung, wie etwa die Ausweitung von Teilzeitarbeit und selbständiger Tätigkeit, berücksichtigt werden.

Den Umfragen der Europäischen Kommission zufolge sind die Beschäftigungserwartungen im Euro-Währungsgebiet im Oktober sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor deutlich gestiegen. Dahinter verbergen sich allerdings unterschiedliche längerfristige Trends in den beiden Sektoren. Während die Erwartungen für die Beschäftigung in der Industrie seit Jahresbeginn weitgehend stabil waren, haben sie im Dienstleistungssektor deutlich zugenommen. Der EMI-Umfrage zufolge sind die Beschäftigungserwartungen im verarbeitenden Gewerbe im Oktober weiter gestiegen und haben sich im September auch im Dienstleistungssektor aufgehellt. Beide Indikatoren liegen gegenwärtig über ihrem jeweiligen Durchschnitt für das zweite Quartal und

**Tabelle 7 Beschäftigungswachstum**

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

	Jahresraten		Quartalsraten				
	2003	2004	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2
Gesamtwirtschaft	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
<i>Darunter:</i>							
Landwirtschaft und Fischerei	-1,8	-0,8	-0,2	0,0	-0,4	-1,2	0,1
Industrie	-1,0	-0,9	0,2	-0,1	0,0	-0,6	0,1
Ohne Baugewerbe	-1,5	-1,7	0,1	-0,5	0,1	-0,9	-0,1
Baugewerbe	0,2	1,0	0,6	1,1	-0,4	0,1	0,6
Dienstleistungen	0,9	1,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3
Handel und Verkehr	0,3	0,9	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1
Finanzierung und Unternehmensdienstleister	1,3	2,5	0,4	0,6	0,5	0,8	0,2
Öffentliche Verwaltung	1,2	0,8	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

lassen damit eine Verbesserung der Beschäftigungslage sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor erkennen.

#### 4.3 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Die jüngsten verfügbaren Daten stehen weiterhin überwiegend im Einklang mit der Einschätzung, dass sich das Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte 2005 verstärken dürfte. Dies ist sowohl den im September von Experten der EZB erstellten Projektionen als auch den jüngsten Prognosen internationaler und privater Organisationen zu entnehmen (siehe Kasten 4). Über die kurze Frist hinaus sind die Voraussetzungen für eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums gegeben. In außenwirtschaftlicher Hinsicht sollte die anhaltende Zunahme der weltweiten Nachfrage die Exporte des Euro-Währungsgebiets stützen. Binnenwirtschaftlich betrachtet dürften die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und das robuste Wachstum der Unternehmensgewinne zum Anstieg der Investitionstätigkeit beitragen. Der Konsum dürfte sich im Einklang mit dem erwarteten leichten Wachstum des verfügbaren Realeinkommens allmählich ausweiten. Insgesamt betrachtet ist Spielraum dafür vorhanden, dass positivere Fundamentalfaktoren die Konjunkturentwicklung bestimmen. Die Aussichten für die Konjunktur sind jedoch nach wie vor mit Risiken behaftet, die sich hauptsächlich aus der Ölpreisentwicklung, der Besorgnis über die weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte und dem geringen Verbrauchervertrauen ergeben.

## 5 WECHSELKURS- UND ZAHLUNGSBILANZENTWICKLUNG

### 5.1 WECHSELKURSE

Nach einem leichten Rückgang im September 2005 war der effektive Wechselkurs des Euro im Oktober nahezu unverändert. Die bedeutendste Entwicklung an den Devisenmärkten war eine breit angelegte Kursschwäche des japanischen Yen gegenüber anderen wichtigen Währungen, zu der es trotz mehrerer positiver Signale in Bezug auf Japans Konjunkturaussichten gekommen war.

#### US-DOLLAR/EURO

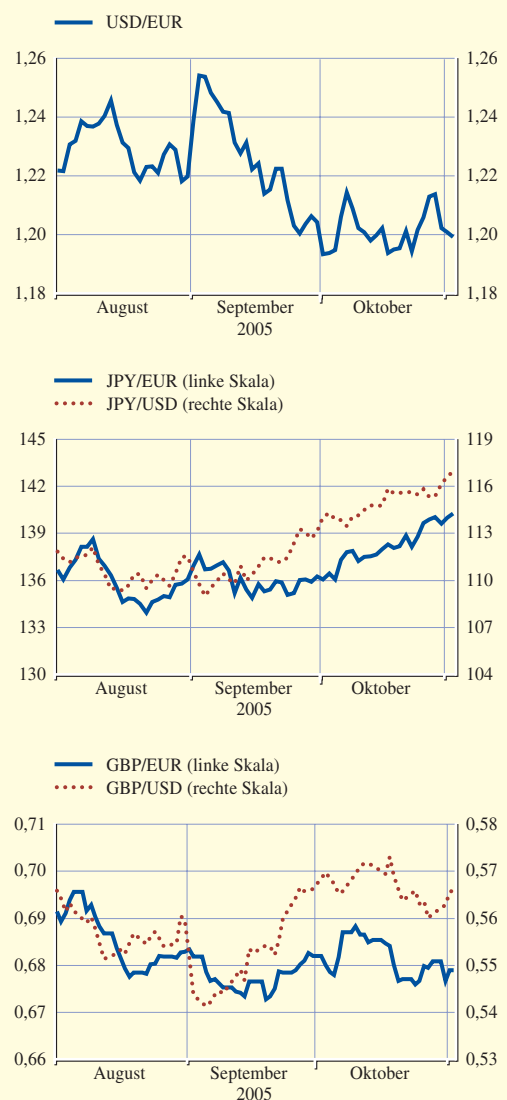
Nachdem sich der Euro Anfang September von einem Höchststand bei 1,25 USD abgeschwächt hatte, stabilisierte er sich im Oktober gegenüber dem US-Dollar bei rund 1,20 USD. Der US-Dollar profitierte anscheinend weiter vom zunehmenden Zinsabstand zugunsten der Vereinigten Staaten in Relation zu anderen wichtigen Volkswirtschaften. Zusätzliche Unterstützung erhielt die US-Devisen auch von Meldungen über die nach wie vor lebhaftere Auslandsnachfrage nach US-Vermögenswerten, die sich darin zeigt, dass die Vereinigten Staaten im August schon den dritten Monat in Folge einen Anstieg der Kapitalzuflüsse aus Wertpapieranlagen zu verzeichnen hatten. Weitgehend ausgeglichen wurde diese Entwicklung durch Anzeichen eines sich aufhellenden Geschäftsklimas im Euro-Währungsgebiet, was sich offenbar positiv auf den Euro auswirkte. Vor diesem Hintergrund notierte der Euro am 2. November 2005 mit 1,20 USD nahezu unverändert gegenüber seinem Stand von Ende September (-0,4 %) und 3,6 % unter seinem Durchschnittsniveau im Jahr 2004.

#### JAPANISCHER YEN/EURO

Die bedeutendste Entwicklung an den Devisenmärkten im Oktober war, dass es zeitweilig ungeachtet mehrerer positiver Signale in Bezug auf Japans Wirtschaftsaussichten zu einer breit fundierten Kursschwäche des japanischen Yen gegenüber anderen wichtigen Währungen kam. Als Erklärungsfaktoren für die gegenwärtige Schwäche des Yen könnten unter anderem die Auswirkung der hohen Ölpreise auf den japanischen Leistungsbilanzüberschuss sowie das zunehmende Zinsgefälle zwischen den Vereinigten Staaten und Japan in Frage kommen. Am 31. Oktober 2005 notierte der Euro bei 140,3 JPY und damit 2,9 % höher als Ende September und 3,6 % über seinem Vorjahrsdurchschnitt.

Abbildung 27 Wechselkursentwicklung

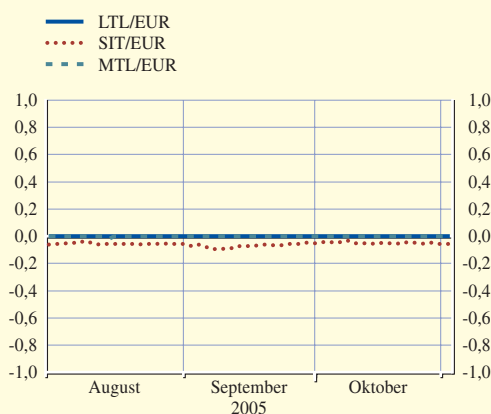
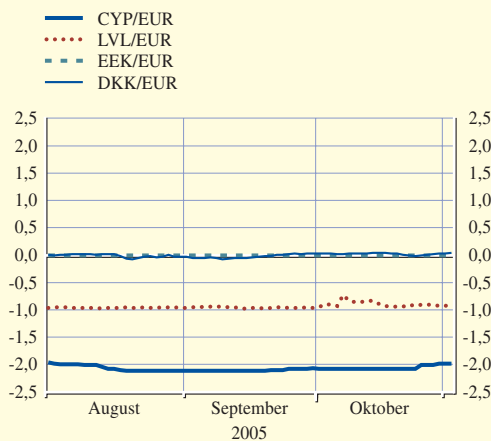
(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Abbildung 28 Wechselkursentwicklung im WKM II

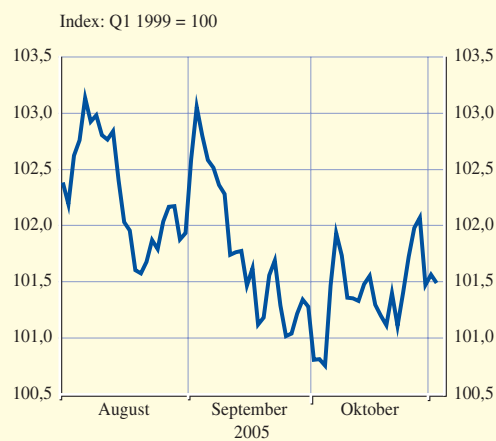
(Tageswerte; Abweichung vom Leitkurs in Prozentpunkten)



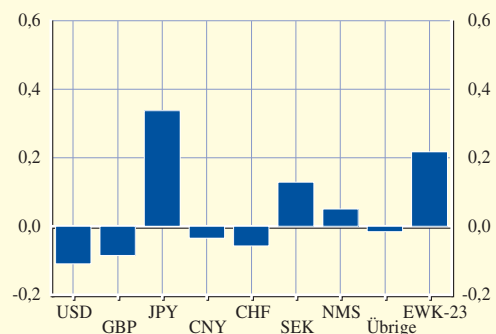
Quelle: EZB.  
 Anmerkung: Eine positive/negative Abweichung vom Euro-Leitkurs bedeutet, dass die Währung innerhalb des Kursbandes schwach/stark notiert. Für die dänische Krone gilt eine Schwankungsbreite von  $\pm 2,25\%$ , für alle anderen Währungen die Standardschwankungsbreite von  $\pm 15\%$ .

Abbildung 29 Effektiver Wechselkurs des Euro und seine Zusammensetzung <sup>1)</sup>

(Tageswerte)



Beitrag zu den Veränderungen des effektiven Wechselkurses <sup>2)</sup>  
 30. September bis 2. November 2005  
 (in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.  
 1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets und aller nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten.  
 2) Die Beiträge zu den Veränderungen des EWK-23-Index werden einzeln für die Währungen der sechs wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets dargestellt. Die Kategorie „NMS“ bezieht sich auf den aggregierten Beitrag der Währungen der zehn neuen Mitgliedstaaten, die der EU am 1. Mai 2004 beigetreten sind. Die Kategorie „Übrige“ bezieht sich auf den aggregierten Beitrag der restlichen sieben Handelspartner des Euro-Währungsgebiets im EWK-23-Index. Die Veränderungen werden mit den entsprechenden Außenhandelsgewichten im EWK-23-Index berechnet.

## WÄHRUNGEN DER EU-MITGLIEDSTAATEN

Im WKM II waren die Schwankungen im Oktober sehr gering; die meisten Währungen wichen entweder überhaupt nicht oder nur sehr wenig von ihrem jeweiligen Euro-Leitkurs ab. Was die Währungen anderer EU-Mitgliedstaaten betrifft, so wertete der Euro im Oktober gegenüber dem Pfund Sterling leicht ab. Nachdem er zunächst zugelegt hatte, wurden seine Kursgewinne dann aber mehr als aufgezehrt. Am 2. November lag der Euro bei 0,68 GBP bzw. 0,4 % unter seinem Stand von Ende September und in der Nähe seines Durchschnittsniveaus im Jahr 2004. In Relation zur schwedischen Krone gewann der Euro 2,9 % und zum polnischen Zloty 1,3 % an Wert.

## ANDERE WÄHRUNGEN

Was andere Nicht-EU-Währungen angeht, so wertete der Euro gegenüber dem Schweizer Franken seit Ende September um 0,9 % ab. Dagegen legte er sowohl gegenüber dem australischen als auch gegenüber dem kanadischen Dollar um 2,3 % bzw. 0,6 % zu und machte damit seine Kursverluste vom September teilweise wieder wett.

## EFFEKTIVER WECHSELKURS DES EURO

Am 2. November lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 23 wichtigen Handelspartnern des Euro-Währungsgebiets, in der Nähe seines Niveaus von Ende September und 2,3 % unter seinem Durchschnitt im Jahr 2004 (siehe Abbildung 29). Die relative Stabilität des Euro im Oktober war auf gegenläufige Entwicklungen, d. h. auf die breit fundierte Schwäche des japanischen Yen und eine geringe Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und dem Pfund Sterling, zurückzuführen.

## 5.2 ZAHLUNGSBILANZ

Die Zahlungsbilanzangaben bis August 2005 bestätigen, dass die Ausfuhren des Euro-Währungsgebiets ihren Aufwärtstrend fortsetzen, während die Einfuhren dem Wert nach vor allem aufgrund der höheren Ölpreise sogar noch stärker zugenommen haben. Der über zwölf Monate kumulierte Überschuss der Leistungsbilanz des Euroraums sank im August auf 5,2 Mrd € nach 47,3 Mrd € ein Jahr zuvor. In der Kapitalbilanz verzeichnete das Euro-Währungsgebiet im Zwölfmonatszeitraum bis August 2005 bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen Nettokapitalzuflüsse von 73,0 Mrd €, verglichen mit Nettokapitalabflüssen von 29,4 Mrd € im Vorjahr.

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

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

	2005		Gleitender Dreimonatsdurchschnitt bis				Über 12 Monate kumulierte Werte bis	
	2005 Juli	2005 Aug.	2004 Nov.	2005 Febr.	2005 Mai	2005 Aug.	2004 Aug.	2005 Aug.
<b>Leistungsbilanz</b>	-4,7	-6,6	1,9	2,0	1,7	-3,9	47,3	5,2
Saldo des Warenhandels	3,0	1,0	5,2	7,3	7,1	3,5	115,7	69,2
Ausfuhr	102,7	104,9	95,1	95,0	98,4	102,3	1 092,3	1 172,2
Einfuhr	99,7	103,9	89,9	87,7	91,3	98,7	976,6	1 102,9
Saldo der Dienstleistungen	2,3	2,6	2,5	2,5	2,0	2,3	26,4	27,7
Einnahmen	31,8	31,7	30,3	30,7	30,9	31,7	344,7	370,7
Ausgaben	29,6	29,1	27,8	28,2	28,9	29,4	318,3	343,0
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-6,1	-4,5	-1,3	-1,9	-2,7	-5,0	-38,3	-32,6
Saldo der laufenden Übertragungen	-3,8	-5,6	-4,5	-5,9	-4,7	-4,7	-56,5	-59,1
<b>Kapitalbilanz<sup>1)</sup></b>	-1,9	-1,4	4,1	7,3	2,9	4,9	-3,3	57,6
Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen	-5,8	-31,8	5,9	2,2	-2,4	18,6	-29,4	73,0
Direktinvestitionen	-81,2	-15,7	-5,3	-12,7	-3,4	-35,0	-54,3	-169,3
Wertpapieranlagen	75,3	-16,1	11,3	14,9	1,0	53,6	24,9	242,3
Dividendenwerte	90,3	20,2	12,1	7,0	-7,8	55,4	1,6	200,2
Schuldverschreibungen	-15,0	-36,3	-0,8	7,9	8,8	-1,9	23,3	42,1

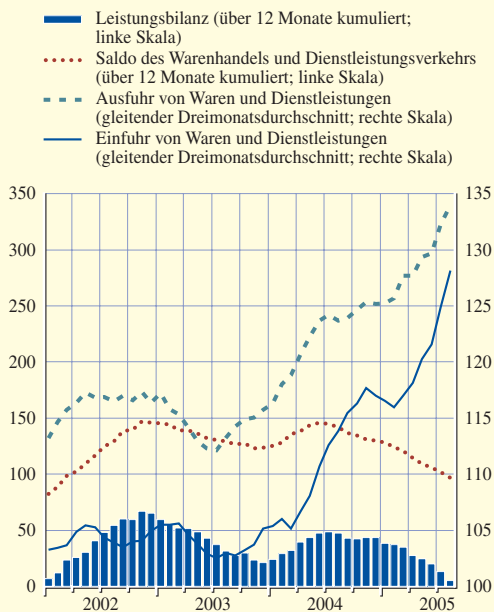
Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

1) Salden (Nettoströme). Ein positives (negatives) Vorzeichen zeigt einen Nettozufluss (Nettoabfluss) an. Nicht saisonbereinigt.

**Abbildung 30 Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets sowie Saldo des Warenhandels und Dienstleistungsverkehrs**

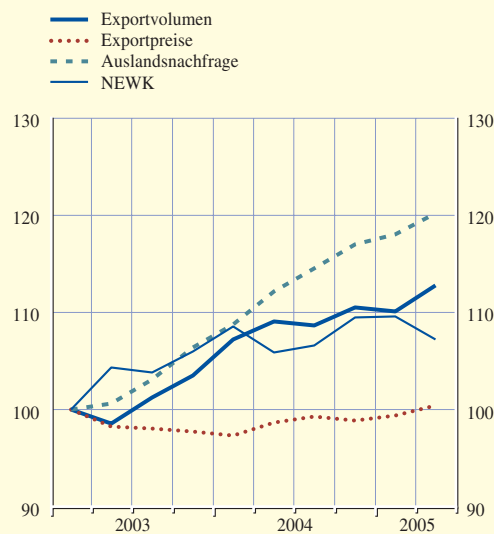
(in Mrd €; Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

**Abbildung 31 Volumen der Ausfuhr in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets und wichtige Bestimmungsfaktoren**

(Indizes: Q1 2003 = 100; Quartalswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2005.

### WARENHANDEL, DIENSTLEISTUNGSVERKEHR UND LEISTUNGSBILANZ

Die neuesten Zahlungsbilanzangaben (August 2005) belegen die in den vorangegangenen Monaten beobachtete Robustheit der Ausfuhr des Euro-Währungsgebiets. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt des Werts der Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen erhöhte sich im August 2005 verglichen mit Mai um 3,6 %. Ausschlaggebend hierfür waren kräftige wertmäßige Zuwächse sowohl im Warenhandel (nahezu 4 %) als auch im Dienstleistungsverkehr (2,6 %) (siehe Tabelle 8). Im gleichen Zeitraum nahmen die Einfuhren von Waren und Dienstleistungen um 6,6 % zu. Darin spiegelt sich ein Anstieg im Wert der Warenimporte um 8,1 % und der Ausgaben für Dienstleistungen um 1,7 % wider (siehe Abbildung 30).

Die Angaben von Eurostat zur Aufschlüsselung der Ausfuhr des Euro-Währungsgebiets in Drittländer nach Volumen und Preisen (bis Juli 2005) zeigen, dass die in jüngster Vergangenheit ausgewiesenen hohen Warenausfuhrwerte vor allem den kräftig gewachsenen Exportvolumen zuzuschreiben sind (siehe Abbildung 31). Der im zweiten Quartal 2005 eingetretene Anstieg der Ausfuhrvolumen unterscheidet sich von der zuvor beobachteten schwachen Entwicklung, als die Exportvolumen – höchstwahrscheinlich aufgrund des verzögerten Effekts der Euro-Aufwertung – merklich langsamer wuchsen als die Auslandsnachfrage. Die jüngste Erholung der Exporte könnte bedeuten, dass die Effekte der vergangenen Euro-Aufwertung auslaufen.

Was die Einfuhren angeht, so hat der – vorwiegend ölpreisbedingte – Anstieg der Einfuhrpreise vom Sommer 2005 zu der robusten Wachstumsrate der Importwerte in diesem Zeitraum beigetragen (siehe Abbildung 32). Getrieben wurde der Anstieg der Einfuhrwerte anscheinend aber auch von kräftiger ausgeweiteten Einfuhrvolumen zu Beginn des dritten Quartals 2005. Rückblickend



sind die gesamten Importpreise in Euro seit Anfang 2003 – trotz der signifikanten Aufwertung des Euro in diesem Zeitraum – um rund 6 % gestiegen. Diese allgemeine Preissteigerung beruht auf sehr unterschiedlichen Entwicklungen innerhalb der verschiedenen Einfuhrkategorien: Während die Einfuhrpreise für gewerbliche Erzeugnisse um gut 1 % gesunken sind, sind die Einfuhrpreise für Öl um über 40 % gestiegen. Längerfristig gesehen hat der laufend wachsende Anteil der Importe aus Niedrigkostenländern – wie asiatischen Ländern (insbesondere China) und den neuen EU-Mitgliedstaaten – einen gewissen Abwärtsdruck auf die Einfuhrpreise für gewerbliche Erzeugnisse ausgeübt. Nähere Einzelheiten zu den divergierenden Entwicklungen bestimmter HVPI-Komponenten finden sich in Kasten 3 im Abschnitt „Preise und Kosten“. Die Exportpreise weisen dagegen seit 2003 ein weitgehend flaches Verlaufsmuster auf, was eine gewisse Verschlechterung der Terms of Trade seit Mitte 2004 bedeutet.

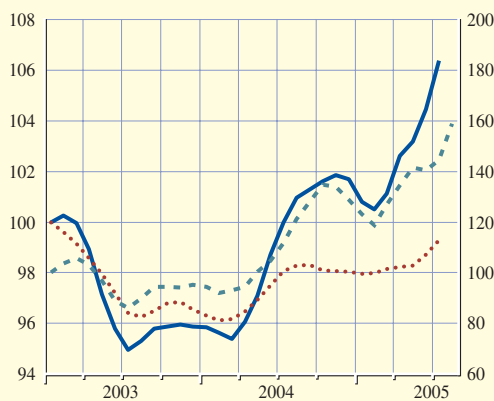
Längerfristig betrachtet war der über zwölf Monate kumulierte Handelsbilanzüberschuss im August 2005 gut 46,5 Mrd € niedriger als ein Jahr zuvor, da die Einfuhrwerte kräftiger als die Ausfuhrwerte gewachsen sind. Eine Verringerung des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen (um 5,7 Mrd €) und ein leichter Anstieg des Überschusses im Dienstleistungsverkehr wogen den Rückgang des Handelsbilanzüberschusses teilweise auf, während sich das Defizit bei den laufenden Übertragungen geringfügig (um 2,6 Mrd €) erhöhte. Diese Entwicklungen führten dazu, dass der über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanzüberschuss um 42,1 Mrd € sank und sich im August 2005 auf 5,2 Mrd € belief (was nicht einmal 0,1 % des BIP entspricht).

Aus der bis zum zweiten Quartal 2005 vorliegenden geographischen Aufschlüsselung der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets geht hervor, dass die Ende Juni 2005 verzeichnete kräftige Abnahme des über zwölf Monate kumulierten Leistungsbilanzüberschusses (um rund 30 Mrd € gegenüber dem Vorjahr) überwiegend auf ein um fast 48 Mrd € höheres Defizit gegenüber „ande-

**Abbildung 32 Preise der Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets**

(Indizes: Januar 2003 = 100; saisonbereinigt; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)

- Einfuhrpreise insgesamt (linke Skala)
- ..... Einfuhrpreise für Güter des verarbeitenden Gewerbes (linke Skala)
- - - Öleinfuhrpreise (rechte Skala)

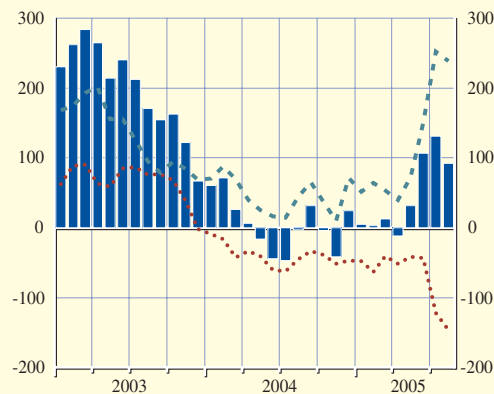


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf Juli 2005, mit Ausnahme der Öleinfuhrpreise (August 2005).

**Abbildung 33 Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (Nettostrome)**

(in Mrd €, über zwölf Monate kumulierte Werte)

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



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

ren Staaten“ zurückzuführen war. Im gleichen Zeitraum blieb der im Leistungsverkehr mit den Vereinigten Staaten verbuchte Überschuss mit über 40 Mrd € nahezu unverändert, während sich der Überschuss gegenüber den nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten – vornehmlich aufgrund eines höheren Aktivsaldo gegenüber dem Vereinigten Königreich – um rund 14 Mrd € erhöhte.

### KAPITALBILANZ

Im Bereich der Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen verzeichnete das Euro-Währungsgebiet im August per saldo einen Mittelabfluss von 31,8 Mrd €, der etwa gleich hohe Nettokapitalabflüsse bei beiden Posten widerspiegelte (siehe Tabelle 8). Nach den – hauptsächlich durch eine außergewöhnliche Transaktion bedingten – relativ hohen Nettokapitalabflüssen bei den Direktinvestitionen des Eurogebiets und Nettokapitalzuflüssen bei den Dividendenwerten im Juli kehrten die grenzüberschreitenden Kapitalströme sowohl bei den Direktinvestitionen als auch bei den Dividendenwerten wieder auf die Durchschnittswerte der ersten Jahreshälfte 2005 zurück. Während es im Bereich der Wertpapieranlagen beim Posten Dividendenwerte zu Mittelzuflüssen kam, verzeichneten die Schuldverschreibungen im August hohe Nettokapitalabflüsse, die vorwiegend dadurch bedingt waren, dass sich Gebietsfremde von Anleihen des Eurogebiets trennten.

Ein Blick auf die Entwicklung im Zwölfmonatszeitraum bis August 2005 zeigt, dass dem Eurogebiet im Bereich der Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen per saldo Mittel in Höhe von 73,0 Mrd € zufließen, verglichen mit Nettoabflüssen von 29,4 Mrd € ein Jahr zuvor (siehe Abbildung 33). Maßgeblich für die Umkehr der Kapitalströme war vor allem die starke Zunahme des Nettoerwerbs von Dividendenwerten des Euroraums durch Gebietsfremde, der möglicherweise – zumindest zum Teil – durch die im Vergleich höheren Renditen am Aktienmarkt des Eurogebiets in einem Umfeld niedriger Zinsen begünstigt wurde.

Der seit Anfang dieses Jahres beobachtete stetige Anstieg der Nettokapitalzuflüsse in Schuldverschreibungen des Eurogebiets könnte zu Beginn des Sommers einen Höhepunkt erreicht haben, da hier im Juli und August 2005 Nettoabflüsse zu verzeichnen waren. Dies spiegelt vielleicht die Tatsache wider, dass der Zinsabstand zwischen Staatsanleihen der Vereinigten Staaten und des Eurogebiets insbesondere in den Sommermonaten zugenommen hat und inzwischen recht groß geworden ist.

Indessen sind aus dem Eurogebiet – weitgehend infolge des Beteiligungserwerbs in Drittländern durch Gebietsansässige – per saldo stetig Mittel durch Direktinvestitionen abgeflossen. In der Zunahme der Direktinvestitionen des Eurogebiets könnte sich der Anstieg der erwarteten Rentabilität von Unternehmen im Euroraum widerspiegeln, die in der Vergangenheit eine starke Korrelation mit Direktinvestitionsabflüssen aufwies. Dagegen bewegen sich die von Gebietsfremden im Eurogebiet getätigten Direktinvestitionen seit März 2004 auf niedrigem – und relativ stabilem – Niveau. Ausschlaggebend für diese Entwicklung könnten Erwartungen gewesen sein, wonach die Weltwirtschaft in den Jahren 2004 und 2005 stärker wachsen würde als die Wirtschaft des Eurogebiets.

Die Angaben zur geographischen Aufschlüsselung des Kapitalverkehrs des Euro-Währungsgebiets lassen erkennen, dass – im Zwölfmonatszeitraum bis Juni 2005 – das Vereinigte Königreich das Land mit dem größten Anteil an den Direktinvestitionen des Eurogebiets, insbesondere in Form von Beteiligungskapital, war, gefolgt von den Offshore-Finanzzentren und „anderen Staaten“, welche Asien (ohne Japan) und Lateinamerika einschließen. Diese Volkswirtschaften waren

auch die größten Empfänger der Wertpapieranlagen, die von Ansässigen im Eurogebiet in diesem Zeitraum im Ausland getätigt wurden. Umgekehrt gingen die Wertpapieranlagen des Eurogebiets in den Vereinigten Staaten im Zwölfmonatszeitraum bis Juni 2005 gegenüber demselben Vorjahreszeitraum um nahezu die Hälfte zurück.

## AUFSÄTZE

# DAS PREISSETZUNGSVERHALTEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET



*Der vorliegende Aufsatz enthält eine Zusammenfassung der jüngsten Forschungsergebnisse des Eurosystems über das Preissetzungsverhalten im Eurogebiet. Dabei beschäftigt sich der Beitrag mit drei wesentlichen Fragestellungen: Welche typischen Verlaufsmuster der Preisanpassung lassen sich im Euroraum beobachten? Folgen die Preissetzer bei der Überprüfung und Änderung ihrer Preise besonderen Regeln? Gibt es Faktoren, die sie von einer Preisänderung abhalten? Die wesentlichen Ergebnisse dieser Untersuchungen lassen sich wie folgt zusammenfassen: Die Preise im Eurogebiet ändern sich relativ selten. Die Verbraucherpreise bleiben durchschnittlich über vier bis fünf Quartale hinweg unverändert, und die Erzeugerpreise bleiben über einen etwa genauso langen oder etwas kürzeren Zeitraum gleich. Allerdings gibt es je nach Sektor und Gütergruppe deutliche Unterschiede bezüglich der Häufigkeit der Preisänderung. Wenn Preise sich relativ selten ändern, kann dies verschiedene Gründe haben. Zum einen ist in einem stabilen gesamtwirtschaftlichen Umfeld, in dem die Wirtschaftsakteure mit stabilen Preisen rechnen, die Notwendigkeit von Preisänderungen nicht unbedingt gegeben. Zum anderen können strukturelle Faktoren die Unternehmen davon abhalten, die Preise zu ändern. Für beide Bestimmungsfaktoren gibt es Belege.*

### I EINLEITUNG

Für eine Zentralbank ist ein gründliches Verständnis des Preissetzungsprozesses der Wirtschaftsakteure wichtig, denn letztlich ist es das Preissetzungsverhalten, das die Entwicklung der Inflation im Zeitverlauf bestimmt. Daher beruhen die gängigsten Modelle der Inflationsdynamik auf Annahmen zum Verhalten der Preissetzer. Die aus den Modellen gewonnenen Vorhersagen über die Inflationsentwicklung hängen daher, ebenso wie die von den Modellen gelieferten Anhaltspunkte für die Formulierung und Durchführung der Geldpolitik, stark von diesen Annahmen ab. Durch das Verständnis des Preissetzungsprozesses werden diese Modelle sowie die daraus für die Geldpolitik gezogenen Schlüsse verbessert. Des Weiteren kann eine nach Wirtschaftsakteuren aufgeschlüsselte Analyse der Preisgestaltung bedeutende Unterschiede aufzeigen, wie beispielsweise die sektorabhängige Heterogenität der Preisreaktion auf Veränderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Diesbezügliche Erkenntnisse können einen Anhaltspunkt dafür liefern, welche Sektoren aus geldpolitischer Sicht einer genaueren Beobachtung bedürfen. Schließlich kann eine detaillierte Untersuchung der Preisbildung strukturbedingte Ineffizienzen aufdecken, die einer Preisänderung selbst dann im Wege stehen, wenn die Preissetzer sie eigentlich für notwendig halten.

Preise wären dann kein wirksames Signal für die relative Knappheit der Güter, was die Durchführung von Strukturreformen erforderlich machte.

Der vorliegende Beitrag liefert eine Zusammenfassung der aktuellen Erkenntnisse über das Preissetzungsverhalten im Euroraum. Dabei stützt er sich im Wesentlichen auf neue Untersuchungen, die das Eurosystem im Rahmen des Inflation Persistence Network (IPN) durchgeführt hat.<sup>1</sup> Dieses Netzwerk wurde 2003 von der EZB und den NZBen des Eurogebiets ins Leben gerufen und dient der Analyse der Verlaufsmuster, Bestimmungsfaktoren und Auswirkungen der Inflationspersistenz und des Preissetzungsverhaltens sowie der im Euroraum und den ihm angehörenden Staaten zu beobachtenden Verbindung zwischen diesen beiden Phänomenen. Für die Untersuchung der Preissetzung wurde ein neuer Datensatz herangezogen, der zur Ermittlung der Verbraucher- und Erzeugerpreisindizes erhobene Einzelpreise sowie aus einmaligen Unternehmensbefragungen gewonnene Angaben zum Preissetzungsverhalten umfasst.

<sup>1</sup> Die meisten vom IPN angefertigten Arbeiten wurden auf der von der EZB im Dezember 2004 veranstalteten Konferenz „Inflation Persistence in the Euro Area“ vorgestellt und können von der Website der EZB unter „Past conferences and seminars“ heruntergeladen werden. Auch in der Reihe der Working Papers der EZB wurden zahlreiche Papiere des IPN veröffentlicht.

Das Hauptaugenmerk dieses Beitrags liegt auf drei zentralen Themen: den typischen Verlaufsmustern der Preisanpassung, die im Eurogebiet zu beobachten sind, den von den Preissetzern bei der Überprüfung und Änderung ihrer Preise befolgten Regeln und den Faktoren, die die Preissetzer von einer Preisänderung abhalten. Die wichtigsten Forschungsergebnisse zu diesen Themen werden in den folgenden drei Abschnitten untersucht. Die wesentlichen Merkmale der bei den Analysen herangezogenen Datensätze werden in zwei Kästen beleuchtet. Kasten 1 befasst sich mit den einzelnen Preisbeobachtungen, die den Verbraucher- und Erzeugerpreisindizes zugrunde liegen, und in Kasten 2 werden die Umfragen des IPN vorgestellt. Der letzte Abschnitt enthält eine Zusammenfassung.

## 2 STILISIERTE FAKTEN DES VERLAUFMUSTERS DER PREISANPASSUNG IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Ausgehend von den für die Ermittlung der Verbraucher- und Erzeugerpreisindizes erhobenen Einzelpreisen werden in diesem Abschnitt einige interessante Verlaufsmuster der Preisanpassung aufgezeigt.<sup>2</sup> Ein erstes zentrales Ergebnis bezieht sich auf die Häufigkeit, mit der Preise in der Regel geändert werden, beziehungsweise – um es anders zu formulieren – darauf, wie lange Preise im Durchschnitt unverändert bleiben. Die Tabellen 1 und 2 enthalten die jeweiligen Ergebnisse für Verbraucher- und Erzeugerpreise und zeigen, dass sich die Preise relativ selten ändern. Im Durchschnitt werden nur 15 % der Preise für Konsumgüter und 20 % der

Erzeugerpreise monatlich geändert. Berechnet man die durchschnittliche Zeit, während der Preise einer bestimmten Gütergruppe unverändert bleiben, und aggregiert man die Ergebnisse für das Eurogebiet, so wird deutlich, dass die Konsumgüterpreise über vier bis fünf Quartale hinweg und die Erzeugerpreise über einen fast ebenso langen Zeitraum gleich bleiben. Eine direkte Befragung der Unternehmen nach der Häufigkeit ihrer Preisänderungen führt zu ähnlichen Ergebnissen: Danach ändern die Unternehmen ihre Preise im Durchschnitt weniger als einmal im Jahr.

Hinter diesen Durchschnittswerten verbirgt sich jedoch ein erhebliches Maß an Heterogenität, wie aus der sektoralen Aufgliederung in Tabelle 1 und 2 hervorgeht. Die Verbraucherpreise ändern sich am häufigsten in den Bereichen Energieprodukte und unverarbeitete Nahrungsmittel, während vor allem Industrieerzeugnisse (ohne Energie) und Dienstleistungen verhältnismäßig selten Preisänderungen aufweisen. Daher unterliegen Energieprodukte, bei denen sich 78 % aller erfassten Preise monatlich ändern, sowie unverarbeitete Nahrungsmittel (28 %)

2 Eine Zusammenfassung der Ergebnisse für die Verbraucherpreise findet sich in E. Dhyne, L. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rünstler und J. Vilminen, Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data, Working Paper Nr. 524 der EZB, 2005. Die Ergebnisse für die Erzeugerpreise sind in L. Álvarez, E. Dhyne, M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen and J. Vilminen, Sticky prices in the euro area: evidence from individual data, 2005, zusammengefasst. Dieses Papier wurde im Jahr 2005 auf der Jahrestagung der European Economic Association vorgestellt. Detailliertere Analysen zu einzelnen Ländern sind in verschiedenen Forschungsarbeiten, die in den beiden o.g. Papieren erwähnt werden, enthalten.

Tabelle 1 Durchschnittlicher Prozentsatz der monatlich geänderten Verbraucherpreise

Sektor	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Verarbeitete Nahrungsmittel	Energieprodukte	Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	Dienstleistungen	Insgesamt
Häufigkeit der Preisänderungen	28	14	78	9	6	15

Quelle: Dhyne et al., Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data, Working Paper Nr. 524 der EZB, 2005.

Anmerkung: Die Angaben in der Tabelle beruhen auf einer Auswahl von 50 Produkten. Siehe auch die Fußnote in Kasten 1.

Tabelle 2 Durchschnittlicher Prozentsatz der monatlich geänderten Erzeugerpreise

Sektor	Nahrungsmittel	Verbrauchsgüter (ohne Nahrungsmittel)	Gebrauchsgüter	Vorleistungsgüter	Energieprodukte	Investitionsgüter	Insgesamt
Häufigkeit der Preisänderungen	26	12	10	22	70	9	20

Quelle: Álvarez et al., Sticky prices in the euro area: evidence from individual data, 2005. Dieses Papier wurde im Jahr 2005 auf der Jahrestagung der European Economic Association vorgestellt.

wesentlich häufiger Preisänderungen als ein durchschnittliches Konsumgut. Ein wichtiges Merkmal beider Sektoren sind die häufigen und deutlichen Änderungen des Angebots an und der Nachfrage nach ihren Rohstoffen und die dementsprechend häufigen Änderungen der Rohstoffpreise. Dies macht sich insofern bei den Preisen für Konsumgüter bemerkbar, als sie in den betreffenden Sektoren je nach den Veränderungen der wirtschaftlichen Bedingungen oft angepasst werden. Am anderen Ende der Skala fällt vor allem auf, dass sich die Preise für Dienstleistungen seltener ändern: Hier werden im Durchschnitt nur für 6 % der erhobenen Preise monatliche Änderungen gemeldet. Interessanterweise lässt sich auch beobachten, dass in Sektoren, in denen die Preise relativ selten geändert werden, Preissteigerungen sukzessive erfolgen. Ein derartiges Verlaufsprofil ist in einem Umfeld niedriger Inflationsraten mit positivem Vorzeichen zu erwarten, in dem bei den gelegentlichen Preiserhöhungen der zeitliche Abstand zur letzten Anhebung berücksichtigt wird.

Wie aus Tabelle 2 hervorgeht, lässt sich bei den Erzeugerpreisen ein sehr ähnliches Verlaufsmuster beobachten. Die stärker verarbeiteten Produkte, deren Kosten weniger stark vom Rohstoffpreis abhängen, weisen seltener Preisänderungen auf. Dementsprechend werden auch hier bei Energieprodukten und Nahrungsmitteln die häufigsten Preisänderungen verzeichnet: 70 % bzw. 26 % aller erhobenen Preise ändern sich monatlich. Im Gegensatz hierzu werden die Preise für Gebrauchsgüter und Investitionsgüter weitaus seltener geändert.

Ferner war festzustellen, dass die Heterogenität des Preissetzungsverhaltens nicht nur im Vergleich der Gütergruppen miteinander, sondern auch innerhalb der jeweiligen Kategorie beträchtlich ist. Anders formuliert ist die in Tabelle 1 und 2 enthaltene sektorale Aufgliederung zwar für die summarische Erfassung des unterschiedlichen Preissetzungsverhaltens nützlich, doch überdeckt auch sie weitere Unterschiede in der Häufigkeit, mit der innerhalb eines Sektors die Preise für verschiedene Produkte geändert werden.<sup>3</sup> Schließlich gibt es auch gewisse länderspezifische Abweichungen. Diese können durch Unterschiede in der Konsumstruktur, den jeweiligen Marktanteilen der Verkaufsstellenarten oder der Bedeutung regulierter Preise in den einzelnen Ländern bedingt sein. Sie können auch auf unterschiedliche statistische Erfassungsmethoden (z. B. bezüglich der Behandlung des Umsatzes und der Qualitätsbereinigung durch die nationalen Statistikämter) zurückzuführen sein. Allerdings ist die länderspezifische Heterogenität weniger ausgeprägt als die sektorspezifische. Beispielsweise ist die auf der Häufigkeit von Preisänderungen beruhende Rangordnung der Sektoren in allen Ländern des Eurogebiets gleich.

Durch eine detailliertere Betrachtung der quantitativen Daten lassen sich auch Preiserhöhungen von Preissenkungen isolieren und die Größenordnung der Preisänderungen untersuchen. Obwohl zu erwarten wäre, dass es sich ange-

<sup>3</sup> Siehe hierzu insbesondere L. Aucremanne und E. Dhyne, How frequently do prices change? Evidence based on the micro data underlying the Belgian CPI, Working Paper Nr. 331 der EZB, 2004.

**Tabelle 3 Anteil und durchschnittlicher Umfang der Verbraucherpreiserhöhungen und -senkungen**

Sektor	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Verarbeitete Nahrungsmittel	Energieprodukte	Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	Dienstleistungen	Insgesamt
Anteil der Preiserhöhungen	54	54	54	57	80	58
Umfang der Preiserhöhungen	15	7	3	9	7	8
Umfang der Preissenkungen	16	8	2	11	9	10

Quelle: Dhyne et al., Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data, Working Paper Nr. 524 der EZB, 2005.

Anmerkung: Die Angaben in der Tabelle beruhen auf einer Auswahl von 50 Produkten.

sichts eines hohen Grads an Preisstarrheit bei den beobachteten Preisänderungen eher um Preiserhöhungen denn Preissenkungen handelt, stellt sich heraus, dass – Dienstleistungen ausgenommen – Preissenkungen nicht ungewöhnlich sind.<sup>4</sup> Im Durchschnitt handelt es sich bei rund 40 % der Änderungen von Verbraucher- wie auch Erzeugerpreisen um Preissenkungen. Die sektorale Aufgliederung der Verbraucherpreise in der ersten Reihe von Tabelle 3 zeigt, dass unverarbeitete und verarbeitete Nahrungsmittel sowie Energieprodukte und Industrieerzeugnisse (ohne Energie) etwa gleichermaßen von Preiserhöhungen und -senkungen betroffen sind. Im Dienstleistungssektor ist die Differenz zwischen Erhöhungen und Kürzungen deutlich größer: Hier handelt es sich lediglich bei 20 % der Preisänderungen um Preissenkungen. Das Ergebnis für den Dienstleistungssektor kann teilweise damit zusammenhängen, dass hier im Durchschnitt höhere Teuerungsraten und ein besonders hoher Anteil des Faktors Arbeit an den Produktionskosten verzeichnet werden, wobei Letzteres bedeutet, dass das Beharren der Lohnentwicklung eine Preisstarrheit im Dienstleistungssektor nach sich ziehen kann.

Eine Betrachtung der Größenordnung von Preisänderungen zeigt, dass im Vergleich zur Inflationsrate sowohl Preiserhöhungen als auch Preissenkungen erheblich sind. Diese Diskrepanz ergibt sich daraus, dass zum einen viele Preise in einem gegebenen Zeitraum unverändert bleiben und zum anderen in der Inflationsrate simultane Preiserhöhungen und -kürzungen erfasst sind, die sich zum Teil ausgleichen. Das Ausmaß von Preissenkungen und

-steigerungen hält sich in etwa die Waage, ob-  
schon die Preiskürzungen im Durchschnitt et-  
was höher ausfallen: Bei den Verbraucherprei-  
sen wird im Schnitt eine Preiserhöhung von 8 %  
und eine etwas stärkere Preissenkung von 10 %  
beobachtet (siehe Tabelle 3). Hierbei treten  
Änderungen der Preise für unverarbeitete Nah-  
rungsmittel nicht nur sehr häufig auf, sie fallen  
mit 15 % für Erhöhungen und 16 % für Senkun-  
gen auch besonders umfangreich aus. Diese  
Beobachtung steht mit der Auffassung in Ein-  
klang, dass sich die Struktur der Preisgestal-  
tung in diesem Sektor wegen der Saisonabhän-  
gigkeit vieler unverarbeiteter Nahrungsmittel  
stark nach dem Warenangebot richtet. Was die  
durchschnittliche Größenordnung der Preisän-  
derungen angeht, so ist im Ländervergleich nur  
eine mäßige Heterogenität festzustellen –  
insbesondere, wenn man ihr die sektorale Hete-  
rogenität gegenüberstellt.

Um die für das Eurogebiet herausgearbeiteten  
Verlaufsmuster zu relativieren, ist ein Ver-  
gleich mit anderen Wirtschaftsräumen sinn-  
voll. Dabei liegen für die Vereinigten Staaten  
die meisten Daten über die Verlaufsmuster von  
Preisanpassungen vor.<sup>5</sup> Der Hauptunterschied  
zwischen diesen beiden Wirtschaftsräumen be-  
steht darin, wie lange die Verbraucherpreise im  
Durchschnitt unverändert bleiben. Während  
sich im Eurogebiet nur rund 15 % der Verbrau-  
cherpreise monatlich ändern, fallen diesbezüg-  
liche Schätzungen für die USA höher aus – für

4 Dieses Ergebnis hängt nicht davon ab, ob Preisänderungen bei Sonderverkäufen in die Berechnung einfließen.

5 Siehe hierzu beispielsweise M. Bils und P. Klenow, Some evidence on the importance of sticky prices, *Journal of Political Economy* 112, S. 947-985, 2004.

den Zeitraum von 1995 bis 1997 ergibt sich ein Wert von 26 %. Im Euroraum bleibt ein typischer Preis vier bis fünf Quartale lang unverändert, in den Vereinigten Staaten ändert er sich dagegen im Durchschnitt nach jeweils zwei Quartalen. Der niedrigere Wert für das Eurogebiet lässt sich nicht durch die unterschiedliche Konsumstruktur erklären, da der hiesige Konsum von einem größeren Anteil an Nahrungsmitteln (die häufigen Preisänderungen unterliegen) und einem niedrigeren Prozentsatz an Dienstleistungen (wo es nicht oft zu Preisänderungen kommt) geprägt ist. Daher fiel die Differenz in der Häufigkeit von Preisänderungen noch größer aus, wenn beide Wirtschaftsräume die gleiche Konsumstruktur aufwiesen. Gleichwohl gibt es mehrere Bestimmungsfaktoren dieser Verlaufsprofile wie z. B. Unterschiede im Preissetzungsverhalten, im Marktwettbewerb, in den typischerweise verfolgten Preisgestaltungsstrategien (welche ihrerseits mit

Unterschieden in der Einzelhandelsstruktur zusammenhängen könnten) oder aber zwischen den regulierten Preisen. Des Weiteren könnte die Vergleichbarkeit der Datenbasis ebenso eine Rolle spielen wie die unterschiedlichen Schocks, die während der untersuchten Zeiträume auftraten.

Andere Verlaufsmuster der Preissetzung in den beiden Wirtschaftsräumen ähneln einander stärker. In den Vereinigten Staaten gibt es ebenso wie im Euroraum eine große sektorale Heterogenität, wobei es bei Energieprodukten und unverarbeiteten Nahrungsmitteln am häufigsten zu Preisänderungen kommt; ferner handelt es sich ähnlich wie im Eurogebiet bei 45 % aller Preisanpassungen in den USA um Preisenkungen, und im Verhältnis zur Inflationsrate fallen die Preisänderungen mit 13 % (bzw. 8 %, wenn Ausverkaufspreise unberücksichtigt bleiben) stark aus.

Kasten I

ZUR ERSTELLUNG DER VERBRAUCHER- UND ERZEUGERPREISINDIZES HERANGEZOGENE DATEN

Viele der in diesem Beitrag angeführten Ergebnisse stammen aus Datenreihen, die einzelne Preisbeobachtungen enthalten und von den nationalen Statistikämtern für die Ermittlung der Verbraucher- und Erzeugerpreisindizes erhoben werden. Aufgrund der nationalen Vertraulichkeitsvorschriften wurden die Daten nur den jeweiligen NZBen zur Verfügung gestellt. Die Angaben zu den Verbraucherpreisen stammen aus zehn Euro-Ländern (Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland) und decken gemessen am BIP 96 % des Euro-Währungsgebiets ab.

Tabelle A Erfassung der nationalen Verbraucherpreisdaten

Land	Erfasster Anteil des VPI bzw. Anzahl der Gütergruppen	Erfassungszeitraum
Belgien	68 %	Jan. 1989 – Dez. 2001
Deutschland	20 % (52 Gütergruppen)	Jan. 1998 – Jan. 2004
Spanien	70 %	Jan. 1993 – Dez. 2001
Frankreich	65 %	Juli 1994 – Febr. 2003
Italien	20 % (50 Gütergruppen)	Jan. 1996 – Dez. 2003
Luxemburg	100 %	Jan. 1999 – Dez. 2004
Niederlande	8 % (49 Gütergruppen)	Nov. 1998 – April 2003
Österreich	90 %	Jan. 1996 – Dez. 2003
Portugal	100 %	Jan. 1992 – Jan. 2001
Finnland	100 %	Jan. 1997 – Dez. 2003

Quellen: Dhyne et al., Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data, Working Paper Nr. 524 der EZB, 2005, sowie darin enthaltene Verweise.



Die Datenreihen enthalten Millionen von Einzelpreisen, die für bestimmte Produkte in festgelegten Verkaufsstellen regelmäßig erhoben werden. Aus Tabelle A geht hervor, dass der Erfassungszeitraum der Daten je nach Land stark variiert und bis zu 13 Jahre umfassen kann. Auch die Erfassung der Güter unterscheidet sich von Land zu Land. Während für sieben Länder Preisangaben für Gütergruppen vorliegen, die insgesamt mindestens 65 % des Warenkorbs der Verbraucher ausmachen, ist für drei andere Länder eine „gemeinsame Mindestauswahl“ von etwa 50 Gütergruppen verfügbar. Die Auswahl, auf der die in diesem Beitrag veröffentlichten Ergebnisse beruhen, wurde getroffen, um die Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu gewährleisten.<sup>1</sup>

Im Hinblick auf die Erzeugerpreise hatten die NZBen von Belgien, Deutschland, Spanien, Italien und Portugal Zugang zu statistischen Informationen über die zur Ermittlung der nationalen Erzeugerpreisindizes herangezogenen Mikrodaten. Damit werden 63 % des Euroraums gemessen am BIP abgedeckt. Diese Daten sind zum Großteil mit den oben beschriebenen Verbraucherpreisangaben vergleichbar. Die Preisstatistiken beziehen sich auf die Abgabepreise einschließlich aller Steuern und Abgaben (ohne Mehrwertsteuer). Es handelt sich dabei um die tatsächlichen Verkaufspreise und nicht um Listenpreise (mit Ausnahme von Portugal). Das heißt, eine Preisbeobachtung im Zeitraum  $t$  sollte sich auf Bestellungen beziehen, die im Zeitraum  $t$  (zum Bestellzeitpunkt) abgegeben wurden. Was die Anzahl der Gütergruppen betrifft, so wurden in der hier durchgeführten Analyse entweder nahezu alle den nationalen Statistikämtern vorliegenden Gütergruppen oder eine gemeinsame Mindestauswahl zugrunde gelegt. Wenngleich die Erfassungszeiträume bei diesen Daten in der Regel kürzer sind als bei den Verbraucherpreisen, erstrecken sie sich dennoch auf bis zu acht Jahre.

**Tabelle B Erfassung der nationalen Erzeugerpreisdaten**

Land	Erfasster Anteil des EPI bzw. Anzahl der Gütergruppen	Erfassungszeitraum
Belgien	100 %	Jan. 2001 – Jan. 2005
Deutschland	100 %	Jan. 1997 – Febr. 2003
Spanien	99,40 %	Nov. 1991 – Febr. 1999
Italien	60 Gütergruppen	Jan. 1997 – Dez. 2002
Portugal	Fast 100 %	Jan. 1995 – Aug. 2002

Quellen: Álvarez et al., Sticky prices in the euro area: evidence from individual data, 2005 – dieses Papier wurde auf der Jahrestagung der European Economic Association 2005 vorgestellt – sowie darin enthaltene Verweise.

Für Belgien, Frankreich und Deutschland wurde außerdem eine alternative Datenquelle für die Erzeugerpreise untersucht. Aus regelmäßigen Branchenumfragen wurden qualitative Informationen gewonnen, wie zum Beispiel, ob es im Referenzmonat Preisänderungen gab oder ob die Unternehmen für die kommenden Monate Preisänderungen geplant haben. Solche Analysen

<sup>1</sup> Die 50 ausgewählten Gütergruppen umfassen: 4 Gruppen unverarbeiteter Nahrungsmittel (Steak, eine Sorte frischer Fisch, Kopfsalat und Bananen), 7 Gruppen verarbeiteter Nahrungsmittel (Milch, Zucker, Rahmspinat, Mineralwasser, Kaffee, Whisky und Bier), 3 Energie- bzw. Mineralölerzeugnisse (Heizöl und zwei Kraftstoffarten), 17 andere Industrieerzeugnisse (Socken, Jeans, Turnschuhe, Hemd, Acrylfarbe, Zement, Toaster, Glühbirne, Möbelstück, Handtuch, Autoreifen, Fernsehgerät, Hundefutter, Tennisball, Legosteine, Zahnpasta und Koffer) sowie 19 Dienstleistungen (chemische Reinigung, Elektrikerstunde, Installateurstunde, häusliche Dienstleistungen, Automechanikerstunde, Kosten einer Autowäsche, Radauswuchtung, Taxifahrt, Kinokarte, Faxgerät, Videoverleih, Fotoentwicklung, Hotelzimmer, Glas Bier in einer Bar, Mahlzeit in einem Restaurant, Hot Dog, Cola in einer Bar und Friseurdienstleistungen für Damen und Herren). Gab es eine Gütergruppe in einem bestimmten Land nicht, wurde sie durch eine vergleichbare Gruppe ersetzt. Die Erfassungszeiträume in den einzelnen Ländern wurden weitestgehend harmonisiert; meist beginnen sie im Januar 1996 und enden im Januar 2001.

sind zwar nicht zur Quantifizierung von Preisänderungen geeignet, können aber einen Zusammenhang zwischen dem Preissetzungsverhalten eines Unternehmens und anderen, in derselben Umfrage erhobenen firmenspezifischen Größen herstellen. Derartige Informationen lassen sich normalerweise nicht aus den oben erwähnten quantitativen Daten ablesen.

### 3 PREISSETZUNGSREGELN

Neben der Analyse einiger Eigenschaften der Preisbeobachtungen ist es auch von Interesse, die Verhaltensmuster von Preissetzern zu untersuchen, die die Preisentwicklung bedingen und die oben genannten stilisierten Fakten möglicherweise erklären können. In diesem Abschnitt werden zunächst verschiedene Preissetzungsregeln beleuchtet und im folgenden Abschnitt mögliche Ursachen der Preisstarrheit betrachtet. Die erste wesentliche Folgerung ist, dass der Preisanpassungsprozess zwei Schritte umfasst, nämlich a) eine Preisüberprüfung und b) eine Preisänderung. Vom IPN durchgeführte Umfragen zum Preissetzungsverhalten der Unternehmen zeigen, dass Preisüberprüfungen häufiger stattfinden als Preisänderungen.<sup>6</sup> Die Mehrzahl der Firmen überprüft ihre Preise ein bis dreimal pro Jahr, ändert sie aber nur einmal jährlich. Interessanterweise prüfen und ändern Unternehmen im Dienstleistungssektor ihre Preise seltener als Unternehmen in anderen Sektoren. Zudem erfolgen Preisprüfungen und -änderungen an Märkten mit stärkerem Wettbewerbsdruck im Allgemeinen häufiger.

Wie erklärt sich die unterschiedliche Häufigkeit von Preisüberprüfungen und Preisänderungen? Preise werden nach einer Prüfung möglicherweise nicht geändert, weil a) keiner der vom Unternehmen betrachteten Faktoren die Notwendigkeit einer Preisänderung nahe legt oder b) das Prüfergebnis zwar eine Preisänderung nahe legt, diese aber aufgrund sonstiger Faktoren nicht vorgenommen werden kann. Solche Faktoren werden in Abschnitt 4 erörtert.

Der erste Schritt im Preisbildungsprozess ist also die Preisüberprüfung. Diese kann auf unterschiedliche Weise erfolgen. So kann ein Unternehmen seine Preise in regelmäßigen Zeit-

abständen überprüfen (sog. zeitabhängige Preissetzung). Alternativ können die Preise immer dann einer Prüfung unterzogen werden, wenn ein Unternehmen glaubt, dass sich die Bestimmungsfaktoren – z. B. die Kosten, die Nachfrage oder die Preise der Mitbewerber, um nur einige zu nennen – geändert haben (sog. zustandsabhängige Preissetzung). Schließlich können Unternehmen diese beiden Strategien auch kombinieren, indem sie die Preise regelmäßig prüfen und gleichzeitig Spielraum für Überprüfungen lassen, die aufgrund sich ändernder Gegebenheiten notwendig erscheinen.

Es gibt klare Belege dafür, dass Preisänderungen einem saisonalen Muster folgen. In der Regel finden sie im ersten Quartal (vor allem im Januar) oder nach der Sommerperiode (insbesondere im September) statt und weniger häufig im Juli und August. Das häufigere Auftreten von Preisänderungen im Januar wird vor allem bei den Dienstleistungen augenscheinlich. Die Wahrscheinlichkeit einer Preisanpassung im Einzelhandel ist indes vom zeitlichen Abstand zur letzten Preisänderung abhängig. Sie steigt deutlich, wenn die Preise seit 12, 24 oder 36 Monaten unverändert geblieben sind. Das lässt darauf schließen, dass ein Teil der Unternehmen seine Preise jährlich überprüft. Dies mag auf den ersten Blick darauf hindeuten, dass Unternehmen im Allgemeinen Preissetzungsregeln folgen, die eine regelmäßige Preisprüfung beinhalten. Doch kann solch ein Muster auch dann entstehen, wenn Firmen bei ihrer Preisgestaltung auf Veränderungen der

<sup>6</sup> Eine Zusammenfassung der Umfrageergebnisse zur Preisbildung findet sich in S. Fabiani, M. Druant, I. Hernando, C. Kwapił, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl und A. Stokman, The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence, Working Paper Nr. 535 der EZB, 2005. Darin wird auf eine Vielzahl von Forschungspapieren verwiesen, die ausführlichere Analysen zu einzelnen Ländern enthalten.

wirtschaftlichen Bedingungen reagieren, zum Beispiel wenn sich die Kosten oder die Nachfrage in der Regel einmal jährlich ändern.

Weitere Untersuchungen wurden angestellt, um besser zwischen den beiden Szenarien der Preissetzung unterscheiden zu können, also zwischen der in regelmäßigen Abständen stattfindenden Preisänderung und der Preisänderung in Reaktion auf Veränderungen der Bestimmungsfaktoren. So wurde beispielsweise der Zusammenhang zwischen der Teuerung und der Häufigkeit von Preisänderungen untersucht, den es geben sollte, wenn Preise auf wirtschaftliche Rahmenbedingungen reagieren. Tatsächlich lässt sich allgemein feststellen, dass eine höhere aggregierte Inflation mit vermehrten Preisanhebungen und selteneren Preisrückgängen einhergeht. Gleiches gilt für die sektorale Teuerung. Insbesondere zeigt sich, dass der zeitliche Abstand zweier Preisänderungen bei einem bestimmten Produkt in einer bestimmten Verkaufsstelle von dem Ausmaß der Preisänderungen der Wettbewerber abhängt.

Ereignisse, durch die sich die wirtschaftlichen Bedingungen ändern, die für Preissetzer relevant sind, können ebenfalls zu einem besseren Verständnis der Preissetzungsregeln beitragen. Wirken sich die Ereignisse auf die Häufigkeit von Preisänderungen aus, so deutet dies auf eine Preispolitik hin, die auf veränderte wirtschaftliche Bedingungen reagiert. Hierfür gibt es sehr deutliche Anhaltspunkte: So ziehen Änderungen der indirekten Steuern immer eine vorübergehende Zunahme von Preisänderungen nach sich.

Insgesamt deutet zwar einiges auf Preissetzungsregeln hin, die auf festen zeitlichen Abständen basieren, doch ist gleichzeitig ein klares Muster von Unternehmen zu erkennen, die ihre Preise aufgrund veränderter wirtschaftlicher Determinanten anpassen.

Diese Erkenntnis wird durch die Ergebnisse von Umfragen gestützt, in denen Unternehmen im Euroraum zu ihrer Preispolitik befragt wurden. 34 % der befragten Unternehmen gaben

an, ihre Preise regelmäßig zu prüfen, wobei der Anteil bei größeren Unternehmen in der Regel etwas höher ist. Nach Sektoren aufgliedert zeigt sich, dass diese Regel in der Industrie seltener angewandt wird als im Einzel- und Großhandel und hier wiederum seltener als bei Firmen, die sonstige Dienstleistungen anbieten. 20 % der Firmen im Euroraum prüfen ihre Preise vor allem in Reaktion auf Veränderungen der wirtschaftlichen Bedingungen, und die verbleibenden 46 % kombinieren beide Ansätze.

Ein weiterer wichtiger Aspekt besteht darin, wie die Unternehmen ihre Preise letztendlich festlegen. Auch diesem Punkt gingen die Umfragen zum Preissetzungsverhalten der Unternehmen nach. Die Unternehmen wurden gefragt, ob ihre Preise a) in Form einer Gewinnmarge gesetzt werden, b) vom Preis ihrer wichtigsten Mitbewerber abhängen oder c) gemäß anderen Strategien festgelegt werden. 54 % wählten Antwort a), 27 % Antwort b) und die verbleibenden Unternehmen Antwort c). Etwa die Hälfte der befragten Firmen berücksichtigt bei der Preisgestaltung eine breite Palette von Informationen, darunter auch die zurückliegende und die erwartete Wirtschaftsentwicklung. Gleichzeitig legen allerdings 34 % der Unternehmen keine zukunftsgerichteten Informationen zugrunde, sondern lediglich Daten aus der Vergangenheit und Gegenwart. Darüber hinaus gibt es Hinweise darauf, dass sehr viele Unternehmen bei der Preisbildung eine Faustregel (z. B. Koppelung an den Verbraucherpreisindex) anwenden.

## Kasten 2

## UMFRAGEN ZUM PREISSETZUNGSVERHALTEN DER UNTERNEHMEN

Das IPN hat Erhebungen zur Preispolitik von Unternehmen in neun Euro-Ländern durchgeführt. Diese Länder erwirtschaften zusammen 94 % des BIP im Euro-Währungsgebiet. Die Befragungen wurden von jeder NZB auf nationaler Ebene durchgeführt, um ihre auf dem Gebiet der Umfragetechnik und Stichprobenbildung bereits gesammelten Erfahrungen zu nutzen und/oder den Fragenkatalog, die genaue Formulierung und die technischen Aspekte der Umfrage an die nationalen Gegebenheiten anzupassen. Die länderübergreifende Vergleichbarkeit wurde durch Zusammenarbeit während der verschiedenen Projektphasen sichergestellt. So enthalten alle Fragebögen eine Mindestauswahl gemeinsamer Fragen.

## Erfassungsgrad der Umfragen

(in %; Anzahl der Umfrageteilnehmer in Klammern)

Land	Industrie	Handel	Sonstige Dienstleistungen	Baugewerbe	Insgesamt
Belgien	38 (753)	24 (478)	18 (364)	20 (384)	100 (1 979)
Deutschland	100 (1 228)	-	-	-	100 (1 228)
Spanien	44 (888)	26 (515)	30 (605)	-	100 (2 008)
Frankreich	100 (1 662)	-	-	-	100 (1 662)
Italien	65 (215)	14 (46)	20 (68)	1 (4)	100 (333)
Luxemburg	20 (67)	22 (73)	37 (125)	22 (74)	100 (339)
Niederlande	18 (219)	22 (271)	60 (756)	-	100 (1 246)
Österreich	76 (661)	-	24 (212)	-	100 (873)
Portugal	84 (1 157)	-	16 (213)	-	100 (1 370)
Insgesamt	62 (6 850)	13 (1 383)	21 (2 343)	4 (462)	100 (11 038)

Quelle: Fabiani et al., The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence, Working Paper Nr. 535 der EZB, 2005.  
Anmerkung: In der Tabelle werden die Unternehmen nach Ländern und Branchen aufgeschlüsselt.

Wie die Tabelle zeigt, nahmen mehr als 11 000 Unternehmen aus verschiedenen Wirtschaftszweigen an der euroraumweiten Erhebung teil, wobei der Umfrageschwerpunkt auf der Industrie lag, aus der über 60 % aller Antworten eingingen. Die Antwortquoten variierten von Land zu Land und lagen zwischen 30 % und 69 %. Auch bei den Modalitäten gab es Unterschiede in den einzelnen Ländern: Die Umfragen wurden telefonisch, per Post oder über das Internet durchgeführt, und in einigen Fällen fanden Vor-Ort-Befragungen statt. Die Auswahl der Unternehmen orientierte sich im Allgemeinen an den Stichproben, die bereits bei anderen regelmäßigen Erhebungen der NZBen oder externer Meinungsforschungsinstitute verwendet werden. Da die Umfrageergebnisse länderübergreifend sehr robust sind, ist nicht davon auszugehen, dass sie durch das Erhebungsverfahren, die Anzahl, genaue Formulierung und Übersetzung der Fragen oder durch die Reihenfolge der Fragen und/oder der möglichen Antworten beeinflusst wurden.

Die Umfragen dienten dazu, qualitative Informationen zu sammeln, um die aus quantitativen Datenreihen gewonnenen Ergebnisse (siehe Kasten 1) ergänzen zu können. Verglichen mit diesen Zeitreihen haben Ad-hoc-Umfragen den Vorteil, dass sie eine qualitative Erfassung der Gründe für das beobachtete Preissetzungsverhalten ermöglichen. Ferner können die beiden Phasen der Preisanpassung, nämlich die Preisüberprüfung und die Preisänderung, anhand von Befragungen isoliert untersucht werden. Da die aus den Erhebungen gewonnenen Informationen in erster Linie qualitativer Natur sind, ist es jedoch schwierig, die Auswirkungen eines bestimmten Faktors beispielsweise auf das Ausmaß der Preisänderungen zu quantifizieren.

#### 4 MÖGLICHE GRÜNDE FÜR DIE VERHALTENE PREISDYNAMIK

Während die vorangegangenen Abschnitte die typischen Verlaufsmuster der Preisänderung und die bei der Preissetzung angewandten Regeln aufgezeigt haben, werden im Folgenden die möglichen Gründe für eine unter Umständen schleppende Preisdynamik beleuchtet. Offensichtlich werden Preise häufiger geprüft als geändert. Dies kann zum Beispiel der Fall sein, wenn die Preisüberprüfung ergibt, dass kein Anlass für eine Preisänderung besteht. Es dürfte aber auch Faktoren geben, die Unternehmen davon abhalten, ihre Preise anzupassen, obwohl die Überprüfung dies nahe legt. Solche Faktoren werden in diesem Abschnitt betrachtet.

Die Umfragen zum Preissetzungsverhalten der Unternehmen sind dem nachgegangen und haben Firmen zu den Faktoren befragt, die einer sofortigen Preisanpassung trotz vorliegender Gründe für eine Änderung des Produktpreises im Wege stehen. Die Liste der möglichen Antworten umfasste eine Reihe von in einfachen Worten ausgedrückten und auf unterschiedlichen Wirtschaftstheorien beruhenden Gründen, weshalb Preisanpassungen nicht unmittelbar erfolgen. Einige Theorien sind wahrscheinlicher, wenn es sich bei der beabsichtigten Preisänderung um eine Erhöhung handelt, während andere vor allem bei Preissenkungen relevant sind. Die meisten Ansätze decken jedoch beide Fälle ab. Die Befragten konnten in vier Abstufungen angeben, welche Bedeutung sie den einzelnen Aussagen beimessen: unwichtig (1), weniger wichtig (2), wichtig (3) und sehr

wichtig (4). Bei den Angaben in Klammern handelt es sich um die Punktzahl, die der jeweiligen Kategorie zugeordnet war. Aus dem Mittelwert der Punktzahlen, die den einzelnen Theorien durch die teilnehmenden Unternehmen zugewiesen wurden, wurde eine Rangfolge der möglichen Gründe für Preisstarrheit ermittelt. Die Ergebnisse sind in Tabelle 4 dargestellt.

Die Aussage mit der höchsten durchschnittlichen Punktzahl (2,7), der damit in der Praxis die größte Bedeutung zukommt, bezieht sich auf das Konzept der „impliziten Verträge“. Diese Theorie basiert auf der Annahme, dass Unternehmen langfristige Kundenbeziehungen

**Tabelle 4 Rangfolge der Theorien zur Erklärung von Preisstarrheit**

Gründe, die gegen eine Preisänderung sprechen	Durchschnittliche Punktzahl
Implizite Verträge	2,7
Explizite Verträge	2,6
Kostenbasierte Preissetzung	2,6
Reaktion der Wettbewerber	2,4
Preis als Qualitätssignal	2,1
Transitorische Schocks	2,0
Veränderung nicht preislicher Maßnahmen	1,7
Physische Menükosten	1,6
Kosten der Informationsbeschaffung	1,6
Attraktive Preise	1,6

Quelle: Fabiani et al., The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence, Working Paper Nr. 535 der EZB, 2005.

Anmerkung: Die Tabelle zeigt die durchschnittliche Bewertung der möglichen Beweggründe von Unternehmen, ihre Preise trotz eines gegebenen Anlasses nicht zu ändern. Die Rangfolge basiert auf der durchschnittlichen Punktzahl, die die Unternehmen den einzelnen Theorien auf Grundlage der folgenden Kategorien zugewiesen haben: unwichtig (1), weniger wichtig (2), wichtig (3) und sehr wichtig (4).

aufbauen, um zum Beispiel künftige Verkäufe besser vorhersagen zu können. Anders ausgedrückt wird versucht, die Loyalität der Kunden einfach dadurch zu gewinnen, dass die Preise so selten wie möglich geändert werden. Ein konstanter Preis ist für Kunden attraktiv, weil er ihnen ermöglicht, ihren Kalkulationen einen stabilen langfristigen Durchschnittspreis anstatt im Zeitverlauf variierende Preise zugrunde zu legen. Ein alternatives Szenario sind „explizite Verträge“, in denen der Preis für ein zu lieferndes Produkt festgelegt ist, d. h., bei einer Preisänderung müssten die Unternehmen und ihre Kunden den zwischen ihnen geschlossenen Vertrag neu verhandeln. Dieses Szenario wurde mit einem mittleren Punktwert von 2,6 als erhebliches Hemmnis für Preisänderungen eingestuft. Die Bedeutung von impliziten und expliziten Verträgen steht damit in Einklang, dass 70 % der befragten Unternehmen eine langfristige Geschäftsbeziehung zu ihren Kunden unterhalten.

Eine weitere Erklärungsmöglichkeit ergibt sich im Zusammenhang mit der „kostenbasierten Preissetzung“, die auf der Annahme beruht, dass sich die Preise nur dann ändern, wenn sich die dem Unternehmen tatsächlich entstehenden Kosten ändern. Ein solches Verlaufsmuster impliziert, dass sich eine Preisänderung bei den Vorleistungsgütern am Anfang der Produktionskette erst nach und nach auf die Verbraucherpreise überwälzen wird, d. h. erst nachdem die Kostenänderung durch die gesamte Produktionskette weitergegeben wurde. Auch dieser Erklärung wird mit einer durchschnittlichen Punktzahl von ebenfalls 2,6 eine große Bedeutung beigemessen. Wie im vorangegangenen Abschnitt aufgezeigt, setzt ein Großteil der Firmen die Preise in Form von Gewinnmargen fest, was die Bedeutung dieses Faktors erklären könnte.

Eine erhebliche Rolle spielt mit einem mittleren Punktwert von 2,4 auch die Möglichkeit, dass Unternehmen ihre Preise vorzugsweise unverändert lassen, es sei denn, ein Mitbewerber ändert sie („Reaktion der Wettbewerber“). Erhöht nur ein Unternehmen nach einer Verän-

derung der wirtschaftlichen Bedingungen seine Preise, kann es Kunden verlieren; andererseits kann es einen unerwünschten Preiskrieg auslösen, wenn es als erstes Unternehmen die Preise senkt. Besteht das Risiko, dass die Wettbewerber ihre Preise nicht ändern, könnte ein Unternehmen es also vorziehen, deren Vorgehensweise abzuwarten und dann entsprechend zu reagieren.

Andere Erklärungen haben eine vergleichsweise niedrigere Punktzahl erhalten und sind daher anscheinend von geringerer Bedeutung. Dazu zählt auch die Möglichkeit, dass Verbraucher den „Preis als Qualitätssignal“ sehen. In diesem Fall dürften die Unternehmen Preissenkungen meiden, da ihre Kunden dies fälschlicherweise als Qualitätseinbuße bei den Produkten deuten könnten. Die Unternehmen messen „transitorischen Schocks“ ebenfalls keine große Bedeutung bei. Diese Einschätzung basiert auf der Annahme, dass ein Unternehmen auf eine Veränderung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die als nur vorübergehend angesehen wird, nicht mit einer Änderung der Preise reagieren wird, da es diese dann schon kurze Zeit später wieder anpassen müsste. Eine weitere eher unbedeutende Erklärung liegt darin, dass ein Unternehmen anstelle einer Preisänderung „nicht preisliche Maßnahmen“ ergreift und zum Beispiel die Produktqualität oder das mit dem Kauf eines Produkts verbundene Dienstleistungsangebot verändert.

Die drei möglichen Gründe mit der geringsten Punktzahl sind „physische Menükosten“, „Kosten der Informationsbeschaffung“ und „attraktive Preise“. „Physische Menükosten“ beziehen sich auf die Möglichkeit, dass die Preisänderung an sich kostspielig ist (z. B. weil ein Restaurant neue Speisekarten drucken lassen müsste), sodass ein Unternehmen nur dann seine Preise ändert, wenn dadurch die Preisänderungskosten gedeckt werden. Darüber hinaus können auch andere Kosten im Zusammenhang mit Preisänderungen entstehen, wie etwa Kosten für die Informationsbeschaffung, die Entscheidung, die Preise zu ändern, und deren Umsetzung („Kosten der Informationsbeschaf-

fung“). Wird ein Produkt üblicherweise zu einem „attraktiven Preis“ angeboten (z. B. für 0,99 €), könnte ein Unternehmen die Preisänderung so lange hinauszögern, bis es das Produkt zu einem neuen attraktiven Preis anbieten kann.

Die Bedeutung, die den verschiedenen Möglichkeiten beigemessen wird, unterscheidet sich in den einzelnen Sektoren nur leicht und ist auch im Ländervergleich im Allgemeinen sehr ähnlich. Ein nennenswerter Unterschied ist jedoch im Einzel- und Großhandelssektor festzustellen, in denen explizite Verträge eine untergeordnete Rolle spielen, während attraktiven Preisen sowie physischen Menükosten eine größere Bedeutung als in anderen Sektoren zukommt. Die geringe Bedeutung, die vor allem der Erzeugersektor einer attraktiven Preisgestaltung als Hemmnis für Preisänderungen beimisst, wird allerdings dadurch relativiert, dass eine solche Preisbildung bei den Verbraucherpreisen im Euroraum weit verbreitet ist. In der Tat kommt die Analyse der Verbraucherpreisstatistiken im Allgemeinen zu dem Ergebnis, dass attraktive Preise weniger häufig geändert werden als andere Preise. Dies lässt darauf schließen, dass der Einzelhandel nicht mit einer Preisanpassung auf sich verändernde Bedingungen reagiert, wenn dies zu unattraktiven Preisen führen würde.

Schließlich zeigen die Umfrageergebnisse eine weitere klar erkennbare Regelmäßigkeit auf, nämlich eine Asymmetrie der Preisanpassung. Im Allgemeinen ist festzustellen, dass Änderungen der Kosten bei Preiserhöhungen eine größere Rolle spielen als bei Preissenkungen, bei denen wiederum veränderte Marktbedingungen stärker ins Gewicht fallen. Mit anderen Worten: Die Preise werden bei steigenden Kosten deutlicher angehoben, als sie bei abnehmenden Kosten gesenkt werden, während die Preisnachlässe bei rückläufiger Nachfrage stärker ausfallen als die Preiserhöhungen bei steigender Nachfrage. Auf der Kostenseite kann vor allem die Entwicklung der Arbeits- und Rohstoffkosten zu Preiserhöhungen führen, während Finanzierungskosten nur eine un-

tergeordnete Rolle spielen. Preissenkungen sind dagegen vor allem auf eine schwächere Nachfrage oder rückläufige Preise der Wettbewerber zurückzuführen. Unternehmen in stark kompetitiven Märkten reagieren besonders empfindlich auf preisdrückende Faktoren, vor allem, wenn diese nachfragebedingt sind.

Bis zu einem gewissen Grad ließe sich die aus den Umfragen ersichtliche Asymmetrie auch durch die Analyse der Preisstatistiken für Konsumgüter bestätigen. Aus ihnen geht hervor, dass die Vorleistungspreise eine wichtige Determinante für die Häufigkeit von Preiserhöhungen, nicht jedoch für Preissenkungen darstellen. Gleichzeitig ist die Variabilität von Vorleistungspreisen eine wichtige Triebfeder für die Anpassung des Endpreises von Konsumgütern: Je stärker die Vorleistungspreise für ein Produkt schwanken, desto häufiger wird dessen Preis angepasst. Der gleiche Effekt ist auch bei den Erzeugerpreisen zu beobachten. Es wurde festgestellt, dass bei einem höheren Anteil der Arbeitskosten die Häufigkeit der Preisänderungen abnimmt, da die Löhne nur wenig schwanken, wohingegen ein höherer Anteil der Materialkosten zu häufigeren Preisänderungen führt, da die Materialpreise stark variieren.<sup>7</sup>

Die Bedeutung der Löhne für die Preisgestaltung wurde zudem in Deutschland ersichtlich. Da die Lohnfindung in Deutschland durch sektorale Tarifverträge stark synchronisiert ist, lässt sich analysieren, ob Unternehmen ihre Preise in den Monaten, in denen die Tarifverdienste steigen, synchron ändern. Tatsächlich erreicht der Anteil der Unternehmen, die ihre Preise erhöhen, in solchen Monaten in der Regel Spitzenwerte.<sup>8</sup>

Auch die Hypothese, dass die verhaltene Preisdynamik mit einem geringen Wettbewerbsgrad

<sup>7</sup> Siehe L. Álvarez, P. Burriel und I. Hernando, Price-setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data, Working Paper Nr. 522 der EZB, 2005.

<sup>8</sup> Siehe H. Stahl, Time-dependent or state-dependent price setting? Micro evidence from German metal-working industries, Working Paper Nr. 534 der EZB, 2005.

an den Gütermärkten im Zusammenhang steht, wurde anhand der einzelnen Preisbeobachtungen überprüft. Bei den Erzeugerpreisen spielt der Wettbewerb an den Märkten, an denen die Unternehmen agieren, in der Tat eine wichtige Rolle: Je wettbewerbsintensiver das Umfeld, desto häufiger ändern sich die Preise. Im Hinblick auf die Verbraucherpreise deuten einige, wenngleich eher indirekte, Anzeichen in die gleiche Richtung. So gibt es zum Beispiel deutliche Hinweise darauf, dass die Häufigkeit von Verbraucherpreisänderungen von der Art der Verkaufsstelle abhängt: Sie ist bei Super- und Großmärkten deutlich höher als bei traditionellen Tante-Emma-Läden. Darin können sich aber auch Unterschiede bei der Intensität des Preiswettbewerbs, der jeweiligen Gewichtung der Kosten einer Preisänderung oder den Preisgestaltungsstrategien (z. B. „tägliche Niedrigpreise“ im Gegensatz zum „Wechsel zwischen hohen und niedrigen Preisen“) widerspiegeln.

## 5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

In diesem Beitrag wurde ein Überblick über die jüngsten Forschungserkenntnisse zum Preissetzungsverhalten im Euroraum gegeben. Die Resultate stammen überwiegend aus gemeinsamen Projekten der Forschungsabteilungen der Zentralbanken des Eurosystems. Sie beruhen auf einem umfangreichen neuen Datensatz, der quantitative Angaben zu Einzelpreisen, die zur Ermittlung der Verbraucher- und Erzeugerpreisindizes herangezogen werden, sowie qualitative, aus Unternehmensbefragungen gewonnene Angaben umfasst.

Im Rahmen dieser Untersuchungen konnten mehrere bemerkenswerte Erkenntnisse gewonnen werden. Die Preise im Eurogebiet ändern sich relativ selten. Dies ist auf eine Reihe von Gründen zurückzuführen. Zum einen überprüfen die meisten Preissetzer ihre Preise nur ein- bis dreimal jährlich in tendenziell regelmäßigen Zeitabständen. Diese Erkenntnis untermauert die Annahme, dass Preissetzer im Allgemeinen in einem stabilen und von Preisstabilität geprägten gesamtwirtschaftlichen Umfeld

agieren und Preisänderungen somit nur selten notwendig werden. Ist dies dennoch der Fall, stellen einige Unternehmen die Preisänderung vor allem aus folgenden Gründen zurück: a) langfristige Kundenbeziehungen, b) explizite Verträge, die neu ausgehandelt werden müssten, c) eine Preispolitik, die nur dann eine Preisänderung vorsieht, wenn sich die dem Unternehmen tatsächlich entstehenden Kosten verändert haben. Insbesondere die ersten beiden Faktoren sind struktureller Natur und weisen nicht unbedingt auf Ineffizienzen beim Preisbildungsmechanismus hin, sondern vielmehr auf den Wert, den sowohl Preissetzer als auch Kunden stabilen Preisen beimessen. Gleichzeitig deuten die oben beschriebenen Ergebnisse jedoch darauf hin, dass stärkerer Wettbewerb die Preisstarrheit vermindert. In diesem Sinne dürften Strukturreformen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit an den Gütermärkten ein sinnvoller Schritt sein, um unerwünschten Formen von Preisstarrheit entgegenzuwirken.

Eine genauere Betrachtung der Häufigkeit von Preisänderungen zeigt eine große Heterogenität zwischen den Sektoren, während die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern des Euroraums im Vergleich dazu unbedeutend sind. Wie häufig die Preise in einem bestimmten Sektor geändert werden, hängt offensichtlich stark von der Variabilität der Kosten ab. Sektoren, in denen die Nachfrage nach, das Angebot an und/oder die Preise der Vorleistungen erheblich schwanken, ändern ihre Preise wesentlich häufiger, so zum Beispiel die Bereiche Energieprodukte und unverarbeitete Nahrungsmittel. Ganz anders verhält es sich bei den Dienstleistungspreisen, die sehr selten geändert werden, was zumindest teilweise mit dem bei den Dienstleistungen hohen Anteil der Arbeitskosten in Verbindung gebracht werden kann, die nur wenig schwanken.

Eine interessante und vielleicht überraschende Erkenntnis der jüngsten Forschung ist schließlich, dass es sich bei einem großen Teil aller verzeichneten Preisänderungen um Preissenkungen handelt, wobei der Dienstleistungs-



sektor eine nennenswerte und angesichts seiner Größe bedeutende Ausnahme bildet. Dieses Verlaufsmuster hängt aller Wahrscheinlichkeit nach auch davon ab, wie stark sich Kosten und Marktbedingungen verändern. Auf jeden Fall lässt diese Erkenntnis darauf schließen, dass einer Preissenkung im Allgemeinen nichts im Wege steht, wenn es die Umstände erfordern.

# ENTWICKLUNG DER UNTERNEHMENS-FINANZIERUNG IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

## AUFSÄTZE

Entwicklung  
der Unternehmens-  
finanzierung im Euro-  
Währungsgebiet

*Für Zentralbanken ist die Beobachtung der Unternehmensfinanzierung ein zentrales Element ihrer Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklungen und der geldpolitischen Transmission. Vor diesem Hintergrund werden im vorliegenden Aufsatz die Finanzierungsbedingungen sowie die Entwicklung der Unternehmensfinanzierung und die Bilanzpositionen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet im Zeitraum der vergangenen zehn Jahre bis zum Ende des zweiten Quartals 2005 untersucht.*

*Seit Mitte der Neunzigerjahre haben sich die Finanzierungsbedingungen der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum überwiegend aufgrund der insgesamt gesunkenen realen Fremdfinanzierungskosten verbessert. Darüber hinaus haben die Banken im Jahr 2003 begonnen, ihre Kreditstandards zu lockern. Die realen Eigenfinanzierungskosten hingegen, die im zweiten Quartal 2005 in etwa ihrem langfristigen Durchschnitt entsprachen, waren stärkeren Schwankungen ausgesetzt und durchweg höher als die Fremdfinanzierungskosten.*

*Die Gewinnentwicklung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wirkt sich sowohl auf die Kosten der Außenfinanzierung (über ihren Einfluss auf die Kreditrisikoprämie) als auch auf die Nachfrage nach Fremdkapital aus. Die Ertragskraft der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die nach einem Hoch im Jahr 2000 nachzulassen begann, hat sich seit 2003 deutlich verbessert. Unterstützt wurde diese Entwicklung durch Umstrukturierungsmaßnahmen der Unternehmen, beispielsweise in Form von Senkungen der Betriebskosten in Relation zum Umsatz.*

*Nach einem steilen Anstieg in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre ging die Jahreswachstumsrate der Außenfinanzierung (Kredite, Schuldverschreibungen und Beteiligungen) der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet zurück, nachdem sie Ende 2000 einen Höchststand erreicht hatte. Was die Entwicklung der Fremdfinanzierung anbelangt, so haben die nichtfinanziellen Unternehmen nach einer Verschlechterung der Bilanzlage ihre Schuldenquoten in den letzten Jahren zurückgeführt und ihre Bilanzpositionen allgemein verbessert. Infolge der sehr niedrigen Fremdfinanzierungskosten und der gelockerten Bonitätsanforderungen der Banken bevorzugen die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften seit einigen Jahren die Fremdfinanzierung gegenüber der Eigenfinanzierung. Ein Vergleich der Finanzierung und der Bilanzposition nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten zeigt, dass dort in den letzten Jahren ähnliche Entwicklungen zu verzeichnen waren.*

## I EINLEITUNG

Im Zuge ihrer regelmäßigen Überwachung der wirtschaftlichen und monetären Entwicklungen widmet die EZB den Finanzierungsbedingungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet und der Unternehmensfinanzierung besondere Aufmerksamkeit.<sup>1</sup>

Im Hinblick auf den Transmissionsmechanismus wirken sich geldpolitische Veränderungen vor allem – wenn auch nicht ausschließlich – über zwei Hauptkanäle auf die Finanzierungsbedingungen aus: den Zinskanal und den Kreditkanal.<sup>2</sup> Über den Zinskanal übt die Geldpolitik Einfluss auf die realen Zinssätze aus, die sich ihrerseits in den realen Kosten der ver-

schiedenen Finanzierungsarten im gesamten Laufzeitspektrum niederschlagen. Der Zinskanal ist daher für die Finanzierungskosten entscheidend, die sich dann in der Wahl der Finanzierungsquelle und in den Bilanzpositionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften bemerkbar machen. Im Kreditkanal spiegelt sich der Effekt unvollkommener und kostspieliger Informationen auf die Funktionsweise der Kreditmärkte wider. Dieser Kanal richtet sich insbesondere darauf, inwieweit sich der Zustand des Finanzsektors (d. h. der Bankkredit-

<sup>1</sup> Siehe hierzu L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel und S. Scopel, Financing conditions in the euro area, Occasional Paper Nr. 37 der EZB, Oktober 2005.

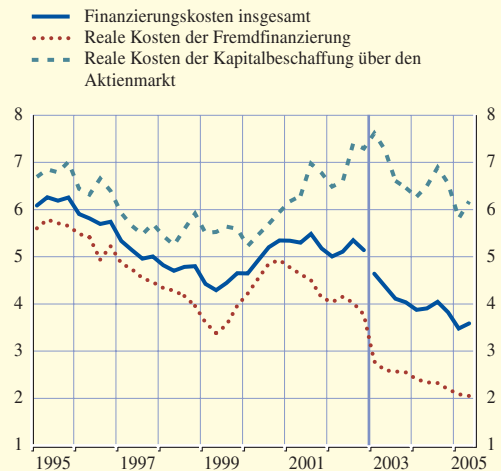
<sup>2</sup> Weitere Informationen zum Transmissionsmechanismus finden sich beispielsweise in F. S. Mishkin, The channels of monetary policy: lessons for monetary policy, NBER Working Paper 5464, 1996.

kanal) und die Finanzlage der Unternehmen (d. h. der Bilanzkanal) auf die von Banken bereitgestellten Fremdmittel auswirken. Im Bilanzkanal (auch breiter Kreditkanal genannt) hängen die Kredithöhe und die Kreditbedingungen, die eine Bank einem Unternehmen gewährt, weitgehend von der finanziellen Lage des Unternehmens ab. Der Bankkreditkanal (auch enger Kreditkanal) stellt die Funktion des Bankkreditangebots im Transmissionsprozess in den Vordergrund. Genauer gesagt können Änderungen der Bedingungen im Bankensektor aufgrund der Rolle der Kreditinstitute und ihrer Positionierung im Zentrum des Finanzsystems einen starken Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen der Kreditnehmer und dadurch auf die Realwirtschaft ausüben.

In diesem Aufsatz wird die Entwicklung der Unternehmensfinanzierung im Eurogebiet während der vergangenen zehn Jahre untersucht, wobei der Schwerpunkt auf den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften liegt. Anhand der Analyse der Unternehmensfinanzierung sollen die Entwicklungen im Bereich der Außenfinanzierungskosten sowie der internen und externen Finanzierungsquellen beleuchtet werden. Auch die Betrachtung der Bilanzpositionen der Unternehmen spielt in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle, da diese aus Finanzierungsentscheidungen resultieren und damit teilweise die Kosten und die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln mitbestimmen. Vor diesem Hintergrund werden im zweiten Abschnitt dieses Aufsatzes die realen Kosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum dargestellt, die sich in den Zinssätzen, Risikoprämien und Aktienkursen sowie in den Kreditrichtlinien der Banken widerspiegeln. Abschnitt 3 behandelt die Entwicklungen im Bereich der Innenfinanzierung. In Abschnitt 4 werden die Entwicklungen in der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum sowie die Veränderung ihrer Bilanzpositionen betrachtet. Abschnitt 5 enthält einige Schlussbemerkungen.

**Abbildung 1 Reale Kosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**

(in % p. a.)



Quellen: EZB, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch und Prognose von Consensus Economics.  
Anmerkung: Die realen Kosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften werden als gewichteter Durchschnitt der Kosten von Bankkrediten, Schuldverschreibungen und Aktien auf Basis der jeweiligen Bestände berechnet und mit den Inflationserwartungen deflationiert (siehe Kasten 4, Monatsbericht März 2005). Die Einführung der harmonisierten Zinssätze für MFI-Kredite Anfang 2003 führte zu einem statistischen Bruch.

## 2 REALE KOSTEN DER AUSSENFINANZIERUNG

Die Kosten der Außenfinanzierung (Kredite, Schuldverschreibungen und Beteiligungen) sind einer der wichtigsten Faktoren, die die Finanzierungsentscheidungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften bestimmen.<sup>3</sup> Sie werden in hohem Maße durch das Bonitätsrisiko des Kreditnehmers und das Niveau der „risikofreien“ Marktzinsen (im Allgemeinen die Staatsanleiherenditen) bestimmt, in dem sich auf lange Sicht tendenziell vor allem die gesamtwirtschaftlichen Erwartungen der Marktteilnehmer und insbesondere deren Inflations- und Wachs-

<sup>3</sup> Das Euro-Währungsgebiet ist traditionell ein bankenorientiertes Wirtschaftssystem. Zwar haben einige andere Außenfinanzierungsquellen in den vergangenen Jahren beträchtlich zugenommen, doch machen Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften rund 80 % des gesamten Fremdkapitals dieser Unternehmen aus. Die Gesamtkosten der Außenfinanzierung stellen einen gesamtwirtschaftlichen Näherungswert dar. Auf der mikroökonomischen Ebene beeinflussen andere Faktoren, wie Unterschiede in den Geschäftsaussichten, die Firmengröße und die bisherigen Geschäftsbeziehungen zu Banken, die Kreditbedingungen der einzelnen Unternehmen maßgeblich.

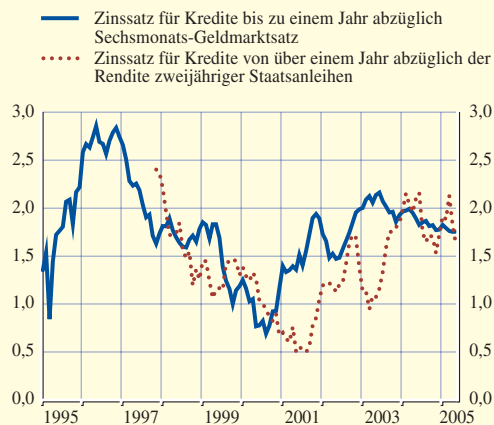
tumserwartungen widerspiegeln. Auf die Finanzierungsraten der Unternehmen wirken sich aber auch die Risikopräferenzen der Kapitalanleger und andere spezifische Faktoren aus, die im Wesentlichen aus Informationsasymmetrien zwischen Kreditnehmern und Kreditgebern resultieren. Diesbezüglich können Änderungen der allgemeinen Risikoeinschätzung der Marktakteure zu einer Veränderung der Marktzinsen und dadurch der Finanzierungsraten der Unternehmen führen. Schließlich können auch Spillover-Effekte von anderen Märkten die Finanzierungskosten beeinflussen. So können etwa die Preise und die Volatilität anderer Finanzwerte (z. B. Aktien) auf die Kurse von Unternehmensanleihen einwirken.

Die realen Gesamtkosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, die in einem zusammengesetzten Indikator der realen Fremd- und Eigenfinanzierungskosten ausgedrückt werden, weisen seit Anfang der Neunzigerjahre eine allgemeine Abwärtstendenz auf und erreichten im ersten Quartal dieses Jahres ihr niedrigstes Niveau (siehe Abbildung 1).<sup>4</sup> Dies ist in erster Linie dem markanten Rückgang der realen Fremdfinanzierungskosten zuzuschreiben, die im zweiten Quartal 2005 auf historische Tiefststände fielen. Von 1995 bis Anfang 1999 sanken die Fremdfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet unter anderem aufgrund der bevorstehenden Euro-Einführung recht deutlich. Nach einem Anstieg der Kosten in den Jahren 1999 und 2000 ist seit Ende 2000 erneut ein Rückgang zu beobachten. Gleichzeitig erhöhten sich die realen Kosten der Kapitalbeschaffung über den Aktienmarkt in der Zeit von 2000 bis Anfang 2003 signifikant, wofür im Wesentlichen der Verfall der Aktienkurse ausschlaggebend war. Anschließend nahmen sie geringfügig ab und lagen im zweiten Quartal 2005 in der Nähe ihres langfristigen Durchschnitts.<sup>5</sup>

Die Analyse der Spreads zwischen den Zinsen für Bank- oder marktbasierete Kredite und den Zinssätzen für „risikofreie“ Anlagen (d. h. Kreditspreads) gibt in der Regel Aufschluss über die Kreditrisikoprämie, die ein Unternehmen für die

**Abbildung 2 Spreads zwischen den Zinsen der Banken für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und vergleichbaren Marktzinsen**

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Sofern verfügbar, wurden die MFI-Zinssätze anhand der Bestände aggregiert. Ansonsten wurde das aggregierte Volumen im Neugeschäft verwendet. Im Januar 2003 kam es zu einem statistischen Bruch der Zinsreihe, dem Rechnung getragen wurde, indem das Niveau der bisherigen Zinsstatistiken um die Differenz zwischen dem Niveau der alten und dem der neuen Zinsstatistik (von Januar 2003) bereinigt wurde.

Beschaffung von Fremdkapital zahlen muss. Kreditspreads liefern nicht nur Erkenntnisse darüber, wie der Markt die Wahrscheinlichkeit von Verlusten durch den Ausfall eines Unternehmens einschätzt, sondern sie hängen auch von Liquiditäts- und Steuererwägungen sowie – im Fall von Bankkrediten – von einer etwa bereits bestehenden Geschäftsbeziehung zwischen der Bank und dem Kreditnehmer ab. Neben diesen Faktoren müsste sich nach der Theorie des Bankkreditkanals die Lage im Bankensektor auch auf die Kreditzinsen der Banken und deren Kreditvergabefähigkeit auswirken.

Von 1997 bis 2000 verringerten sich die Spreads zwischen den Zinssätzen der Banken für Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und vergleichbaren „risikofreien“ Marktzinsen (Staatsanleiherenditen oder

4 Verglichen mit einer Messgröße der Gesamtfinanzierungskosten auf Transaktionsbasis führt die Gewichtung nach Beständen derzeit zu einem stärkeren Gewicht der Eigenfinanzierungskosten, die in den vergangenen Jahren wesentlich höher als die Fremdfinanzierungskosten waren.

5 Siehe auch EZB, Eigenkapitalkosten im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten, Kasten 4, Monatsbericht September 2005.

Geldmarktsätzen) sowohl bei den kurzfristigen als auch den langfristigen Krediten (siehe Abbildung 2). Dies hing mit den günstigen Gewinnaussichten der Unternehmen und den positiven Kreditrisikoprognosen sowie mit einer verzögerten Überwälzung der Zinssätze für „risikofreie“ Anlagen auf die Kreditzinsen zusammen. Ein schärferer Wettbewerb unter den Banken dürfte ebenfalls für einen Abwärtsdruck auf die Spreads für Bankkredite gesorgt haben. Im Zeitraum von 2001 bis 2003 weiteten sich die Spreads dann aber aus, nachdem die Marktteilnehmer ihre Gewinnerwartungen im Anschluss an den Aktienkursverfall der Jahre 2001 und 2002 korrigiert hatten; dadurch wurde das finanzielle Risiko der Kreditnehmer, das sich aus dem Anstieg der Unternehmensverschuldung ergab, vermutlich stärker wahrgenommen (siehe Kapitel 4). Der Anstieg der Zinsspreads für Kredite der Banken an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften scheint auch mit einer Verschlechterung der Situation im Bankensektor<sup>6</sup> einhergegangen zu sein, wengleich sich die Kreditinstitute im Eurogebiet – insbesondere im Vergleich zu früheren Konjunkturabschwächungen – weitgehend als wi-

derstandsfähig erwiesen.<sup>7</sup> Ende 2004 und Anfang 2005 gingen die Spreads der Banken für Ausleihungen an Unternehmen dann aber größtenteils zurück, was auf eine verbesserte Ertragslage der Unternehmen zurückzuführen sein dürfte.

Die vom Eurosystem durchgeführte Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken<sup>8</sup> liefert zusätzlich Informationen zu weiteren Bedingungen der Kreditvergabe. Dazu gehören etwa Beschränkungen des gewährten Kreditbetrags oder strengere Kreditsicherheitsanfordernisse, wodurch die Unternehmensfinanzierung – über die reinen Finanzierungskosten hinaus – belastet werden könnte. Die Umfrage liefert auch Angaben zu den wichtigsten Faktoren, die

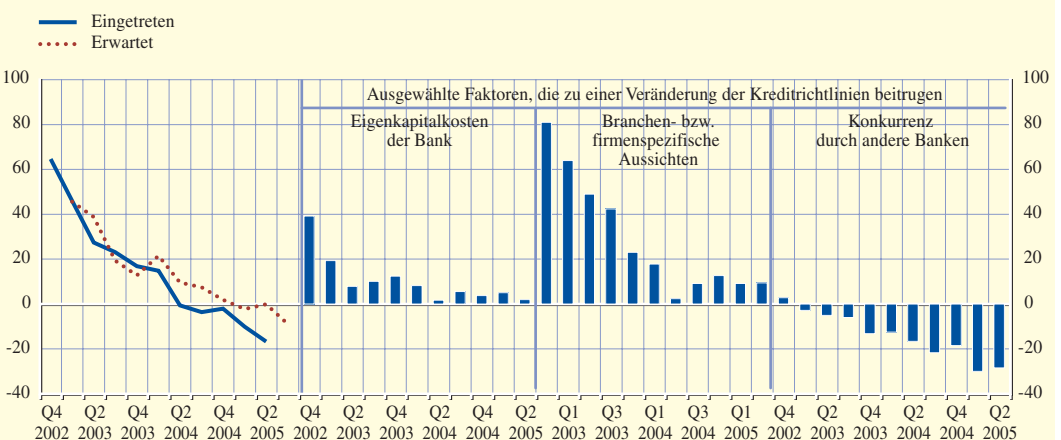
6 Näheres zur Situation des Bankensektors siehe EZB, EU banking sector stability, 2004, Frankfurt am Main.

7 Beispielsweise hielten sich die Rückstellungen der Banken für Verluste aus dem Kreditgeschäft in Grenzen. Siehe hierzu EZB, Entwicklung der Rückstellungen von Banken für Verluste aus der Kreditgewährung in den vergangenen Jahren, Kasten 2, Monatsbericht März 2004.

8 Nähere Informationen zu dieser Umfrage finden sich in J. Berg, A. van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt und S. Scopel, The bank lending survey for the euro area, Occasional Paper Nr. 23 der EZB, Februar 2005.

**Abbildung 3 Veränderung der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an Unternehmen (inklusive Kreditlinien)**

(prozentualer Saldo)



Quelle: Eurosystem.

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. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind die aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechneten prozentualen Salden. So wurden die Banken beispielsweise in der Juli-Umfrage 2005 nach ihren Erwartungen für das dritte Quartal 2005 gefragt. 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.

nach Ansicht der befragten Kreditinstitute die Nachfrage nach Bankkrediten bestimmen.

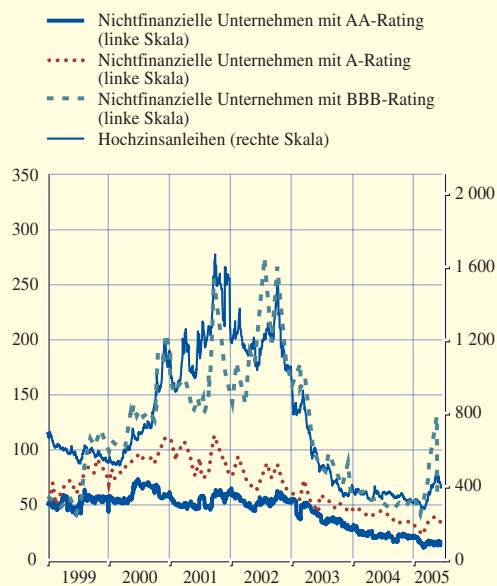
Die bis Juli 2005 erhobenen Umfrageergebnisse<sup>9</sup> haben gezeigt, dass es seit der Einführung der Befragung im letzten Quartal 2002 eine ausgeprägte Tendenz zu einer Lockerung der Kreditbedingungen gibt. Interessanterweise legen die Antworten der Banken nahe, dass die Risikoeinschätzung der branchen- oder firmenspezifischen Aussichten dazu beigetragen hat, dass die Verschärfung der Kreditrichtlinien per saldo seit Anfang 2003 zurückgegangen ist. Gleichzeitig hat der zunehmende Wettbewerb unter den Banken die Lockerung der Bonitätsanforderungen weiter begünstigt (siehe Abbildung 3). Wie die befragten Kreditinstitute angaben, erfolgte diese Lockerung hauptsächlich durch einen Nettorückgang der Zinsmargen für durchschnittliche Kredite und in geringerem Umfang durch eine Verringerung der Margen für risikoreichere Ausleihungen. Zudem sind in diesem Zeitraum die Anforderungen in Bezug auf die Kreditsicherheiten und die Zusatz- und Nebenvereinbarungen per saldo allmählich gesunken.

Neben den Spreads von Bankkrediten bieten die Spreads für Unternehmensanleihen, die als Differenz zwischen der Rendite von Unternehmensanleihen und den Zinssätzen für „risikofreie“ Anleihen (Staatsanleiherenditen) definiert sind, eine wichtige Informationsquelle zu den Kreditmärkten für jene Firmen, die regelmäßig Anleihen auflegen (i.d.R. große Unternehmen).

Die Entwicklung der Spreads verschiedener Unternehmensanleihen im Eurogebiet seit 1998 zeigt, dass sich der Renditeabstand bei Anleihen mit BBB-Rating und hochverzinslichen Anleihen zwischen den Jahren 2000 und 2002 deutlich erhöht hat (siehe Abbildung 4). Dies war auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen, darunter auch die Terroranschläge vom September 2001 in den Vereinigten Staaten und mehrere Bilanzskandale im Jahr 2002, die überwiegend in den Vereinigten Staaten, aber auch im Euroraum aufgedeckt

Abbildung 4 Spreads von Euro-Unternehmensanleihen

(gegenüber Euro-Staatsanleihen mit AAA-Rating, in Basispunkten)



Quellen: EZB, Thomson Financial Datastream und Merrill Lynch.

wurden. Im Jahr 2003 brachten das zunehmende Vertrauen der Märkte und die schwindende Unsicherheit allerdings eine rasche Korrektur der Spreads von Anleihen mit Rating mit sich, und im Lauf des Jahres 2004 erreichten die Spreads für Unternehmensanleihen ihr niedrigstes Niveau seit der Einführung des Euro. Zum Teil mag dies der Einschätzung zuzuschreiben sein, dass im Euroraum ein relativ geringes Kreditrisiko besteht. Auch die verhältnismäßig kräftige Nachfrage der Investoren nach hochrentierlichen Anlagen angesichts der vergleichsweise geringen Renditen von Papieren mit Rating eine Rolle gespielt haben.

Was die unmittelbare Vergangenheit angeht, so wurden die sich bis Mitte Mai 2005 ausweitenden Spreads von Unternehmensanleihen mit BBB-Rating von einer Reihe firmenspezifischer Ereignisse beeinflusst, die vor allem die Automobilbranche betrafen. Auch die Spreads

<sup>9</sup> Die Ergebnisse der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken werden in Kasten 2 dieses Monatsberichts dargelegt.

von hochverzinslichen Unternehmensanleihen nahmen in diesem Zeitraum zu, blieben aber auf einem niedrigen Stand. Insgesamt deutet das derzeit niedrige Niveau der Spreads von Unternehmensanleihen weiter darauf hin, dass die Finanzmärkte die Kreditrisiken des Sektors der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum recht günstig beurteilen.

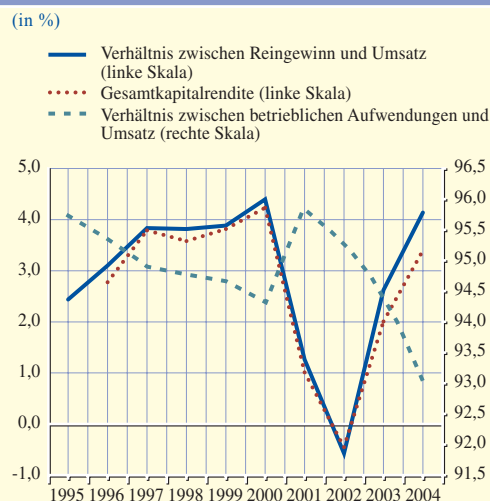
### 3 INNENFINANZIERUNGSMITTEL

Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bevorzugen im Allgemeinen Innenfinanzierungsmittel gegenüber der Außenfinanzierung, da Letztere wegen der Außenfinanzierungsprämie, die Kreditgeber für das Kreditrisiko des Schuldners und die Informationsasymmetrien verlangen, meist teurer ist.<sup>10</sup> Die Gewinnentwicklung ist deshalb einer der Faktoren, die den Außenfinanzbedarf bestimmen. Sie beeinflusst außerdem sowohl die Bonitätsbeurteilung durch die Kreditgeber und damit die Kreditrisikoprämie als auch die allgemeine Kreditverfügbarkeit. Die Betrachtung der Innenfinanzierung ist folglich eine wichtige Komponente bei der Analyse der Unternehmensfinanzierung.

Gesamtwirtschaftlich ist die Gewinnentwicklung grob am jährlichen Zuwachs des Bruttobetriebsüberschusses abzulesen.<sup>11</sup> Genauerer Aufschluss über die Entwicklung der Gewinne nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften lässt sich aus einzelwirtschaftlichen Daten gewinnen. Zu diesem Zweck wurden Bilanzzahlen börsennotierter nichtfinanzieller Unternehmen im Eurogebiet aggregiert.<sup>12</sup> Grundsätzlich ermöglichen solche mikroökonomischen Angaben zusätzlich die Beobachtung sektoraler und sonstiger einzelwirtschaftlicher Trends. Darüber hinaus liefern Daten zum Aktienmarkt zeitnahe Informationen über die Gewinnentwicklung börsennotierter Unternehmen.

Nach einem Anstieg in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre erreichten die Gewinnquoten nichtfinanzieller Unternehmen einzelwirtschaftlich betrachtet im Jahr 2000 ihren Höchststand, was weitgehend der Entwicklung des

**Abbildung 5** Jährliche Gewinnquoten börsennotierter nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften



Quellen: Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Berechnung basiert auf einer „unbalanced“ Stichprobe börsennotierter nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Zeitverlauf. Die Gesamtkapitalrendite ist definiert als das Verhältnis des Reingewinns zur Bilanzsumme in der Vorperiode.

Bruttobetriebsüberschusses im Euroraum entsprach. Danach fielen sie bis 2002 drastisch (siehe Abbildung 5). Dies kommt in der Entwicklung des Reingewinns (definiert als Betriebs- und Finanzergebnis nach Abzug der Zinsaufwendungen, nach Steuern und bereinigt um außerordentliche Bilanzvorgänge<sup>13</sup>) im Ver-

<sup>10</sup> Zur „Pecking-Order-Theorie“ der Unternehmensfinanzierung siehe zum Beispiel S. C. Myers, The capital structure puzzle, Journal of Finance, Vol. 39, Nr. 3, 1984, S. 575-592, sowie S. C. Myers und N. S. Majluf, Corporate financing and investment decisions – when firms have information that investors do not have, Journal of Financial Economics, Vol. 13, Nr. 2, 1984, S. 187-221.

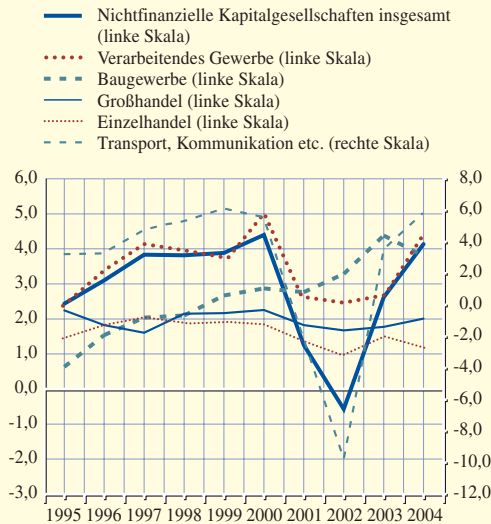
<sup>11</sup> Näheres zu gesamtwirtschaftlichen Gewinnkennzahlen siehe EZB, Messung und Analyse der Gewinnentwicklung im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Januar 2004.

<sup>12</sup> Die in diesem Aufsatz verwendeten mikroökonomischen Indikatoren wurden anhand der von der kommerziellen Datenbank Thomson Financial Datastream gelieferten Bilanzzahlen börsennotierter nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften erstellt. Die Aggregation basiert auf jährlichen konsolidierten Jahresabschlüssen für den Zeitraum von 1995 bis 2004. Im Allgemeinen dürfte die Entwicklung zwar von börsennotierten Unternehmen bestimmt werden, da aber nicht börsennotierte Unternehmen nicht vertreten sind, kann es zu Verzerrungen zugunsten größerer Unternehmen kommen.

<sup>13</sup> Folglich bezieht sich der Reingewinn im Gegensatz zum makroökonomischen Maß des Bruttobetriebsüberschusses nicht nur auf die operativen, sondern auch auf die sonstigen Erträge sowie Posten der außerordentlichen Rechnung. Ein weiterer Unterschied besteht darin, dass der Reingewinn der Gewinn nach Steuern und Abschreibungen ist.

**Abbildung 6 Umsatzrendite unterschiedlicher Wirtschaftsbereiche im Sektor nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

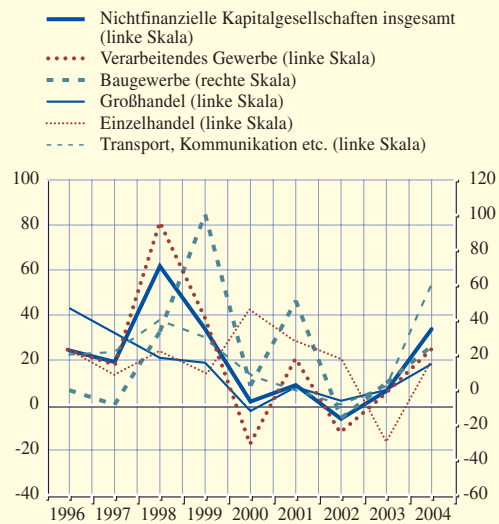
(in %)



Quellen: Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Berechnung basiert auf einer „unbalanced“ Stichprobe börsennotierter nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Zeitverlauf.

**Abbildung 7 Dividendenwachstum im Sektor nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Berechnung basiert auf einer „balanced“ Stichprobe börsennotierter nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Zeitverlauf, d. h. auf denselben Unternehmen im Zeitverlauf.

hältnis zum Umsatz zum Ausdruck, aber auch in der Kapitalrendite, die den Reingewinn in Relation zu den Gesamtaktiva in der Vorperiode setzt. In den Jahren 2003 und 2004 ist die Rentabilität nichtfinanzieller Unternehmen beträchtlich gestiegen. Ein Hauptgrund für diese Zunahme der Gewinnquoten war, dass die betrieblichen Aufwendungen dieser Unternehmen im Verhältnis zum Umsatz zwischen 2002 und 2004 aufgrund erfolgreicher Umstrukturierungsmaßnahmen gesunken sind.

Ein Blick auf die sektorale Entwicklung zeigt, dass sich die Ertragslage nichtfinanzieller Unternehmen 2003 und 2004 in den meisten Wirtschaftssektoren verbessert hat (siehe Abbildung 6). Das relativ stark exportorientierte verarbeitende Gewerbe profitierte vom kräftigen weltweiten Wirtschaftswachstum im Jahr 2004, das die negativen Folgen der Euro-Aufwertung anscheinend mehr als ausglich. Die Ertragskraft im Kommunikationssektor hat sich deutlich von ihrem niedrigen Niveau im Jahr 2002 erholt. Im vorwiegend inlandsorien-

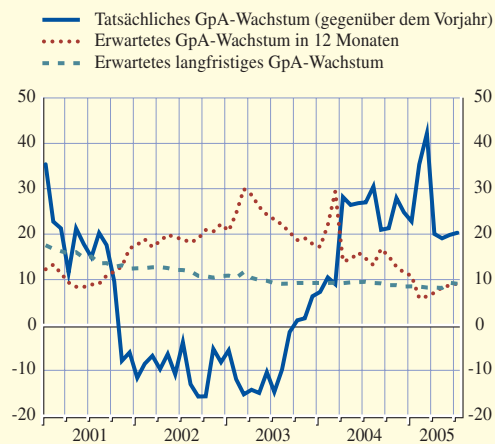
tierten Einzelhandel war dagegen in den letzten Jahren insgesamt keine Rentabilitätssteigerung zu verzeichnen. Schuld daran dürfte der relativ schwache private Konsum gewesen sein. Die allgemeine Gewinnerholung hing damit zusammen, dass die betrieblichen Aufwendungen in Relation zum Umsatz zwischen 2002 und 2004 in den meisten Branchen zurückgegangen sind.

Der Gewinnzuwachs wurde 2003 und 2004 zum Teil dazu verwendet, höhere Dividenden als 2002 auszuschütten (siehe Abbildung 7). Dies sollte wahrscheinlich die Attraktivität von Aktien nach den starken Bewertungsverlusten in den Jahren 2000 bis 2002 wieder steigern. Höhere Dividendenzahlungen tragen außerdem der Tatsache Rechnung, dass Anleger an sichereren Erträgen aus ihren Finanzanlagen interessiert sind. Die in den meisten Branchen von nichtfinanziellen Unternehmen gezahlten höheren Dividenden sind offenkundig als Zeichen eines allgemeinen Einstellungswandels gegenüber Dividendenzahlungen im Vergleich zu



**Abbildung 8 Wachstum des tatsächlichen und des erwarteten Gewinns pro Aktie (GpA) im Dow-Jones-EURO-STOXX-Index**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Thomson Financial Datastream I/B/E/S.

den späten Neunzigerjahren zu werten, als die Aktienkurse kräftig anzogen. Sie könnten aber auch darauf zurückzuführen sein, dass nach allgemeiner Auffassung attraktive Anlagemöglichkeiten fehlen.

Neben den Bilanzzahlen der Unternehmen geben auch Aktienmarktindikatoren Auskunft über die jüngste und die erwartete Gewinnentwicklung. So ging etwa – weitgehend in Übereinstimmung mit den aus den Unternehmensbilanzen gewonnenen Informationen – das jährliche Wachstum des Gewinns pro Aktie (GpA) der im Dow-Jones-EURO-STOXX-Index enthaltenen Unternehmen in den Jahren 2001 und 2002 zurück, steigt aber seit 2003 wieder.<sup>14</sup> Im zweiten Quartal des laufenden Jahres lag der tatsächliche Gewinn je Aktie auf einem soliden Niveau (siehe Abbildung 8). Was die Gewinnerwartungen betrifft, so ist zwar seit Anfang 2004 ein schwächeres GpA-Wachstum zu beobachten, doch blieb der Gewinn pro Aktie auf Jahresfrist bis zum zweiten Quartal 2005 robust.

#### 4 AUSSENFINANZIERUNG UND BILANZENTWICKLUNG

Entgegen dem „Irrelevanz-Theorem“ von Modigliani-Miller (1958)<sup>15</sup> ist die Finanzstruktur eines Kreditnehmers für seine Investitionsentscheidungen wichtig. Für die Finanzierungsentscheidungen von Unternehmen sind neben den Kosten von externen Finanzierungsmitteln und dem Zugang zu ihnen sowie der Verfügbarkeit von Innenfinanzierungsmitteln auch eine Reihe anderer Faktoren von Bedeutung, wie etwa die Besteuerung und asymmetrische Informationen.<sup>16</sup> Diese Faktoren wiederum werden teilweise von der aktuellen und der erwarteten Bilanzsituation der Kreditnehmer beeinflusst. Vor diesem Hintergrund sind die Analyse der Finanzierungsströme, das heißt Fremdfinanzierung (Kredite und Schuldverschreibungen) und Emission börsennotierter Aktien, aber auch die Analyse der Unternehmensbilanzen wichtige Komponenten bei der Analyse der Unternehmensfinanzierung.

Was die Gesamtentwicklung der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen in den letzten zehn Jahren anbelangt, so hat sich die jährliche Zuwachsrate in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre deutlich beschleunigt und im vierten Quartal 2000 mit 7 % den höchsten Stand erreicht (siehe Abbildung 9). Haupttriebkraft dieses starken Wachstums war die Aufnahme von Krediten, doch haben nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in diesem Zeitraum auch in großem Umfang Aktien emittiert. Die Emission von Schuldverschreibungen hat dabei zwar im Rahmen der gesamten Außenfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen an Gewicht gewonnen, doch blieb ihr Wachstumsbeitrag eher

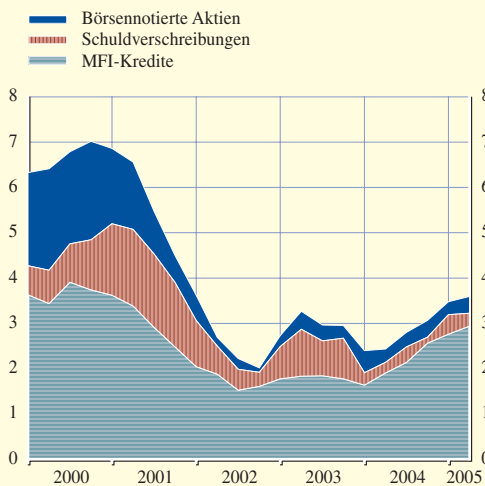
<sup>14</sup> Neben nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften umfasst der Dow-Jones-EURO-STOXX-Index auch finanzielle Kapitalgesellschaften. Der GpA-Anstieg im Jahr 2004 hing teilweise auch mit Aktienrückkäufen zusammen.

<sup>15</sup> Siehe F. Modigliani und M. H. Miller, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, American Economic Review, Vol. 48, Nr. 3, Juni 1958, S. 261-297.

<sup>16</sup> Informationsasymmetrien zwischen Kreditnehmern und Kreditgebern sind die Hauptursache für Moral-Hazard-Probleme und Negativauslese bei der Unternehmensfinanzierung. Näheres hierzu siehe J. Amaro de Mato, Theoretical Foundations of Corporate Finance, Princeton University Press, Princeton, 2001.

**Abbildung 9 Aufschlüsselung der Jahreswachstumsrate der Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

begrenzt. Maßgeblich für die deutliche Zunahme der Außenfinanzierung waren unter anderem die verstärkten Investitionen nichtfinanzieller Unternehmen im Euro-Währungsgebiet und die optimistischen Wachstumserwartungen in diesem Zeitraum, doch spiegelte sich darin auch ihr erhöhter Finanzierungsbedarf für Finanztransaktionen im Zusammenhang mit Fusions- und Übernahmeaktivitäten innerhalb und außerhalb des Eurogebiets wider. Anschließend ging die jährliche Wachstumsrate des Finanzbedarfs weitgehend im Einklang mit dem Wirtschaftsabschwung im Euroraum beträchtlich zurück. Seit dem zweiten Halbjahr 2004 steigt diese Rate allerdings vor allem unter dem Einfluss des sich beschleunigenden Wachstums der Fremdfinanzierung wieder.

#### 4.1 FREMDFINANZIERUNG UND BILANZENTWICKLUNG

Nach der kräftigen Ausweitung der Fremdfinanzierung in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre verschlechterte sich die Bilanzposition der nichtfinanziellen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet, aber auch in anderen Industrieländern wie den Vereinigten Staaten.

Aufschluss über die bilanzielle Lage nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gibt zum einen die Finanzierungslücke (das heißt die Differenz zwischen Bruttoersparnis und Bruttoinvestitionen in Relation zum BIP). Übersteigen die Investitionen die verfügbaren Innenfinanzierungsmittel, so ergibt sich ein Außenfinanzierungsbedarf, der entweder durch Fremdfinanzierung oder durch die Emission von Aktien gedeckt werden kann. Eine Vergrößerung (oder Verringerung) der Finanzierungslücke kann durch einen Rückgang (Anstieg) der Ersparnis oder einen Anstieg (Rückgang) der Investitionen bzw. eine Kombination von beidem verursacht werden, sodass dieser Indikator keine eindeutigen Schlüsse zulässt. Zum anderen sind die Schuldenquote und die Schuldendienstlast wichtige Messgrößen für den Verschuldungsgrad nichtfinanzieller Unternehmen.<sup>17</sup> Neben solchen makroökonomischen Indikatoren können auch mikroökonomische Indikatoren auf der Basis von Bilanzzahlen der Unternehmen genauere Erkenntnisse über deren Bilanzposition liefern.

Vor diesem Hintergrund wird die Verschlechterung der Bilanzposition nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre einerseits an der beträchtlichen Ausweitung der Finanzierungslücke in der Zeit von 1995 bis 2000 deutlich; Grund für die Ausweitung der Finanzierungslücke waren die höheren Investitionen und die geringere Ersparnis nichtfinanzieller Unternehmen im Verhältnis zum BIP sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten. Andererseits ist die Verschlechterung der Bilanzposition nichtfinanzieller Unternehmen aber auch an dem in diesen Jahren verzeichneten starken Anstieg der Schuldenquoten dieser Unternehmen in beiden Wirtschaftsräumen ablesbar (siehe Kasten 1).

Mit der Abschwächung des Wirtschaftswachstums verlangsamte sich das Wachstum der

<sup>17</sup> Siehe auch EZB, Entwicklung der Fremdfinanzierung des privaten Sektors im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht November 2003, und EZB, Entwicklung der Bilanzen im privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets und der Vereinigten Staaten, Monatsbericht Februar 2004.

## ENTWICKLUNG DER UNTERNEHMENSFINANZIERUNG: EIN VERGLEICH ZWISCHEN DEM EURO-WÄHRUNGSGEBIET UND DEN VEREINIGTEN STAATEN

In diesem Kasten wird die Entwicklung der Gewinne, der Finanzierung und der Bilanzpositionen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum und in den Vereinigten Staaten miteinander verglichen. Insgesamt haben sich die Ertragskraft und die Bilanzen nichtfinanzieller Unternehmen in den vergangenen Jahren in beiden Wirtschaftsgebieten verbessert. Darüber hinaus war festzustellen, dass die Unternehmen zwar in beiden Wirtschaftsräumen tendenziell die Aufnahme von Fremdkapital der Aktienfinanzierung vorzogen, diese Präferenz aber in den Vereinigten Staaten deutlich ausgeprägter war.

Bei einem Vergleich der Unternehmensentwicklung in diesen beiden Wirtschaftsräumen müssen große Unterschiede im gesamtwirtschaftlichen Rechnungswesen berücksichtigt werden.<sup>1</sup> Der US-Sektor, der weitgehend dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum entspricht, ist der Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen, der alle nichtfinanziellen Kapital- und Personengesellschaften umfasst. Im Gegensatz zum entsprechenden Sektor des Eurogebiets zählen zu diesem Sektor in den USA aber auch Einzelunternehmen<sup>2</sup>. Im Hinblick auf die Finanzierungsinstrumente kann aufgrund der Unterschiede im gesamtwirtschaftlichen Rechnungswesen darüber hinaus lediglich die Summe aller Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (gemäß der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung des Euroraums bzw. der US-Finanzierungsrechnung) verglichen werden. Außerdem umfassen die Quartalszahlen des Euro-Währungsgebiets für die Eigenfinanzierung nur die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen börsennotierten Aktien, wohingegen die Zahlen für die Vereinigten Staaten sowohl die börsennotierten als auch die nicht börsennotierten Aktien nichtfinanzieller Unternehmen enthalten. Um schließlich die Definition der Schuldenquote stärker mit der US-amerikanischen Abgrenzung in Einklang zu bringen, beinhaltet der in diesem Kasten verwendete Wert für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum eine (auf der Zahlungsbilanz basierende) Schätzung der von Banken außerhalb des Eurogebiets gewährten Kredite.

### Günstige Gewinnentwicklungen

In den vergangenen Jahren haben die nichtfinanziellen Unternehmen in beiden Wirtschaftsräumen ihre Ertragskraft gesteigert. Dies lässt sich beispielsweise an der Entwicklung des Gewinns pro Aktie ablesen. In den Vereinigten Staaten stieg der Gewinn pro Aktie von im Standard-&-Poor's-500-Index erfassten Unternehmen ab 2002 wieder an, während eine Erholung bei den im Dow-Jones-Euro-STOXX-Index enthaltenen Unternehmen erst ab Mitte 2003 einsetzte (siehe Abbildung A).<sup>3</sup> In beiden Wirtschaftsgebieten erhöhten sich die Gewinne pro Aktie im Jahr 2005 weiter, wenngleich sich ihr Wachstum im Jahresverlauf etwas abschwächte. In den letzten Jahren spielten bei den Gewinnsteigerungen im Euroraum und in den USA

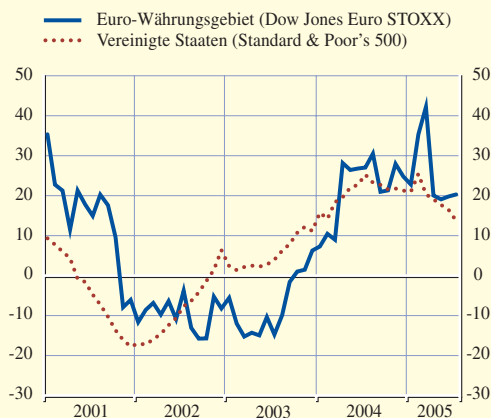
1 Zur Vergleichbarkeit der Ergebnisse Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten siehe den Kasten im Aufsatz „Entwicklung der Bilanzen im privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets und der Vereinigten Staaten“ im Monatsbericht vom Februar 2004.

2 Im Euro-Währungsgebiet werden diese zum Sektor der privaten Haushalte gerechnet.

3 Sowohl der Standard & Poors (S&P) 500 als auch der Dow Jones Euro STOXX umfassen nichtfinanzielle und finanzielle Kapitalgesellschaften.

**Abbildung A Wachstum der Gewinne pro Aktie**

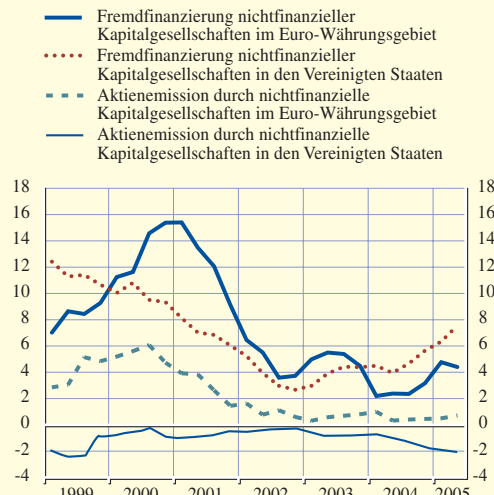
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Thomson Financial Datastream I/B/E/S.

**Abbildung B Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und US-Finanzierungsrechnung.  
Anmerkung: Die Fremdfinanzierung umfasst Kredite und Schuldverschreibungen. Zur Aktienemission im Euro-Währungsgebiet werden nur börsennotierte Aktien gerechnet.

sowohl Kostensenkungen als auch die verhaltene Entwicklung der Arbeitskosten und niedrige Zinssätze eine wichtige Rolle. Während in den Vereinigten Staaten das kräftige Wachstum der Nachfrage und Produktivität zu der günstigen Gewinnentwicklung beitrug, waren diese Faktoren im Eurogebiet von geringerer Bedeutung.

**Anstieg der Fremdfinanzierung, jedoch gedämpfter Nettoabsatz von Aktien**

Nach einer Zeit rückläufiger Jahreswachstumsraten begannen nichtfinanzielle Unternehmen im Jahresverlauf 2003 in beiden Wirtschaftsräumen, ihre Fremdfinanzierung zu erhöhen (siehe Abbildung B). Im Euroraum ging der jährliche Anstieg der Fremdfinanzierung Ende 2003 allerdings wieder zurück und blieb auch im Jahr 2004 niedrig, bevor er im vierten Quartal 2004 wieder zunahm. In den Vereinigten Staaten stabilisierte sich das Jahreswachstum der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen im zweiten Halbjahr 2003 und in der ersten Jahreshälfte 2004 nur vorübergehend und steigt seit dem zweiten Halbjahr 2004 wieder. Insgesamt war die Erholung des Jahreswachstums der Fremdfinanzierung in den Vereinigten Staaten stabiler und seit Ende 2003 ausgeprägter. Dies steht weitgehend mit der früheren und kräftigeren Belebung des Wirtschaftswachstums und der Anlageinvestitionen in den USA im Einklang.

Für die Zunahme des jährlichen Wachstums der Fremdfinanzierung war in beiden Wirtschaftsgebieten vor allem die Kreditvergabe maßgeblich. Neben den positiven Auswirkungen, die die niedrigen Fremdfinanzierungskosten auf die Kreditnachfrage hatten, wurden im Verlauf des Jahres 2004 laut Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet und Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices des Federal Reserve System auch die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite in beiden Wirtschaftsräumen gelockert. Schuldverschreibungen spielen bei der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen in den Vereinigten

Staaten generell eine größere Rolle als im Eurogebiet (und machten im zweiten Quartal 2005 rund 40 % der Verschuldung aus). Der jährliche Anstieg der von nichtfinanziellen US-Unternehmen begebenen Schuldverschreibungen ist seit Ende 2002 allerdings relativ gering. Im Euro-Währungsgebiet war das jährliche Wachstum der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen im gleichen Zeitraum volatiler und erholte sich insgesamt bis zum zweiten Quartal 2005 etwas. Der Anteil der Schuldverschreibungen an der Gesamtverschuldung nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum ist jedoch trotz einer Zunahme nach wie vor relativ bescheiden (rund 15 % im zweiten Vierteljahr 2005, wobei Pensionsrückstellungen herausgerechnet wurden).

Im Gegensatz zur Aufnahme von Fremdkapital war der Nettoabsatz von Aktien durch nichtfinanzielle Unternehmen in beiden Wirtschaftsgebieten seit 2003 gedämpft oder sogar negativ. Im Euroraum war die Jahresänderungsrate der von diesen Firmen begebenen börsennotierten Aktien zwar niedrig, lag aber im positiven Bereich. In den Vereinigten Staaten war die Aktienemission durch den Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen per saldo seit dem zweiten Halbjahr 1994 negativ; Grund hierfür waren Aktienrückkäufe und Aktienrücknahmen nach Fusionen. Wenngleich Aktienrückkäufe durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auch im Eurogebiet im Jahr 2004 zunahmen, spielten sie eine weitaus geringere Rolle als in den Vereinigten Staaten.

### **Solidere Unternehmensbilanzen**

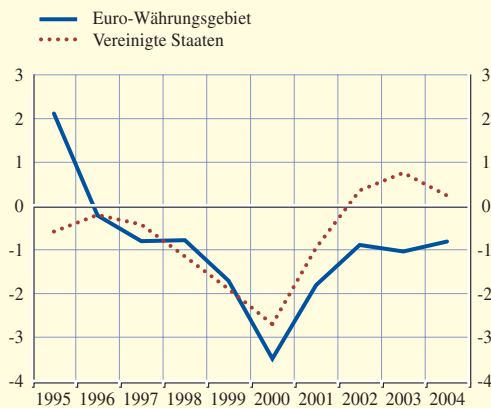
Die Bilanzen nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten haben sich in den letzten Jahren verbessert. Dies wird aus der Finanzierungslücke (d. h. allgemein ausgedrückt, dem Saldo aus Bruttoersparnis und Bruttoinvestitionen in Relation zum BIP) und den Schuldenquoten des nichtfinanziellen Unternehmenssektors ersichtlich.

Ausgehend von ihrem schlechtesten Stand im Jahr 2000 verringerte sich die Finanzierungslücke der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten bis 2004 deutlich (siehe Abbildung C). Die Erholung war in den USA stärker als im Eurogebiet. Ausschlaggebend hierfür waren die deutlichere Verbesserung der Bruttoersparnis der nichtfinanziellen Unternehmen im Verhältnis zum BIP nach dem Tiefstand 2001 (bzw. 2000 im Euroraum) sowie größere Einschnitte bei den Bruttoinvestitionen dieser Firmen in Relation zum BIP gegenüber ihrem Höchststand im Jahr 2000 (im Eurogebiet wurde dieser ebenfalls 2000 erreicht). Die gestiegene Ersparnis der nichtfinanziellen Unternehmen in beiden Wirtschaftsräumen steht im Einklang mit den oben erwähnten Hinweisen aus Börsendaten, die einen Anstieg der Gewinne in den vergangenen Jahren andeuten. Interessanterweise übertrafen die Innenfinanzierungsmittel nichtfinanzieller Unternehmen in den Vereinigten Staaten ab 2002 deren Investitionen, während im Euroraum bis 2004 das Gegenteil der Fall war. Der geringere Überschuss nichtfinanzieller US-Unternehmen im Jahr 2004 war das Ergebnis gesteigerter Investitionen im Verhältnis zum BIP, wohingegen die Bruttoersparnis in Relation zum BIP stabil blieb. Im Gegensatz dazu blieben beide Quoten im Euroraum 2004 weitgehend unverändert.

Nach einem starken Anstieg der Schuldenquoten nichtfinanzieller Unternehmen im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten Ende der Neunzigerjahre lagen diese Ende 2002 bei beiden auf dem gleichen Stand, und zwar bei 67 % (siehe Abbildung D). Danach erhöhte sich die Schuldenquote nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet (einschließlich der von Banken außerhalb des Euroraums gewährten Kredite) allerdings weiter und erreichte im zweiten Quartal 2003 mit 68 % einen Höchststand, während sie sich in den USA im Großen und

**Abbildung C Finanzierungslücke nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**

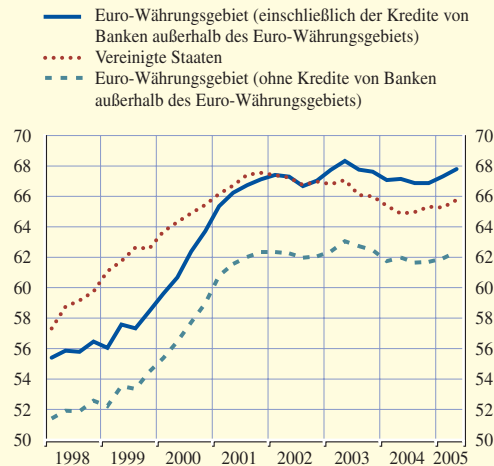
(in % des BIP)



Quellen: EZB, Eurostat und Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung der Vereinigten Staaten.  
Anmerkung: Die Angaben für das Euro-Währungsgebiet sind für das Jahr 2004 geschätzt. Die Finanzierungslücke wird definiert als Finanzierungsüberschuss (+)/Finanzierungsdefizit (-) des Sektors im Verhältnis zum BIP.

**Abbildung D Schuldenquoten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**

(in %)



Quellen: EZB, Eurostat und US-Finanzierungsrechnung.  
Anmerkung: Die Angaben für das Euro-Währungsgebiet sind für das zweite Quartal 2005 geschätzt. Schulden umfassen Kredite, Schuldverschreibungen und – im Fall des Euro-Währungsgebiets – Pensionsrückstellungen. Für das Euro-Währungsgebiet wurden die von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets gewährten Kredite auf der Grundlage der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets geschätzt.

Genzen stabilisierte. Ab dem zweiten Halbjahr 2003 verringerten sich die Schuldenquoten nichtfinanzieller Unternehmen in beiden Wirtschaftsräumen in mehr oder minder ähnlicher Weise, lagen aber im Euroraum etwas höher. Der Rückgang der Schuldenquoten 2003 und 2004 spiegelt Kostensenkungen und Bemühungen zur Schuldenkonsolidierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beider Wirtschaftsgebiete wider. Trotz des stärkeren Wachstums der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen in den USA seit 2004 hat sich die Lücke zwischen den Schuldenquoten dieser Firmen in den beiden Wirtschaftsräumen nicht geschlossen; ursächlich hierfür ist das höhere BIP-Wachstum in den Vereinigten Staaten.

Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in den Jahren 2001 und 2002 erheblich und verharrte bis Mitte 2004 auf recht niedrigem Niveau. Zwischen 2001 und 2004 fuhren diese Unternehmen ihre Investitionen deutlich zurück und erhöhten ihre Ersparnis in Relation zum BIP. Folglich schrumpfte die Finanzierungslücke von 2001 bis 2004 kräftig (siehe Abbildung C in Kasten 1). Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften steigerten nicht nur ihre Ertragskraft (siehe Abschnitt 3), was auch in der höheren Ersparnis zum Ausdruck kommt, sondern reduzierten darüber hinaus ihre Schuldenquoten 2003 und im überwie-

genden Teil des Jahres 2004 (siehe Abbildung D in Kasten 1).

In den einzelnen Wirtschaftszweigen war eine weit verbreitete Konsolidierung der Bilanzen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zu beobachten. In den meisten Wirtschaftssektoren sank die Jahresänderungsrate der Fremdfinanzierung zwischen 2001 und 2004 und war von 2002 bis 2004 weitgehend negativ (siehe Abbildung 10).<sup>18</sup>

<sup>18</sup> Die in diesem Abschnitt verwendeten betriebswirtschaftlichen Verschuldungsindikatoren wurden in der gleichen Weise wie die Gewinnindikatoren berechnet.

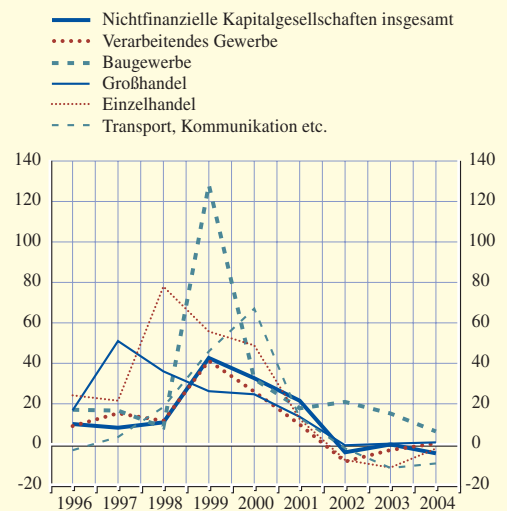
Nachdem sich der Fremdkapitalanteil der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Jahr 2003 und über weite Strecken des Jahres 2004 verringert hatte, nahm die Fremdfinanzierung seit der zweiten Jahreshälfte 2004 wieder zu. Ausschlaggebend dafür war vor allem der deutliche Anstieg der Jahresänderungsrate der MFI-Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften; aber auch die sehr niedrigen Kosten für Bankkredite sowie die etwas gelockerten Kreditstandards der Banken dürften zu dieser Erholung beigetragen haben. Überdies dürfte auch der Bedarf an Betriebskapital – der häufig durch kurzfristige Kredite finanziert wird – eine Rolle gespielt haben, zumal die Zunahme des jährlichen Kreditwachstums vorwiegend von der Entwicklung im Bereich der kurzfristigen Kredite bestimmt wurde. Der im ersten Halbjahr 2005 beobachtete leichte Anstieg des Jahreswachstums der von nichtfinanziellen Unternehmen begebenen Schuldverschreibungen hängt aller Wahrscheinlichkeit nach mit den anhaltend niedrigen Kosten der Finanzierung über Schuldverschreibungen sowie einer gewissen Belebung der Fusions- und Übernahmeaktivitäten zusammen.

Ungeachtet der seit 2001 insgesamt verbesserten bilanziellen Situation der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften hat sich deren Verschuldung in Relation zum BIP seit dem vierten Quartal 2004 nicht zuletzt infolge der zunehmenden Fremdfinanzierung wieder leicht erhöht und lag im zweiten Quartal 2005 bei 62 %.<sup>19</sup>

Neben dem höheren Bedarf an Betriebskapital, der sich in dem Anstieg der kurzfristigen Kredite (die rund 20 % des Bestands der Gesamtverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ausmachen) zeigt, sowie der Belebung der Fusions- und Übernahmeaktivitäten könnten teilweise auch die außerhalb des Eurogebiets getätigten Direktinvestitionen zu den gestiegenen Schuldenquoten dieser Unternehmen beigetragen haben.<sup>20</sup> In gewissem Maße dürfte der erneute Anstieg der Schuldenquoten auch ein Ausdruck der Kapitalumstrukturierungen sein, die angesichts der gegenüber

**Abbildung 10 Entwicklung der Fremdfinanzierung börsennotierter nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften nach Wirtschaftszweigen**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Berechnung basiert auf einer „balanced“ Stichprobe börsennotierter nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Zeitverlauf.

den Eigenfinanzierungskosten sehr niedrigen Kosten für die Fremdfinanzierung vorgenommen wurden. Zu der Präferenz für die Fremdfinanzierung hat wahrscheinlich auch die geringere Zinsbelastung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nach 2001 beigetragen, als die Zinsen über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg sehr niedrig waren. Darüber hinaus haben auch Aktienrückkäufe und höhere Dividendenzahlungen (siehe Abbildung 7) eine Rolle bei den verstärkten Kapitalumstrukturierungen zugunsten von Fremdkapital gespielt.

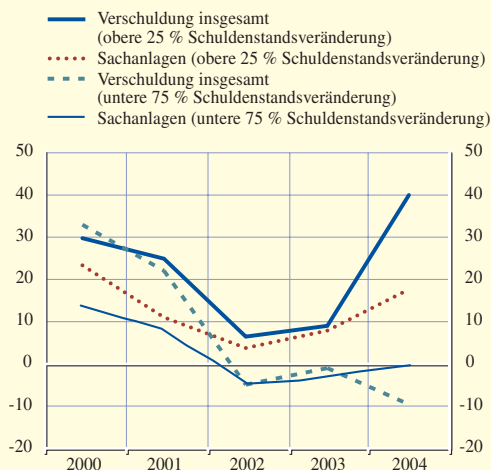
Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften könnten die Fremdfinanzierung außerdem dazu genutzt haben, sich die niedrigen Finanzierungskosten für künftige Investitionen zu si-

<sup>19</sup> In dieser – normalerweise im Monatsbericht kommentierten – Schuldenquote sind Kredite, die von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets an gebietsansässige nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften vergeben werden, nicht berücksichtigt.

<sup>20</sup> Diese Theorie ist allerdings mit einer gewissen Unsicherheit behaftet, da für die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften außerhalb des Euro-Währungsgebiets getätigten Direktinvestitionen keine gesonderten statistischen Angaben verfügbar sind.

**Abbildung 11** Entwicklung von Verschuldung und Sachanlagen börsennotierter nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften auf Basis der Veränderung ihres Schuldenstands

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen. Anmerkung: „Obere 25 % Schuldenstandsveränderung“ („untere 75 % Schuldenstandsveränderung“) bezieht sich auf die 25 % (75 %) börsennotierter nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften mit der stärksten (geringsten) Schuldenstandsveränderung im Jahr 2004.

chern. Zwar fielen die Bruttoanlageinvestitionen im Eurogebiet bis zum zweiten Quartal 2005 relativ schwach aus, doch deuten Mikrodaten darauf hin, dass einige nichtfinanzielle

Unternehmen schon 2004 damit begonnen hatten, ihre Schulden zur Finanzierung von Anlageinvestitionen auszuweiten. Abbildung 11 zeigt, dass die 25 % der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die ihre Verschuldung im Jahr 2004 am stärksten erhöht hatten, auch mehr in Sachanlagen investierten. Dagegen bauten die anderen 75 % im Schnitt im Jahr 2004 ihre Schulden wie auch ihre Sachanlagen weiter ab. Dies könnte ein Indiz dafür sein, dass sie entweder die Notwendigkeit zur weiteren Konsolidierung ihrer Bilanzen erkannten oder keine profitablen Anlagemöglichkeiten hatten, für die eine Schuldenaufnahme in Betracht gekommen wäre.

#### 4.2 AKTIENFINANZIERUNG

Neben der Fremdfinanzierung stellen Aktien die andere wichtige Außenfinanzierungsquelle für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften dar (siehe Kasten 2).

In engem Gleichlauf mit der Entwicklung der Fremdfinanzierung zog das Jahreswachstum der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum begebenen börsennotierten Aktien in

#### Kasten 2

##### DIE AKTIENEMISSION NICHTFINANZIELLER KAPITALGESELLSCHAFTEN

Dieser Kasten gibt einen kurzen Überblick über die verschiedenen Formen der Aktienemission nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet.

Aktien sind Ansprüche auf Anteile an Vermögen und Gewinnen eines Unternehmens. Im Allgemeinen können sie privat in Form von nicht börsennotierten Aktien (Private Equity) und Risikokapital oder öffentlich über Aktien, die zum Handel an einer Wertpapierbörse zugelassen sind (börsennotierte Aktien), ausgegeben werden.

Private Equity (privates Beteiligungskapital) besteht aus einer Kapitalbeteiligung an den nicht börsennotierten Wertpapieren privater und öffentlicher Unternehmen.<sup>1</sup> Risikokapital wird häufig von Investoren wie professionellen Wagniskapitalfirmen in Form von Startkapital zur Finanzierung neuer risikoreicher – beispielsweise auf neue Technologien spezialisierter – Unternehmen gegen eine Beteiligung am Eigenkapital des Unternehmens zur Verfügung gestellt.

<sup>1</sup> Weitere Informationen finden sich in EZB, Kasten 2, Entwicklung des Private-Equity- und des Risikokapitalmarkts in Europa, Monatsbericht Oktober 2005.



Was die öffentliche Emission angeht, so können die Unternehmen entweder Aktien erstmalig begeben (Erstmission/Initial Public Offering – IPO) und eine Börsenzulassung erhalten oder, sofern sie bereits börsennotiert sind, weitere Aktien zum Handel an der Börse auflegen (Zweitmission/Secondary Public Offering – SPO). Die Börsennotierung seiner Aktien erleichtert einem Unternehmen den Zugang zu den Kapitalmärkten, da potenzielle Investoren aufgrund der höheren Transparenz- und Publizitätsanforderungen, die Bestandteil der Zulassungsbedingungen sind, bessere Informationen erhalten. Darüber hinaus müssen börsennotierte Unternehmen häufig bestimmte wirtschaftliche Leistungskriterien und Rechnungslegungsstandards erfüllen, die das Vertrauen der Anleger in das Unternehmen stärken sollten. Und schließlich können die Anleger bei einem an der Börse zugelassenen Unternehmen die Entwicklung seiner Aktienkurse verfolgen und sich so ein besseres Bild von seinem Ertragspotenzial verschaffen.

Eines der wesentlichen Ergebnisse empirischer Studien über öffentliche Aktienemissionen ist, dass es deutliche Hinweise auf starke Marktzyklen bei den IPOs gibt, d. h. ausgeprägte Zyklen hinsichtlich der Anzahl der Erstmissionen pro Monat und der durchschnittlichen monatlichen Anfangsrendite, sodass das IPO-Volumen im Zeitverlauf erheblichen Schwankungen unterliegt. Hauptursachen für diese „heißen“ und „kalten“ Märkte scheinen insbesondere Schwankungen in der Kapitalnachfrage der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und Stimmungsschwankungen bei den Investoren zu sein.<sup>2</sup>

2 Siehe J. R. Ritter, *Investment banking and securities issuance*, Handbook of the Economics of Finance, G. Constantinides, M. Harris und R. Stulz (Hrsg.), North-Holland, Amsterdam, 2003, S. 255-306.

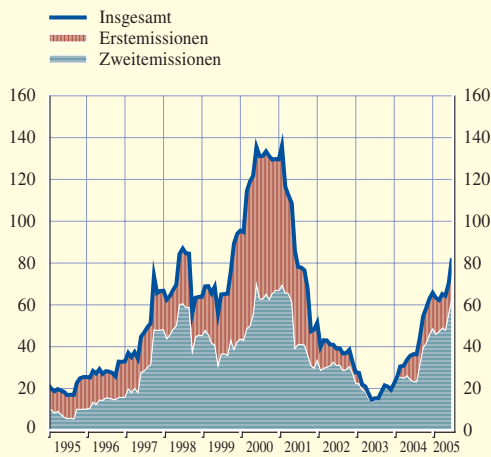
der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre kräftig an. Im Zeitraum von 1999 bis 2001 erreichten die Erstmissionen (Initial Public Offerings – IPOs) im Eurogebiet ein Rekordvolumen. Teilweise getrieben wurde diese Entwicklung von der Hoffnung auf Realisierung größerer Unternehmensgewinne im Bereich Neue Technologien (siehe Abbildung 12). Diese Börsengänge wurden daher unter dem Begriff „New Economy“ – IPOs bekannt. In der Tat waren in diesem Zeitraum neben der Privatisierung zahlreicher (teilweise) staatlicher Unternehmen eine große Anzahl an Erstnotierungen von Unternehmen, insbesondere in den Sektoren Telekommunikation, Medien und Technologie, zu verzeichnen. Diese Entwicklung stand auch im Zusammenhang mit dem um diese Zeit spektakulären Wachstum der Spezialbörsen für „Wachstumsunternehmen“, die ein besonders aktives Segment für den Absatz börsennotierter Aktien bildeten. Im allgemeineren Sinne gilt die Aktienfinanzierung als ein besonders günstiges Finanzierungsinstrument für innovative Unternehmen, da ihnen die Banken wegen ihres Risikoprofils zuweilen nur ungern Kredite gewähren.

Im Gefolge des Kursverfalls am Aktienmarkt nahm die Jahreswachstumsrate des Brutto- und Nettoabsatzes von börsennotierten Aktien der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet bis zur Jahresmitte 2002 drastisch ab und stabilisierte sich anschließend auf relativ niedrigem Niveau (siehe Abbildung 13).<sup>21</sup> Die recht verhaltene Emission börsennotierter Aktien dieser Unternehmen im Euroraum von 2002 bis zum zweiten Quartal 2005 könnte teilweise konjunkturelle Faktoren widerspiegeln, aber auch ein Ausdruck der – besonders gegenüber alternativen Finanzierungsquellen – relativ hohen Kosten der Aktienfinanzierung sein. Um die niedrigen Kosten der Aufnahme von Fremdkapital zu nutzen, haben die nichtfinanziellen Unternehmen den Anteil des Nettoabsatzes von Aktien an ihrer Gesamtfinanzierung reduziert (von gut 30 %

21 Zur Beurteilung der Entwicklung der Aktienfinanzierung ist der Nettoabsatz ein besserer Indikator als der Bruttoabsatz, da die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften einen Teil oder alle der von ihnen emittierten Aktien zurückkaufen oder deren Börsennotierung aufheben lassen können.

**Abbildung 12 Erst- und Zweitemissionen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**

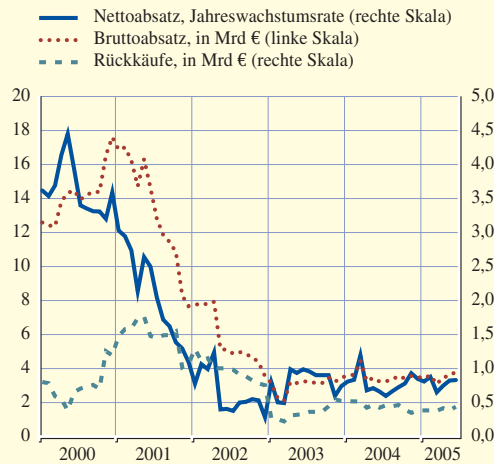
(in Mrd €; über 12 Monate kumuliert)



Quelle: Thomson Financial Deals.

**Abbildung 13 Netto- und Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**

(in Mrd €; gleitender Zwölfmonatsdurchschnitt; Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

Anfang 2000 auf rund 10 % ihrer gesamten jährlichen Finanzierungstransaktionen im zweiten Quartal 2005) und den Anteil der Fremdfinanzierung erhöht (von knapp 70 % auf rund 90 %).

Auch andere Faktoren könnten eine Rolle gespielt haben. So hat beispielsweise die Zahl der Privatisierungen in den letzten Jahren beträchtlich abgenommen. Außerdem gingen die privaten Unternehmensaufkäufe, Fusionen und Übernahmen mit einer Verringerung des Umlaufs an börsennotierten Aktien einher. Überdies haben sich die Fusions- und Übernahmeaktivitäten, die häufig durch die Emission junger Aktien finanziert wurden, deutlich abgeschwächt, und Einzelberichte deuten darauf hin, dass zahlreiche Unternehmen Aktienrückkaufprogramme aufgelegt und damit ihren tatsächlichen Nettoabsatz reduziert haben.

## 5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

In den vergangenen zehn Jahren haben sich die Finanzierungsbedingungen und -verhältnisse sowie die bilanzielle Situation der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-

raum deutlich verändert. Zunächst hatten sich die Finanzierungsbedingungen für sie allgemein verbessert. Zum Teil war dies den durch die Euro-Einführung bedingten positiven Auswirkungen auf das Zinsniveau zuzuschreiben. Nachdem dann im Jahr 2000 die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sowohl infolge umfangreicher Sach- und Geldvermögensbildung als auch aufgrund von Bilanzverschlechterungen einen Höchststand erreicht hatte, erlebten die Unternehmen eine Zeit der Umstrukturierung. Dies hatte teilweise Verbesserungen in der Ertragslage der Unternehmen, eine beträchtliche Verringerung der Finanzierungslücken und einen Rückgang der Schuldenquoten zur Folge. Erst seit kurzem, das heißt seit der ersten Jahreshälfte 2005, erhöhen sich die Schuldenquoten aufgrund einer lebhafteren Nachfrage der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nach Fremdfinanzierungsmitteln wieder leicht, während sich die Aktienemissionen dieser Unternehmen bis zum Ende des zweiten Quartals 2005 weiter moderat entwickelt haben.



# WIRTSCHAFTLICHE UND FINANZIELLE BEZIEHUNGEN ZWISCHEN DEM EURO-WÄHRUNGSGEBIET UND RUSSLAND

## AUFSÄTZE

Wirtschaftliche und finanzielle Beziehungen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Russland

*Dieser Aufsatz untersucht die wirtschaftliche Entwicklung in Russland und die wirtschaftlichen und finanziellen Beziehungen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Russland. Er analysiert die Faktoren, die zu dem starken Wachstum und der gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung in Russland beigetragen haben, und konzentriert den Blick auf die Geldpolitik sowie die wesentlichen Schritte bei den Reformen im Bankensektor. Zwischen dem Euroraum und Russland haben sich in den letzten Jahren auch die Handels- und Finanzbeziehungen verstärkt, und langfristig streben die EU und Russland die Schaffung eines beiderseitig offenen und integrierten Marktes an. Vor diesem Hintergrund haben das Eurosystem und die Bank von Russland ihren Dialog und ihre Zusammenarbeit intensiviert. Unterstrichen wird dies durch die hochrangigen Seminare des Eurosystems und der Bank von Russland – die beiden ersten fanden im Mai 2004 und im Oktober 2005 statt – und das auf zwei Jahre angelegte TACIS-Projekt der EU auf dem Gebiet der Bankenaufsicht, das vom Eurosystem zusammen mit der Bank von Russland durchgeführt wurde.*

## I EINLEITUNG

Russland ist mit mehr als 140 Millionen Einwohnern größter Nachbar und ein strategischer Partner der Europäischen Union. Der Übergang des Landes von der Planwirtschaft zur Marktwirtschaft gestaltete sich zunächst schwierig und gipfelte in der Finanzkrise vom August 1998. Seither durchläuft die Wirtschaft indes eine Phase starken Wachstums, gesamtwirtschaftlicher Stabilisierung und struktureller Reformen, wobei sie von einem erheblichen Anstieg der Energie- und Metallpreise, Russlands wichtigsten Ausfuhrsgütern, profitiert. Auf dem Gebiet des Handels, der Finanzen und der Investitionen ist es zu einer engeren wirtschaftlichen Verflechtung zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Russland gekommen.

Noch gilt es allerdings diverse Herausforderungen zu meistern. Nachhaltiges Wachstum setzt aus Sicht der russischen Behörden eine wirtschaftliche Diversifizierung voraus. Starke Kapitalzuflüsse erschweren den Behörden die Erreichung ihres geldpolitischen Doppelziels, nämlich die Inflation zurückzuführen und den Anstieg des realen effektiven Wechselkurses unter Kontrolle zu halten. Und obgleich Reformfortschritte im Bankensektor gemacht wurden, ist eine weitere Festigung des rechtlichen und regulatorischen Rahmens notwendig. Was die wirtschaftlichen Beziehungen anbelangt, so streben die EU und Russland langfristig die Schaffung eines offenen und integrierten EU-russischen Marktes an. Dies

wird über die weitere Entwicklung des Handels und der Direktinvestitionen der Euro-Länder in Russland die reale Integration zwischen den beiden Wirtschaftsräumen vorantreiben.

Das Eurosystem hat die Zusammenarbeit mit der russischen Zentralbank verstärkt und ergänzt die sich seit den Neunzigerjahren entwickelnden bilateralen Beziehungen verschiedener nationaler Zentralbanken zur Bank von Russland. In Gestalt des zweijährigen Schulungsprojekts zur Bankenaufsicht, das vom Eurosystem zur Unterstützung der Bank von Russland veranstaltet und durch TACIS, das technische Hilfsprogramm der Europäischen Union zugunsten der GUS-Staaten, finanziert wurde, trat diese erweiterte Zusammenarbeit am sichtbarsten hervor. Daneben veranstalten das Eurosystem und die Bank von Russland hochrangige Seminare, die sich auf die Zentralbankthemen und -aufgaben konzentrieren, welche sich aus den wirtschaftlichen und finanziellen Beziehungen zwischen den beiden Wirtschaftsräumen ergeben.<sup>1</sup> Der vorliegende Aufsatz untersucht vor diesem Hintergrund die Wirtschaftsentwicklung und -politik Russlands sowie die wirtschaftlichen und finanziellen Verknüpfungen zwischen dem Eurogebiet

<sup>1</sup> In den letzten Jahren veranstaltete das Eurosystem verschiedene hochrangige Seminare mit regionalen Zentralbankgruppen. Siehe EZB, Die Mittelmeerpartnerstaaten im Barcelona-Prozess und ihre Beziehungen mit dem Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht April 2004, und EZB, Wirtschaftliche Integration in ausgewählten Regionen außerhalb der Europäischen Union, Monatsbericht Oktober 2004.

**Tabelle I Wirtschaftliche Schlüsselindikatoren**

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Reales BIP	-5,3	6,4	10,0	5,1	4,7	7,3	7,2
Privater Konsum	-3,4	-2,9	7,3	9,5	8,5	7,5	10,7
Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	-12,4	6,4	18,1	10,2	2,8	12,8	10,8
Inflationsrate (zum Jahresende)	0,1	12,6	18,0	11,1	8,4	8,2	10,3
Staatlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)	-8,2	-3,1	3,1	2,7	0,6	0,9	4,5
Arbeitslosigkeit (in % der Erwerbsbevölkerung; Jahresdurchschnitte)	11,9	12,9	10,5	9,0	8,1	8,6	8,2
Nominales BIP (in Mrd €)	242	184	281	342	365	382	468

Quellen: Federal State Statistics Service, Bank von Russland, IWF und EZB-Berechnungen.

und Russland und liefert einen Überblick über die Beziehungen zwischen dem Eurosystem und der Bank von Russland.

## 2 DIE WIRTSCHAFT RUSSLANDS

Seit der Finanzkrise im Jahre 1998 hat Russland eine bislang beispiellose Wachstumsphase durchlaufen, während der sich das reale BIP bei einem durchschnittlichen Jahreswachstum von 6,8 % um nahezu 50 % erhöhte. Die anfängliche reale Abwertung des Rubels lieferte in Verbindung mit dem deutlichen Anstieg sowohl der Preise als auch des Volumens der wichtigsten Exportgüter Russlands – Energie und Metalle – kräftige Wachstumsimpulse und bescherte Leistungsbilanzüberschüsse in Höhe von 8 % bis 18 % des BIP. Die Unternehmensinvestitionen und der private Konsum sorgten seit dem Jahr 2000 dafür, dass die Erholung in einen breit fundierten Aufschwung mündete, der durch die makroökonomische Stabilisierung und Strukturreformen auf Gebieten wie der wirtschaftlichen Deregulierung, der Besteuerung und beim Grundbesitz in Russland untermauert wurde. In jüngster Zeit ließ das Wachstumstempo trotz kontinuierlich steigender Energiepreise und eines Rekordüberschusses in der Leistungsbilanz etwas nach. Hierin fanden die reale Aufwertung des Rubels und das unsichere geschäftliche und ordnungspolitische Umfeld ihren Ausdruck, und dies unterstreicht die Notwendigkeit der Umsetzung wei-

terer Strukturreformen, unter anderem in den Bereichen Energie, Gesundheit, Bildung, öffentliche Verwaltung und in der Rechtsprechung.

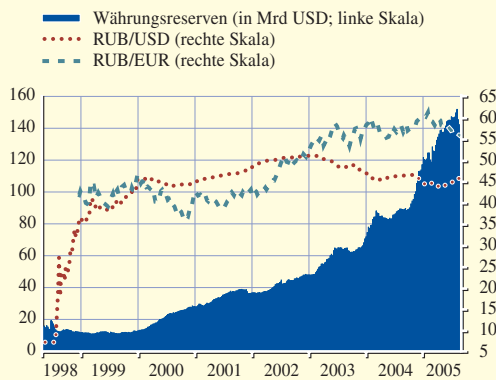
Die russische Wirtschaftspolitik ist vorrangig auf Wachstum ausgerichtet und strebt die Verdoppelung des realen BIP innerhalb von zehn Jahren an. Dies würde eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von über 7 % bedeuten.<sup>2</sup> Derzeit erreicht das russische Pro-Kopf-BIP nominal rund 15 % und in Kaufkraftparitäten gerechnet rund 35 % des Pro-Kopf-BIP im Euroraum.

Russland besitzt 6,1 % der weltweit nachgewiesenen Ölreserven und 26,5 % der weltweit bekannten Gasreserven. Damit hängt die wirtschaftliche Entwicklung in hohem Maße vom Energiesektor ab. Binnenwirtschaftlich betrachtet haben der Energie- und Metallsektor nach Schätzungen einen Anteil am BIP von nicht weniger als 25 %.<sup>3</sup> Daneben tragen der Öl- und Gassektor mehr als 50 % zur gesamten Waren- und Dienstleistungsausfuhr und bis zu 40 % zu den gesamten Haushaltseinnahmen bei. Die ökonomische Analyse belegt einen beträchtlichen Einfluss von Ölpreisänderungen

2 Unlängst prognostizierte die Regierung für 2005 ein BIP-Wachstum von 5,9 %.

3 In dieser von der Weltbank für das Jahr 2000 bekannt gegebenen Zahl sind Verrechnungspreise zwischen den Erzeugern und ihren Handelsorganisationen in den verschiedenen Sektoren berücksichtigt. Sie ist zweimal so hoch wie die offizielle Zahl.

Abbildung 1 Währungsreserven und Wechselkursentwicklung



auf das russische BIP-Wachstum.<sup>4</sup> In den letzten Jahren profitierte Russland nicht nur von steigenden Weltmarktpreisen für seine wichtigsten Ausfuhrerzeugnisse, sondern auch von steigenden Produktionszahlen. So nahm die täglich geförderte Rohölmenge zwischen 1998 und 2004 von 6,2 Mio Barrel auf 9,8 Mio Barrel zu, was Russland zum weltweit zweitgrößten Ölproduzenten aufrücken ließ. Nach Einschätzung der russischen Behörden ist auf längere Sicht nachhaltiges Wachstum nur bei Schaffung einer stärker diversifizierten Volkswirtschaft möglich.

Die wirtschaftliche Erholung nach der Finanzkrise wurde durch einen Rückgang der jährlichen Inflationsrate von über 80 % Ende 1998 auf 10 % Mitte 2004 und durch einen sich stabilisierenden Wechselkurs (siehe Abbildung 1) flankiert. Derzeit verfolgt die Bank von Russland zwei geldpolitische Ziele, nämlich eine Rückführung der Inflation und die Verlangsamung der realen Aufwertung des Rubels zur Förderung des Wirtschaftswachstums außerhalb des Energiesektors. Wichtigstes Instrument hierbei waren bislang Interventionen auf dem Devisenmarkt. Angesichts der beträchtlichen Leistungsbilanzüberschüsse führte dies zu einem raschen Anschwellen der Währungsreserven von 12 Mrd USD Ende 1998 auf über 140 Mrd USD Mitte 2005, sodass Russland

inzwischen die weltweit siebtgrößten Fremdwährungsbestände aufweist und sich zu einem internationalen Nettogläubiger gewandelt hat.

Die Devisenmarktinterventionen gingen mit hohen Wachstumsraten der Geldmengenaggregate einher – obgleich eine umsichtige Fiskalpolitik über Staatseinlagen bei der Bank von Russland und einen neu eingerichteten Ölstabilisierungsfonds (seit Anfang 2004) zur teilweisen Sterilisierung dieser Interventionen beigetragen hat. Die Inflation hat seit Sommer 2004 dementsprechend angezogen, und zur Mitte des laufenden Jahres belief sich die Teuerungsrate im Vorjahresvergleich auf über 12 %, verglichen mit einer für das Jahresende anvisierten Zielgröße von 7,5 % bis 8,5 %.<sup>5</sup> Aufgrund des hartnäckig anhaltenden Inflations- und Aufwertungsdrucks lag zudem der reale effektive Wechselkurs des Rubels Mitte 2005 um 8,3 % über dem entsprechenden Vorjahresniveau, also knapp über der Obergrenze von 8 %, die sich die Bank von Russland für die reale effektive Aufwertung bis Ende 2005 gesetzt hat.

Die steigenden Einnahmen aus Ölexporten und das starke Wachstum haben bei den Staatsfinanzen gegenüber der Zeit vor 1998 eine Wende eingeleitet. Der Staatshaushalt weist seit dem Jahr 2000 zum fünften Mal in Folge einen Jahresüberschuss auf. Für das laufende Jahr wird trotz einer gewissen Ausweitung der Staatsausgaben, etwa im Zusammenhang mit Reformen des Sozialversicherungssystems, mit einem neuen Rekordüberschuss gerechnet. Zugleich stiegen die im Ölstabilisierungsfonds gesammelten Beträge von unter 1 % des BIP zu Beginn des Jahres 2004 auf über 3 % Ende Juni 2005. Darüber hinaus zahlte Russland Anfang 2005 seine gesamten noch ausstehenden Schulden beim IWF vorzeitig zurück und löste einen beträchtlichen Teil der aus Sowjetzeiten bestehenden, zuvor umgeschuldeten Verbindlich-

4 Siehe z. B. Internationaler Währungsfonds, Russian Federation: Selected Issues and Statistical Appendix, IWF-Länderbericht Nr. 02/75, Washington, D.C., 2002, und J. Rautava, The role of oil prices and the real exchange rate in Russia's economy, BOFIT Discussion Paper 3/2002, Helsinki.

5 Die Regierung sagte kürzlich für 2005 eine Inflationsrate zwischen 10 % und 11 % vorher.

**Tabelle 2 Monetäre und finanzielle Schlüsselindikatoren**

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Währungsreserven (in Mrd USD), Stand am Jahresende	12,2	12,5	28,0	36,6	47,8	76,9	124,5
Weit gefasste Geldmenge (Rubel-M2)	21,3	57,5	61,6	39,7	32,4	50,5	35,8
Geldmarktsatz (in % p. a.)	50,6	14,8	7,1	10,1	8,2	3,8	3,3
Aktiva des Bankensektors	50,3	51,6	48,9	33,7	31,2	35,1	27,4
Kreditvergabe an den privaten Sektor	64,2	53,7	53,6	52,0	30,0	44,8	48,6

Quellen: Bank von Russland und EZB-Berechnungen.

keiten gegenüber dem Pariser Club (öffentliche Gläubiger) im Sommer 2005 vorzeitig ab. Die gute Finanzlage der Regierung und die besser werdende Auslandsposition zählten zu den wesentlichen Ursachen für die kontinuierliche Anhebung des Länderratings, das mittlerweile Investment-Grade erreicht hat, und für die deutlich rückläufigen Renditespreads der Staatsanleihen, die bis zum Herbst 2005 auf unter 100 Basispunkte gefallen waren (siehe Abbildung 2).

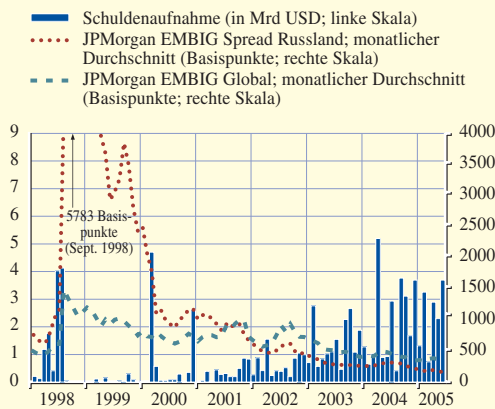
Das günstige gesamtwirtschaftliche Umfeld beflügelte auch die Erholung des russischen Bankensektors, der wichtigsten Säule des russischen Finanzsystems. Ertragslage und Aktivaqualität verbesserten sich, und die Eigenkapitalquote der Banken erholte sich nach der Krise wieder und belief sich Ende 2004 auf 17 %. Aktiva, Einlagen und Kredite (gemessen in Prozent des BIP) übersteigen inzwischen das Vorkrisenniveau. Bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor, insbesondere an die privaten Haushalte, war ein kräftiges Wachstum zu verzeichnen. Das wirft die Frage auf, ob sich in dieser Entwicklung ein Aufholprozess bei der „Finanzmarktvertiefung“ widerspiegelt oder ob die Kreditvergabedynamik – auch angesichts der Erfahrungen in anderen Schwellenländern – sich letztlich auf Dauer als nicht tragfähig erweist. Das wachsende Vertrauen in die Stabilität der nationalen Währung schlug sich in kräftig zunehmenden Rubeleinlagen wider, deren Kehrseite ein Rückgang des Anteils in Fremdwährung denominierter Einlagen an den Gesamteinlagen von rund 40 % Ende 1998 auf 25 % Ende 2004 war.

Staatseigene Kreditinstitute spielen nach wie vor eine bedeutende Rolle im Bankenbereich. Sie halten ungefähr 38 % der Gesamtaktiva im Bankensektor, wobei die beiden größten Banken im Eigentum des Staates stehen. Darüber hinaus ist der gesamte Bankensektor durch einen erheblichen Konzentrationsgrad gekennzeichnet: 20 von insgesamt 1 270 Banken verfügen über mehr als 60 % der Aktiva, 75 % der Einlagen privater Haushalte und mehr als 50 % der Geschäftskonten. Während Banken mit Auslandskapital weniger als 8 % der Aktiva des Bankensektors auf sich vereinen, besteht die Mehrheit der Finanzinstitute aus Banken, die sich in einheimischem Privatbesitz befinden. Noch immer sind viele von ihnen klein und schlecht geführt und durch wenig transparente Eigentumsverhältnisse und Kapitalstrukturen gekennzeichnet. Darüber hinaus weisen die Bilanzen – obwohl die Banken Anstrengungen unternommen haben, auf neuen Märkten Fuß zu fassen – eine weiterhin hohe Konzentration auf eine geringe Anzahl von Kreditnehmern und Anlegern auf.

Diese Strukturschwächen schlugen sich in einer Vertrauenskrise nieder, die den heimischen Privatbankensektor im Frühsommer 2004 erfasste.<sup>6</sup> Damit wurde die Notwendigkeit einer Beschleunigung der Bankreformen unterstri-

<sup>6</sup> Ausgelöst wurde die Krise, als einer mittelständischen Bank wegen Geldwäschevorwürfen die Lizenz entzogen wurde, was Spannungen am Interbankenmarkt zur Folge hatte. Im Hochsommer hatte eine relativ große Bank Schwierigkeiten, ihren Zahlungsverpflichtungen gegenüber ihren Kunden nachzukommen. Dies führte zum Abzug von Einlagen bei einigen Privatbanken. Siehe hierzu auch EZB, Turbulence in the Russian banking sector, Kasten 1, Financial Stability Review, Dezember 2004.

Abbildung 2 Internationale Verschuldung<sup>1)</sup> und Anleihe-spreads



Quellen: Bondware, Bloomberg und EZB-Berechnungen.  
 1) Internationale Anleiheemissionen und sonstige Kreditaufnahme durch russische Unternehmen.

chen, was im Übrigen der offiziellen Strategie für den Bankensektor entspricht. Zu den wichtigsten Zielen gehören die Erhöhung der Effektivität von Intermediationsdienstleistungen, eine größere Transparenz und verbesserte internationale Wettbewerbsfähigkeit der Banken sowie die Verhinderung illegaler Machenschaften, insbesondere der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung.

Ein Schlüsselement dieser Strategie ist die Einführung eines allgemeinen Einlagensicherungssystems. Bis Ende September 2005 waren mehr als 920 Banken, die nahezu 99 % der gesamten Einlagen der privaten Haushalte auf sich vereinigten, zu dem System zugelassen worden, was für eine gewisse Konsolidierung in dem Sektor sorgte. Anfangs wurde dieses System als ein Instrument zur Herstellung von mehr Wettbewerbsgleichheit mit den Staatsbanken gesehen. Es erwies sich aber im Zuge der Überprüfung der sich bewerbenden Institute auch als probates Mittel, um mehr Klarheit über die Eigentums- und Kapitalstruktur russischer Banken zu erhalten. Zusammen mit einigen im Jahr 2004 erlassenen Regelungen, unter anderem zur Bekämpfung der fiktiven Kapitalisierung von Banken, ist dies ein weiterer Schritt in den Bemühungen der Bank von Russ-

land, die risikobasierte Aufsicht zu ergänzen. Dessen ungeachtet ist eine weitere Verstärkung des rechtlichen und bankaufsichtlichen Rahmens erforderlich.

Erst in jüngster Zeit haben sich russische Banken zur Beschaffung von Mitteln an den internationalen Kapitalmärkten mit großen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zusammengesetzt. Die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, vornehmlich Unternehmen aus dem Öl-, Gas, Metall- und Telekommunikationssektor, auf dem internationalen Markt begebenen Anleihen und aufgenommenen Kredite beliefen sich im Jahr 2004 insgesamt auf über 18 Mrd USD gegenüber 3 Mrd USD im Jahr 2001 (siehe Abbildung 2). Im selben Zeitraum nahm das Kreditengagement der Banken im BIZ-Berichtsgebiet gegenüber dem russischen Unternehmenssektor um 14 Mrd USD auf mehr als 27 Mrd USD zu. Damit lag die Bruttoauslandsverschuldung des Unternehmenssektors (ohne Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Eignern) Ende 2004 bei 10 % des BIP gegenüber 5 % Ende 2000.

### 3 WIRTSCHAFTLICHE UND FINANZIELLE VERFLECHTUNG ZWISCHEN DEM EURO-WÄHRUNGSGBIET UND RUSSLAND

Die wirtschaftliche und finanzielle Verflechtung zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Russland hat sich in den letzten Jahren verstärkt. Das Eurogebiet ist mit einem Anteil von rund 35 % am gesamten russischen Warenhandel Russlands wichtigster Handelspartner (während auf die Europäische Union als Ganzes rund 50 % des gesamten russischen Warenhandels entfallen). Der Anteil Russlands am Handel des Euro-Währungsgebiets ist zwar deutlich geringer, hat sich aber im Zuge der weltweit steigenden Energie- und Metallpreise<sup>7</sup> und aufgrund des dynamischen russischen Wachstums vom niedrigen Niveau des Jahres

7 Siehe auch Kasten 1 im Monatsbericht vom Juli 2005, in dem darauf hingewiesen wird, dass die Ausfuhren des Euro-Währungsgebiets von der steigenden Importnachfrage Öl exportierender Volkswirtschaften in der GUS profitiert haben.



**Tabelle 3 Ausgewählte Indikatoren der wirtschaftlichen und finanziellen Verflechtung zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Russland**

	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Handel</b>					
Anteil Russlands am Warenhandel des Euro-Währungsgebiets					
Ausfuhren	1,8	2,3	2,5	2,8	3,1
Einfuhren	3,9	3,8	3,6	4,1	4,6
Anteil des Euro-Währungsgebiets am russischen Warenhandel					
Ausfuhren	29,2	32,5	30,0	30,7	32,8
Einfuhren	28,0	34,4	34,1	32,7	40,8
Anteil Russlands am Dienstleistungshandel des Euro-Währungsgebiets	1,2	1,3	1,2	1,2	...
<b>Finanzen</b>					
Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken des Euro-Währungsgebiets an Russland					
In Mrd USD	30,8	30,8	24,1	33,3	40,7
In % der Gesamtforderungen an Russland	85,0	83,4	71,9	72,8	72,4
<b>Direktinvestitionen (in Mrd €)</b>					
Direktinvestitionen des Euro-Währungsgebiets in Russland					
Veränderungen	1,5	1,6	1,9	4,0	...
Bestände	4,8	6,8	7,3	...	...
Russische Direktinvestitionen im Euro-Währungsgebiet					
Veränderungen	0,3	0,5	0,1	0,5	...
Bestände	2,1	2,5	2,8	...	...

Quellen: Eurostat, IWF, BIZ und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zum Anteil des Euro-Währungsgebiets am russischen Dienstleistungshandel liegen keine Angaben vor.

1999 ausgehend um mehr als 80 % erhöht. Im Jahr 2004 entfielen auf Russland rund 3 % der Warenausfuhren des Euroraums und nahezu 5 % der Einfuhren (siehe Tabelle 3). Damit war Russland nach den Vereinigten Staaten, der Schweiz und China der viertgrößte Zielmarkt für Exporte des Euro-Währungsgebiets in Länder außerhalb der EU und nach den Vereinigten Staaten und China das drittgrößte Herkunftsland von Importen des Eurogebiets aus Nicht-EU-Ländern.

Die Entwicklung des Handels ist stark von der Tatsache geprägt, dass rund ein Viertel der gesamten Nettoölimporte und rund ein Drittel der Gaseinfuhren der EU 15 aus Russland kommen. Vor dem Hintergrund steigender Preise an den Weltmärkten haben bei den Importen aus Russland Energielieferungen und Metalle noch weiter an Bedeutung gewonnen (siehe Abbildung 3). Andererseits war die kräftige Konsum- und Investitionsnachfrage in Russland nach Maschinen und Fahrzeugen, einschließlich Pkws und Telekommunikationsgeräten, sowie nach verschiedenen gewerblichen Er-

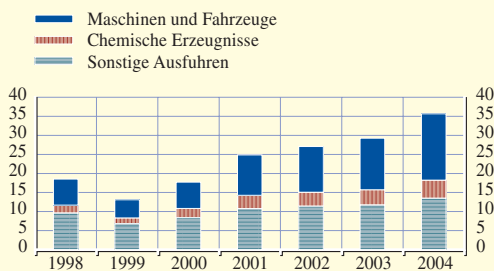
zeugnissen für die Zunahme der Exporte des Euroraums maßgeblich.

Nachdem die Finanzkrise von 1998 die finanziellen Beziehungen zwischen dem Eurogebiet und Russland stark beeinträchtigt hatte, bestätigte sich in der anschließenden Erholungsphase die hervorgehobene Rolle der Banken im Euroraum als Kreditgeber der russischen Volkswirtschaft. Diese Banken stellten einen erheblichen Teil der finanziellen Mittel bereit, die der russische Unternehmenssektor in den letzten Jahren an den Weltmärkten aufgenommen hat. Gleichzeitig hält der russische Bankensektor einen Teil seiner Auslandsaktiva bei Banken und in Wertpapieren des Euro-Währungsgebiets. Ein wesentlicher Teil der Direktinvestitionen in Russland – rund 37 % – stammt aus der EU. Verglichen mit anderen Ländern in Mittel- und Osteuropa liegen die Direktinvestitionen in Russland mit rund 2 % des BIP allerdings nach wie vor auf einem niedrigen Niveau. Entsprechend fließen weniger als 1 % aller Direktinvestitionen von Anlegern des Euro-Währungsgebiets nach Russland. Um die

**Abbildung 3 Warenhandel des Euro-Währungsgebiets mit Russland**

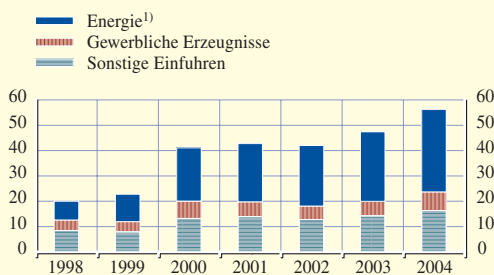
(in Mrd €)

**Ausfuhren des Euro-Währungsgebiets nach Russland**



Quelle: Eurostat.

**Einfuhren des Euro-Währungsgebiets aus Russland**



Quelle: Eurostat.

1) Die Abbildung unterzeichnet den Anteil der Energie an den Einfuhren aus Russland, da die Daten in dieser Produktgruppe den überwiegenden Teil der russischen Gaslieferungen in das Euro-Währungsgebiet nicht enthalten (der Großteil der Gaslieferungen ist stattdessen unter dem Posten „Sonstige Einfuhren“ erfasst).

reale Integration über Investitionen des Euro-raums in Russland zu fördern, sind weitere Verbesserungen des Investitionsklimas, einschließlich eines besseren Schutzes von Eigentumsrechten, mehr Rechtsstaatlichkeit und die Stärkung marktwirtschaftlicher Institutionen erforderlich. Zwar halten sich Direktinvestitionsabflüsse und -zuflüsse aus bzw. nach Russland in etwa die Waage, doch ist bislang nur ein geringer Teil der russischen Direktinvestitionen in die EU und das Eurogebiet geflossen.

In den letzten Jahren hat die russische Zentralbank Maßnahmen ergriffen, die zu einer verstärkten Verwendung des Euro als Anker- und Reservewährung geführt haben. Seit dem Jahr 2003 zielt die Wechselkurspolitik der Bank von Russland darauf ab, die reale effektive Aufwer-

tung des Rubels gegenüber einem handelsgewichteten Währungskorb aus den Währungen einer Vielzahl russischer Handelspartner zu begrenzen. Die Euro-Länder – und damit der Euro – haben darin ein Gewicht von über 36 %. Im Februar 2005 wurde ein operationeller US-Dollar/Euro-Währungskorb als Bezugsbasis für die tägliche Steuerung des Rubel-Wechselkurses eingeführt. Das ursprünglich auf 10 % festgesetzte Gewicht des Euro in diesem operationellen Währungskorb erhöhte sich bis August 2005 auf 35 %. Im Einklang mit dieser Änderung beim Wechselkursmanagement hat die tägliche Volatilität des Rubel/Euro-Wechselkurses leicht abgenommen. Auch wurden zunehmend auf Euro lautende Vermögenswerte in den Fremdwährungsbestand der russischen Zentralbank aufgenommen, die inzwischen nach offiziellen Angaben rund ein Drittel der gesamten Devisenreserven ausmachen. Russland ist damit zu einem bedeutenden Halter von auf Euro lautenden Währungsreserven geworden.

Die Angaben zu den Fremdwährungsgeschäften autorisierter russischer Banken lassen zudem darauf schließen, dass die Nachfrage der russischen Haushalte nach Euro-Bargeld im Zuge der Euro-Bargeldumstellung gestiegen ist. Wie aus der saisonalen Entwicklung der Euro-Verkäufe der Banken hervorgeht, wurde das Geld hauptsächlich für touristische Zwecke verwendet. Dagegen hält sich die Verwendung des Euro als Vehikelwährung am Devisenmarkt und als Anlage- und Finanzierungswährung nach wie vor in Grenzen. Während der Anteil des Euro an den Auslandsaktiva russischer Banken von rund 7 % zu Jahresbeginn 2002 auf rund 20 % Anfang 2005 gestiegen ist, verharrte der Anteil des Euro an den Auslandspassiva der Banken bei rund 7 %. Ausländische Banknoten und Fremdwährungseinlagen werden vorwiegend in US-Dollar gehalten.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Schätzungen für das Jahr 2002 beziffern das in Russland und der früheren Sowjetunion in Umlauf befindliche US-Dollar-Bargeld auf insgesamt 178 Mrd USD; dies entspricht nahezu 30 % der gesamten im Ausland gehaltenen Barmittel in US-Dollar. Siehe J. Botta, The Federal Reserve Bank of New York's experience of managing cross-border migration of US dollar banknotes, BIZ, BIS Papers Nr. 15, Basel, 2003, S. 152-162.

#### 4 BEZIEHUNGEN ZWISCHEN DEM EUROSYSTEM UND DER RUSSISCHEN ZENTRALBANK

Die Beziehungen zwischen dem Eurosystem und der russischen Zentralbank sind in den vergangenen Jahren deutlich enger geworden und ergänzen die bilateralen Beziehungen und die Zusammenarbeit, die verschiedene nationale Zentralbanken des Eurosystems seit den Neunzigerjahren mit der Bank von Russland eingegangen sind. Die Eckpfeiler dieses Prozesses sind a) die hochrangig besetzten gemeinsamen Seminare des Eurosystems und der Bank von Russland, die erstmals im Mai 2004 und dann im Oktober 2005 stattfanden, und b) das auf zwei Jahre angelegte TACIS-Projekt der EU im Bereich der Bankenaufsicht, welches das Eurosystem zusammen mit der russischen Zentralbank umgesetzt hat.

Die Zusammenarbeit zwischen dem Eurosystem und der Bank von Russland entwickelt sich im breiteren Rahmen der Beziehungen zwischen der EU und der Russischen Föderation. Grundlage dieser Beziehungen ist das Partnerschafts- und Kooperationsabkommen (PKA), das seit 1997 in Kraft ist und eine ganze Reihe von Bereichen, darunter auch Handel und wirtschaftliche Zusammenarbeit, umfasst. Das PKA sieht insbesondere die Errichtung einer Freihandelszone zwischen der EU und Russland vor. Im Jahr 2003 vereinbarten beide Seiten, auf lange Sicht in den Bereichen „wirtschaftliche Beziehungen“, „Freiheit, Sicherheit und Gerechtigkeit“, „äußere Sicherheit“ sowie „Forschung und Bildung“ vier gemeinsame Räume zu schaffen. Vor dem Hintergrund der Erfahrungen in Europa und vielen anderen Teilen der Welt im Hinblick auf die Rolle der Märkte bei der Förderung von Handel und Wirtschaftswachstum ist mit dem Gemeinsamen Wirtschaftsraum das Ziel verbunden, einen offenen und integrierten EU-russischen Markt zu schaffen, sobald Russland der Welthandelsorganisation (WTO) beigetreten ist. Zur Erreichung dieses Ziels ist eine breite Palette von Maßnahmen vorgesehen, unter anderem ein Dialog über Industrieerzeugnisse, Wettbewerbsrecht, Anlagevorschriften, die

Stabilität des Finanzsystems, Rechnungslegung und Revision, Handelserleichterungen und Zölle sowie Telekommunikation, Verkehr und Umwelt. Die EU und Russland wollen zudem die Dynamik des im Jahr 2000 eingeleiteten Energiedialogs, bei dem Fragen von gemeinsamem Interesse im Zusammenhang mit diesem Schlüsselsektor im beiderseitigen Handel erörtert werden, aufrechterhalten.

Die zunehmende reale und finanzielle Integration und wirtschaftliche Zusammenarbeit zwischen der EU und Russland war auch eines der Themen, die auf dem ersten hochrangigen Seminar des Eurosystems und der russischen Zentralbank im Mai 2004 in Helsinki intensiv diskutiert wurden. Die Teilnehmer stimmten darin überein, dass die EU-Erweiterung neue Chancen eröffnet habe, die gegenseitigen Vorteile der wirtschaftlichen Integration in Bezug auf Handel und Investitionen zu entdecken. Dies schaffe ein starkes Fundament für einen konstruktiven Dialog zwischen dem Eurosystem und der Bank von Russland über die zentralbankpolitische Dimension dieses Integrationsprozesses. Vor diesem Hintergrund konzentrierte sich das Seminar in Helsinki auf Themen wie die Durchführung der Geldpolitik bei freier Kapitalmobilität sowie die Entwicklung des Bankensystems und die Stabilität des Finanzsektors. Angesichts der in den letzten beiden Jahren im russischen Bankensektor zu beobachtenden Veränderungen wurden auf dem Seminar von St. Petersburg im Oktober 2005 Fragen der Entwicklung und Stabilität des Bankensektors sowie des Einsatzes bestimmter Instrumente – wie etwa die Einführung eines Einlagensicherungssystems – zur Vertrauensbildung und Förderung der Finanzmarktstabilität näher beleuchtet.

Das hochrangig besetzte Seminar in St. Petersburg fiel mit dem Abschluss des zweijährigen TACIS-Projekts im Bereich der Bankenaufsicht zusammen. Das Schulungsprogramm zielte darauf ab, durch einen Wissenstransfer – die Vermittlung des Know-how der Bankenaufsicher aus der EU an ihre Kollegen der Bank von Russland – zur Finanzmarktstabilität in Russ-

land beizutragen. Das hinsichtlich Umfang, Dichte und Komplexität einzigartige Projekt stützte sich auf den im Oktober 2003 von der Delegation der Europäischen Kommission in Russland und der Europäischen Zentralbank unterzeichneten Vertrag. Koordiniert und durchgeführt wurde das Projekt von der EZB in Partnerschaft mit folgenden Zentralbanken und Aufsichtsorganen: Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal, Suomen Pankki – Finlands Bank, Rahoitustarkastus (die finnische Finanzaufsichtsbehörde), Finansinspektionen (Schweden) und Financial Services Authority (Vereinigtes Königreich).

Dabei nahmen 800 Bankenaufseher der Bank von Russland an insgesamt 64 Schulungskursen teil, in denen sie mit den Standards und Verfahren der risikobasierten Aufsicht in der EU vertraut gemacht wurden. Die Hälfte der Kurse war Themen wie Markt, Liquidität, Kreditrisiko und operationelles Risiko, Frühwarnsysteme und Bankensanierung gewidmet. Mehr als 30 Führungskräfte der russischen Zentralbank, hauptsächlich aus der Zentrale, verbrachten einwöchige Studienaufenthalte bei nationalen Zentralbanken und Aufsichtsbehörden in der EU, um Einblick in die praktische Umsetzung der bankenaufsichtlichen Verfahren zu gewinnen. Das Programm umfasste außerdem vier eintägige Seminare zu den Themen Finanzmarktstabilität, Basel II und Bekämpfung der Geldwäsche sowie Corporate Governance und operationelles Risiko. Diese vier Seminare waren geprägt von Grundsatzdiskussionen zwischen hochrangigen Vertretern der EU und des Eurosystems einerseits und Mitgliedern des Vorstands und der Bankenaufsicht der Bank von Russland, Vertretern der russischen Legislative, der Präsidentialverwaltung, des Finanzministeriums, der russischen Wissenschaft und der Vereinigung russischer Banken andererseits.

Der Projektlenkungsausschuss unter dem Vorsitz der Bank von Russland kam zu der Bewertung, dass das Projekt zur richtigen Zeit einen wichtigen Beitrag zu den Reformbemühungen der russischen Zentralbank im Bereich der Bankenaufsicht geleistet habe.<sup>9</sup>

Ergänzend zu den Schulungsmaßnahmen wurde ein Buch über die Erfahrungen der EU und die russischen Bankaufsichtspraktiken veröffentlicht, das sich an diejenigen Bankenaufseher der russischen Zentralbank richtet, die nicht an den angebotenen Schulungskursen teilnehmen konnten. Ein Kapitel des Buches wurde von der Bank von Russland erstellt, die anderen Kapitel und die Anhänge stammen aus der Feder von EZB-Mitarbeitern und stützen sich auf die grundlegenden Schulungsveranstaltungen der Partnerinstitute auf dem Gebiet der Bankenaufsicht.

## 5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

In den vergangenen Jahren haben das Eurosystem und die russische Zentralbank ergänzend zu den bilateralen Beziehungen und der Kooperation, die verschiedene nationale Zentralbanken des Eurosystems seit den Neunzigerjahren mit der russischen Zentralbank eingegangen sind, ihre Zusammenarbeit deutlich intensiviert. Den Kern dieser Kooperation bilden ein zweijähriges Schulungsprogramm im Bereich der Bankenaufsicht, das vom Eurosystem zusammen mit der Bank von Russland durchgeführt und über das TACIS-Programm der EU finanziert wurde, und gemeinsam vom Eurosystem und der Bank von Russland veranstaltete hochrangige Seminare über die zentralbankpolitische Dimension des Integrationsprozesses zwischen der EU und Russland.

<sup>9</sup> Weitere Informationen zu dem Projekt stehen auf der Website der Bank von Russland ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)) zur Verfügung.

Umrahmt wird diese Zusammenarbeit von einer positiven gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Russland, einer zunehmenden wirtschaftlichen und finanziellen Verflechtung zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Russland und dem Aufbau institutioneller Beziehungen zwischen der EU und der Russischen Föderation. Das Euro-Währungsgebiet ist Russlands wichtigster Handelspartner und Russland seinerseits der inzwischen viertgrößte Handelspartner des Euroraums außerhalb der EU. Die Sanierung des russischen Bankensystems und die Beschleunigung der Reformen im russischen Bankensektor sowie die geld- und wechsellkurspolitischen Herausforderungen haben der Entwicklung eines fruchtbaren Meinungsaustauschs weitere Impulse verliehen. Vor diesem Hintergrund wird das Eurosystem seinen Dialog und seine Zusammenarbeit mit der Bank von Russland auf verschiedenen Ebenen fortsetzen.

# STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS





# INHALT<sup>1</sup>

	<b>ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET</b>	
	Übersicht über volkswirtschaftliche Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet	<b>S5</b>
<b>I</b>	<b>MONETÄRE STATISTIK</b>	
	1.1 Konsolidierter Ausweis des Eurosystems	<b>S6</b>
	1.2 Schlüsselzinssätze der EZB	<b>S7</b>
	1.3 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren)	<b>S8</b>
	1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik	<b>S9</b>
<b>2</b>	<b>MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS</b>	
	2.1 Aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet	<b>S10</b>
	2.2 Konsolidierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet	<b>S11</b>
	2.3 Monetäre Statistik	<b>S12</b>
	2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung	<b>S14</b>
	2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung	<b>S17</b>
	2.6 Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung	<b>S20</b>
	2.7 Neubewertung ausgewählter Bilanzpositionen der MFIs	<b>S21</b>
	2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen	<b>S22</b>
	2.9 Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet	<b>S24</b>
	2.10 Aktiva der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen	<b>S25</b>
<b>3</b>	<b>FINANZKONTEN UND NICHTFINANZIELLE KONTEN</b>	
	3.1 Wichtige Forderungen der nichtfinanziellen Sektoren	<b>S26</b>
	3.2 Wichtige Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren	<b>S27</b>
	3.3 Wichtige Forderungen und Verbindlichkeiten von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	<b>S28</b>
	3.4 Jährliche Ersparnis, Investitionen und Finanzierung	<b>S29</b>
<b>4</b>	<b>FINANZMÄRKTE</b>	
	4.1 Wertpapiere ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen	<b>S30</b>
	4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten	<b>S31</b>
	4.3 Wachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien	<b>S33</b>
	4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet	<b>S35</b>
	4.5 Zinssätze der MFIs für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	<b>S37</b>
	4.6 Geldmarktsätze	<b>S39</b>
	4.7 Renditen von Staatsanleihen	<b>S40</b>
	4.8 Börsenindizes	<b>S41</b>
<b>5</b>	<b>PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE</b>	
	5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern	<b>S42</b>
	5.2 Produktion und Nachfrage	<b>S45</b>
	5.3 Arbeitsmärkte	<b>S49</b>

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



<b>6</b>	<b>ÖFFENTLICHE FINANZEN</b>	
6.1	Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo	<b>S50</b>
6.2	Verschuldung	<b>S51</b>
6.3	Veränderung der Verschuldung	<b>S52</b>
6.4	Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis	<b>S53</b>
6.5	Vierteljährliche Verschuldung und Veränderung der Verschuldung	<b>S54</b>
<b>7</b>	<b>AUSSENWIRTSCHAFT</b>	
7.1	Zahlungsbilanz	<b>S55</b>
7.2	Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz	<b>S60</b>
7.3	Geographische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus	<b>S61</b>
7.4	Auslandsvermögensstatus (einschließlich Währungsreserven)	<b>S63</b>
7.5	Warenhandel	<b>S65</b>
<b>8</b>	<b>WECHSELKURSE</b>	
8.1	Effektive Wechselkurse	<b>S67</b>
8.2	Bilaterale Wechselkurse	<b>S68</b>
<b>9</b>	<b>ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS</b>	
9.1	In anderen EU-Mitgliedstaaten	<b>S69</b>
9.2	In den Vereinigten Staaten und Japan	<b>S70</b>
	<b>ABBILDUNGEN</b>	<b>S72</b>
	<b>TECHNISCHER HINWEIS</b>	<b>S73</b>
	<b>ERLÄUTERUNGEN</b>	<b>S77</b>

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

Ab sofort enthalten die Abschnitte 4.1, 4.2 und 4.3 saisonbereinigte Daten zu Umlauf, Transaktionen und Wachstumsraten von Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben wurden. Die Tabellen in diesem Abschnitt wurden entsprechend erweitert.

Darüber hinaus werden vierteljährliche Angaben zur Verschuldung der öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet und zur Veränderung der Verschuldung in Abschnitt 6.5 veröffentlicht. Die Tabelle in dieser Ausgabe enthält Zahlen, die bis zum zweiten Quartal 2005 reichen.

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

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



# ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

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

## 1. Monetäre Entwicklung und Zinssätze

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup>	Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3 <sup>1), 2)</sup>	Kredite der MFIs an Ansässige im Euro-Währungs- gebiet (ohne MFIs und öffent- liche Haushalte) <sup>1)</sup>	Von nicht- finanziellen und nichtmonetären finanziellen Kapital- gesellschaften begebene Wert- papiere ohne Aktien in Euro <sup>1)</sup>	Dreimonats- zinssatz (EURIBOR, in % p.a., Durchschnitts- werte der Berichtszeit- räume)	Rendite von Staatsanleihen im Zehnjahres- bereich (in % p.a., Durch- schnittswerte der Berichts- zeiträume)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	19,3	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,1	9,9	2,11	4,14
2004 Q4	9,3	6,4	6,1	-	6,9	7,7	2,16	3,84
2005 Q1	9,6	7,1	6,7	-	7,3	8,9	2,14	3,67
Q2	9,8	7,5	7,1	-	7,5	13,2	2,12	3,41
Q3	11,3	8,4	8,0	-	8,3	.	2,13	3,26
2005 Mai	10,1	7,6	7,3	7,2	7,5	14,0	2,13	3,41
Juni	10,9	8,0	7,6	7,6	8,0	14,1	2,11	3,25
Juli	11,1	8,3	7,9	7,9	8,3	12,7	2,12	3,32
Aug.	11,6	8,6	8,2	8,2	8,4	13,1	2,13	3,32
Sept.	11,2	8,9	8,5	.	8,6	.	2,14	3,16
Okt.	.	.	.	.	.	.	2,20	3,32

## 2. Preise, Produktion, Nachfrage und Arbeitsmärkte

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

## 3. Zahlungsbilanz, Währungsreserven und Wechselkurse

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €)

	Zahlungsbilanz (Nettotransaktionen)				Währungs- reserven (Stand am Ende des Berichts- zeitraums)	Effektiver Wechselkurs des Euro: EWK-23 <sup>3)</sup> (Index, 1999 Q1 = 100)		EUR/USD- Wechselkurs
	Leistungsbilanz und Vermögens- übertragungen	Warenhandel	Direkt- investitionen	Wertpapier- anlagen		Nominal	Real (VPI)	
2003	33,5	102,7	5,4	43,4	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	64,2	102,7	-78,1	72,8	280,6	103,8	105,8	1,2439
2004 Q4	21,7	20,1	-44,1	27,3	280,6	105,7	107,7	1,2977
2005 Q1	4,6	15,6	-20,0	3,8	285,0	105,7	107,8	1,3113
Q2	-9,4	18,8	-11,6	106,7	302,3	103,4	105,6	1,2594
Q3	.	.	.	.	311,6	101,9	104,1	1,2199
2005 Mai	-1,2	6,1	8,2	19,7	291,8	104,0	106,2	1,2694
Juni	2,3	8,7	-8,2	101,5	302,3	101,2	103,5	1,2165
Juli	2,2	9,9	-81,2	75,3	296,3	101,7	103,8	1,2037
Aug.	-2,1	1,1	-15,7	-16,1	295,7	102,3	104,5	1,2292
Sept.	.	.	.	.	311,6	101,8	103,9	1,2256
Okt.	.	.	.	.	.	101,4	103,5	1,2015

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

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

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



# MONETÄRE STATISTIK

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

### 1. Aktiva

	7. Okt. 2005	14. Okt. 2005	21. Okt. 2005	28. Okt. 2005
<b>Gold und Goldforderungen</b>	149 784	149 680	149 568	149 170
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	161 314	160 001	161 295	160 162
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>	21 155	21 375	21 086	21 363
<b>Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	8 998	9 230	8 537	8 712
<b>Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	378 012	371 001	386 005	391 476
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	288 000	280 999	296 000	301 466
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	89 999	89 999	89 999	90 002
Feinsteuersoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Spitzenrefinanzierungsfazilität	12	2	5	7
Forderungen aus Margenausgleich	1	1	1	1
<b>Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	3 686	3 249	3 391	3 257
<b>Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	91 560	91 829	91 783	92 315
<b>Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte</b>	40 753	40 753	40 753	40 757
<b>Sonstige Aktiva</b>	135 734	136 233	136 134	136 292
<b>Aktiva insgesamt</b>	990 996	983 351	998 552	1 003 504

### 2. Passiva

	7. Okt. 2005	14. Okt. 2005	21. Okt. 2005	28. Okt. 2005
<b>Banknotenumlauf</b>	536 301	535 363	533 267	536 209
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	154 294	150 855	149 361	150 290
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	154 132	150 839	149 274	150 193
Einlagefazilität	162	14	82	71
Termineinlagen	0	0	0	0
Feinsteuersoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	0	2	5	26
<b>Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	152	153	153	153
<b>Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen</b>	0	0	0	0
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	48 207	46 370	63 673	65 261
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	10 647	10 797	10 949	11 182
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	240	331	222	219
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	10 884	9 266	10 440	9 801
<b>Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte</b>	5 885	5 885	5 885	5 885
<b>Sonstige Passiva</b>	62 233	62 177	62 447	62 348
<b>Ausgleichsposten aus Neubewertung</b>	103 749	103 749	103 749	103 749
<b>Kapital und Rücklagen</b>	58 404	58 405	58 406	58 407
<b>Passiva insgesamt</b>	990 996	983 351	998 552	1 003 504

Quelle: EZB.

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

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

Quelle: EZB.

- 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) <sup>1), 2)</sup>

(in Mio €; Zinssätze in % p.a.)

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

Abwicklungstag	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Zinstender			Laufzeit (Tage)
				Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungssatz <sup>4)</sup>	Gewichteter Durchschnittssatz	
1	2	3	4	5	6	7	
<b>Hauptrefinanzierungsgeschäfte</b>							
2005 6. Juli	389 743	336	307 500	2,00	2,05	2,05	7
13.	388 642	334	298 500	2,00	2,05	2,05	7
20.	406 178	355	308 500	2,00	2,05	2,05	7
27.	391 489	357	317 000	2,00	2,05	2,06	7
3. Aug.	414 656	336	314 000	2,00	2,05	2,06	7
10.	432 277	345	308 000	2,00	2,05	2,05	7
17.	445 746	354	303 000	2,00	2,05	2,06	7
24.	474 374	367	310 000	2,00	2,05	2,06	7
31.	433 707	339	293 000	2,00	2,05	2,06	7
7. Sept.	447 874	332	294 500	2,00	2,05	2,06	7
14.	435 111	356	279 500	2,00	2,06	2,06	7
21.	396 280	402	287 500	2,00	2,06	2,06	7
28.	364 417	361	293 500	2,00	2,06	2,07	7
5. Okt.	382 662	348	288 000	2,00	2,06	2,07	7
12.	380 299	372	281 000	2,00	2,07	2,07	7
19.	383 949	397	296 000	2,00	2,06	2,07	7
26.	371 445	384	301 500	2,00	2,06	2,07	8
3. Nov.	354 563	340	294 000	2,00	2,05	2,06	6
<b>Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte</b>							
2004 28. Okt.	46 646	187	25 000	-	2,10	2,11	91
25. Nov.	51 095	174	25 000	-	2,13	2,14	91
23. Dez.	34 466	155	25 000	-	2,12	2,14	98
2005 27. Jan.	58 133	164	30 000	-	2,09	2,10	91
24. Febr.	40 340	145	30 000	-	2,08	2,09	91
31. März	38 462	148	30 000	-	2,09	2,10	91
28. April	47 958	148	30 000	-	2,08	2,09	91
26. Mai	48 282	140	30 000	-	2,08	2,08	98
30. Juni	47 181	141	30 000	-	2,06	2,07	91
28. Juli	46 758	166	30 000	-	2,07	2,08	92
1. Sept.	62 563	153	30 000	-	2,08	2,09	91
29.	52 795	142	30 000	-	2,09	2,10	84
28. Okt.	51 313	168	30 000	-	2,17	2,19	90

### 2. Sonstige Tendergeschäfte

Abwicklungstag	Art des Geschäfts	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Mengentender	Zinstender			Laufzeit (Tage)
						Festzinssatz	Mindest- bietungs- satz	Marginaler Zuteilungs- satz <sup>4)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2001 28. Nov.	Befristete Transaktion	73 096	166	53 000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4. Jan.	Befristete Transaktion	57 644	61	25 000	-	3,25	3,30	3,32	3
10.	Befristete Transaktion	59 377	63	40 000	-	3,25	3,28	3,30	1
18. Dez.	Befristete Transaktion	28 480	50	10 000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23. Mai	Hereinnahme von Termineinlagen	3 850	12	3 850	2,50	-	-	-	3
2004 11. Mai	Hereinnahme von Termineinlagen	16 200	24	13 000	2,00	-	-	-	1
8. Nov.	Befristete Transaktion	33 175	42	6 500	-	2,00	2,06	2,07	1
7. Dez.	Hereinnahme von Termineinlagen	18 185	16	15 000	2,00	-	-	-	1
2005 18. Jan.	Befristete Transaktion	33 065	28	8 000	-	2,00	2,05	2,05	1
7. Febr.	Befristete Transaktion	17 715	24	2 500	-	2,00	2,05	2,05	1
8. März	Hereinnahme von Termineinlagen	4 300	5	3 500	2,00	-	-	-	1
7. Juni	Hereinnahme von Termineinlagen	3 708	6	3 708	2,00	-	-	-	1
12. Juli	Hereinnahme von Termineinlagen	9 605	11	9 605	2,00	-	-	-	1
9. Aug.	Hereinnahme von Termineinlagen	500	1	500	2,00	-	-	-	1
6. Sept.	Befristete Transaktion	51 060	41	9 500	-	2,00	2,09	2,10	1
11. Okt.	Hereinnahme von Termineinlagen	23 995	22	8 500	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 vom April 2002 werden Ausgleichstender, d.h. Operationen mit einer Laufzeit von einer Woche, die parallel zu einem Hauptrefinanzierungsgeschäft als Standardtender durchgeführt werden, als Hauptrefinanzierungsgeschäfte klassifiziert. Angaben zu vor diesem Monat durchgeführten Ausgleichstendern sind in Tabelle 2 in Abschnitt 1.3 enthalten.
- 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.

**1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik**

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

**1. Mindestreservebasis der reservepflichtigen Kreditinstitute**

Reservebasis per 1);	Insgesamt	Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 2 %		Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 0 %		
		Einlagen (täglich fällig, mit vereinbarter Laufzeit und Kündigungsfrist von bis zu 2 Jahren)	Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen (mit vereinbarter Laufzeit und Kündigungsfrist von mehr als 2 Jahren)	Repogeschäfte	Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren
	1	2	3	4	5	6
2003	11 538,7	6 283,8	412,9	1 459,1	759,5	2 623,5
2004	12 415,9	6 593,7	458,1	1 565,2	913,7	2 885,3
2005 Q1	12 866,9	6 783,2	472,3	1 599,3	1 010,8	3 001,1
2005 April	13 081,7	6 888,4	496,7	1 607,3	1 067,3	3 022,1
Mai	13 224,8	6 988,9	494,8	1 616,4	1 069,5	3 055,3
Juni	13 328,1	7 021,1	488,2	1 676,0	1 027,9	3 114,9
Juli	13 431,5	7 064,6	496,2	1 682,8	1 068,0	3 119,9
Aug.	13 388,1	7 003,0	499,9	1 689,2	1 066,0	3 130,1

**2. Mindestreserve-Erfüllung**

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode:	Reserve-Soll	Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Überschussreserven	Unterschreitungen des Reserve-Solls	Verzinsung der Mindestreserven
	1	2	3	4	5
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005 Q1	140,5	141,3	0,8	0,0	2,05
Q2	144,6	145,5	0,9	0,0	2,05
2005 12. Juli	147,2	147,9	0,7	0,0	2,05
9. Aug.	149,2	149,8	0,6	0,0	2,05
6. Sept.	149,7	150,2	0,6	0,0	2,05
11. Okt.	150,7	151,4	0,7	0,0	2,05
8. Nov.	149,5	.	.	.	.

**3. Liquidität**

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode:	Liquiditätszuführende Faktoren					Liquiditätsabschöpfende Faktoren					Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Basisgeld
	Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems					Einlagefazilität	Sonstige liquiditätsabschöpfende Faktoren	Banknoten-umlauf	Einlagen von Zentralstaaten beim Eurosystem	Sonstige Faktoren (netto)		
	Nettoaktiva des Eurosystems in Gold und Devisen	Hauptrefinanzierungsgeschäfte	Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	Spitzenrefinanzierungsfazilität	Sonstige liquiditätszuführende Faktoren							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005 Q2	286,8	273,1	90,0	0,1	0,0	0,2	0,1	512,8	53,5	-62,0	145,5	658,5
2005 12. Juli	293,3	297,6	90,0	0,1	0,0	0,2	0,3	522,6	67,4	-57,3	147,9	670,6
9. Aug.	305,5	309,5	90,0	0,0	0,0	0,3	0,0	532,6	67,4	-45,0	149,8	682,7
6. Sept.	304,8	303,5	90,0	0,0	0,3	0,1	0,0	531,5	63,1	-46,2	150,2	681,8
11. Okt.	307,9	288,6	90,0	0,1	0,0	0,1	0,2	531,6	47,9	-44,6	151,4	683,1

Quelle: EZB.

1) Stand am Ende des Berichtszeitraums.



# MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

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

### 1. Aktiva

	Ins- gesamt	Kredite an Ansässige im Euro-Währungsgebiet				Wertpapiere ohne Aktien von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet				Geld- markt- fonds- anteile <sup>1)</sup>	Aktien und sonstige Dividenden- werte von sowie Betei- ligungen an Ansässigen im Euro- Währungs- gebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sach- anlagen	Sonstige Aktiv- posi- tionen
		Zu- sammen	Öffent- liche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro- Währungs- gebiet	MFIs	Zu- sammen	Öffent- liche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro- Währungs- gebiet	MFIs					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistem</b>														
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	1 197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	291,6	14,0	176,2
2005 Q1	1 274,5	599,9	21,5	0,6	577,8	167,8	151,9	1,6	14,4	-	14,0	296,6	12,5	183,7
2005 April	1 286,4	602,9	21,5	0,6	580,8	169,3	153,1	1,6	14,7	-	13,7	300,8	13,1	186,7
2005 Mai	1 275,5	581,0	21,5	0,6	558,9	173,6	156,3	1,8	15,4	-	13,9	304,1	13,1	189,8
2005 Juni	1 353,6	638,4	21,2	0,6	616,6	176,9	158,8	2,0	16,1	-	14,1	315,2	13,3	195,8
2005 Juli	1 353,4	642,4	21,2	0,6	620,6	176,8	159,6	1,8	15,5	-	14,4	309,2	13,3	197,3
2005 Aug.	1 327,9	610,7	21,2	0,6	588,9	180,6	162,8	1,9	15,9	-	14,4	309,5	13,3	199,4
2005 Sept. <sup>(p)</sup>	1 351,2	609,8	21,2	0,6	588,0	183,8	165,6	1,9	16,3	-	14,9	326,1	13,3	203,2
<b>MFIs ohne Eurosistem</b>														
2003	19 795,4	12 113,1	817,5	7 101,8	4 193,9	2 944,0	1 242,6	427,7	1 273,6	67,3	894,9	2 567,8	161,8	1 046,4
2004	21 351,8	12 825,3	811,4	7 556,1	4 457,8	3 187,7	1 299,9	465,2	1 422,6	72,5	942,9	2 942,9	159,6	1 220,9
2005 Q1	22 027,0	13 051,3	806,6	7 669,3	4 575,4	3 295,2	1 358,5	481,2	1 455,5	73,1	970,5	3 182,3	156,5	1 298,3
2005 April	22 486,3	13 231,2	811,3	7 721,3	4 698,5	3 340,8	1 372,3	491,8	1 476,7	76,3	1 043,4	3 297,3	156,5	1 340,8
2005 Mai	22 703,2	13 329,7	809,2	7 785,5	4 734,9	3 343,3	1 369,2	497,3	1 476,7	75,7	1 045,8	3 352,6	157,1	1 399,1
2005 Juni	22 773,2	13 256,1	808,4	7 918,4	4 529,3	3 392,6	1 383,8	505,3	1 503,5	75,1	999,4	3 404,1	163,2	1 482,7
2005 Juli	22 876,5	13 327,9	808,9	7 976,8	4 542,2	3 394,9	1 378,7	504,7	1 511,5	75,0	999,9	3 447,1	164,2	1 467,4
2005 Aug.	22 826,7	13 305,4	809,9	7 979,8	4 515,6	3 386,7	1 371,1	505,2	1 510,3	80,5	999,5	3 436,7	164,3	1 453,6
2005 Sept. <sup>(p)</sup>	23 053,7	13 435,4	816,1	8 067,3	4 551,9	3 374,7	1 359,9	504,8	1 510,0	81,4	1 012,5	3 511,1	164,5	1 474,1

### 2. Passiva

	Insgesamt	Bargeld- umlauf	Einlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet				Geldmarkt- fonds- anteile <sup>2)</sup>	Begebene Schuld- verschrei- bungen <sup>3)</sup>	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sonstige Passiv- posi- tionen
			Zusammen	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte/ sonstige Ansässige im Euro-Wäh- rungsgebiet	MFIs					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistem</b>											
2003	1 086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004	1 197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 Q1	1 274,5	516,4	411,5	61,1	17,6	332,7	-	0,5	149,9	24,9	171,3
2005 April	1 286,4	523,3	410,6	59,3	15,8	335,5	-	0,5	152,5	26,0	173,5
2005 Mai	1 275,5	529,0	386,0	46,3	17,2	322,5	-	0,5	160,0	24,7	175,2
2005 Juni	1 353,6	540,9	433,6	76,4	18,7	338,5	-	0,6	173,6	24,4	180,5
2005 Juli	1 353,4	550,7	426,2	68,5	13,8	344,0	-	0,6	170,0	23,9	182,0
2005 Aug.	1 327,9	544,4	402,6	56,6	13,4	332,6	-	0,6	171,6	25,2	183,5
2005 Sept. <sup>(p)</sup>	1 351,2	550,3	396,5	47,4	15,3	333,9	-	0,6	186,6	27,4	189,7
<b>MFIs ohne Eurosistem</b>											
2003	19 795,4	0,0	10 774,8	134,4	6 275,5	4 364,9	648,8	3 161,4	1 145,0	2 606,4	1 458,9
2004	21 351,8	0,0	11 487,5	137,7	6 640,9	4 709,0	677,4	3 496,9	1 199,5	2 815,0	1 675,6
2005 Q1	22 027,0	0,0	11 653,8	126,3	6 706,7	4 820,7	687,7	3 614,8	1 213,5	3 085,5	1 771,7
2005 April	22 486,3	0,0	11 841,8	121,6	6 761,0	4 959,3	704,1	3 667,7	1 227,9	3 198,7	1 846,1
2005 Mai	22 703,2	0,0	11 895,6	127,2	6 809,3	4 959,1	710,5	3 695,3	1 236,4	3 285,5	1 879,8
2005 Juni	22 773,2	0,0	11 849,2	135,2	6 920,7	4 793,2	696,4	3 762,2	1 258,5	3 227,8	1 979,1
2005 Juli	22 876,5	0,0	11 895,3	142,3	6 950,6	4 802,4	710,1	3 775,9	1 268,6	3 264,0	1 962,7
2005 Aug.	22 826,7	0,0	11 813,9	110,2	6 930,0	4 773,7	720,3	3 788,7	1 274,2	3 254,0	1 975,6
2005 Sept. <sup>(p)</sup>	23 053,7	0,0	11 912,2	134,5	6 988,4	4 789,3	712,9	3 807,4	1 272,1	3 344,3	2 004,8

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 MFIs im Euro-Währungsgebiet**  
(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

**1. Aktiva**

	Ins- gesamt	Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Wertpapiere ohne Aktien von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Aktien und sonstige Divi- dendenwerte von sowie Beteiligungen an sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sachanlagen	Sonstige Aktiv- posi- tionen
		Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro- Wäh- rungs- gebiet	Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro- Wäh- rungs- gebiet				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2003	14 551,8	7 942,6	840,1	7 102,5	1 793,1	1 364,1	429,0	623,6	2 885,7	174,2	1 132,6
2004	15 719,1	8 389,6	832,9	7 556,8	1 906,8	1 439,9	466,9	666,2	3 234,5	173,6	1 348,3
2005 Q1	16 260,4	8 498,1	828,1	7 669,9	1 993,2	1 510,4	482,8	683,9	3 478,9	169,0	1 437,3
2005 April	16 566,8	8 554,7	832,8	7 722,0	2 018,8	1 525,4	493,4	740,4	3 598,1	169,6	1 485,3
Mai	16 753,6	8 616,8	830,6	7 786,2	2 024,7	1 525,6	499,1	739,4	3 656,7	170,3	1 545,8
Juni	17 042,4	8 748,6	829,6	7 919,1	2 050,0	1 542,7	507,3	713,9	3 719,2	176,5	1 634,2
Juli	17 113,3	8 807,5	830,0	7 977,5	2 044,8	1 538,3	506,5	706,8	3 756,3	177,5	1 620,4
Aug.	17 091,7	8 811,6	831,1	7 980,5	2 041,0	1 533,9	507,1	705,9	3 746,2	177,6	1 609,5
Sept. <sup>(p)</sup>	17 311,6	8 905,3	837,4	8 068,0	2 032,2	1 525,5	506,7	725,0	3 837,3	177,8	1 634,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2003	766,2	384,0	12,1	371,8	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,6	-28,6
2004	1 267,9	499,7	-7,0	506,7	91,9	58,1	33,8	34,6	435,1	2,7	203,9
2005 Q1	449,0	107,9	-5,5	113,4	82,5	66,2	16,4	15,7	185,3	-4,1	61,7
2005 April	291,7	56,7	4,6	52,0	21,6	11,9	9,7	58,2	109,5	0,1	45,6
Mai	105,9	56,8	-2,4	59,2	0,8	-3,9	4,7	-4,1	-6,7	0,7	58,3
Juni	130,6	86,4	-1,3	87,8	15,6	7,8	7,8	-28,6	23,2	0,3	33,8
Juli	85,5	62,0	0,5	61,5	-2,8	-1,4	-1,4	-8,0	48,1	1,0	-14,8
Aug.	-16,5	6,3	1,2	5,2	-5,9	-5,8	0,0	-0,3	-5,0	0,1	-11,7
Sept. <sup>(p)</sup>	177,1	91,3	6,2	85,2	-8,8	-7,2	-1,6	12,6	58,8	0,1	23,0

**2. Passiva**

	Ins- gesamt	Barg- geld- umlauf	Einlagen von Zentralstaaten	Einlagen von sonstigen öffentlichen Haushalten/ sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Geldmarkt- fonds- anteile <sup>1)</sup>	Begebene Schuld- verschrei- bungen <sup>2)</sup>	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sonstige Passiv- posi- tionen	Überschuss der Inter- MFI-Ver- bindlich- keiten
<b>Bestände</b>										
2003	14 551,8	397,9	155,7	6 292,3	581,5	1 878,5	1 004,7	2 634,0	1 598,3	8,9
2004	15 719,1	468,4	162,4	6 655,9	604,9	2 061,7	1 047,0	2 842,2	1 842,9	33,6
2005 Q1	16 260,4	471,8	187,4	6 724,4	614,6	2 145,5	1 062,9	3 110,4	1 943,0	0,4
2005 April	16 566,8	481,1	180,9	6 776,7	627,8	2 176,8	1 063,6	3 224,7	2 019,6	15,5
Mai	16 753,6	485,8	173,5	6 826,5	634,8	2 203,7	1 076,2	3 310,2	2 055,1	-12,2
Juni	17 042,4	496,6	211,6	6 939,5	621,3	2 243,2	1 132,6	3 252,2	2 159,7	-14,2
Juli	17 113,3	506,4	210,8	6 964,4	635,1	2 249,4	1 131,2	3 287,8	2 144,7	-16,5
Aug.	17 091,7	500,9	166,8	6 943,4	639,8	2 263,1	1 137,8	3 279,3	2 159,0	1,8
Sept. <sup>(p)</sup>	17 311,6	507,1	181,9	7 003,7	631,5	2 281,6	1 156,3	3 371,8	2 194,6	-16,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2003	766,2	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	38,6	130,8	-60,8	59,8
2004	1 267,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,1	50,5	276,8	229,3	37,7
2005 Q1	449,0	3,4	25,0	57,8	9,9	65,3	13,1	211,9	107,2	-44,4
2005 April	291,7	9,3	-6,5	51,5	13,7	29,2	-2,8	107,4	76,7	13,3
Mai	105,9	4,8	-7,4	42,6	7,3	14,7	4,7	32,8	48,1	-41,7
Juni	130,6	10,7	38,1	73,1	-14,4	36,7	22,5	-78,8	47,4	-4,7
Juli	85,5	9,9	-0,8	28,6	12,9	7,1	1,5	44,0	-17,7	0,1
Aug.	-16,5	-5,5	-44,3	-19,4	4,0	15,0	5,1	-3,2	12,9	18,9
Sept. <sup>(p)</sup>	177,1	6,2	15,1	58,2	-6,9	13,9	5,3	77,3	29,6	-21,5

Quelle: EZB.

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



## 2.3 Monetäre Statistik

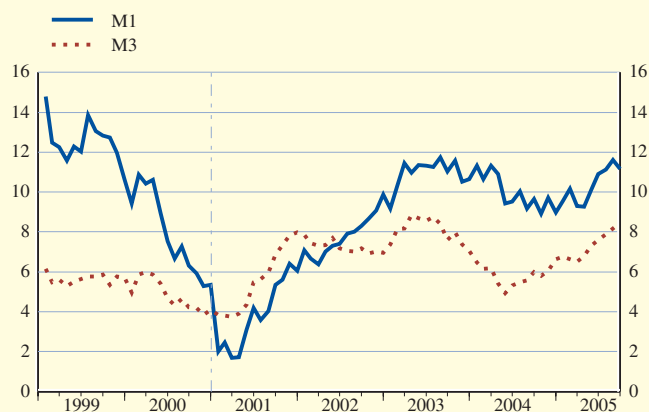
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

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

	M1		M2	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 an Ansässige außerhalb des Euro- Währungs- gebiets <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Bestände										
2003	2 680,6	2 553,3	5 233,9	907,2	6 141,1	-	4 133,3	2 226,1	8 154,1	7 097,8	230,6
2004	2 912,6	2 661,0	5 573,6	960,6	6 534,2	-	4 454,5	2 297,0	8 688,3	7 551,6	373,4
2005 Q1	3 007,2	2 675,4	5 682,7	945,0	6 627,6	-	4 579,5	2 328,5	8 826,6	7 670,2	383,3
2005 April	3 025,2	2 694,8	5 720,0	956,5	6 676,5	-	4 611,2	2 352,6	8 912,7	7 705,7	406,3
Mai	3 050,6	2 702,2	5 752,8	972,2	6 725,0	-	4 656,1	2 338,7	8 980,9	7 769,8	367,2
Juni	3 257,5	2 558,2	5 815,7	981,1	6 796,8	-	4 797,3	2 353,5	9 112,2	7 892,9	465,4
Juli	3 302,3	2 572,3	5 874,6	994,8	6 869,4	-	4 801,5	2 364,5	9 188,6	7 965,3	471,8
Aug.	3 329,9	2 585,0	5 914,9	1 005,2	6 920,1	-	4 828,1	2 375,9	9 236,8	8 007,0	463,0
Sept. <sup>(p)</sup>	3 349,9	2 630,1	5 980,0	1 001,8	6 981,8	-	4 858,7	2 369,8	9 333,6	8 084,6	454,5
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2003	259,4	113,4	372,9	32,2	405,1	-	236,1	131,9	444,7	371,9	96,0
2004	240,4	111,8	352,2	56,0	408,2	-	340,8	53,5	574,5	506,2	160,4
2005 Q1	91,8	8,2	100,0	-20,4	79,6	-	107,1	26,4	137,0	118,8	7,2
2005 April	17,7	18,9	36,6	11,8	48,3	-	26,2	21,0	87,0	35,5	20,2
Mai	22,4	4,4	26,8	15,7	42,5	-	23,9	-18,3	59,2	59,1	-51,6
Juni	45,7	14,7	60,5	8,9	69,4	-	69,1	5,4	82,7	78,2	79,6
Juli	45,2	14,6	59,8	12,9	72,7	-	10,8	14,0	77,9	75,4	9,0
Aug.	28,8	13,1	41,9	9,8	51,6	-	26,5	10,0	50,3	44,0	-9,0
Sept. <sup>(p)</sup>	19,2	44,0	63,2	-1,1	62,1	-	11,6	-4,9	86,7	75,2	-25,6
Wachstumsraten											
2003 Dez.	10,6	4,6	7,6	3,8	7,1	7,0	6,0	6,3	5,8	5,5	96,0
2004 Dez.	9,0	4,4	6,7	6,2	6,6	6,5	8,2	2,4	7,1	7,2	160,4
2005 März	9,3	4,8	7,1	2,8	6,5	6,6	8,7	2,5	7,4	7,5	94,0
2005 April	9,3	5,3	7,4	3,4	6,8	6,9	8,4	3,0	7,7	7,4	89,1
Mai	10,1	4,9	7,6	5,8	7,3	7,2	8,4	1,6	7,8	7,5	70,5
Juni	10,9	5,1	8,0	5,1	7,6	7,6	9,5	1,2	8,1	8,0	159,1
Juli	11,1	5,3	8,3	5,6	7,9	7,9	9,1	1,2	8,3	8,3	164,2
Aug.	11,6	5,3	8,6	5,8	8,2	8,2	9,0	1,1	8,6	8,4	132,4
Sept. <sup>(p)</sup>	11,2	6,5	8,9	6,2	8,5	.	8,3	1,3	8,9	8,6	80,1

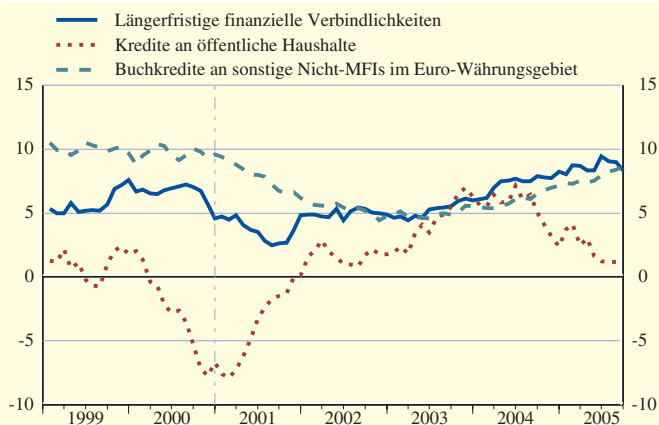
### A1 Geldmengenaggregate

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



### A2 Gegenposten

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

1) 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).

2) Die unter „Wachstumsraten“ ausgewiesenen Werte stellen die Summe der transaktionsbedingten Veränderungen während der zwölf Monate, die im angegebenen Zeitraum enden, dar.

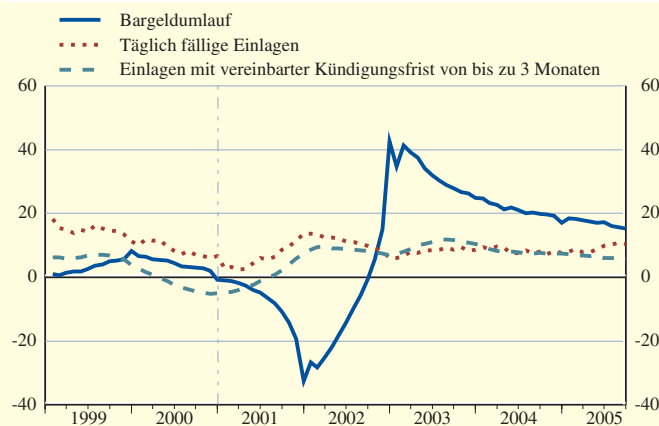
### 2.3 Monetäre Statistik

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

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

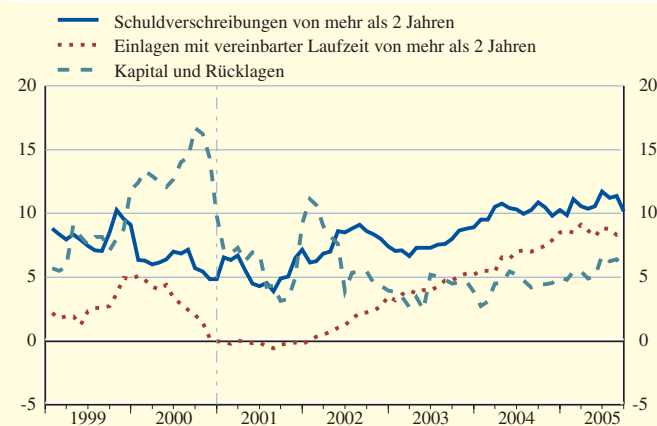
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo- geschäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen bis zu 2 Jahren	Schuld- verschrei- bungen von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit 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											
2003	386,9	2 293,7	1 031,0	1 522,3	218,4	596,1	92,7	1 789,6	90,7	1 250,0	1 003,1
2004	452,7	2 460,0	1 026,5	1 634,5	239,4	618,9	102,3	1 962,6	89,6	1 357,3	1 044,9
2005 Q1	477,6	2 529,7	1 019,3	1 656,1	225,8	613,2	106,1	2 038,7	90,9	1 387,1	1 062,8
2005 April	481,5	2 543,7	1 030,5	1 664,3	215,7	619,8	121,0	2 056,7	91,3	1 395,2	1 068,0
2005 Mai	487,0	2 563,6	1 023,9	1 678,3	231,3	627,4	113,5	2 085,9	91,4	1 396,2	1 082,7
2005 Juni	493,7	2 763,8	1 039,5	1 518,7	239,7	622,9	118,5	2 122,9	91,6	1 449,0	1 133,8
2005 Juli	494,7	2 807,6	1 045,3	1 527,0	243,3	632,3	119,2	2 126,1	90,8	1 453,9	1 130,7
2005 Aug.	501,5	2 828,4	1 047,9	1 537,1	252,6	631,8	120,7	2 146,2	89,8	1 455,4	1 136,7
2005 Sept. <sup>(p)</sup>	507,4	2 842,5	1 084,2	1 545,9	244,9	636,6	120,3	2 155,4	87,8	1 465,1	1 150,4
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2003	77,5	181,9	-29,7	143,1	-10,3	57,6	-15,1	149,2	-13,2	61,9	38,1
2004	65,7	174,7	-0,8	112,6	23,1	21,7	11,2	185,2	-1,1	106,6	50,1
2005 Q1	24,9	66,9	-13,2	21,4	-13,7	-5,6	-1,0	62,4	0,8	28,9	15,0
2005 April	4,0	13,7	10,8	8,1	-10,1	7,2	14,7	16,1	0,5	8,0	1,6
2005 Mai	5,4	17,0	-9,4	13,8	15,5	7,9	-7,6	17,1	0,0	-0,1	6,9
2005 Juni	6,8	39,0	12,3	2,5	8,4	-5,4	6,0	33,3	-0,5	19,3	17,1
2005 Juli	1,0	44,3	6,1	8,4	3,6	8,5	0,7	4,1	-0,8	7,7	-0,2
2005 Aug.	6,8	22,0	3,0	10,1	9,4	-1,2	1,6	21,4	-1,0	1,6	4,5
2005 Sept. <sup>(p)</sup>	5,9	13,3	35,2	8,8	-7,8	6,2	0,5	3,7	-2,0	9,4	0,5
Wachstumsraten											
2003 Dez.	24,9	8,6	-2,8	10,4	-4,6	11,0	-14,9	8,9	-12,7	5,2	3,9
2004 Dez.	17,0	7,6	-0,1	7,4	10,7	3,6	12,3	10,3	-1,2	8,5	5,0
2005 März	17,8	7,8	1,7	6,8	4,0	1,8	6,5	10,6	0,5	9,1	5,4
2005 April	17,5	7,8	3,3	6,6	0,3	2,6	14,6	10,4	1,2	8,7	4,9
2005 Mai	17,0	8,9	1,9	6,7	8,3	4,2	10,0	10,6	1,7	8,2	5,0
2005 Juni	17,2	9,8	3,3	6,1	10,3	2,3	10,5	11,7	1,4	8,9	6,7
2005 Juli	16,0	10,3	4,0	6,0	6,8	3,7	13,6	11,2	0,3	8,8	6,3
2005 Aug.	15,6	10,9	4,2	6,0	11,0	2,5	13,6	11,4	-0,9	8,3	6,4
2005 Sept. <sup>(p)</sup>	15,3	10,4	7,1	5,9	8,8	3,7	15,1	10,2	-2,3	8,3	5,8

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



Quelle: EZB.

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



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

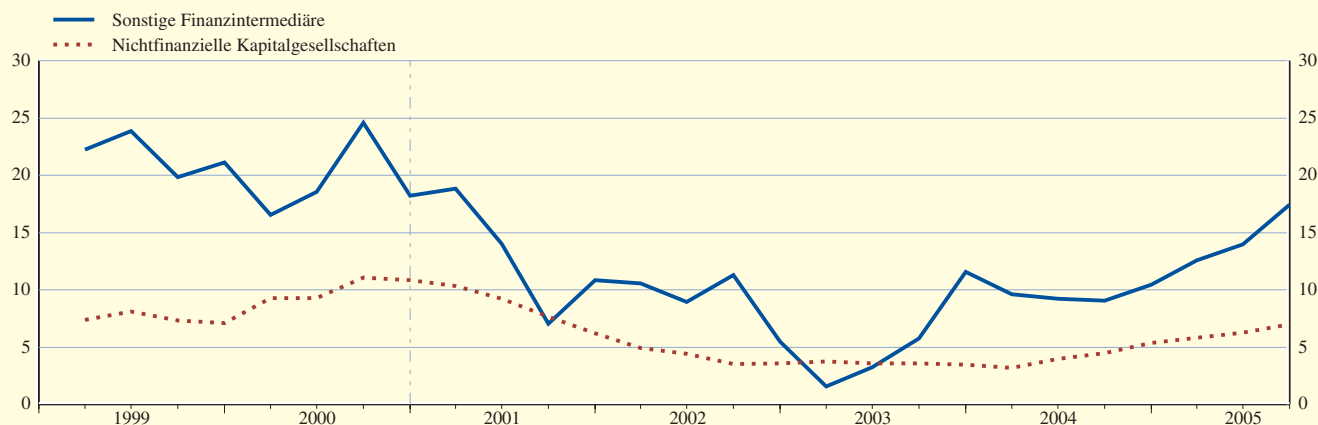
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 1. Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen		Sonstige Finanzintermediäre <sup>2)</sup>		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			
	Insgesamt		Insgesamt		Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4				
<b>Bestände</b>								
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3 034,3	961,5	524,1	1 548,8
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3 152,7	973,8	547,8	1 631,2
2005 Q1	58,2	39,7	561,3	351,1	3 189,5	983,8	554,7	1 650,9
2005 April	59,5	40,8	559,3	345,9	3 214,8	991,7	559,7	1 663,4
Mai	62,1	43,0	570,0	354,2	3 233,9	993,5	564,3	1 676,2
Juni	63,8	43,9	581,6	362,7	3 281,9	1 025,2	564,0	1 692,6
Juli	63,7	43,3	579,5	357,1	3 308,8	1 024,9	573,1	1 710,7
Aug.	64,4	42,7	572,6	349,2	3 294,3	1 001,1	571,0	1 722,3
Sept. <sup>(p)</sup>	65,2	42,6	601,7	373,1	3 320,8	1 014,8	572,3	1 733,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,6	-7,9	15,9	94,7
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	162,9	23,2	31,2	108,5
2005 Q1	8,6	7,9	11,3	14,9	37,2	8,0	7,7	21,5
2005 April	1,3	1,2	-2,4	-5,5	26,8	8,1	6,2	12,5
Mai	2,5	2,1	8,5	6,8	17,4	0,9	4,7	11,8
Juni	1,7	0,9	10,4	7,9	31,6	19,5	-1,1	13,2
Juli	-0,1	-0,6	-1,4	-5,3	27,8	0,3	9,1	18,4
Aug.	0,7	-0,5	-7,1	-7,8	-12,5	-22,9	-2,0	12,4
Sept. <sup>(p)</sup>	0,7	-0,2	28,3	23,5	25,1	12,9	1,3	11,0
<b>Wachstumsraten</b>								
2003 Dez.	11,8	11,6	11,6	8,8	3,5	-0,8	3,1	6,5
2004 Dez.	36,9	41,5	10,5	9,1	5,4	2,4	6,0	7,0
2005 März	23,7	21,8	12,6	17,5	5,9	3,8	6,6	6,9
2005 April	14,7	8,3	10,2	11,4	6,0	4,2	6,6	6,9
Mai	8,8	0,7	10,6	12,1	6,2	4,8	6,4	6,9
Juni	17,6	9,8	14,0	18,7	6,3	4,9	6,1	7,2
Juli	11,3	3,1	15,0	19,1	6,8	5,3	7,0	7,7
Aug.	18,3	9,1	16,4	21,4	6,6	4,8	5,8	8,0
Sept. <sup>(p)</sup>	22,7	12,6	17,5	23,0	7,0	5,3	5,8	8,5

### A5 Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2) Hierzu gehören auch Investmentfonds.

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

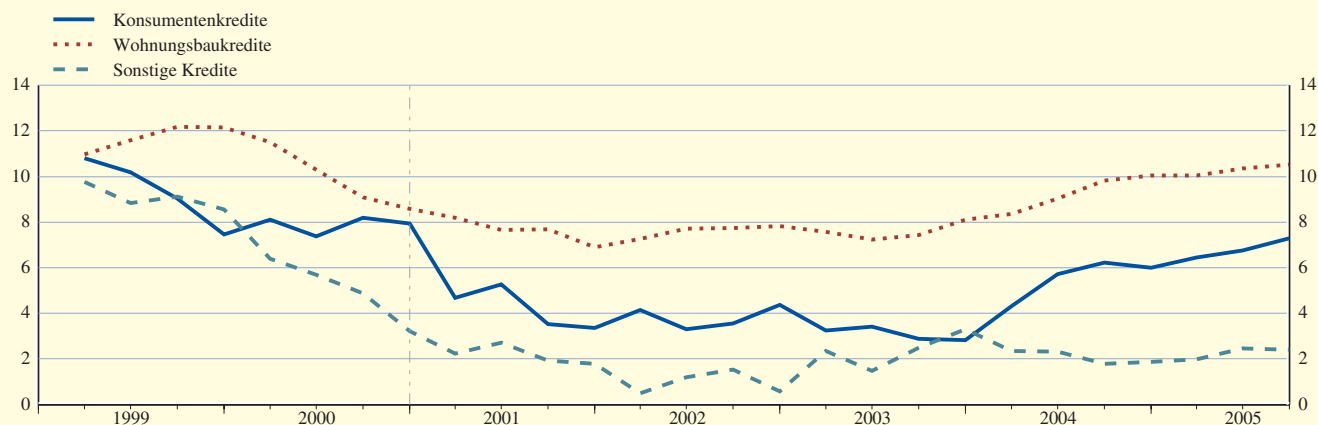
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

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

	Insgesamt	Konsumentenkredite				Wohnungsbaukredite				Sonstige Kredite			
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Bestände</b>													
2003	3 520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2 360,5	14,4	63,3	2 282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004	3 808,4	515,4	120,3	189,6	205,6	2 591,5	14,6	65,8	2 511,1	701,5	144,1	99,2	458,2
2005 Q1	3 860,4	519,3	120,2	191,1	208,0	2 640,3	14,3	67,1	2 558,9	700,8	144,4	98,7	457,8
2005 April	3 887,8	522,9	119,8	192,6	210,5	2 662,2	14,3	65,0	2 582,9	702,7	142,6	100,2	460,0
2005 Mai	3 919,5	527,5	121,2	194,5	211,8	2 686,1	14,3	65,0	2 606,9	705,8	142,6	100,8	462,4
2005 Juni	3 991,2	537,3	124,4	197,3	215,6	2 737,1	14,8	66,2	2 656,0	716,8	149,8	101,1	465,9
2005 Juli	4 024,8	539,1	122,3	198,9	217,9	2 772,9	14,8	66,8	2 691,2	712,8	145,1	101,2	466,5
2005 Aug.	4 048,4	540,6	123,2	198,8	218,6	2 795,2	14,6	67,2	2 713,4	712,6	143,5	101,3	467,8
2005 Sept. <sup>(p)</sup>	4 079,7	544,6	126,2	198,8	219,6	2 820,2	15,0	67,6	2 737,6	714,9	145,7	101,1	468,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2003	211,6	13,3	8,4	6,3	-1,4	177,3	-5,9	1,7	181,4	21,0	-6,3	-4,9	32,2
2004	278,6	29,0	7,1	8,6	13,3	236,9	0,9	2,9	233,1	12,7	-0,8	2,0	11,6
2005 Q1	56,2	4,4	-0,3	1,6	3,1	49,5	-0,2	1,3	48,4	2,2	1,3	-0,4	1,3
2005 April	26,3	4,2	-0,3	1,6	2,8	21,5	0,0	-0,8	22,3	0,6	-1,7	0,1	2,2
2005 Mai	30,8	4,8	1,5	2,0	1,3	23,1	0,0	0,2	22,9	3,0	0,0	0,7	2,2
2005 Juni	44,1	7,2	3,1	2,3	1,9	28,6	0,5	1,1	26,9	8,3	7,4	-0,3	1,2
2005 Juli	35,2	2,4	-1,9	1,7	2,5	36,0	0,0	0,5	35,4	-3,1	-4,5	0,2	1,2
2005 Aug.	24,0	2,1	1,1	-0,1	1,1	22,2	-0,2	0,4	22,0	-0,3	-1,5	0,1	1,1
2005 Sept. <sup>(p)</sup>	31,0	4,0	2,7	0,1	1,2	25,1	0,4	0,4	24,3	1,9	1,8	-0,2	0,3
<b>Wachstumsraten</b>													
2003 Dez.	6,4	2,8	8,1	3,6	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,6	3,3	-4,1	-5,0	8,5
2004 Dez.	7,9	6,0	6,3	4,8	6,9	10,0	6,0	4,6	10,2	1,9	-0,5	2,0	2,6
2005 März	8,0	6,4	7,7	4,6	7,5	10,1	5,0	8,1	10,1	2,0	2,0	1,1	2,2
2005 April	8,0	6,4	6,6	4,7	8,0	10,1	5,4	6,2	10,2	1,9	1,3	0,5	2,5
2005 Mai	8,2	7,2	8,4	5,7	8,0	10,1	5,0	5,9	10,3	2,3	2,2	1,2	2,6
2005 Juni	8,4	6,8	6,8	5,8	7,7	10,4	4,1	4,6	10,5	2,4	3,9	0,6	2,4
2005 Juli	8,5	6,8	6,3	5,9	8,0	10,6	5,4	4,7	10,8	2,2	3,2	0,9	2,1
2005 Aug.	8,6	7,0	6,6	6,1	8,2	10,7	4,3	4,7	10,9	2,3	3,2	1,2	2,2
2005 Sept. <sup>(p)</sup>	8,6	7,3	8,3	5,9	8,0	10,5	5,7	4,8	10,7	2,4	2,8	1,2	2,5

### A6 Kredite an private Haushalte

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

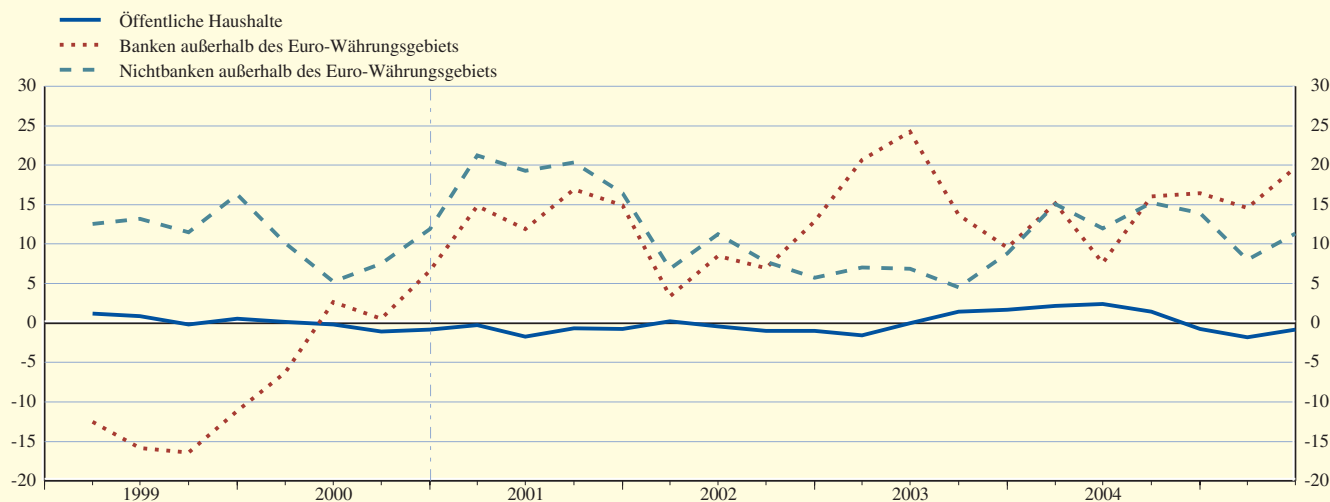
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

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

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken <sup>2)</sup>	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2003	817,5	128,4	265,1	388,9	35,0	1 757,9	1 182,2	575,7	59,3	516,4
2004	811,4	129,6	252,3	405,7	23,8	1 974,7	1 342,2	632,5	61,3	571,1
2005 Q1	806,6	129,3	248,1	406,6	22,5	2 136,5	1 463,8	672,7	62,0	610,7
Q2 <sup>(p)</sup>	808,4	125,3	247,6	412,3	23,3	2 292,5	1 579,6	712,2	63,5	648,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2003	13,7	-5,9	-12,2	16,6	15,3	159,4	109,2	50,1	-5,0	55,0
2004	-5,9	2,0	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005 Q1	-5,5	-0,5	-4,2	0,5	-1,3	124,8	98,6	26,2	0,6	25,5
Q2 <sup>(p)</sup>	1,2	-4,4	-0,7	5,5	0,7	93,8	78,3	14,8	1,5	13,3
<b>Wachstumsraten</b>										
2003 Dez.	1,7	-4,4	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	11,0
2004 Dez.	-0,7	1,5	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 März	-1,8	-1,6	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
Juni <sup>(p)</sup>	-0,8	-0,2	-2,6	5,2	-46,8	17,0	19,7	11,3	4,4	12,1

## 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 <sup>1)</sup>

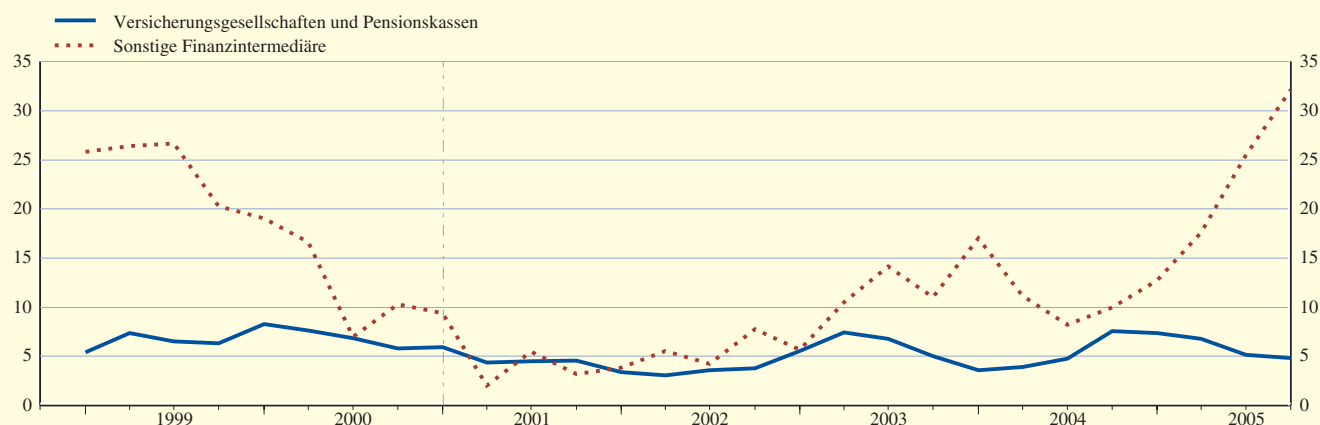
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 1. Einlagen von Finanzintermediären

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen							Sonstige Finanzintermediäre <sup>2)</sup>						
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Bestände</b>														
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	565,6	180,9	130,8	143,3	6,1	0,1	104,4
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	636,6	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	119,8
2005 Q1	597,0	65,7	48,5	460,3	1,3	1,3	19,8	692,9	213,3	134,2	205,2	11,5	0,1	128,7
2005 April	602,6	65,7	50,6	462,5	1,3	1,3	21,1	704,5	209,6	143,9	210,7	13,1	0,1	127,1
Mai	602,5	65,5	50,4	461,9	1,6	1,3	21,8	729,8	217,4	144,7	215,2	12,7	0,1	139,6
Juni	596,3	61,4	48,6	463,0	1,1	1,6	20,5	791,7	226,3	148,9	264,5	11,1	0,1	140,7
Juli	603,7	64,3	51,9	464,8	1,1	1,6	20,1	799,2	223,5	155,8	267,6	11,6	0,1	140,5
Aug.	604,1	59,1	50,8	466,1	1,1	1,6	25,4	797,4	217,2	157,4	268,1	11,4	0,1	143,2
Sept. <sup>(p)</sup>	602,9	60,1	50,8	466,9	1,1	1,6	22,4	833,6	242,7	169,6	276,3	10,6	0,1	134,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2003	19,0	1,6	3,9	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	-0,2	38,5	3,2	0,1	16,0
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,2	0,9	5,8	43,7	4,1	0,0	17,7
2005 Q1	12,5	6,4	-3,1	10,0	0,1	0,0	-1,0	48,8	32,1	-9,4	16,0	1,3	0,0	8,7
2005 April	5,6	0,0	2,1	2,3	0,0	0,0	1,3	11,2	-3,8	9,6	5,4	1,6	0,0	-1,5
Mai	-0,5	-0,4	-0,4	-0,7	0,3	0,0	0,7	22,9	6,9	0,3	4,0	-0,6	0,0	12,4
Juni	-6,6	-4,6	-1,9	1,1	0,0	0,0	-1,2	24,0	7,2	0,9	15,0	-0,2	0,0	1,1
Juli	7,5	2,9	3,3	1,8	-0,1	0,0	-0,4	10,6	-2,6	7,0	5,9	0,5	0,0	-0,2
Aug.	0,5	-5,2	-1,0	1,3	0,0	0,1	5,3	-1,9	-6,3	1,5	0,5	-0,3	0,0	2,7
Sept. <sup>(p)</sup>	-1,3	1,0	-0,1	0,7	0,0	0,0	-2,9	35,6	25,2	11,9	8,1	-0,8	0,0	-8,8
<b>Wachstumsraten</b>														
2003 Dez.	3,6	2,8	9,9	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	-0,2	36,4	70,4	-	17,1
2004 Dez.	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,4	67,6	-	17,1
2005 März	6,8	2,3	16,4	7,5	1,7	-51,5	-10,4	17,6	8,5	9,3	40,1	50,0	-	11,4
2005 April	6,7	6,2	22,9	6,8	-9,4	-52,2	-16,2	17,0	7,7	8,7	41,2	60,1	-	8,0
Mai	6,5	15,1	11,2	5,5	11,2	-53,8	-3,9	21,4	12,9	9,0	44,2	60,3	-	17,7
Juni	5,2	2,3	16,0	4,8	18,3	31,3	-3,0	25,5	16,3	14,2	48,3	50,1	-	21,0
Juli	6,2	15,0	13,2	4,9	13,8	32,1	-8,3	27,2	19,7	18,8	47,4	56,2	-	18,6
Aug.	6,3	10,0	9,1	5,1	11,4	32,6	13,8	28,3	23,1	15,9	44,2	55,2	-	25,2
Sept. <sup>(p)</sup>	4,8	-2,6	7,8	5,1	26,4	33,0	12,0	32,2	27,3	32,3	45,6	46,2	-	18,8

### 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 MFls, Aufschlüsselung <sup>1)</sup>

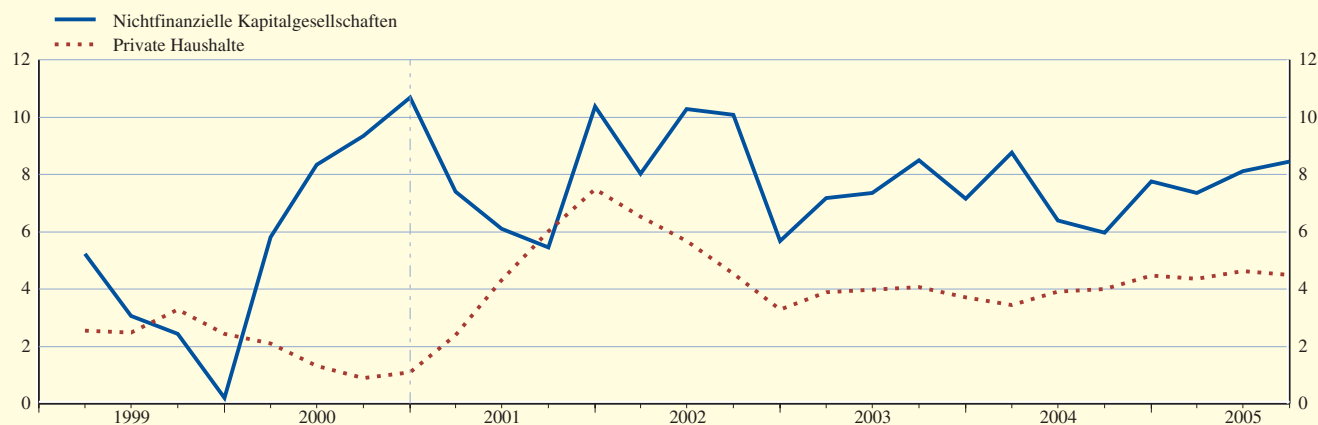
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften							Private Haushalte <sup>2)</sup>						
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Bestände</b>														
2003	1 050,1	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3 978,6	1 311,8	544,0	600,8	1 379,2	89,9	52,9
2004	1 114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4 162,0	1 403,1	515,0	634,3	1 466,1	88,0	55,6
2005 Q1	1 096,3	675,3	280,2	72,1	44,0	1,1	23,6	4 177,0	1 409,1	513,2	632,8	1 481,9	88,7	51,2
2005 April	1 102,1	678,8	284,9	69,2	44,7	1,1	23,5	4 206,1	1 433,8	514,7	633,5	1 485,1	88,2	50,8
Mai	1 112,7	692,4	282,8	69,3	45,5	1,1	21,7	4 214,9	1 440,0	514,6	630,7	1 489,7	87,8	52,1
Juni	1 133,3	721,8	274,8	71,4	41,6	1,5	22,1	4 246,2	1 629,9	510,8	630,9	1 336,3	87,2	51,2
Juli	1 134,5	719,7	279,0	70,9	42,2	1,4	21,3	4 265,2	1 642,9	512,8	630,0	1 339,5	86,4	53,6
Aug.	1 138,7	715,3	287,3	70,7	41,8	1,3	22,3	4 238,4	1 610,4	515,6	630,2	1 342,3	85,5	54,4
Sept. <sup>(p)</sup>	1 152,5	719,2	296,9	68,8	43,9	1,2	22,4	4 247,1	1 627,1	515,5	627,1	1 341,9	83,9	51,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2003	70,4	40,9	20,3	3,3	10,2	0,0	-4,2	141,9	95,3	-45,4	10,0	117,4	-13,7	-21,8
2004	80,8	48,5	17,1	6,7	8,0	0,7	-0,2	178,1	90,5	-29,6	31,1	85,2	-1,9	2,7
2005 Q1	-20,0	-0,5	-12,1	-1,1	-0,2	0,0	-6,1	14,8	5,4	-2,0	-0,1	15,8	0,2	-4,5
2005 April	5,5	3,3	4,6	-2,9	0,7	0,0	-0,1	29,0	24,7	1,4	0,6	3,2	-0,4	-0,4
Mai	7,8	12,1	-3,1	-0,2	0,7	0,0	-1,8	7,2	5,9	-1,1	-2,9	4,4	-0,5	1,3
Juni	19,7	25,5	-8,5	2,8	-0,4	-0,1	0,4	30,7	32,8	-4,2	0,2	3,4	-0,5	-1,0
Juli	1,5	-2,0	4,4	-0,5	0,6	-0,2	-0,7	19,2	13,1	2,2	-0,9	3,2	-0,8	2,5
Aug.	5,8	-3,2	8,7	-0,1	-0,4	-0,1	1,0	-26,6	-32,4	2,8	0,2	2,9	-1,0	0,8
Sept. <sup>(p)</sup>	13,0	3,5	9,2	-1,9	2,0	0,0	0,1	7,9	16,5	-0,5	-3,2	-0,5	-1,5	-2,9
<b>Wachstumsraten</b>														
2003 Dez.	7,2	6,7	7,7	5,3	41,5	-3,9	-12,4	3,7	7,9	-7,7	1,7	9,3	-13,2	-29,2
2004 Dez.	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 März	7,4	9,3	3,7	4,4	15,2	68,0	-8,3	4,4	6,6	-2,7	3,8	5,6	0,1	-1,3
2005 April	7,7	9,3	7,0	-1,4	15,3	66,5	-11,2	4,7	7,2	-1,6	3,7	5,5	0,9	-2,9
Mai	7,0	10,2	2,9	-2,8	16,0	69,5	-16,7	4,5	6,6	-1,1	3,0	5,4	1,3	3,2
Juni	8,1	10,6	4,6	2,7	14,9	-5,8	-13,4	4,6	7,8	-1,4	2,9	4,8	1,1	1,5
Juli	8,4	11,7	4,1	1,3	14,9	-17,5	-19,5	4,7	8,3	-0,9	2,6	4,7	0,1	2,0
Aug.	8,8	11,7	7,1	1,0	12,5	-24,5	-22,5	4,5	7,8	0,0	2,3	4,7	-0,9	-0,3
Sept. <sup>(p)</sup>	8,5	9,0	10,8	-1,6	16,5	-26,5	-12,5	4,5	7,9	0,5	1,8	4,6	-2,4	-4,0

## 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.

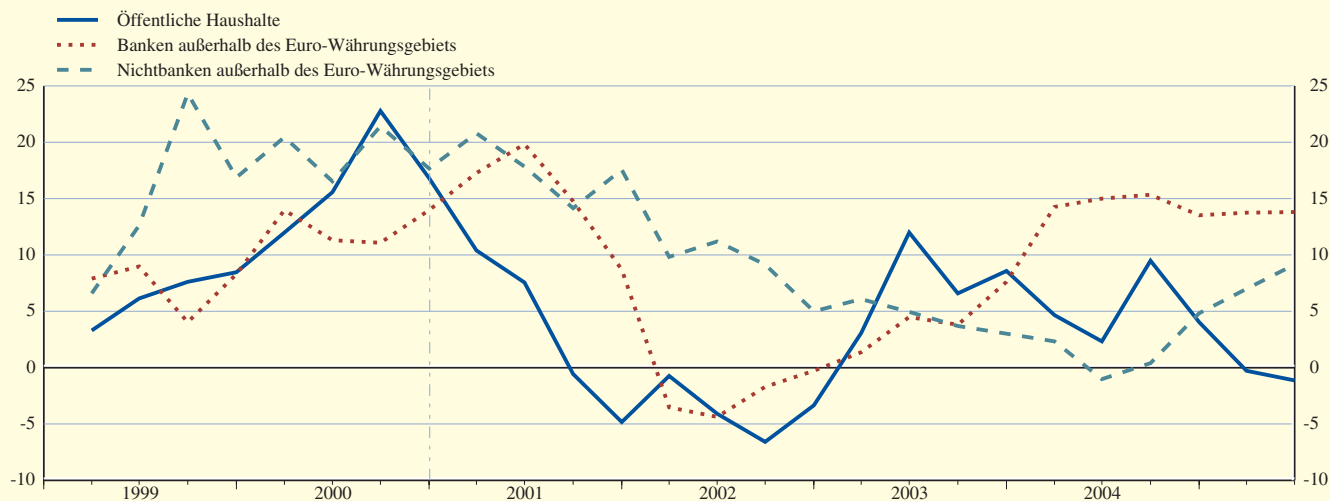
## 2.5 Einlagen bei MFls, Aufschlüsselung <sup>1)</sup>

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

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

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken <sup>2)</sup>	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozial- versicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2003	273,3	134,4	31,1	66,9	40,9	2 245,1	1 580,8	664,3	96,1	568,2
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2 428,9	1 748,0	680,9	103,4	577,5
2005 Q1	269,9	126,3	33,4	67,5	42,7	2 669,1	1 935,7	733,4	105,4	628,0
Q2 <sup>(p)</sup>	288,4	135,2	35,1	69,8	48,4	2 784,7	2 039,0	744,5	117,6	626,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2003	21,5	23,3	-0,5	-2,3	1,0	138,6	117,5	21,1	-1,3	22,4
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,8	32,0	6,9	25,1
2005 Q1	-12,2	-11,4	2,8	-2,1	-1,6	188,2	147,1	41,0	2,0	39,1
Q2 <sup>(p)</sup>	18,5	8,9	1,7	2,2	5,7	42,0	47,5	-6,8	12,3	-19,1
<b>Wachstumsraten</b>										
2003 Dez.	8,6	21,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 Dez.	4,0	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 März	-0,3	-10,5	19,6	8,3	8,6	11,8	13,7	7,0	4,1	7,5
Juni <sup>(p)</sup>	-1,1	-13,7	19,4	8,3	16,9	12,6	13,8	9,1	14,8	8,1

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



Quelle: EZB.

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

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

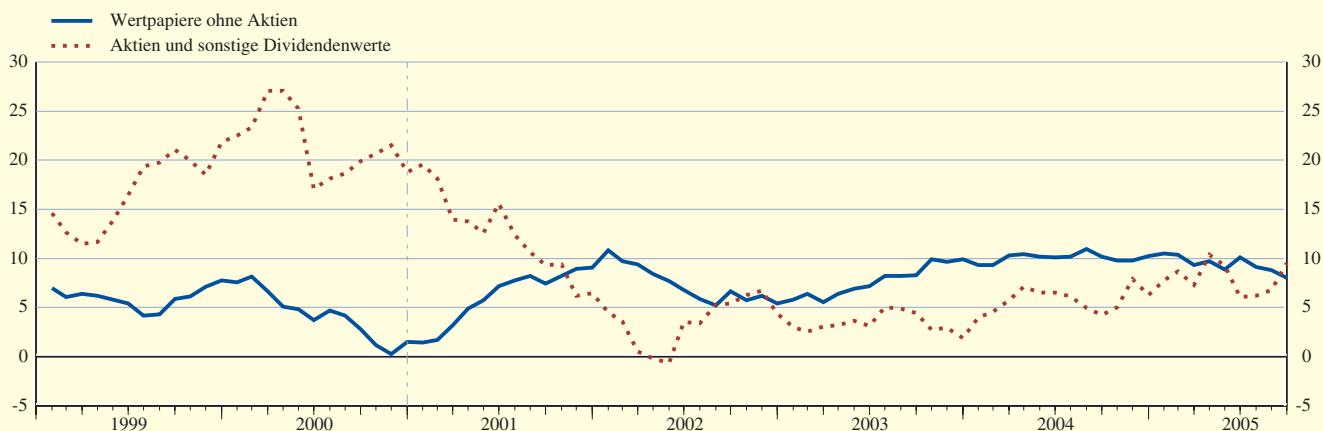


## 2.6 Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung <sup>1)</sup>

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

	Wertpapiere ohne Aktien							Aktien und sonstige Dividendenwerte				
	Insgesamt	MFIs		Öffentliche Haushalte		Sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet		Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Insgesamt	MFIs	Nicht-MFIs	Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets
		Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2003	3 576,3	1 216,2	57,4	1 227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1 071,4	279,7	615,3	176,4
2004	3 939,5	1 362,7	59,9	1 284,1	15,8	449,0	16,3	751,7	1 158,1	286,4	656,4	215,2
2005 Q1	4 093,1	1 388,9	66,6	1 342,8	15,8	464,9	16,3	797,9	1 217,0	296,1	674,4	246,5
2005 April	4 160,0	1 411,7	65,0	1 354,5	17,9	474,1	17,7	819,2	1 281,7	312,3	731,1	238,3
Mai	4 198,8	1 409,6	67,2	1 351,1	18,1	478,0	19,3	855,5	1 283,0	315,9	729,9	237,2
Juni	4 267,4	1 436,0	67,4	1 368,0	15,8	486,5	18,8	874,7	1 234,7	295,1	704,2	235,3
Juli	4 270,7	1 444,3	67,2	1 362,8	16,0	485,0	19,7	875,7	1 241,0	303,0	696,8	241,1
Aug.	4 281,3	1 443,0	67,3	1 355,0	16,1	484,7	20,5	894,6	1 241,5	303,6	695,9	242,0
Sept. <sup>(p)</sup>	4 264,2	1 442,2	67,8	1 343,2	16,7	485,1	19,7	889,6	1 256,9	298,0	714,5	244,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2003	324,6	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	18,8	7,2	19,3	-7,8
2004	368,4	148,1	4,9	40,3	1,3	34,8	-1,3	140,4	67,6	2,2	34,5	30,8
2005 Q1	137,7	29,1	4,7	55,3	-0,5	17,0	-0,5	32,5	57,1	9,4	16,1	31,6
2005 April	60,5	23,0	-2,1	9,5	1,9	8,5	1,3	18,5	67,3	16,6	58,2	-7,4
Mai	16,4	-2,0	0,5	-6,3	-0,4	3,5	1,0	20,0	-6,6	2,7	-4,2	-5,2
Juni	50,1	25,5	-0,4	8,5	-2,6	8,4	-0,7	11,6	-46,5	-14,7	-28,6	-3,2
Juli	7,2	7,4	0,4	-3,0	0,4	-2,3	1,0	3,3	0,1	3,5	-8,0	4,5
Aug.	8,3	-2,3	0,1	-8,9	0,1	-0,9	0,7	19,4	0,1	0,9	-0,5	-0,3
Sept. <sup>(p)</sup>	-22,7	-1,8	-0,1	-10,6	0,4	-0,7	-0,9	-9,1	10,8	-1,1	12,4	-0,5
<b>Wachstumsraten</b>												
2003 Dez.	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 Dez.	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,4	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 März	9,3	9,1	14,1	3,9	-4,1	11,1	-4,6	19,1	7,3	1,9	4,0	26,4
2005 April	9,7	10,1	8,6	4,0	10,3	12,0	-0,2	18,7	10,4	5,5	9,3	21,4
Mai	8,9	9,0	10,6	1,3	7,4	11,5	10,8	21,4	9,3	5,1	8,7	17,4
Juni	10,1	11,4	7,6	1,4	-9,9	12,3	4,0	24,2	6,1	1,3	6,6	11,5
Juli	9,1	10,4	9,3	1,5	-6,5	11,6	15,8	19,6	6,2	3,2	6,7	8,7
Aug.	8,8	9,9	7,2	0,9	-2,9	11,5	21,6	19,8	6,8	3,9	8,3	6,4
Sept. <sup>(p)</sup>	8,0	9,0	5,7	-0,2	3,0	12,0	10,4	19,3	9,5	5,3	10,5	12,5

## All Wertpapierbestände der MFIs (Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

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

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

	Konsumentenkredite				Wohnungsbaukredite				Sonstige Kredite			
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,1	-3,2	-0,3	-0,1	-2,8	-7,2	-2,8	-0,3	-4,1
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,7	-2,3	-0,3	-4,1
2005 Q1	-1,3	-0,6	-0,2	-0,5	-1,2	-0,1	0,0	-1,1	-2,7	-1,1	-0,1	-1,6
2005 April	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
Mai	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	0,0	-0,2
Juni	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	0,0	0,0	-0,5	-0,9	-0,4	0,0	-0,5
Juli	-0,4	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Aug.	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Sept. <sup>(p)</sup>	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,2	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
2003	-17,5	-8,8	-1,3	-7,4	-1,1	-0,3	-0,7
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,5	-1,6	-0,5	-1,1
2005 Q1	-5,1	-2,5	-0,7	-1,9	-0,3	-0,1	-0,3
2005 April	-0,8	-0,5	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Mai	-1,1	-0,5	0,0	-0,6	-0,2	0,0	-0,2
Juni	-1,9	-1,0	-0,1	-0,9	-0,1	0,0	-0,1
Juli	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
Aug.	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Sept. <sup>(p)</sup>	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	-0,1	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
2003	-1,2	-0,8	-0,3	3,0	0,0	-1,1	-0,1	-1,9	19,4	8,0	5,0	6,4
2004	13,5	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,9	-0,1	0,6	8,1	1,3	3,4	3,5
2005 Q1	5,9	1,0	0,1	3,8	0,1	-0,7	0,1	1,6	4,6	0,5	2,7	1,4
2005 April	3,8	0,4	0,0	2,2	0,0	0,8	0,0	0,4	-3,1	-0,8	-1,5	-0,8
Mai	6,0	0,5	0,1	2,9	0,1	0,3	0,1	2,2	7,8	0,8	3,0	4,1
Juni	7,7	2,0	0,1	2,8	0,1	0,6	0,0	2,1	5,3	1,1	2,8	1,4
Juli	-0,8	0,6	0,0	-2,3	-0,1	0,5	0,0	0,6	4,8	1,5	2,1	1,2
Aug.	1,6	0,4	0,1	1,1	0,0	0,3	0,1	-0,4	0,3	-0,6	-0,4	1,3
Sept. <sup>(p)</sup>	0,5	0,4	0,1	-1,2	0,0	1,0	-0,1	0,3	4,1	-0,1	1,6	2,5

Quelle: EZB.

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

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

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

### 1. Einlagen

	MFIs <sup>2)</sup>							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen	Euro <sup>3)</sup>	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro <sup>3)</sup>	Andere Währungen					
			Insgesamt						Insgesamt					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>														
2003	4 364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6 409,9	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004	4 709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6 778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005 Q1	4 820,7	91,0	9,0	5,4	0,5	1,4	1,1	6 833,0	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
Q2 <sup>(p)</sup>	4 793,2	90,9	9,1	5,5	0,5	1,4	1,1	7 055,9	96,9	3,1	1,9	0,3	0,1	0,4
<b>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>														
2003	1 580,8	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	1 748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
2005 Q1	1 935,7	46,9	53,1	35,2	2,4	2,9	9,7	733,4	54,6	45,4	29,4	1,5	2,0	9,2
Q2 <sup>(p)</sup>	2 039,0	45,8	54,2	35,9	2,3	3,0	9,8	744,5	52,3	47,7	30,9	1,5	2,2	9,9

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

	Alle Währungen	Euro <sup>3)</sup>	Andere Währungen				
			Insgesamt				
			USD	JPY	CHF	GBP	
	1	2	3	4	5	6	7
2003	3 304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004	3 653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005 Q1	3 794,9	83,4	16,6	8,2	1,7	1,9	2,9
Q2 <sup>(p)</sup>	3 943,0	82,4	17,6	9,0	1,8	1,9	3,0

Quelle: EZB.

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

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

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

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

**3. Kredite**

	MFIs <sup>2)</sup>							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen	Euro <sup>3)</sup>	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro <sup>3)</sup>	Andere Währungen					
			Insgesamt						Insgesamt					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>An Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>														
2003	4 193,9	-	-	-	-	-	7 919,3	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004	4 457,8	-	-	-	-	-	8 367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005 Q1	4 575,4	-	-	-	-	-	8 475,9	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
Q2 <sup>(p)</sup>	4 529,3	-	-	-	-	-	8 726,8	96,4	3,6	1,7	0,2	1,3	0,4	
<b>An Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>														
2003	1 182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	575,7	38,8	61,2	43,6	2,4	4,6	7,0
2004	1 342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005 Q1	1 463,8	51,8	48,2	29,2	3,4	2,1	9,2	672,7	41,8	58,2	42,1	1,4	4,3	7,1
Q2 <sup>(p)</sup>	1 579,6	49,5	50,5	31,1	3,8	2,2	8,8	712,2	40,5	59,5	43,3	1,1	4,4	7,3

**4. Wertpapiere ohne Aktien**

	Von MFIs <sup>2)</sup> begeben							Von Nicht-MFIs begeben						
	Alle Währungen	Euro <sup>3)</sup>	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro <sup>3)</sup>	Andere Währungen					
			Insgesamt						Insgesamt					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>														
2003	1 273,6	95,5	4,5	1,7	0,3	0,9	1,3	1 670,3	98,0	2,0	1,0	0,5	0,3	0,2
2004	1 422,6	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1 765,1	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005 Q1	1 455,5	95,4	4,6	2,1	0,4	0,4	1,5	1 839,7	98,3	1,7	0,9	0,4	0,1	0,3
Q2 <sup>(p)</sup>	1 503,5	95,5	4,5	2,0	0,3	0,4	1,4	1 889,2	98,2	1,8	1,0	0,4	0,1	0,3
<b>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>														
2003	276,9	45,1	54,9	30,6	1,2	4,9	15,4	355,5	45,8	54,2	31,1	5,8	5,8	6,4
2004	341,3	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,4	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005 Q1	359,8	48,9	51,1	30,3	1,0	0,5	16,5	438,0	43,7	56,3	32,7	7,2	0,8	9,1
Q2 <sup>(p)</sup>	395,6	47,0	53,0	30,9	0,9	0,5	17,9	475,4	41,4	58,6	34,0	7,4	0,8	10,0

Quelle: EZB.

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

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

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

### 1. Aktiva

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien			Aktien, sonstige Dividenden- werte und Beteiligungen 6	Investment- fondsanteile 7	Sachanlagen 8	Sonstige Aktiva 9
			Zusammen 3	Bis zu 1 Jahr 4	Mehr als 1 Jahr 5				
2004 Q1	3 356,2	266,5	1 434,5	70,4	1 364,1	1 103,9	263,2	136,9	151,2
Q2	3 373,2	244,9	1 430,8	69,4	1 361,5	1 121,1	278,5	140,3	157,6
Q3	3 392,8	246,7	1 472,8	72,1	1 400,6	1 095,3	281,0	144,4	152,6
Q4	3 509,0	240,1	1 497,6	71,9	1 425,7	1 157,8	293,7	146,9	172,9
2005 Q1	3 714,2	265,5	1 561,6	72,8	1 488,9	1 226,1	316,9	151,1	193,0
Q2 <sup>(p)</sup>	3 929,2	272,1	1 642,1	83,3	1 558,8	1 294,5	346,5	154,7	219,3

### 2. Passiva

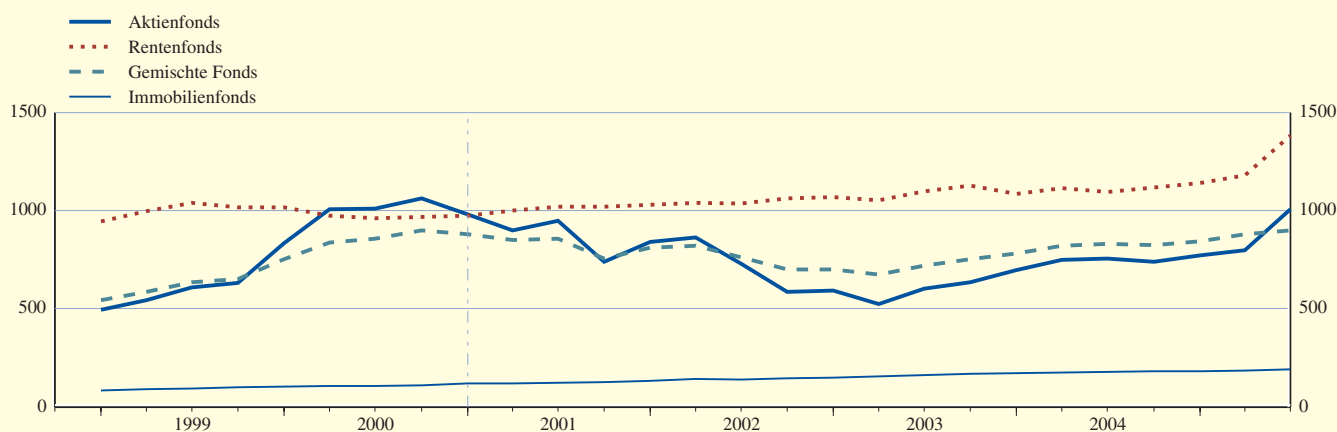
	Insgesamt 1	Einlagen und aufgenommene Kredite 2	Investmentfondsanteile 3	Sonstige Passiva 4
2004 Q1	3 356,2	49,6	3 173,8	132,9
Q2	3 373,2	50,4	3 196,2	126,6
Q3	3 392,8	49,5	3 216,6	126,7
Q4	3 509,0	48,5	3 322,4	138,2
2005 Q1	3 714,2	56,0	3 483,8	174,4
Q2 <sup>(p)</sup>	3 929,2	53,3	3 683,6	192,2

### 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
2004 Q1	3 356,2	750,4	1 116,3	820,6	176,2	492,8	2 469,8	886,4
Q2	3 373,2	756,5	1 094,2	830,0	179,7	512,7	2 479,5	893,7
Q3	3 392,8	740,1	1 119,0	825,8	182,4	525,5	2 495,4	897,4
Q4	3 509,0	772,4	1 140,9	844,4	182,3	568,9	2 588,3	920,7
2005 Q1	3 714,2	797,8	1 179,9	880,9	186,2	669,5	2 759,1	955,1
Q2 <sup>(p)</sup>	3 929,2	1 007,1	1 381,9	898,7	191,2	450,3	2 929,7	999,5

## A12 Gesamtaktiva der Investmentfonds

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

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

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

**1. Fonds nach Anlageschwerpunkten**

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien			Aktien, sonstige Dividenden- werte und Beteiligungen 6	Investment- fondsanteile 7	Sachanlagen 8	Sonstige Aktiva 9
			Zusammen 3	Bis zu 1 Jahr 4	Mehr als 1 Jahr 5				
<b>Aktienfonds</b>									
2004 Q1	750,4	32,8	32,2	3,0	29,2	635,6	23,4	-	26,5
Q2	756,5	31,5	31,6	3,2	28,3	642,8	25,3	-	25,3
Q3	740,1	31,5	33,0	3,7	29,3	625,3	25,1	-	25,1
Q4	772,4	28,5	33,9	3,7	30,2	653,4	28,0	-	28,6
2005 Q1	797,8	31,2	33,9	3,7	30,2	675,5	28,9	-	28,2
Q2 <sup>(p)</sup>	1 007,1	41,4	38,8	4,0	34,8	862,5	33,4	-	31,0
<b>Rentenfonds</b>									
2004 Q1	1 116,3	97,3	918,4	35,3	883,1	32,6	21,4	-	46,6
Q2	1 094,2	79,1	910,0	36,3	873,7	33,0	21,8	-	50,3
Q3	1 119,0	80,8	932,4	38,8	893,6	31,9	23,4	-	50,5
Q4	1 140,9	77,5	943,6	39,9	903,7	36,9	23,4	-	59,5
2005 Q1	1 179,9	90,3	964,5	41,2	923,3	36,4	26,0	-	62,6
Q2 <sup>(p)</sup>	1 381,9	101,7	1 130,5	53,4	1 077,1	35,4	30,0	-	84,3
<b>Gemischte Fonds</b>									
2004 Q1	820,6	52,9	333,7	21,2	312,5	286,6	107,2	0,3	39,9
Q2	830,0	52,3	340,1	22,3	317,7	278,9	114,9	0,3	43,5
Q3	825,8	52,3	347,8	22,0	325,9	270,5	115,6	0,3	39,4
Q4	844,4	50,4	347,0	20,1	326,8	281,6	121,3	0,2	43,9
2005 Q1	880,9	55,9	358,7	20,7	338,0	290,7	124,8	0,1	50,6
Q2 <sup>(p)</sup>	898,7	59,8	385,7	19,5	366,2	255,1	134,2	0,2	63,6
<b>Immobilienfonds</b>									
2004 Q1	176,2	14,7	9,1	0,6	8,5	0,7	7,7	135,9	8,0
Q2	179,7	15,0	8,6	0,6	7,9	0,7	7,7	139,2	8,7
Q3	182,4	14,4	8,5	0,6	7,9	0,7	7,5	143,1	8,0
Q4	182,3	14,6	7,1	0,7	6,4	0,9	6,9	144,8	8,0
2005 Q1	186,2	13,3	7,8	0,7	7,1	1,0	6,9	148,9	8,3
Q2 <sup>(p)</sup>	191,2	13,0	7,6	0,7	6,9	1,0	7,0	154,3	8,4

**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
2004 Q1	2 469,8	219,2	948,7	877,3	198,8	117,8	107,9
Q2	2 479,5	202,1	945,8	890,2	211,0	120,5	109,8
Q3	2 495,4	205,7	974,3	872,6	213,2	124,0	105,5
Q4	2 588,3	201,2	992,9	926,0	221,4	127,4	119,4
2005 Q1	2 759,1	223,4	1 045,4	979,8	240,2	130,7	139,5
Q2 <sup>(p)</sup>	2 929,7	228,1	1 110,0	1 036,4	259,2	133,7	162,5
<b>Spezialfonds</b>							
2004 Q1	886,4	47,3	485,8	226,5	64,4	19,1	43,3
Q2	893,7	42,8	485,0	230,8	67,5	19,8	47,8
Q3	897,4	41,0	498,4	222,7	67,7	20,4	47,2
Q4	920,7	38,9	504,7	231,8	72,3	19,5	53,5
2005 Q1	955,1	42,1	516,2	246,2	76,7	20,4	53,5
Q2 <sup>(p)</sup>	999,5	43,9	532,1	258,2	87,3	21,0	56,8

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-Währungsgebiets
	Insgesamt	Zusammen	Bargeld	Einlagen nichtfinanzieller Sektoren (ohne Zentralstaaten) bei MFIs im Euro-Währungsgebiet					Einlagen von Zentralstaaten bei MFIs im Euro-Währungsgebiet	Einlagen bei Nicht-MFIs <sup>1)</sup>	
				Zusammen	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit	Mit vereinbarter Kündigungsfrist	Repo-geschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2003 Q4	15 657,3	5 883,9	352,4	5 183,2	2 027,5	1 559,1	1 511,4	85,2	155,7	192,6	347,3
2004 Q1	15 869,1	5 914,7	350,8	5 180,6	2 020,6	1 545,0	1 533,9	81,2	183,8	199,4	396,7
Q2	16 151,3	6 051,9	372,1	5 263,9	2 101,2	1 529,5	1 553,9	79,4	223,7	192,2	397,2
Q3	16 240,3	6 076,3	383,5	5 284,3	2 104,2	1 532,2	1 565,1	82,8	204,1	204,4	394,9
Q4	16 597,9	6 234,8	413,5	5 435,0	2 165,2	1 577,9	1 603,7	88,2	162,4	224,0	386,8
2005 Q1	16 878,2	6 251,4	408,4	5 433,3	2 174,8	1 560,0	1 620,0	78,5	187,4	222,2	428,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2003 Q4	162,8	127,5	29,7	118,0	79,0	7,9	36,3	-5,2	-28,1	8,0	11,0
2004 Q1	148,6	28,3	-1,6	-5,0	-7,6	-15,8	22,4	-3,9	28,1	6,8	44,2
Q2	291,0	139,5	21,2	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,2	0,0
Q3	120,3	28,8	11,5	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	12,2	1,7
Q4	165,3	167,3	30,0	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	19,6	4,4
2005 Q1	168,7	16,0	-5,0	-3,5	7,9	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-0,5	35,1
<b>Wachstumsraten</b>											
2003 Q4	4,7	5,6	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	11,0	9,0	25,3
2004 Q1	4,4	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,5	26,1
Q2	4,8	5,3	19,5	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,8	21,9
Q3	4,7	5,6	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,7	16,5
Q4	4,6	6,2	17,3	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,3	14,5
2005 Q1	4,7	5,9	16,4	5,2	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	12,1	10,4

	Wertpapiere ohne Anteilsrechte			Anteilsrechte <sup>2)</sup>				Versicherungstechnische Rückstellungen		
	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Börsennotierte Aktien	Investmentzertifikate	Geldmarktfondsanteile	Zusammen	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinerichtungen	Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle
<b>Bestände</b>										
2003 Q4	1 904,9	191,0	1 713,9	3 932,1	2 036,3	1 895,8	406,6	3 936,3	3 561,1	375,2
2004 Q1	1 923,8	198,8	1 725,0	4 020,8	2 070,1	1 950,7	420,9	4 009,8	3 624,7	385,1
Q2	1 955,2	215,5	1 739,7	4 068,1	2 125,5	1 942,6	424,2	4 076,1	3 686,5	389,5
Q3	1 974,6	214,8	1 759,8	4 034,8	2 097,1	1 937,7	424,7	4 154,6	3 761,5	393,1
Q4	1 967,5	202,0	1 765,6	4 166,4	2 216,1	1 950,3	407,4	4 229,1	3 831,9	397,2
2005 Q1	2 006,4	212,8	1 793,6	4 299,4	2 306,4	1 993,0	415,7	4 321,0	3 916,3	404,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2003 Q4	1,3	11,5	-10,2	-17,6	-17,8	0,1	-10,2	51,7	51,1	0,6
2004 Q1	10,7	7,6	3,1	37,2	7,1	30,1	15,1	72,4	62,5	9,9
Q2	37,4	16,0	21,4	58,3	58,0	0,3	-0,5	55,8	51,4	4,5
Q3	15,3	-0,2	15,5	13,5	10,6	2,9	-2,2	62,7	59,1	3,6
Q4	-18,9	-13,8	-5,1	-49,6	-37,4	-12,2	-15,8	66,5	62,5	4,0
2005 Q1	44,9	8,9	36,0	29,7	1,5	28,2	8,9	78,1	69,7	8,5
<b>Wachstumsraten</b>										
2003 Q4	-1,2	-2,5	-1,1	4,2	1,3	7,1	8,5	6,9	7,1	4,7
2004 Q1	-1,0	1,4	-1,2	3,7	2,1	5,1	2,8	6,6	6,8	5,4
Q2	3,0	20,8	1,1	3,4	4,0	2,9	1,7	6,3	6,4	5,1
Q3	3,3	18,8	1,7	2,5	3,3	1,8	0,5	6,2	6,4	4,9
Q4	2,3	5,0	2,0	1,5	1,9	1,1	-0,8	6,5	6,6	5,8
2005 Q1	4,1	5,5	3,9	1,3	1,6	1,0	-2,3	6,6	6,7	5,3

Quelle: EZB.

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

2) Ohne nicht börsennotierte Aktien.

**3.2 Wichtige Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren**

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

	Kredite von MFIs und sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet an												Nachrichtlich: Kredite von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets an Nichtbanken
	Zusammen			Öffentliche Haushalte (Staat)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			Private Haushalte <sup>1)</sup>			
	Von MFIs im Euro-Währungsgebiet	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Bestände</b>													
2003 Q4	16 655,7	8 496,4	7 395,7	965,1	82,3	882,7	3 664,5	1 167,3	2 497,2	3 866,8	284,6	3 582,2	266,5
2004 Q1	17 008,5	8 542,0	7 463,0	977,2	86,3	890,9	3 649,3	1 163,7	2 485,5	3 915,5	278,7	3 636,8	338,5
Q2	17 219,1	8 696,5	7 593,6	978,2	91,7	886,5	3 694,0	1 172,9	2 521,1	4 024,3	290,7	3 733,6	335,8
Q3	17 329,1	8 775,8	7 671,3	974,8	90,4	884,3	3 695,2	1 153,2	2 542,0	4 105,8	288,0	3 817,8	309,1
Q4	17 694,9	8 904,6	7 794,7	973,0	80,9	892,1	3 745,9	1 177,1	2 568,8	4 185,7	293,4	3 892,4	317,9
2005 Q1	18 065,3	8 991,9	7 878,6	968,9	77,4	891,5	3 777,1	1 179,2	2 597,9	4 245,9	293,3	3 952,6	331,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2003 Q4	133,9	117,3	118,2	23,2	9,8	13,5	15,3	-17,2	32,6	78,7	3,8	74,9	-1,4
2004 Q1	209,6	54,8	74,3	13,6	4,0	9,6	-12,8	-3,8	-9,0	54,1	-4,4	58,5	66,7
Q2	277,7	161,4	134,5	-0,6	5,3	-5,9	69,5	16,3	53,3	92,5	8,7	83,7	-2,8
Q3	152,0	79,4	86,1	-3,1	-1,3	-1,8	-1,4	-17,2	15,8	84,0	-2,3	86,2	-23,3
Q4	117,1	141,1	139,6	-1,8	-9,5	7,7	62,9	24,8	38,1	80,1	6,7	73,4	18,5
2005 Q1	234,7	85,1	87,9	-4,8	-3,5	-1,3	25,6	5,2	20,4	64,3	0,8	63,5	31,6
<b>Wachstumsraten</b>													
2003 Q4	4,9	5,0	4,6	2,0	35,5	-0,5	3,4	0,1	5,0	7,4	-1,9	8,2	13,1
2004 Q1	4,6	4,5	4,7	3,4	25,9	1,5	1,8	-1,7	3,5	7,4	-0,7	8,1	35,4
Q2	4,6	5,0	5,3	4,5	28,3	2,4	2,2	-2,5	4,5	7,9	0,9	8,5	33,6
Q3	4,7	5,0	5,7	3,8	24,5	1,9	1,9	-1,9	3,7	8,1	2,1	8,6	14,2
Q4	4,5	5,1	5,9	0,8	-1,8	1,1	3,2	1,7	3,9	8,0	3,1	8,4	22,2
2005 Q1	4,6	5,5	6,0	-1,1	-10,4	-0,2	4,3	2,5	5,1	8,2	5,0	8,4	7,1
<b>Emission von Wertpapieren (ohne Anteilsrechte) durch</b>													
	Zusammen	Öffentliche Haushalte (Staat)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			Emission von börsennotierten Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen	Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften			
		Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
<b>Bestände</b>													
2003 Q4	4 958,7	4 341,1	551,4	3 789,6	617,7	196,7	421,0	2 726,3	181,7	292,5			
2004 Q1	5 146,9	4 531,1	594,4	3 936,7	615,7	209,0	406,8	2 834,1	189,0	296,5			
Q2	5 197,2	4 566,0	619,9	3 946,0	631,3	219,0	412,3	2 842,8	181,9	300,7			
Q3	5 290,8	4 651,1	617,5	4 033,6	639,7	217,4	422,3	2 763,5	194,0	305,0			
Q4	5 297,2	4 661,4	585,0	4 076,4	635,8	213,2	422,6	2 980,1	213,5	299,5			
2005 Q1	5 420,8	4 766,3	594,4	4 171,9	654,5	231,3	423,2	3 138,3	212,0	302,3			
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2003 Q4	4,5	-4,2	-14,2	10,0	8,7	0,8	7,9	0,2	7,4	4,4			
2004 Q1	142,5	149,3	42,7	106,6	-6,8	12,4	-19,2	2,1	7,3	2,9			
Q2	118,5	100,8	25,4	75,4	17,7	10,7	7,1	1,8	-7,1	3,1			
Q3	51,3	41,0	-1,1	42,1	10,3	-1,0	11,2	5,9	12,1	3,2			
Q4	-49,6	-45,0	-32,9	-12,1	-4,6	-4,2	-0,5	2,4	19,4	3,8			
2005 Q1	143,1	120,5	7,7	112,8	22,6	19,2	3,4	3,9	-0,2	2,8			
<b>Wachstumsraten</b>													
2003 Q4	6,5	5,8	13,8	4,8	11,6	22,2	7,2	0,8	8,9	4,9			
2004 Q1	6,1	6,3	11,1	5,7	4,7	14,0	0,6	1,0	7,5	4,8			
Q2	6,1	6,5	8,2	6,2	3,4	15,8	-2,0	0,3	4,8	4,7			
Q3	6,3	6,5	9,4	6,1	4,9	11,9	1,7	0,4	11,3	4,7			
Q4	5,3	5,7	6,2	5,6	2,7	9,1	-0,3	0,4	17,5	4,5			
2005 Q1	5,1	4,8	-0,1	5,5	7,5	11,8	5,2	0,5	12,8	4,4			

Quelle: EZB.

1) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.



### 3.3 Wichtige Forderungen und Verbindlichkeiten von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Wichtige Forderungen											
	Insgesamt	Einlagen bei MFIs im Euro-Währungsgebiet					Kredite			Wertpapiere ohne Anteilsrechte		
		Zusammen	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit	Mit vereinbarter Kündigungsfrist	Repos-geschäfte	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Bestände											
2003 Q4	3 633,0	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	349,0	60,0	289,0	1 476,3	59,4	1 416,9
2004 Q1	3 759,9	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	349,3	60,8	288,5	1 541,0	62,0	1 479,0
Q2	3 774,7	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	342,6	59,0	283,5	1 544,3	63,4	1 480,9
Q3	3 837,2	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	348,7	62,2	286,5	1 589,8	63,3	1 526,5
Q4	3 918,1	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	329,0	56,0	273,0	1 644,5	61,9	1 582,6
2005 Q1	4 043,8	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	332,6	58,7	273,9	1 695,7	62,4	1 633,3
	Transaktionsbedingte Veränderungen											
2003 Q4	71,2	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-3,7	1,2	-4,9	50,2	-1,4	51,6
2004 Q1	81,5	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	0,0	0,6	-0,6	47,0	2,3	44,7
Q2	26,1	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-6,7	-1,6	-5,0	24,4	0,9	23,5
Q3	54,3	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	5,6	2,6	3,0	29,4	-0,6	30,0
Q4	52,1	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-19,4	-5,9	-13,5	51,5	-0,5	52,0
2005 Q1	91,4	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	3,7	2,8	0,9	48,6	0,3	48,2
	Wachstumsraten											
2003 Q4	6,7	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	0,2	-13,1	3,5	11,3	14,7	11,1
2004 Q1	6,9	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	-0,1	0,4	-0,2	10,5	11,7	10,5
Q2	6,1	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	-3,0	-2,4	-3,1	10,6	8,4	10,7
Q3	6,6	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	-1,3	4,8	-2,6	10,5	1,9	10,9
Q4	5,9	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-5,8	-7,1	-5,6	10,3	3,4	10,6
2005 Q1	6,0	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-4,8	-3,5	-5,1	10,0	0,1	10,4

	Wichtige Forderungen						Wichtige Verbindlichkeiten						
	Anteilsrechte <sup>1)</sup>					Insgesamt	Kredite von MFIs und sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet		Wertpapiere ohne Anteilsrechte	Börsennotierte Aktien	Versicherungstechnische Rückstellungen		
	Zusammen	Börsennotierte Aktien	Investmentzertifikate	Geldmarktfondsanteile	Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle		Zusammen	Von MFIs im Euro-Währungsgebiet			Zusammen	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle
	Bestände												
2003 Q4	1 157,5	526,5	631,0	64,1	107,8	3 914,3	54,9	35,4	23,0	189,9	3 646,4	3 112,5	534,0
2004 Q1	1 200,8	539,6	661,2	63,4	111,5	4 009,4	64,7	46,3	23,7	190,9	3 730,1	3 182,9	547,2
Q2	1 209,9	538,6	671,2	63,6	112,6	4 079,2	71,1	53,7	24,2	193,3	3 790,6	3 238,3	552,3
Q3	1 210,5	531,2	679,4	63,1	114,6	4 135,5	68,8	52,5	22,6	185,7	3 858,3	3 300,6	557,8
Q4	1 245,6	553,3	692,3	68,4	115,9	4 222,2	65,5	48,6	23,6	207,1	3 926,0	3 364,5	561,5
2005 Q1	1 299,2	601,4	697,8	68,5	119,2	4 332,3	74,2	58,2	24,4	219,5	4 014,3	3 441,2	573,0
	Transaktionsbedingte Veränderungen												
2003 Q4	21,8	6,7	15,1	4,1	-7,2	42,6	-9,6	-8,9	2,5	5,0	44,7	43,4	1,3
2004 Q1	16,2	-1,1	17,3	-0,8	3,6	81,3	9,6	10,8	0,4	0,8	70,5	57,3	13,2
Q2	0,0	-7,5	7,5	-0,1	1,1	58,2	6,1	7,0	0,6	0,1	51,5	46,5	5,1
Q3	9,0	3,2	5,7	-0,5	2,1	58,1	-2,3	-1,1	-1,3	2,1	59,5	54,1	5,5
Q4	8,7	0,9	7,8	5,4	1,4	53,6	-3,0	-3,6	0,7	0,1	55,9	52,2	3,6
2005 Q1	23,4	5,5	17,9	0,2	3,2	84,7	7,8	8,6	0,7	0,1	76,0	63,5	12,5
	Wachstumsraten												
2003 Q4	5,3	2,6	7,5	11,3	-1,1	7,1	16,7	12,7	26,4	6,2	6,9	7,3	4,7
2004 Q1	6,6	3,6	8,8	5,9	-0,1	6,9	7,5	8,5	25,4	8,3	6,7	6,9	5,2
Q2	4,5	0,7	7,5	-1,7	-0,9	6,4	12,3	18,8	23,7	3,5	6,3	6,6	4,8
Q3	4,3	0,3	7,5	4,6	-0,4	6,2	6,0	17,5	10,9	4,8	6,3	6,5	4,7
Q4	2,9	-0,8	6,1	6,3	7,6	6,4	19,0	36,9	1,7	1,6	6,5	6,7	5,1
2005 Q1	3,4	0,4	5,9	8,0	7,0	6,3	13,3	23,7	2,8	1,2	6,5	6,8	4,9

Quelle: EZB.

1) Ohne nicht börsennotierte Aktien.

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

1. Alle Sektoren im Euro-Währungsgebiet

	Sachvermögensbildung					Geldvermögensbildung								
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Vorratsveränderungen <sup>1)</sup>	Nicht produzierte Vermögensgüter	Insgesamt	Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZR)	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte <sup>2)</sup>	Kredite	Anteilsrechte	Versicherungstechnische Rückstellungen	Übrige Geldvermögensbildung (netto) <sup>3)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
1997	338,2	1 136,1	-797,1	-0,9	0,0	1 951,2	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	49,7	
1998	404,8	1 201,3	-823,6	27,0	0,2	2 419,2	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	54,6	
1999	444,5	1 290,9	-863,7	17,1	0,2	3 117,8	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	47,9	
2000	486,6	1 394,2	-913,1	22,2	-16,7	2 910,7	1,3	350,9	264,6	829,9	1 189,1	251,3	23,5	
2001	466,2	1 449,6	-973,6	-11,8	2,0	2 590,6	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-19,4	
2002	413,7	1 439,3	-1 005,4	-21,3	1,1	2 292,7	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	33,5	
2003	433,1	1 464,8	-1 034,5	2,4	0,5	2 403,0	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	19,8	

	Reinvermögensänderung <sup>4)</sup>				Nettozugang an Verbindlichkeiten					
	Insgesamt	Bruttoersparnis	Abschreibungen (-)	Empfangene Vermögens-transfers (netto)	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte <sup>2)</sup>	Kredite	Anteilsrechte	Versicherungstechnische Rückstellungen
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1997	455,7	1 241,8	-797,1	11,0	1 833,7	509,7	318,0	393,1	382,5	230,3
1998	486,5	1 299,1	-823,6	11,1	2 337,4	648,8	323,2	484,6	659,8	221,0
1999	498,0	1 352,0	-863,7	9,7	3 064,3	934,9	503,4	765,2	597,1	263,7
2000	515,1	1 419,4	-913,1	8,8	2 882,2	539,5	416,9	882,9	788,7	254,1
2001	486,0	1 449,4	-973,6	10,2	2 570,8	668,9	489,9	634,3	521,6	256,0
2002	472,7	1 468,2	-1 005,4	9,9	2 233,7	572,9	442,0	618,0	376,2	224,7
2003	443,5	1 472,8	-1 034,5	5,2	2 392,7	676,2	514,0	539,3	420,3	242,8

2. Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

	Sachvermögensbildung			Geldvermögensbildung				Reinvermögensänderung <sup>4)</sup>		Nettozugang an Verbindlichkeiten				
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte <sup>2)</sup>	Kredite	Anteilsrechte	Insgesamt	Bruttoersparnis	Wertpapiere ohne Anteilsrechte <sup>2)</sup>	Kredite	Anteilsrechte		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	150,3	591,9	-453,2	272,3	26,0	-12,1	65,8	100,8	104,8	521,3	317,8	12,1	175,9	120,1
1998	193,7	635,1	-470,6	439,8	45,7	-11,5	110,9	204,5	147,6	569,1	485,9	22,8	257,2	194,9
1999	212,0	683,1	-490,7	654,0	24,5	93,6	186,0	336,3	106,7	547,6	759,3	47,5	434,1	261,1
2000	306,1	751,6	-522,4	921,0	74,2	87,4	230,4	511,4	79,9	554,9	1 147,2	61,0	597,1	480,7
2001	215,7	778,9	-558,8	638,2	101,6	44,6	169,2	232,1	91,3	590,5	762,6	99,7	355,5	295,9
2002	171,9	757,6	-581,0	515,7	31,8	-55,7	174,2	253,1	108,6	633,2	579,0	21,0	352,0	190,8
2003	156,7	746,4	-597,9	360,9	69,3	-57,9	107,6	191,3	80,5	647,0	437,1	55,0	174,1	194,9

3. Private Haushalte<sup>5)</sup>

	Sachvermögensbildung			Geldvermögensbildung					Reinvermögensänderung <sup>4)</sup>		Nettozugang an Verbindlichkeiten		Nachrichtlich:	
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte <sup>2)</sup>	Anteilsrechte	Versicherungstechnische Rückstellungen	Insgesamt	Bruttoersparnis	Insgesamt	Kredite	Verfügbares Einkommen	Bruttosparquote <sup>6)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	154,1	374,7	-210,3	441,3	69,3	-20,8	192,5	217,6	425,7	615,5	169,7	168,3	3 852,4	16,0
1998	171,4	387,8	-215,1	453,0	92,9	-119,0	287,4	209,3	409,7	593,4	214,6	213,3	3 954,9	15,0
1999	185,5	418,2	-230,2	478,8	122,6	-28,5	195,8	245,2	395,9	580,1	268,4	266,9	4 105,3	14,1
2000	200,4	442,2	-239,5	433,8	66,2	35,3	122,6	245,9	407,7	607,5	226,4	224,7	4 329,8	14,0
2001	192,1	452,6	-256,5	414,1	180,7	82,7	45,4	229,1	430,0	650,1	176,2	174,3	4 619,4	14,1
2002	186,9	463,8	-260,6	469,7	220,6	83,1	-1,0	211,3	443,3	661,2	213,2	211,1	4 747,8	13,9
2003	209,3	485,0	-268,7	515,9	224,2	16,6	83,6	229,8	465,0	697,9	260,2	257,9	4 904,2	14,2

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 Erwerbzzweck.
- 6) Bruttoersparnis in Prozent des verfügbaren Einkommens.



# 4 FINANZMÄRKTE

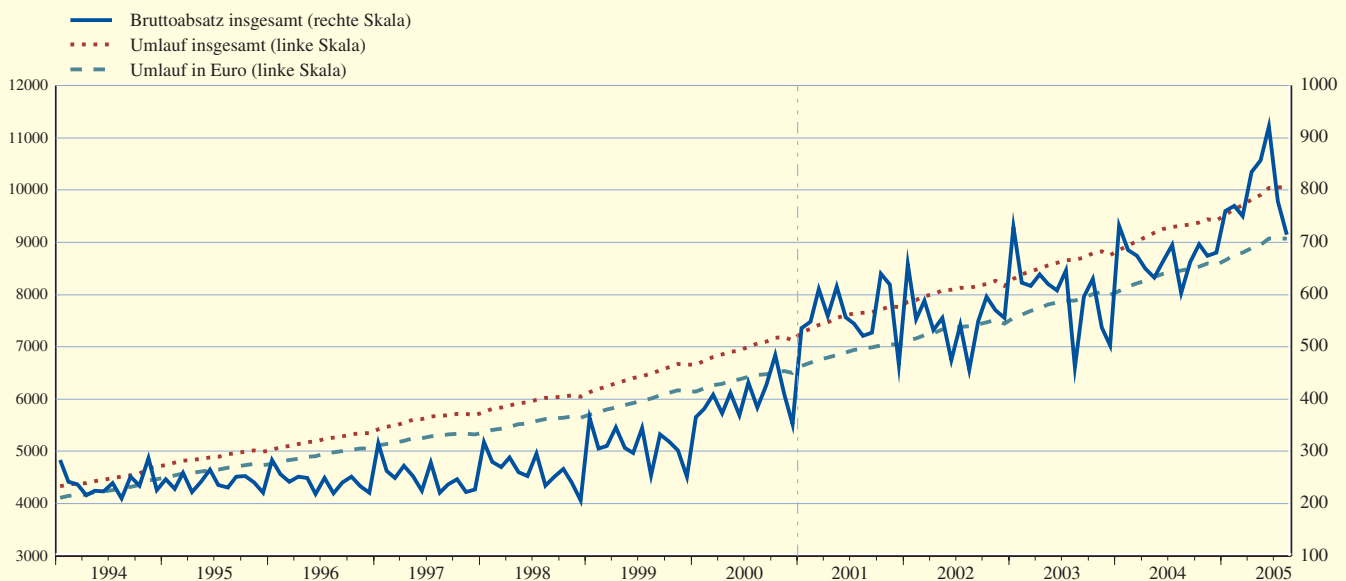
## 4.1 Wertpapiere ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen

(in Mrd € und Wachstumsraten im Berichtszeitraum; saisonbereinigt; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)

	Euro insgesamt <sup>1)</sup>			Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet									
	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Euro			Alle Währungen					Saisonbereinigt <sup>2)</sup>	
				Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Jahreswachstumsraten	Nettoabsatz	Sechsmonatsraten	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Insgesamt</b>													
2004 Aug.	9 796,7	619,8	29,3	8 457,1	572,0	12,8	9 314,2	603,7	13,5	7,3	45,2	7,2	
Sept.	9 909,8	725,3	108,8	8 501,6	627,7	40,5	9 347,2	661,4	39,9	7,0	40,5	6,9	
Okt.	9 935,3	712,2	21,7	8 534,6	652,7	30,2	9 383,7	696,7	40,3	6,6	38,9	6,6	
Nov.	10 026,5	703,7	84,8	8 596,6	635,9	55,7	9 440,3	674,0	58,6	6,7	61,8	6,5	
Dez.	10 030,7	706,6	4,8	8 574,9	648,2	-21,3	9 413,4	680,5	-22,5	7,2	77,2	6,6	
2005 Jan.	10 096,1	763,3	52,8	8 652,6	712,5	65,1	9 525,8	759,5	81,3	7,0	43,3	6,7	
Febr.	10 216,5	792,9	117,2	8 760,0	726,7	104,4	9 639,3	769,2	114,4	7,4	79,1	7,5	
März	10 324,3	798,1	106,9	8 805,5	704,4	44,3	9 707,8	750,4	54,6	7,1	36,0	7,3	
April	10 380,1	834,3	52,4	8 892,3	788,4	83,1	9 819,0	834,9	99,4	7,4	84,3	8,3	
Mai	10 442,5	871,0	62,8	8 952,0	817,4	60,0	9 908,5	856,9	64,5	7,1	34,8	7,6	
Juni	10 630,6	994,0	186,2	9 074,6	872,4	121,0	10 046,8	922,1	130,7	7,7	133,9	8,8	
Juli	.	.	.	9 077,8	737,4	2,7	10 053,4	778,6	5,7	7,3	2,7	7,9	
Aug.	.	.	.	9 069,4	675,7	-14,1	10 054,0	714,9	-5,9	7,1	32,0	6,8	
<b>Langfristig</b>													
2004 Aug.	8 878,0	87,2	25,3	7 620,3	65,4	10,6	8 368,5	75,3	15,5	7,6	41,9	7,2	
Sept.	8 972,6	191,6	89,7	7 675,9	143,8	50,7	8 418,3	157,0	52,4	7,3	47,5	7,2	
Okt.	9 009,3	174,0	33,8	7 693,1	139,2	15,3	8 439,1	158,0	25,8	7,0	34,2	7,0	
Nov.	9 085,2	168,7	70,1	7 748,8	138,3	50,1	8 493,3	155,1	59,5	7,1	63,6	6,9	
Dez.	9 110,3	148,5	24,8	7 765,7	124,7	16,2	8 501,2	136,1	16,2	7,4	62,5	6,9	
2005 Jan.	9 180,1	198,5	59,8	7 826,9	174,9	51,3	8 588,7	195,0	61,9	7,7	62,4	7,7	
Febr.	9 296,1	220,6	113,5	7 924,0	180,3	94,7	8 691,4	199,4	103,2	7,8	73,4	8,4	
März	9 370,5	202,6	73,9	7 974,3	163,4	49,6	8 758,6	183,8	57,5	7,8	47,5	8,3	
April	9 423,1	181,8	50,9	8 035,0	163,8	58,8	8 838,4	181,7	70,2	8,0	66,0	9,1	
Mai	9 490,7	178,5	66,2	8 095,5	150,2	58,9	8 925,8	165,5	65,0	7,6	38,2	8,4	
Juni	9 669,4	296,9	174,9	8 239,9	231,6	140,9	9 089,8	254,1	151,0	8,6	138,6	10,2	
Juli	.	.	.	8 233,3	130,5	-6,7	9 086,6	145,1	-2,1	8,1	-2,5	8,5	
Aug.	.	.	.	8 218,7	61,0	-17,5	9 082,4	74,4	-10,1	7,8	21,1	7,2	

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

**4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten**  
(in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)

**1. Umlauf und Bruttoabsatz**

	Umlauf					Bruttoabsatz						
	Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Insgesamt</b>												
2003	8 750	3 353	665	591	3 923	219	7 209	4 487	245	911	1 479	87
2004	9 413	3 714	735	594	4 120	250	8 049	5 252	222	1 028	1 464	83
2004 Q3	9 347	3 644	690	603	4 169	242	1 960	1 313	41	256	334	16
2004 Q4	9 413	3 714	735	594	4 120	250	2 051	1 434	84	228	284	20
2005 Q1	9 708	3 850	755	606	4 238	259	2 279	1 544	50	248	412	25
2005 Q2	10 047	3 993	830	617	4 341	266	2 614	1 802	108	281	399	23
2005 Mai	9 909	3 937	792	622	4 296	262	857	600	29	97	126	4
2005 Juni	10 047	3 993	830	617	4 341	266	922	632	48	99	133	11
2005 Juli	10 053	4 014	830	617	4 325	268	779	550	14	88	119	8
2005 Aug.	10 054	4 030	827	617	4 313	268	715	545	8	81	77	4
<b>Kurzfristig</b>												
2003	861	390	6	94	367	3	5 333	3 698	41	796	768	29
2004	912	447	7	90	362	5	6 147	4 383	44	931	756	33
2004 Q3	929	412	6	100	405	6	1 555	1 119	11	230	186	9
2004 Q4	912	447	7	90	362	5	1 602	1 223	12	205	155	7
2005 Q1	949	457	8	105	374	5	1 701	1 262	12	229	188	9
2005 Q2	957	462	7	105	377	5	2 013	1 558	11	258	178	8
2005 Mai	983	477	8	115	378	5	691	537	3	92	56	3
2005 Juni	957	462	7	105	377	5	668	519	3	86	57	3
2005 Juli	967	475	7	103	376	5	633	490	4	81	56	3
2005 Aug.	972	481	7	102	376	5	641	501	4	77	56	3
<b>Langfristig<sup>1)</sup></b>												
2003	7 889	2 962	659	497	3 556	216	1 876	788	203	115	711	58
2004	8 501	3 266	728	504	3 758	245	1 902	869	179	97	708	49
2004 Q3	8 418	3 232	684	503	3 764	236	406	194	30	25	148	8
2004 Q4	8 501	3 266	728	504	3 758	245	449	211	72	24	129	13
2005 Q1	8 759	3 393	747	501	3 863	254	578	281	37	19	224	16
2005 Q2	9 090	3 530	822	512	3 965	260	601	245	98	24	221	14
2005 Mai	8 926	3 460	784	507	3 917	257	166	63	26	6	70	1
2005 Juni	9 090	3 530	822	512	3 965	260	254	113	45	12	76	8
2005 Juli	9 087	3 539	822	514	3 949	263	145	60	10	7	63	5
2005 Aug.	9 082	3 548	819	515	3 937	263	74	44	4	4	21	1
<b>Darunter festverzinslich</b>												
2003	6 117	1 885	406	421	3 240	165	1 287	415	114	91	626	41
2004	6 380	1 929	416	414	3 436	186	1 193	408	69	61	620	36
2004 Q3	6 392	1 951	408	417	3 436	180	248	87	9	14	132	6
2004 Q4	6 380	1 929	416	414	3 436	186	259	93	26	15	117	9
2005 Q1	6 517	1 969	426	409	3 517	196	387	137	21	15	199	15
2005 Q2	6 674	2 003	445	416	3 607	203	343	101	28	15	187	12
2005 Mai	6 601	1 984	433	412	3 573	199	97	24	6	3	63	1
2005 Juni	6 674	2 003	445	416	3 607	203	140	46	15	9	63	7
2005 Juli	6 650	1 998	440	415	3 590	205	93	24	3	4	59	3
2005 Aug.	6 649	2 003	437	416	3 589	205	45	23	2	2	17	1
<b>Darunter variabel verzinslich</b>												
2003	1 579	959	249	59	262	51	508	337	90	12	53	16
2004	1 869	1 148	309	77	275	59	619	404	109	32	60	14
2004 Q3	1 772	1 101	273	73	269	56	136	95	21	10	9	2
2004 Q4	1 869	1 148	309	77	275	59	175	105	47	7	12	4
2005 Q1	1 956	1 212	317	79	291	58	167	129	16	3	17	2
2005 Q2	2 113	1 291	374	83	308	57	235	128	70	7	28	2
2005 Mai	2 033	1 250	348	81	297	58	62	34	20	2	5	0
2005 Juni	2 113	1 291	374	83	308	57	105	60	30	3	11	1
2005 Juli	2 127	1 301	379	84	307	57	44	31	7	2	2	1
2005 Aug.	2 129	1 300	379	85	308	57	22	16	2	1	2	0

Quelle: EZB.

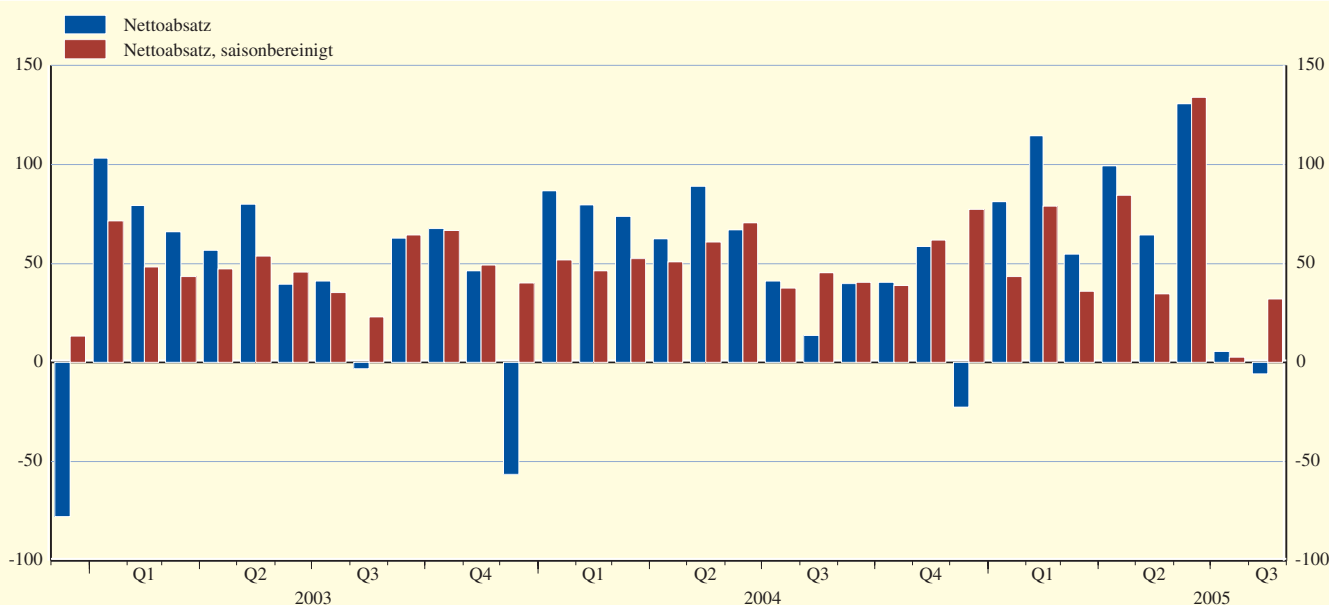
1) Die Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen und den langfristigen festverzinslichen und langfristigen variabel verzinslichen Schuldverschreibungen zusammengenommen ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

## 4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten (soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; während des Berichtszeitraums getätigte Transaktionen; Nominalwerte)

### 2. Nettoabsatz

	Nicht saisonbereinigt						Saisonbereinigt					
	Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Insgesamt</b>												
2003	582,7	194,4	118,1	53,7	176,7	39,9	588,8	195,9	115,6	53,7	183,4	40,2
2004	629,8	318,1	74,3	8,4	197,6	31,5	633,8	320,8	72,4	8,1	200,8	31,7
2004 Q3	94,7	60,6	3,1	0,5	27,4	3,1	123,3	69,5	7,7	2,2	39,3	4,6
2004 Q4	76,4	69,5	50,5	-4,4	-47,6	8,4	177,9	97,9	36,5	1,0	34,6	7,9
2005 Q1	250,3	103,1	13,2	13,7	111,3	9,0	158,4	60,6	29,3	10,2	50,0	8,3
2005 Q2	294,6	111,1	70,7	8,7	98,1	6,0	253,0	115,5	63,6	4,8	63,5	5,5
2005 Mai	64,5	13,6	18,0	5,5	28,0	-0,6	34,8	11,8	18,5	1,1	3,7	-0,3
2005 Juni	130,7	51,4	36,7	-5,2	44,2	3,5	133,9	64,6	32,3	-3,5	37,0	3,5
2005 Juli	5,7	19,5	0,1	-0,3	-16,3	2,7	2,7	10,1	-6,9	-4,9	1,0	3,4
2005 Aug.	-5,9	8,3	-2,8	0,7	-11,6	-0,5	32,0	26,3	7,6	2,7	-5,4	0,8
<b>Langfristig</b>												
2003	529,5	185,8	118,8	51,2	133,3	40,5	530,7	186,4	116,4	51,1	135,9	40,8
2004	587,1	270,1	72,9	12,0	202,3	29,8	590,2	271,1	71,1	11,9	206,1	30,1
2004 Q3	102,2	64,9	2,3	8,9	23,9	2,2	122,4	65,4	6,8	10,7	35,9	3,6
2004 Q4	101,5	43,3	49,2	5,3	-5,4	9,1	160,3	70,1	35,3	4,1	41,8	8,9
2005 Q1	222,6	103,0	12,8	-1,2	99,3	8,7	183,3	76,7	29,1	3,1	66,8	7,5
2005 Q2	286,3	104,6	71,0	8,6	96,0	6,1	242,8	102,7	63,6	3,4	67,4	5,8
2005 Mai	65,0	21,7	18,5	1,9	23,5	-0,6	38,2	15,8	18,7	-0,7	4,6	-0,3
2005 Juni	151,0	60,5	37,0	4,1	45,9	3,5	138,6	65,8	32,3	1,0	36,1	3,4
2005 Juli	-2,1	8,9	0,1	1,9	-15,9	2,8	-2,5	1,7	-6,6	-0,9	-0,6	3,9
2005 Aug.	-10,1	2,4	-2,5	1,7	-11,2	-0,5	21,1	13,5	8,0	4,1	-4,9	0,5

### A14 Nettoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien, saisonbereinigt und nicht saisonbereinigt (in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen; Nominalwerte)

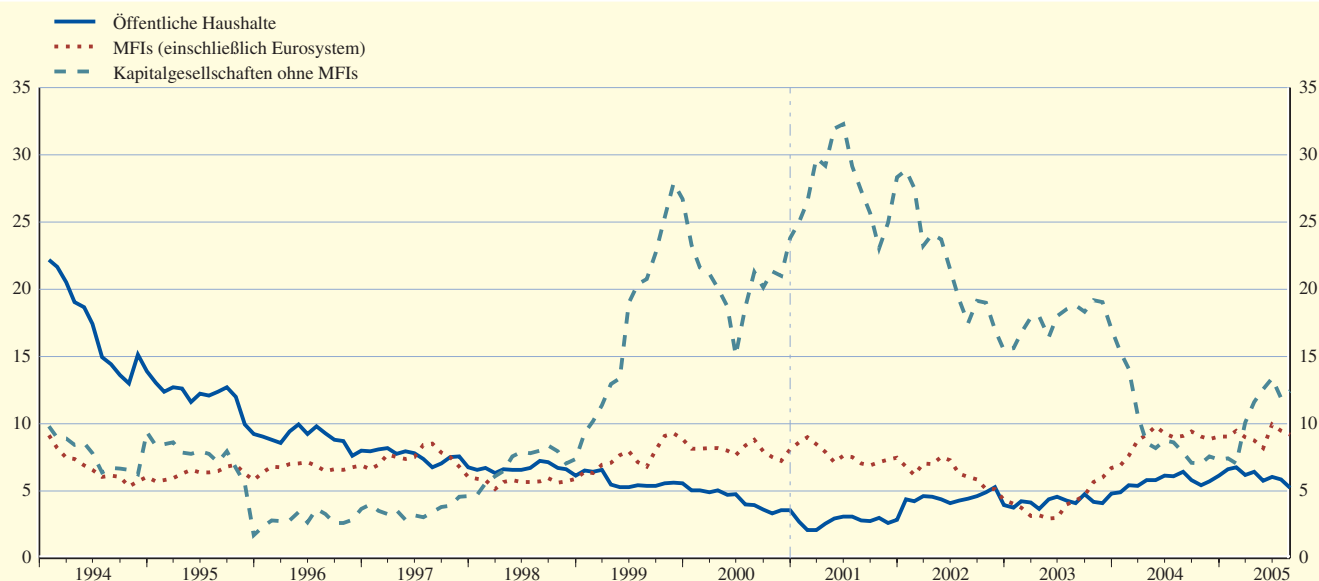


Quelle: EZB.

4.3 Wachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien <sup>1)</sup>  
(Veränderung in %)

	Jahreswachstumsraten (nicht saisonbereinigt)						Sechsmonatsraten (saisonbereinigt)					
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Insgesamt</b>												
2004 Aug.	7,3	8,8	11,1	3,5	5,6	16,8	7,2	9,7	6,6	3,1	5,6	10,3
Sept.	7,0	9,0	9,2	3,8	5,0	15,4	6,9	8,6	9,3	5,0	5,1	10,2
Okt.	6,6	8,8	9,1	3,2	4,5	14,2	6,6	8,3	12,1	4,7	4,3	9,9
Nov.	6,7	8,6	10,4	3,2	4,7	14,5	6,5	7,8	17,0	4,0	3,8	13,0
Dez.	7,2	9,4	11,2	1,4	5,0	14,4	6,6	9,6	13,3	1,1	3,6	10,7
2005 Jan.	7,0	8,7	11,0	2,6	5,1	15,1	6,7	8,3	15,2	0,6	4,4	16,1
Febr.	7,4	9,4	11,1	3,0	5,3	13,0	7,5	9,1	15,9	2,7	4,9	15,6
März	7,1	8,7	14,4	4,3	4,6	11,9	7,3	8,9	19,9	3,8	4,1	13,7
April	7,4	8,9	15,8	5,4	4,7	12,7	8,3	9,5	19,5	6,1	5,3	15,6
Mai	7,1	8,4	18,4	4,7	4,2	11,7	7,6	8,9	19,8	5,4	4,6	10,5
Juni	7,7	9,6	20,0	3,1	4,6	11,1	8,8	9,5	27,0	5,1	5,5	11,3
Juli	7,3	9,2	18,7	1,5	4,3	12,7	7,9	10,1	22,5	2,5	4,1	9,5
Aug.	7,1	9,2	19,0	2,2	3,7	11,9	6,8	9,2	22,3	1,7	2,6	8,4
<b>Langfristig</b>												
2004 Aug.	7,6	9,1	11,3	3,5	5,9	16,4	7,2	9,2	6,5	0,9	6,4	9,6
Sept.	7,3	9,4	9,2	4,4	5,3	14,6	7,2	8,6	9,0	6,3	5,8	8,7
Okt.	7,0	9,1	9,2	4,3	4,9	13,5	7,0	8,2	12,0	9,3	4,6	9,2
Nov.	7,1	8,8	10,4	3,8	5,2	13,5	6,9	7,5	16,8	7,7	4,2	12,1
Dez.	7,4	9,0	11,1	2,4	5,7	13,8	6,9	8,8	12,8	6,1	4,2	10,9
2005 Jan.	7,7	9,0	10,9	2,8	6,1	14,8	7,7	8,8	14,7	2,8	5,5	16,0
Febr.	7,8	9,5	10,9	1,9	6,4	12,6	8,4	9,8	15,4	2,7	6,3	15,6
März	7,8	9,0	14,2	4,6	5,8	11,5	8,3	9,3	19,7	2,9	5,9	14,3
April	8,0	8,7	15,6	6,1	6,0	12,6	9,1	9,2	19,2	3,2	7,5	16,2
Mai	7,6	8,2	18,2	4,9	5,4	11,7	8,4	8,9	19,6	2,0	6,6	11,3
Juni	8,6	9,9	19,8	4,4	5,7	11,1	10,2	11,1	27,3	2,6	7,2	11,1
Juli	8,1	9,5	18,6	2,7	5,4	13,0	8,5	10,1	22,6	2,7	5,2	10,1
Aug.	7,8	9,2	18,9	3,5	4,8	12,1	7,2	8,7	22,7	4,3	3,4	8,9

A15 Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen  
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



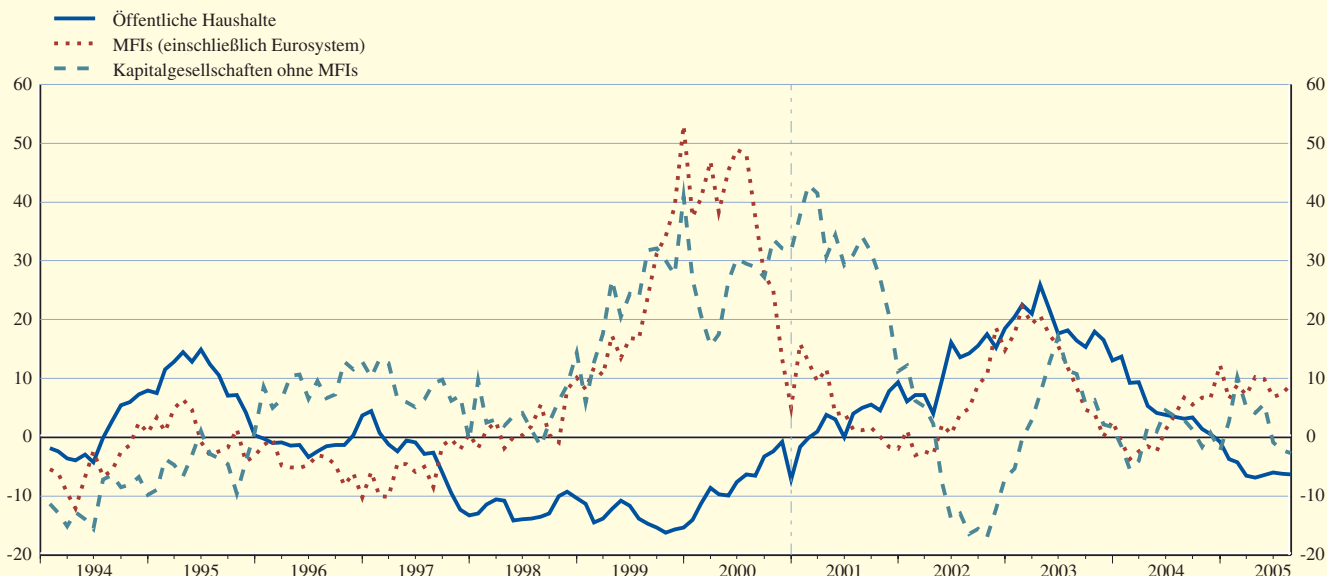
Quelle: EZB.

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

### 4.3 Noch: Wachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien<sup>1)</sup> (Veränderung in %)

	Langfristig festverzinslich						Langfristig variabel verzinslich					
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
<b>Alle Währungen</b>												
2003	5,2	2,1	15,3	12,1	4,4	22,6	8,5	8,3	51,2	-13,4	-9,2	43,2
2004	5,1	3,1	6,4	3,4	5,8	14,7	16,3	18,5	27,2	8,1	0,6	26,4
2004 Q3	4,9	3,1	3,5	1,4	6,2	13,5	17,6	19,2	27,1	18,2	3,3	25,1
2004 Q4	4,3	2,4	2,6	0,8	5,7	12,3	17,8	20,2	22,6	29,0	2,3	18,7
2005 Q1	4,7	2,8	3,9	-1,2	6,3	13,7	18,3	19,4	23,8	27,7	7,7	12,4
2005 Q2	4,8	2,5	6,1	1,3	5,8	14,8	19,3	18,9	34,8	26,6	8,5	3,0
2005 März	4,5	2,4	5,8	0,6	5,6	13,6	18,9	19,5	28,2	27,3	9,3	5,1
2005 April	5,1	2,5	5,4	2,3	6,3	15,1	18,7	18,6	32,6	26,6	7,8	5,2
2005 Mai	4,6	2,2	6,2	0,9	5,6	15,1	18,8	17,7	38,0	26,1	7,7	1,5
2005 Juni	4,8	3,1	7,5	0,7	5,5	14,7	22,0	21,5	38,9	27,0	10,8	0,0
2005 Juli	4,6	2,9	6,3	0,3	5,2	16,6	20,6	20,4	37,1	15,8	10,1	1,7
2005 Aug.	4,5	3,1	6,3	0,9	5,0	15,9	19,8	19,1	37,9	16,6	10,0	0,5
<b>Euro</b>												
2003	4,6	0,1	20,5	12,4	4,2	21,3	8,6	7,6	51,2	-8,9	-9,3	43,7
2004	4,8	1,3	10,4	2,0	5,9	14,7	15,7	17,8	27,3	8,4	0,5	25,3
2004 Q3	4,7	1,2	7,5	-0,2	6,4	13,8	16,9	18,4	27,3	15,7	3,3	24,0
2004 Q4	4,0	0,3	6,3	-0,9	5,8	12,5	17,2	19,7	22,9	26,5	2,3	18,1
2005 Q1	4,3	0,5	7,9	-2,5	6,2	13,7	17,5	18,3	24,0	26,7	7,8	12,9
2005 Q2	4,4	0,3	10,1	0,8	5,8	15,1	18,9	18,0	34,9	24,7	8,9	3,7
2005 März	4,2	0,2	10,2	-0,2	5,6	13,8	18,1	17,9	28,4	26,7	9,7	5,3
2005 April	4,8	0,2	9,2	1,8	6,4	15,4	18,1	17,5	32,8	24,6	8,2	5,4
2005 Mai	4,2	0,1	10,3	0,5	5,6	15,5	18,6	17,0	38,1	23,8	8,1	2,6
2005 Juni	4,5	0,9	11,5	0,5	5,4	15,2	21,9	21,2	38,7	25,0	11,4	1,0
2005 Juli	4,2	0,9	10,0	-0,2	5,0	17,2	20,4	19,8	36,9	17,0	10,6	2,8
2005 Aug.	4,1	1,0	9,9	0,7	4,8	16,4	19,6	18,3	37,7	18,0	10,5	1,5

### A16 Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen (Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

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

4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup>  
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €: Marktkurse)

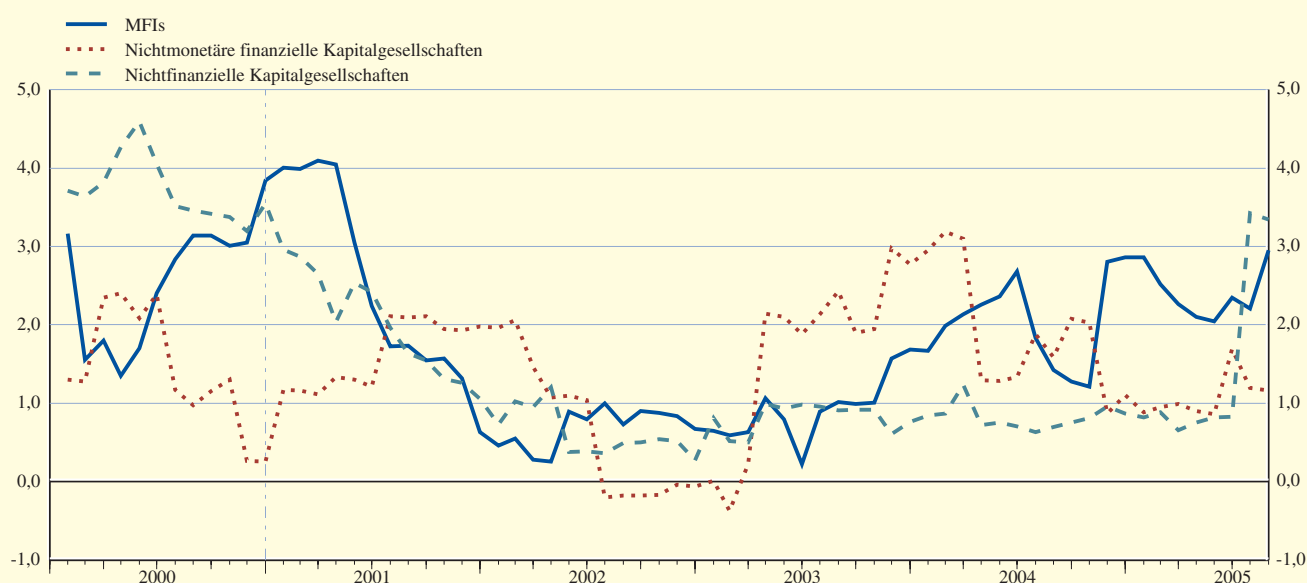
1. Umlauf und Jahreswachstumsraten

(Umlauf am Ende des Berichtszeitraums)

	Insgesamt			MFIs		Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
	Umlauf	Index Dez. 2001 = 100	Jahres- wachstums- raten (in %)	Umlauf	Jahres- wachstums- raten (in %)	Umlauf	Jahres- wachstums- raten (in %)	Umlauf	Jahres- wachstums- raten (in %)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 Aug.	3 413,4	101,1	1,1	506,5	1,0	325,5	2,4	2 581,5	0,9
Sept.	3 276,7	101,1	1,0	494,8	1,0	307,1	1,9	2 474,7	0,9
Okt.	3 484,0	101,2	1,0	535,2	1,0	333,2	1,9	2 615,6	0,9
Nov.	3 546,9	101,3	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	2 659,6	0,6
Dez.	3 647,4	101,4	1,1	569,5	1,7	348,6	2,8	2 729,3	0,8
2004 Jan.	3 788,6	101,4	1,2	584,1	1,7	372,3	3,0	2 832,2	0,8
Febr.	3 852,1	101,5	1,3	587,9	2,0	374,3	3,2	2 889,9	0,9
März	3 766,5	101,8	1,5	571,9	2,1	355,0	3,1	2 839,6	1,2
April	3 748,5	102,0	1,0	579,4	2,3	361,1	1,3	2 808,0	0,7
Mai	3 687,9	101,9	1,1	568,1	2,4	350,6	1,3	2 769,2	0,8
Juni	3 790,1	102,0	1,1	582,5	2,7	362,0	1,3	2 845,7	0,7
Juli	3 679,8	102,1	0,9	562,3	1,8	354,0	1,9	2 763,5	0,6
Aug.	3 621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	353,1	1,6	2 705,6	0,7
Sept.	3 707,9	102,1	1,0	579,6	1,3	362,3	2,1	2 766,1	0,8
Okt.	3 787,6	102,2	1,0	598,0	1,2	372,6	2,0	2 817,1	0,8
Nov.	3 906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	386,5	0,9	2 896,2	1,0
Dez.	4 033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	405,6	1,1	2 984,5	0,9
2005 Jan.	4 138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	412,2	0,9	3 063,3	0,8
Febr.	4 254,5	102,7	1,2	681,1	2,5	431,8	1,0	3 141,5	0,9
März	4 242,4	102,8	0,9	677,7	2,3	421,8	1,0	3 142,9	0,7
April	4 094,7	103,0	1,0	656,0	2,1	400,6	0,9	3 038,1	0,8
Mai	4 272,6	103,0	1,0	678,1	2,0	414,0	0,9	3 180,5	0,8
Juni	4 382,2	103,2	1,2	698,0	2,4	431,1	1,7	3 253,0	0,8
Juli	4 631,7	105,1	3,0	727,9	2,2	456,4	1,2	3 447,4	3,4
Aug.	4 606,5	105,2	3,1	723,4	2,9	447,1	1,2	3 436,0	3,3

A17 Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

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



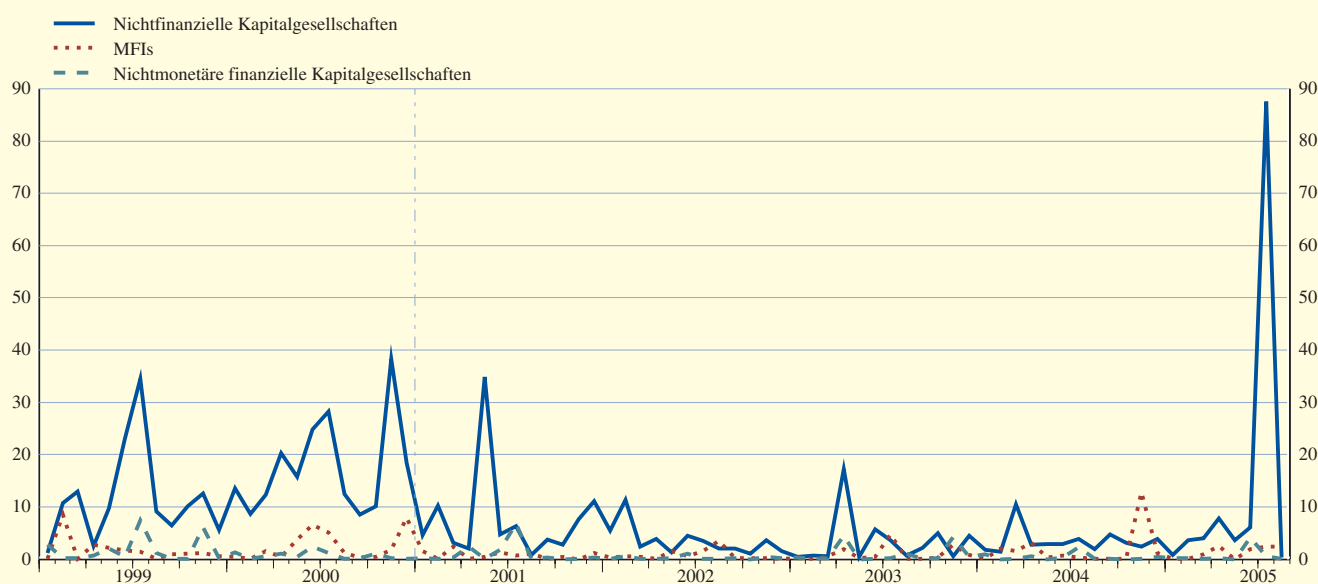
#### 4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup> (in Mrd €; Marktkurse)

### 2. Während des Monats getätigte Transaktionen

	Insgesamt			MFIs			Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
	Bruttoabsatz 1	Tilgungen 2	Nettoabsatz 3	Bruttoabsatz 4	Tilgungen 5	Nettoabsatz 6	Bruttoabsatz 7	Tilgungen 8	Nettoabsatz 9	Bruttoabsatz 10	Tilgungen 11	Nettoabsatz 12
2003 Aug.	1,8	1,3	0,5	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,2	-0,6
Sept.	2,3	2,0	0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	1,6	-1,5	2,2	0,3	1,9
Okt.	5,4	3,8	1,6	0,4	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	4,9	3,8	1,1
Nov.	7,5	5,5	2,1	2,7	0,0	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,1	-4,5
Dez.	5,7	1,5	4,2	0,8	0,1	0,8	0,4	0,9	-0,5	4,4	0,5	4,0
2004 Jan.	2,9	0,9	2,0	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,8	0,8	1,0
Febr.	3,5	0,5	3,0	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,3	1,2
März	12,0	1,1	10,8	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,0	9,5
April	6,5	0,6	5,8	3,1	0,1	3,1	0,6	0,1	0,5	2,8	0,5	2,3
Mai	3,3	3,6	-0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	2,9	3,6	-0,6
Juni	3,8	2,2	1,6	0,7	1,6	-1,0	0,3	0,0	0,2	2,9	0,5	2,4
Juli	6,4	3,6	2,8	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,8	3,6	0,2
Aug.	2,0	2,9	-0,9	0,1	2,2	-2,2	0,0	0,0	0,0	1,9	0,7	1,2
Sept.	4,9	2,2	2,7	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
Okt.	3,2	0,4	2,8	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,1	0,4	2,7
Nov.	15,2	3,4	11,8	12,8	0,3	12,5	0,1	0,0	0,1	2,4	3,0	-0,7
Dez.	5,5	2,3	3,2	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	3,9	2,1	1,7
2005 Jan.	1,1	1,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,8	1,1	-0,3
Febr.	3,9	0,6	3,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	3,7	0,5	3,2
März	5,0	1,8	3,2	0,9	0,9	0,0	0,1	0,1	0,0	3,9	0,8	3,1
April	10,6	2,3	8,3	2,5	0,0	2,5	0,2	0,0	0,2	7,8	2,3	5,5
Mai	3,6	2,4	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	3,6	2,1	1,5
Juni	12,1	4,5	7,5	1,9	1,0	0,9	4,1	0,4	3,7	6,1	3,2	3,0
Juli	90,5	6,6	83,9	2,4	3,0	-0,5	0,5	0,0	0,5	87,5	3,7	83,9
Aug.	2,8	1,5	1,3	2,5	0,0	2,4	0,0	0,1	-0,1	0,4	1,4	-1,0

#### A18 Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen

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



Quelle: EZB.

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

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

**1. Einlagenzinsen (Neugeschäft)**

	Einlagen von privaten Haushalten						Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften				Repos- geschäfte
	Täglich fällig <sup>1)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit			Mit vereinbarter Kündigungsfrist <sup>1), 2)</sup>		Täglich fällig <sup>1)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit			
		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2004 Sept.	0,72	1,90	2,20	2,48	2,00	2,52	0,90	2,00	2,32	3,68	1,99
Okt.	0,72	1,92	2,29	2,48	2,00	2,52	0,89	2,04	2,34	3,56	2,00
Nov.	0,73	1,94	2,20	2,50	2,01	2,51	0,90	2,04	2,23	3,39	2,02
Dez.	0,73	1,95	2,19	2,31	2,00	2,52	0,90	2,08	2,70	3,51	2,02
2005 Jan.	0,74	1,95	2,29	2,54	1,98	2,49	0,93	2,04	2,25	3,26	2,05
Febr.	0,74	1,95	2,19	2,33	1,97	2,49	0,93	2,03	2,25	3,47	2,03
März	0,74	1,93	2,16	2,40	1,96	2,47	0,94	2,00	2,35	3,15	1,99
April	0,74	2,01	2,09	2,32	1,95	2,45	0,95	2,01	2,23	2,92	2,00
Mai	0,75	1,94	2,01	2,20	1,97	2,43	0,95	2,01	2,12	3,31	2,00
Juni	0,69	1,95	2,21	2,20	2,17	2,38	0,91	2,01	2,05	3,57	2,00
Juli	0,68	1,94	2,01	2,19	2,15	2,34	0,94	2,02	2,21	3,11	2,00
Aug.	0,69	1,95	2,07	2,32	2,03	2,31	0,96	2,03	2,22	2,90	2,01

**2. Zinssätze für Kredite an private Haushalte (Neugeschäft)**

	Über- ziehungs- kredite <sup>1)</sup>	Konsumentenkredite			Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Wohnungsbaukredite				Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Sonstige Kredite mit anfänglicher Zinsbindung		
		Mit anfänglicher Zinsbindung				Mit anfänglicher Zinsbindung					Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2004 Sept.	9,60	6,92	6,96	8,45	8,07	3,49	4,14	4,82	4,66	4,24	3,90	4,98	5,00
Okt.	9,53	6,80	6,87	8,34	7,87	3,50	4,12	4,77	4,64	4,18	4,08	4,87	4,92
Nov.	9,48	6,89	6,84	8,23	7,85	3,45	4,07	4,66	4,58	4,09	3,97	4,89	4,82
Dez.	9,53	6,73	6,60	7,67	7,59	3,43	3,95	4,49	4,41	4,07	3,82	4,59	4,65
2005 Jan.	9,60	6,97	6,83	8,33	8,01	3,44	3,97	4,43	4,45	4,07	3,96	4,64	4,62
Febr.	9,65	6,20	6,83	8,18	7,77	3,40	3,94	4,39	4,33	3,98	4,00	4,73	4,49
März	9,60	6,62	6,72	8,12	7,83	3,40	3,89	4,35	4,27	3,97	3,84	4,60	4,57
April	9,62	6,60	6,64	8,19	7,81	3,40	3,89	4,36	4,28	3,95	3,97	4,71	4,62
Mai	9,64	6,96	6,56	8,00	7,82	3,38	3,85	4,28	4,20	3,93	3,86	4,68	4,61
Juni	9,61	6,62	6,49	7,90	7,72	3,32	3,76	4,13	4,09	3,89	3,84	4,60	4,50
Juli	9,52	6,67	6,61	7,96	7,80	3,33	3,70	4,06	4,05	3,87	3,89	4,54	4,29
Aug.	9,58	6,99	6,70	8,10	7,99	3,33	3,73	4,04	4,03	3,91	3,80	4,59	4,44

**3. Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)**

	Überziehungs- kredite <sup>1)</sup>	Sonstige Kredite bis zu 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung			Sonstige Kredite von mehr als 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung		
		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7
2004 Sept.		5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	4,46
Okt.		5,39	4,02	4,87	4,64	2,99	4,27
Nov.		5,37	4,02	4,79	4,55	2,95	4,31
Dez.		5,26	3,97	4,67	4,46	3,05	4,10
2005 Jan.		5,38	3,97	4,69	4,47	3,02	4,10
Febr.		5,30	3,91	4,76	4,36	3,02	3,81
März		5,28	3,89	4,51	4,32	3,02	4,11
April		5,22	3,88	4,51	4,34	3,00	3,99
Mai		5,14	3,91	4,45	4,24	2,99	3,80
Juni		5,12	3,87	4,45	4,14	2,92	3,88
Juli		5,12	3,86	4,40	4,11	2,96	3,77
Aug.		5,04	3,91	4,45	4,13	2,87	3,80

Quelle: EZB.

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

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

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

#### 4. Einlagenzinsen (Bestände)

	Einlagen von privaten Haushalten					Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften			Repo- geschäfte
	Täglich fällig <sup>1)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist <sup>1), 2)</sup>		Täglich fällig <sup>1)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit		
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2004 Sept.	0,72	1,90	3,22	2,00	2,52	0,90	2,12	3,97	1,97
Okt.	0,72	1,90	3,27	2,00	2,52	0,89	2,10	3,89	1,98
Nov.	0,73	1,90	3,26	2,01	2,51	0,90	2,12	3,86	2,00
Dez.	0,73	1,92	3,24	2,00	2,52	0,90	2,16	3,77	2,02
2005 Jan.	0,74	1,91	3,23	1,98	2,49	0,93	2,12	3,73	2,01
Febr.	0,74	1,92	3,26	1,97	2,49	0,93	2,11	3,70	2,00
März	0,74	1,92	3,22	1,96	2,47	0,94	2,09	3,70	1,99
April	0,74	1,93	3,22	1,95	2,45	0,95	2,10	3,57	1,99
Mai	0,75	1,92	3,19	1,97	2,43	0,95	2,10	3,50	2,00
Juni	0,69	1,92	3,22	2,17	2,38	0,91	2,11	3,55	2,01
Juli	0,68	1,91	3,18	2,15	2,34	0,94	2,11	3,49	1,98
Aug.	0,69	1,92	3,18	2,03	2,31	0,96	2,10	3,51	2,00

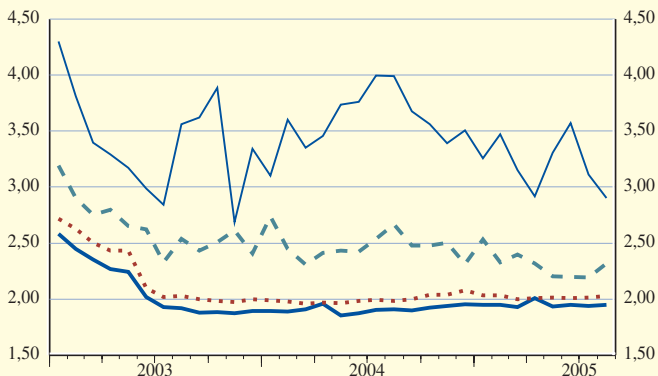
#### 5. Kreditzinsen (Bestände)

	Kredite an private Haushalte						Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
	Wohnungsbaukredite nach Laufzeiten			Konsumentenkredite und sonstige Kredite nach Laufzeiten			Nach Laufzeiten		
	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2004 Sept.	4,82	4,58	4,90	8,06	7,13	5,85	4,45	3,99	4,52
Okt.	4,69	4,54	4,88	8,05	7,07	5,80	4,41	3,97	4,48
Nov.	4,67	4,52	4,86	7,94	6,98	5,82	4,40	3,96	4,48
Dez.	4,78	4,50	4,83	7,94	7,01	5,80	4,34	3,97	4,44
2005 Jan.	4,78	4,45	4,79	8,07	6,97	5,77	4,41	3,90	4,41
Febr.	4,74	4,45	4,76	8,06	7,03	5,76	4,39	3,92	4,46
März	4,75	4,41	4,78	8,07	6,97	5,77	4,38	3,91	4,40
April	4,69	4,38	4,74	8,02	6,94	5,76	4,34	3,86	4,37
Mai	4,63	4,36	4,71	8,00	6,87	5,74	4,33	3,85	4,35
Juni	4,63	4,33	4,67	7,92	6,93	5,72	4,32	3,85	4,35
Juli	4,58	4,29	4,63	7,89	6,86	5,70	4,30	3,82	4,29
Aug.	4,55	4,24	4,60	7,96	6,86	5,73	4,25	3,80	4,28

#### A19 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

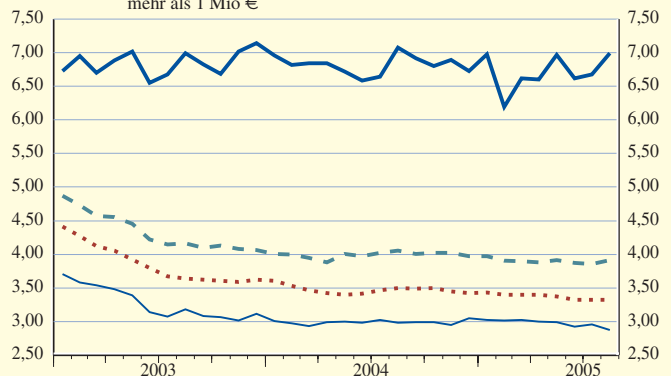


Quelle: EZB.

#### A20 Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr

(in % p.a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

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



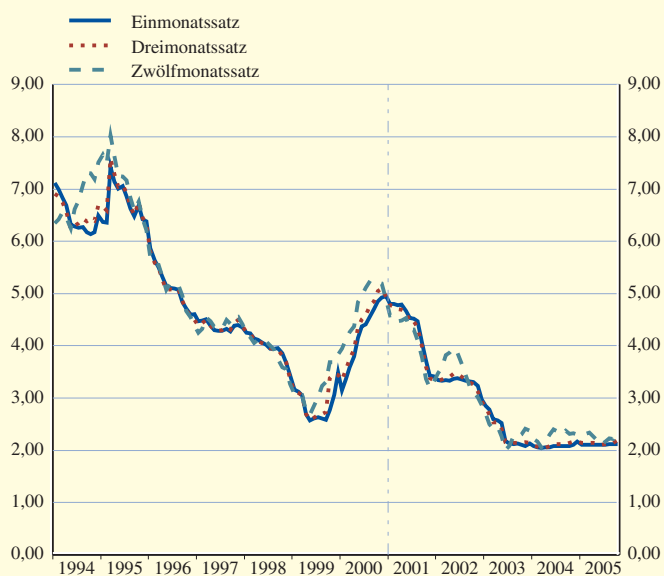
#### 4.6 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBÖR)	Dreimonatsgeld (EURIBÖR)	Sechsmonatsgeld (EURIBÖR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBÖR)	Dreimonatsgeld (LIBÖR)	Dreimonatsgeld (LIBÖR)
	1	2	3	4	5	6	7
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2004 Q3	2,05	2,08	2,12	2,19	2,35	1,75	0,05
Q4	2,08	2,12	2,16	2,20	2,32	2,30	0,05
2005 Q1	2,06	2,11	2,14	2,19	2,32	2,84	0,05
Q2	2,07	2,10	2,12	2,14	2,19	3,28	0,05
Q3	2,08	2,11	2,13	2,15	2,20	3,77	0,06
2004 Okt.	2,11	2,09	2,15	2,19	2,32	2,08	0,05
Nov.	2,09	2,11	2,17	2,22	2,33	2,31	0,05
Dez.	2,05	2,17	2,17	2,21	2,30	2,50	0,05
2005 Jan.	2,08	2,11	2,15	2,19	2,31	2,66	0,05
Febr.	2,06	2,10	2,14	2,18	2,31	2,82	0,05
März	2,06	2,10	2,14	2,19	2,34	3,03	0,05
April	2,08	2,10	2,14	2,17	2,27	3,15	0,05
Mai	2,07	2,10	2,13	2,14	2,19	3,27	0,05
Juni	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	3,43	0,05
Juli	2,07	2,11	2,12	2,13	2,17	3,61	0,06
Aug.	2,06	2,11	2,13	2,16	2,22	3,80	0,06
Sept.	2,09	2,12	2,14	2,17	2,22	3,91	0,06
Okt.	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	4,17	0,06

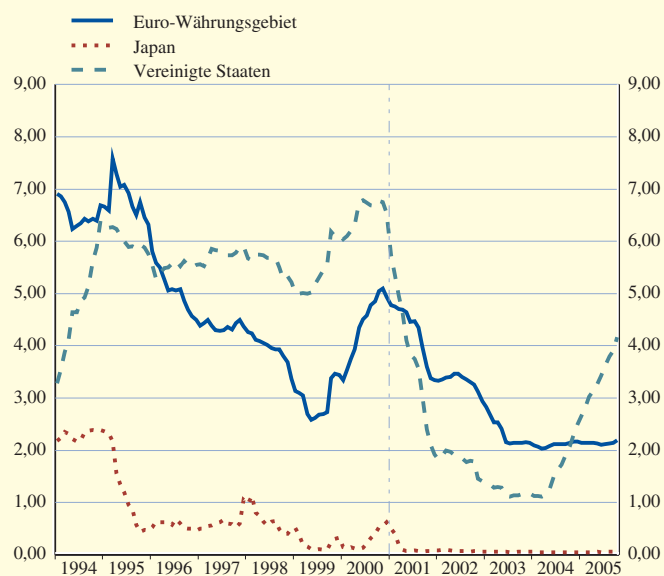
#### A21 Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet

(monatlich; in % p.a.)



#### A22 Dreimonats-Geldmarktsätze

(monatlich; in % p.a.)



Quelle: EZB.

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

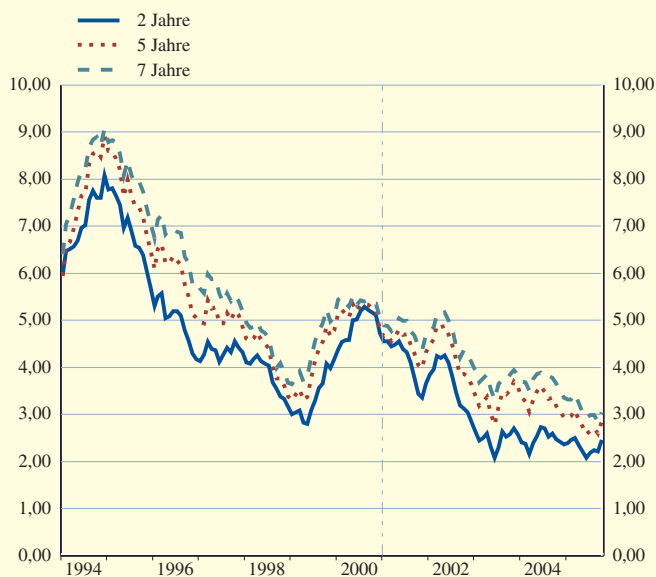
## 4.7 Renditen von Staatsanleihen

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

	Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	2 Jahre 1	3 Jahre 2	5 Jahre 3	7 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre 6	10 Jahre 7
2002	3,67	3,94	4,35	4,69	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2004 Q3	2,61	2,89	3,39	3,80	4,21	4,29	1,64
Q4	2,41	2,62	3,06	3,51	3,84	4,17	1,45
2005 Q1	2,45	2,66	2,99	3,36	3,67	4,30	1,41
Q2	2,21	2,40	2,73	3,07	3,41	4,16	1,28
Q3	2,21	2,36	2,65	2,94	3,26	4,21	1,36
2004 Okt.	2,47	2,71	3,18	3,66	3,98	4,08	1,49
Nov.	2,41	2,62	3,08	3,53	3,87	4,19	1,46
Dez.	2,36	2,53	2,93	3,35	3,69	4,23	1,40
2005 Jan.	2,39	2,57	2,92	3,31	3,63	4,21	1,37
Febr.	2,45	2,67	2,97	3,32	3,62	4,16	1,40
März	2,49	2,74	3,08	3,44	3,76	4,49	1,45
April	2,34	2,55	2,89	3,25	3,57	4,34	1,32
Mai	2,22	2,41	2,74	3,05	3,41	4,14	1,27
Juni	2,07	2,24	2,58	2,93	3,25	4,00	1,24
Juli	2,19	2,34	2,66	2,99	3,32	4,16	1,26
Aug.	2,24	2,40	2,70	2,99	3,32	4,26	1,43
Sept.	2,21	2,34	2,60	2,84	3,16	4,19	1,38
Okt.	2,45	2,61	2,85	3,05	3,32	4,45	1,54

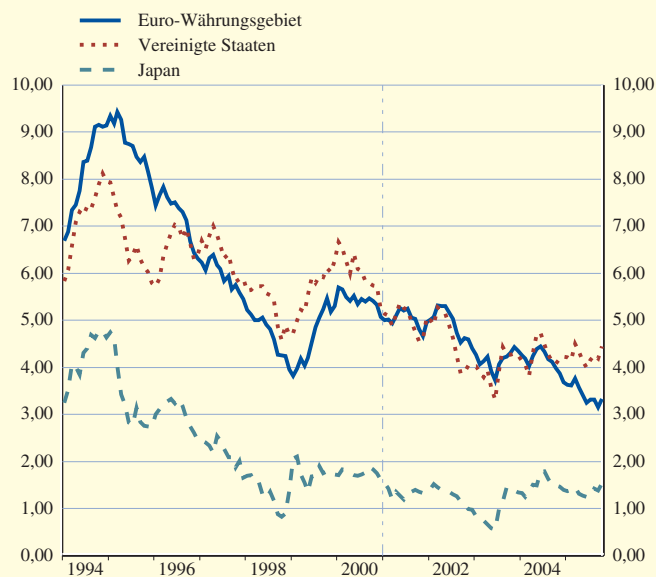
## A23 Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet

(monatlich; in % p.a.)



## A24 Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich

(monatlich; in % p.a.)



Quelle: EZB.

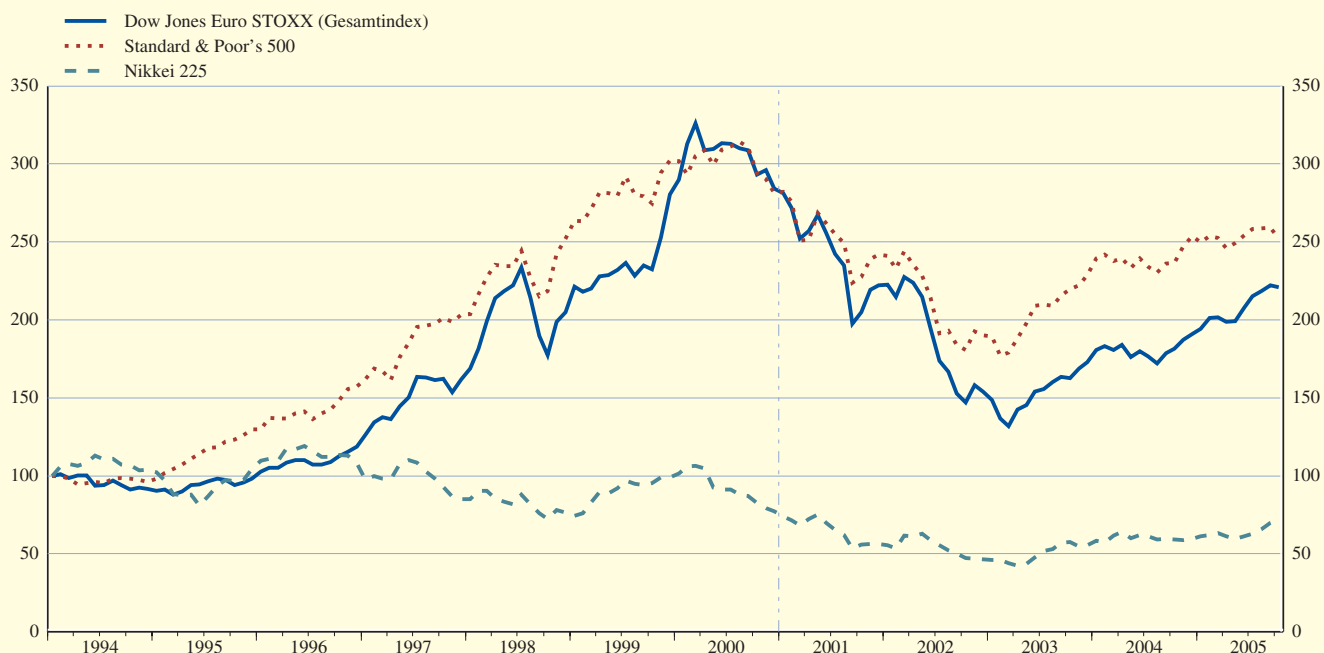
1) Bis Dezember 1998 wurden die Renditen im Euro-Währungsgebiet anhand harmonisierter, mit dem BIP gewichteter nationaler Staatsanleiherenditen berechnet. Seitdem werden als Gewichte die nominalen Umlaufsbeträge der Staatsanleihen im jeweiligen Laufzeitbereich verwendet.

4.8 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchermittel Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	260,0	3 052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10 119,3
2003	213,3	2 422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9 312,9
2004	251,1	2 804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1 131,1	11 180,9
2004 Q3	244,0	2 708,7	246,8	159,3	216,4	305,0	228,7	253,1	259,9	266,8	379,8	402,6	1 104,4	11 152,3
Q4	259,2	2 869,7	268,9	162,7	215,0	315,7	249,1	268,0	281,8	287,3	423,5	419,1	1 163,7	11 027,1
2005 Q1	276,2	3 025,3	290,4	177,0	227,9	335,8	269,0	290,9	274,8	309,6	446,5	427,0	1 191,7	11 594,1
Q2	280,1	3 063,7	291,1	177,7	232,4	354,5	271,2	291,7	284,8	321,7	423,0	455,7	1 182,2	11 282,4
Q3	303,4	3 308,0	311,9	185,0	256,7	411,3	293,4	318,6	303,8	346,0	439,7	466,5	1 223,6	12 310,8
2004 Okt.	252,1	2 794,4	259,1	157,4	211,5	315,5	240,4	262,5	273,3	278,8	401,2	415,1	1 118,1	11 028,9
Nov.	260,0	2 882,7	269,5	163,8	215,6	317,3	249,4	267,7	290,3	287,4	421,1	422,3	1 169,5	10 963,5
Dez.	264,8	2 926,0	277,2	166,5	217,7	314,4	256,8	273,2	281,3	295,0	446,2	419,6	1 199,7	11 086,3
2005 Jan.	269,4	2 957,0	277,0	172,0	221,6	318,1	262,8	284,2	270,4	302,9	450,6	423,8	1 181,6	11 401,1
Febr.	279,0	3 050,4	294,2	179,5	230,0	338,5	270,1	295,1	277,4	317,5	453,8	428,7	1 199,7	11 545,7
März	279,8	3 065,8	299,4	179,3	232,0	349,5	273,7	293,5	276,5	308,7	436,3	428,6	1 193,9	11 812,4
April	275,9	3 013,7	290,0	176,7	227,9	345,5	269,0	287,6	268,5	314,2	426,1	443,1	1 164,4	11 377,2
Mai	276,1	3 023,5	285,7	175,4	228,7	344,1	267,1	285,2	283,8	319,4	421,3	460,5	1 179,2	11 071,4
Juni	288,2	3 151,7	297,7	181,0	240,4	373,4	277,4	302,0	301,5	331,2	421,7	462,8	1 202,3	11 402,7
Juli	298,4	3 267,1	302,0	184,9	249,5	398,3	288,2	313,8	308,6	336,8	437,5	463,4	1 220,9	11 718,9
Aug.	303,1	3 303,3	311,5	185,7	257,1	405,8	293,4	318,9	297,6	343,9	444,7	473,0	1 224,3	12 205,0
Sept.	308,4	3 351,8	321,7	184,4	263,0	429,3	298,5	322,9	305,7	357,0	446,5	462,5	1 225,6	12 986,6
Okt.	306,8	3 340,1	322,4	182,4	260,6	405,3	302,6	317,3	312,4	347,7	434,0	466,8	1 192,0	13 384,9

A25 Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225  
(Januar 1994 = 100; Monatsdurchschnitte)



Quelle: EZB.



# PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

## 5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

### 1. Harmonisierter Verbraucherpreisindex

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)						
	Index 1996 = 100	Insgesamt			Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen
		Insgesamt ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie										
Gewichte in % <sup>1)</sup>	100,0	100,0	83,8	59,0	41,0	100,0	12,0	7,6	30,8	8,6	41,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2001	108,5	2,3	1,9	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-	
2002	110,9	2,3	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-	
2003	113,2	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-	
2004	115,7	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	
2004 Q3	115,9	2,2	2,1	2,0	2,6	0,5	0,3	-0,2	0,2	1,9	0,7	
Q4	116,6	2,3	2,0	2,1	2,7	0,5	0,3	0,1	0,1	1,8	0,6	
2005 Q1	116,7	2,0	1,6	1,8	2,4	0,3	0,6	0,7	-0,1	0,3	0,5	
Q2	118,1	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,3	0,1	4,5	0,5	
Q3	118,6	2,3	1,4	2,4	2,3	0,8	0,6	-0,2	0,0	5,7	0,6	
2005 Mai	118,2	2,0	1,6	1,6	2,5	0,2	0,1	0,3	0,0	-0,6	0,5	
Juni	118,3	2,1	1,4	1,9	2,2	0,1	0,2	-0,2	0,0	1,6	0,0	
Juli	118,2	2,2	1,4	2,1	2,3	0,3	0,2	-0,4	-0,1	2,8	0,3	
Aug.	118,5	2,2	1,4	2,2	2,3	0,3	0,2	0,4	0,0	1,4	0,2	
Sept.	119,1	2,6	1,5	2,9	2,2	0,4	0,5	-0,1	0,2	3,0	0,1	
Okt. <sup>2)</sup>		2,5										

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und Dienstleistungen aus dem persönlichen Bereich	Sonstige Dienstleistungen	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten
Gewichte in % <sup>1)</sup>	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,6	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2004 Q3	2,0	3,6	-0,3	2,0	0,8	6,3	2,5	2,0	2,8	-2,6	2,5	5,3
Q4	1,4	2,8	-0,7	2,4	0,8	8,5	2,6	2,1	3,0	-2,6	2,4	5,3
2005 Q1	1,6	2,4	0,5	1,9	0,3	7,6	2,6	2,1	3,1	-1,9	2,4	3,5
Q2	1,3	1,6	0,8	2,1	0,3	8,8	2,7	2,1	2,4	-2,0	2,3	3,4
Q3	1,5	1,9	0,8	2,9	0,1	12,9	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,4	3,0
2005 Mai	1,3	1,5	1,0	1,8	0,4	6,9	2,7	2,2	2,5	-2,2	2,8	3,5
Juni	1,2	1,5	0,6	2,2	0,3	9,4	2,7	2,2	2,5	-2,1	2,2	3,2
Juli	1,1	1,6	0,3	2,6	0,0	11,8	2,5	2,1	2,7	-2,1	2,4	3,0
Aug.	1,5	1,7	1,1	2,6	0,0	11,6	2,6	2,1	2,6	-2,1	2,5	3,0
Sept.	1,8	2,3	1,1	3,5	0,2	15,2	2,5	2,1	2,6	-2,3	2,3	2,9
Okt.												

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Bezogen auf den Indexzeitraum 2005.

2) Die Schätzung basiert auf ersten Daten für Deutschland, Spanien und Italien (und sofern verfügbar für andere Mitgliedstaaten) sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen.

**5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern**

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

**2. Preise in der Industrie, im Baugewerbe, für Wohnimmobilien und für Rohstoffe**

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe										Bauge- werbe <sup>1)</sup>	Preise für Wohnim- mobilen <sup>2)</sup>	Weltmarktpreise für Rohstoffe <sup>3)</sup>		Ölpreise <sup>4)</sup> (€/Barrel)
	Insgesamt (Index 2000 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			Insgesamt	In- gesamt ohne Energie	
			Verar- beitendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsumgüter								
							Zu- sammen	Ge- brauchs- güter	Ver- brauchs- güter						
Gewichte in % <sup>5)</sup>	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		100,0	32,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	102,0	2,0	1,2	1,7	1,2	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,8	6,0	-8,3	-8,1	27,8
2002	101,9	-0,1	0,3	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	6,8	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,1	7,1	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,3	18,4	10,8	30,5
2004 Q3	106,4	3,1	3,5	2,5	4,7	0,9	1,4	0,8	1,5	6,1	3,0	-	26,9	11,9	33,3
Q4	107,2	3,8	4,0	2,8	5,5	1,2	1,2	1,1	1,2	8,5	3,5	7,5 <sup>6)</sup>	22,9	1,3	34,5
2005 Q1	108,2	4,1	3,8	2,8	5,1	1,6	1,2	1,4	1,1	10,0	3,5	-	22,9	1,9	36,6
Q2	109,4	3,9	3,1	1,9	3,1	1,5	0,9	1,4	0,8	12,2	3,1	-	22,4	2,2	42,2
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	33,5	11,6	50,9
2005 Mai	109,2	3,5	2,6	1,9	3,0	1,5	0,9	1,4	0,8	9,8	-	-	13,2	1,2	39,4
Juni	109,7	4,0	3,1	1,7	2,6	1,4	0,8	1,4	0,7	13,5	-	-	31,9	7,6	45,7
Juli	110,3	4,1	2,9	1,4	2,0	1,2	0,8	1,3	0,7	15,2	-	-	34,1	9,6	48,3
Aug.	110,8	4,1	2,9	1,3	1,7	1,2	1,0	1,2	0,9	15,2	-	-	32,4	11,9	52,0
Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	33,9	13,2	52,2
Okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	23,1	17,4	49,3

**3. Arbeitskosten pro Stunde <sup>7)</sup>**

	Insgesamt (saison- bereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Nach ausgewählten Wirtschaftszweigen			Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Dienstleistungen	
Gewichte in % <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,3	26,7	36,8	8,9	54,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	103,8	3,8	4,0	3,2	3,8	3,6	3,7	2,6
2002	107,4	3,5	3,3	4,1	3,3	4,1	3,5	2,7
2003	110,7	3,1	2,9	3,8	3,1	3,7	3,0	2,4
2004	113,5	2,5	2,3	3,0	2,8	2,7	2,3	2,1
2004 Q2	113,2	2,5	2,4	2,7	2,7	2,5	2,4	2,2
Q3	113,9	2,4	2,3	2,7	2,5	2,7	2,4	2,0
Q4	114,6	2,3	1,9	3,3	2,7	2,1	2,0	2,0
2005 Q1	115,4	3,0	2,5	4,6	3,2	2,4	3,1	2,2
Q2	116,0	2,3	2,0	3,1	2,3	1,5	2,4	2,1

Quellen: Eurostat, HWWA (Spalte 13 und 14 von Tabelle 2 in Abschnitt 5.1), EZB-Berechnungen auf Basis der Daten von Thomson Financial Datastream (Spalte 15 von Tabelle 2 in Abschnitt 5.1), EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Spalte 6 von Tabelle 2 in Abschnitt 5.1 und Spalte 7 von Tabelle 3 in Abschnitt 5.1) und EZB-Berechnungen (Spalte 12 von Tabelle 2 in Abschnitt 5.1 und Spalte 8 von Tabelle 3 in Abschnitt 5.1).

- 1) Wohngebäude: auf der Grundlage nicht harmonisierter Statistiken.
- 2) Preisindikator für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet auf der Grundlage nicht harmonisierter Daten.
- 3) Bezogen auf die in Euro ausgedrückten Preise.
- 4) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).
- 5) Im Jahr 2000.
- 6) Die Quartalswerte für das zweite (vierte) Quartal beziehen sich auf den Durchschnitt im ersten (bzw. zweiten) Halbjahr. Da einige nationale Statistiken nur jährlich erstellt werden, beruht die halbjährliche Schätzung teilweise auf Jahresergebnissen; folglich sind die Halbjahresangaben weniger genau als die Jahresdaten.
- 7) Arbeitskosten pro Stunde in der Gesamtwirtschaft ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen. Differenzen zwischen geschätzten Komponenten und den Summen aufgrund des unterschiedlichen Abdeckungsgrads.



## 5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

### 4. Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und Arbeitsproduktivität

(saisonbereinigt)

	Insgesamt (Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen					Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Handel, Gast- gewerbe, Verkehr und Nachrichten- übermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmens- dienstleister	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Lohnstückkosten <sup>1)</sup>								
2001	102,1	2,1	1,2	1,5	3,1	1,3	2,4	2,4
2002	104,6	2,4	1,0	1,1	3,6	1,7	3,4	2,8
2003	106,5	1,8	2,8	0,9	2,1	1,9	1,8	2,7
2004	107,4	0,9	-7,5	-0,4	2,5	0,7	1,9	1,7
2004 Q2	107,4	0,8	-7,9	-1,3	1,1	0,0	1,6	2,6
Q3	107,4	0,3	-9,2	-1,6	3,6	1,0	2,1	0,5
Q4	107,9	1,1	-6,4	0,6	3,5	0,3	1,9	1,5
2005 Q1	108,3	1,2	0,0	-0,6	4,8	0,2	2,1	1,9
Q2	108,6	1,1	1,7	-0,4	3,7	0,5	2,9	1,4
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer								
2001	102,5	2,5	0,6	2,8	3,5	2,5	1,0	2,8
2002	105,1	2,6	2,6	2,7	3,4	2,4	2,3	2,8
2003	107,5	2,3	1,0	2,7	2,4	2,0	1,8	2,6
2004	109,8	2,1	0,4	3,1	3,0	1,6	1,3	2,4
2004 Q2	109,8	2,5	0,2	3,4	2,3	1,3	1,2	3,7
Q3	109,8	1,6	0,2	2,4	2,7	1,7	1,4	1,2
Q4	110,4	1,9	1,6	2,5	2,9	1,6	1,1	2,0
2005 Q1	111,2	1,8	2,4	1,9	2,6	1,9	1,8	1,7
Q2	111,5	1,6	2,0	1,9	2,9	2,0	2,5	0,6
Arbeitsproduktivität <sup>2)</sup>								
2001	100,4	0,4	-0,6	1,3	0,4	1,2	-1,3	0,4
2002	100,5	0,2	1,6	1,5	-0,2	0,7	-1,1	0,0
2003	101,0	0,4	-1,8	1,8	0,3	0,1	0,0	-0,2
2004	102,2	1,2	8,5	3,5	0,4	0,9	-0,6	0,7
2004 Q2	102,3	1,7	8,9	4,8	1,2	1,3	-0,4	1,0
Q3	102,3	1,2	10,3	4,1	-0,9	0,7	-0,6	0,6
Q4	102,3	0,8	8,5	1,9	-0,6	1,4	-0,8	0,4
2005 Q1	102,6	0,6	2,3	2,5	-2,2	1,7	-0,3	-0,3
Q2	102,7	0,4	0,3	2,3	-0,8	1,5	-0,5	-0,8

### 5. Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

	Insgesamt (saison- bereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung			Exporte <sup>3)</sup>	Importe <sup>3)</sup>	
			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staats			Bruttoanlage- investitionen
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	102,3	2,3	2,1	2,5	2,6	1,8	0,8	0,6
2002	105,0	2,6	2,0	2,0	2,7	1,8	-0,6	-1,8
2003	107,3	2,2	1,7	1,9	2,4	1,3	-0,6	-1,4
2004	109,3	1,9	1,9	1,8	2,2	2,7	1,3	1,4
2004 Q2	109,3	2,2	2,3	2,1	3,0	2,6	1,4	1,4
Q3	109,7	1,8	1,9	2,1	1,1	3,2	2,2	3,0
Q4	110,0	1,7	2,0	1,8	2,1	3,2	2,5	3,7
2005 Q1	110,5	1,9	2,2	1,9	2,0	3,7	2,6	3,7
Q2	111,0	1,6	1,8	1,8	1,3	2,7	2,0	3,2

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

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

2) Wertschöpfung (in konstanten Preisen) je Arbeitnehmer.

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

**5.2 Produktion und Nachfrage**
**1. Verwendung des Bruttoinlandsprodukts**

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)								
	Insgesamt	Inländische Verwendung					Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staats	Bruttoanlageinvestitionen	Vorratsveränderungen <sup>2)</sup>	Zusammen	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €; saisonbereinigt)</i>									
2001	6 887,8	6 785,7	3 976,6	1 372,4	1 453,5	-16,8	102,1	2 557,5	2 455,5
2002	7 128,4	6 956,7	4 094,1	1 444,6	1 444,6	-26,7	171,7	2 593,8	2 422,1
2003	7 333,2	7 186,6	4 217,8	1 501,3	1 473,5	-5,9	146,6	2 598,2	2 451,5
2004	7 609,3	7 461,0	4 357,3	1 549,9	1 533,8	19,9	148,4	2 788,5	2 640,2
2004 Q2	1 899,8	1 857,0	1 084,7	388,7	381,4	2,2	42,9	694,1	651,2
Q3	1 911,5	1 876,8	1 091,7	388,6	386,4	10,0	34,7	709,1	674,4
Q4	1 920,7	1 893,7	1 104,5	389,8	390,2	9,2	27,1	715,2	688,2
2005 Q1	1 936,6	1 904,7	1 110,4	394,2	390,9	9,3	31,9	712,7	680,8
Q2	1 951,9	1 925,5	1 118,6	397,6	396,8	12,6	26,4	729,7	703,3
<i>In % des BIP</i>									
2004	100,0	98,1	57,3	20,4	20,2	0,3	1,9	-	-
<i>In konstanten Preisen (in Mrd ECU, in Preisen von 1995; saisonbereinigt)</i>									
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>									
2004 Q2	0,5	0,4	0,1	0,3	0,1	-	-	2,5	2,5
Q3	0,3	0,7	0,2	0,4	0,5	-	-	1,3	2,4
Q4	0,2	0,5	0,8	-0,2	0,3	-	-	0,5	1,4
2005 Q1	0,4	0,0	0,1	0,4	-0,2	-	-	-0,5	-1,4
Q2	0,3	0,4	0,1	0,4	0,5	-	-	1,8	2,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>									
2001	1,8	1,0	1,8	2,2	0,0	-	-	4,0	2,1
2002	0,9	0,2	0,9	2,6	-2,4	-	-	1,9	0,3
2003	0,7	1,4	1,0	1,5	0,8	-	-	0,7	2,7
2004	2,1	2,0	1,5	1,1	1,9	-	-	6,5	6,5
2004 Q2	2,1	1,4	1,3	1,3	1,3	-	-	7,8	6,2
Q3	1,9	2,3	1,1	1,1	1,5	-	-	6,4	7,9
Q4	1,6	1,9	1,9	0,6	1,1	-	-	6,1	7,3
2005 Q1	1,3	1,6	1,3	0,9	0,7	-	-	3,8	4,9
Q2	1,1	1,7	1,3	1,0	1,1	-	-	3,1	4,6
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>									
2001	1,8	1,0	1,0	0,4	0,0	-0,4	0,8	-	-
2002	0,9	0,2	0,5	0,5	-0,5	-0,3	0,6	-	-
2003	0,7	1,4	0,6	0,3	0,2	0,3	-0,7	-	-
2004	2,1	1,9	0,9	0,2	0,4	0,4	0,1	-	-
2004 Q2	2,1	1,4	0,7	0,3	0,3	0,1	0,8	-	-
Q3	1,9	2,2	0,6	0,2	0,3	1,0	-0,4	-	-
Q4	1,6	1,9	1,1	0,1	0,2	0,5	-0,3	-	-
2005 Q1	1,3	1,6	0,7	0,2	0,1	0,5	-0,3	-	-
Q2	1,1	1,6	0,7	0,2	0,2	0,5	-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 1 in Abschnitt 7.3 überein.
- 2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 5.2 Produktion und Nachfrage

### 2. Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)							Unterstellte Bankgebühr <sup>1)</sup>	Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleister	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €; saisonbereinigt)</i>								
2001	6 387,9	161,0	1 385,1	360,9	1 348,1	1 729,9	1 402,9	215,4	715,3
2002	6 619,9	156,4	1 399,1	374,3	1 400,0	1 814,4	1 475,7	230,3	738,8
2003	6 806,1	156,9	1 412,4	391,3	1 427,4	1 886,9	1 531,2	238,8	765,9
2004	7 046,6	157,6	1 454,1	414,5	1 473,5	1 958,7	1 588,3	243,0	805,8
2004 Q2	1 761,8	39,6	364,4	103,1	368,2	488,1	398,4	61,3	199,3
Q3	1 769,3	39,1	366,2	103,8	370,7	493,0	396,6	60,2	202,4
Q4	1 777,2	39,6	365,1	105,9	371,6	495,5	399,4	61,4	204,9
2005 Q1	1 795,3	38,7	370,4	106,5	374,5	501,2	404,1	62,3	203,7
Q2	1 811,7	38,6	373,6	109,6	376,6	507,3	406,0	63,4	203,6
	<i>In % der Wertschöpfung</i>								
2004	100,0	2,2	20,6	5,9	20,9	27,8	22,5	-	-
	<i>In konstanten Preisen (in Mrd ECU, in Preisen von 1995; saisonbereinigt)</i>								
	<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>								
2004 Q2	0,7	1,1	0,9	0,0	1,0	0,7	0,3	1,8	-1,2
Q3	0,2	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,1	-0,3	0,7
Q4	0,2	1,1	-0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,8	0,4
2005 Q1	0,4	-1,7	0,6	-0,9	0,9	0,6	0,1	-0,1	-0,5
Q2	0,4	-0,6	0,5	1,4	0,6	0,4	0,1	0,6	-0,5
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2001	2,0	-1,8	1,3	0,7	2,7	2,6	1,9	5,5	1,5
2002	1,0	-0,2	-0,2	-0,3	1,2	1,4	2,0	2,4	0,2
2003	0,6	-3,9	0,2	0,5	0,3	1,4	1,0	1,8	1,5
2004	2,2	7,6	2,5	1,7	2,2	2,0	1,6	4,4	1,8
2004 Q2	2,4	7,7	3,0	1,5	2,2	2,2	1,8	5,7	1,3
Q3	1,9	9,4	2,3	0,8	1,6	1,8	1,5	4,4	2,0
Q4	1,7	7,5	1,0	0,7	2,4	1,8	1,3	4,5	1,3
2005 Q1	1,5	0,5	1,3	-0,9	2,7	1,9	0,7	2,1	-0,6
Q2	1,2	-1,2	0,9	0,6	2,3	1,6	0,5	0,9	0,0
	<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>								
2001	2,0	0,0	0,3	0,0	0,6	0,7	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	-	-
2003	0,6	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-	-
2004	2,2	0,2	0,6	0,1	0,5	0,5	0,3	-	-
2004 Q2	2,4	0,2	0,7	0,1	0,5	0,6	0,4	-	-
Q3	1,9	0,2	0,5	0,0	0,4	0,5	0,3	-	-
Q4	1,7	0,2	0,2	0,0	0,5	0,5	0,3	-	-
2005 Q1	1,5	0,0	0,3	0,0	0,6	0,5	0,2	-	-
Q2	1,2	0,0	0,2	0,0	0,5	0,4	0,1	-	-

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	
		Insgesamt (saison- bereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie		
				Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsumgüter				
								Zu- sammen	Ge- brauchs- güter			Verbrauchs- güter
Gewichte in % <sup>1)</sup>	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,2	99,9	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,1	1,3
2003	0,2	100,2	0,3	0,0	0,0	0,4	-0,2	-0,5	-4,6	0,2	3,0	-0,2
2004	2,1	102,1	2,0	2,0	1,9	1,8	3,0	0,5	-0,1	0,7	2,5	-0,3
2004 Q3	2,8	102,4	2,8	3,0	2,8	2,9	5,0	0,4	-0,5	0,5	2,6	-0,7
2004 Q4	1,1	102,2	1,1	0,8	0,5	1,1	1,7	-0,2	-3,6	0,4	2,7	-1,0
2005 Q1	-0,5	102,2	0,5	0,3	0,1	0,6	2,1	-1,0	-4,0	-0,5	1,0	-4,4
2005 Q2	0,9	102,9	0,5	0,6	0,2	-0,6	2,1	0,5	-1,9	1,0	1,1	-0,7
2005 März	-2,0	102,0	-0,2	-1,1	-1,3	-0,8	1,8	-2,4	-4,7	-1,9	1,7	-6,7
2005 April	1,9	103,0	1,1	1,9	1,7	0,2	3,3	0,6	-0,8	0,9	0,2	-1,7
2005 Mai	0,1	102,6	-0,1	-0,4	-1,0	-0,9	0,7	0,5	-4,3	1,3	0,7	-1,3
2005 Juni	0,8	103,1	0,6	0,4	-0,2	-1,2	2,4	0,5	-0,7	0,7	2,5	0,7
2005 Juli	.	103,3	0,5	-0,1	-0,3	-0,5	2,2	-0,1	-2,3	0,3	2,4	.
2005 Aug.	.	104,2	2,5	2,8	2,9	3,9	2,2	3,1	1,7	3,3	-0,5	.
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>												
2005 März	-0,5	-	0,0	-0,3	-0,3	-0,8	1,2	-0,4	-0,6	-0,4	1,2	-1,6
2005 April	2,5	-	0,9	2,1	2,0	1,3	0,2	1,8	2,6	1,6	-5,0	3,6
2005 Mai	-0,6	-	-0,3	-1,0	-1,2	-0,5	-0,2	-0,3	-2,0	0,0	1,9	0,2
2005 Juni	0,2	-	0,5	0,6	0,5	0,0	1,1	0,1	1,4	-0,1	2,1	1,6
2005 Juli	.	-	0,2	-0,1	0,2	1,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	.
2005 Aug.	.	-	0,8	1,4	1,5	2,2	0,0	1,2	0,8	1,2	-2,5	.

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

	Auftragseingang in der Industrie		Umsätze in der Industrie		Einzelhandelsumsätze							Pkw- Neuzulassungen	
	Verarbeitendes Gewerbe <sup>2)</sup> (in jeweiligen Preisen)		Verarbeitendes Gewerbe (in jeweiligen Preisen)		In jeweiligen Preisen	In konstanten Preisen						Insgesamt (saison- bereinigt) in Tsd. <sup>3)</sup>	Ins- gesamt
	Insgesamt (saison- bereinigter Index 2000 = 100)	Ins- gesamt	Insgesamt (saison- bereinigter Index 2000 = 100)	Ins- gesamt	Insgesamt	Insgesamt (saison- bereinigter Index 2000 = 100)	Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren				
									Textilien, Bekleidung, Schuhe	Haushalts- ausstattung			
Gewichte in % <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	12	13	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	98,4	-0,4	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,3	1,2	-0,4	-1,9	-1,9	925	-4,4
2003	98,4	0,2	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,4	1,1	-0,4	-2,8	0,2	911	-1,5
2004	106,2	8,1	105,9	4,9	1,7	102,9	0,9	0,8	0,9	0,8	2,7	922	1,1
2004 Q4	110,8	9,7	107,2	5,1	1,8	103,2	1,1	1,1	0,8	1,1	2,2	941	3,6
2005 Q1	106,2	3,1	106,7	2,5	1,9	104,0	1,1	1,1	1,1	0,4	0,4	921	0,4
2005 Q2	108,6	1,3	110,3	4,2	1,5	103,6	0,6	0,1	0,6	0,5	0,9	938	1,0
2005 Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	942	4,6
2005 April	107,5	1,9	110,6	4,1	0,3	102,7	-0,8	-2,0	-0,2	0,4	-0,1	939	1,0
2005 Mai	107,4	-3,4	108,0	4,9	3,0	104,1	2,1	1,8	2,1	1,7	2,0	894	-4,2
2005 Juni	110,8	5,5	112,2	3,7	1,2	104,1	0,4	0,5	0,1	-0,5	0,8	980	6,1
2005 Juli	109,3	1,6	106,9	0,4	0,4	103,4	-0,4	-1,8	0,4	-0,3	1,0	940	3,0
2005 Aug.	109,2	7,5	112,9	7,4	2,7	104,5	2,1	1,2	3,2	3,1	2,6	933	7,4
2005 Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	954	4,5
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>													
2005 April	-	2,4	-	3,3	-0,2	-	-1,1	-1,9	-0,6	0,3	0,1	-	0,9
2005 Mai	-	-0,1	-	-2,3	0,8	-	1,3	2,2	0,6	-1,4	0,7	-	-4,7
2005 Juni	-	3,2	-	3,9	0,1	-	0,0	-0,3	0,1	1,2	0,4	-	9,6
2005 Juli	-	-1,4	-	-4,7	-0,6	-	-0,7	-1,0	-0,2	0,0	-0,3	-	-4,1
2005 Aug.	-	-0,1	-	5,6	0,9	-	1,1	1,0	1,2	1,4	0,7	-	-0,8
2005 Sept.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	2,3

Quellen: Eurostat, außer Spalte 12 und 13 von Tabelle 4 in Abschnitt 5.2 (EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Statistiken der ACEA, European Automobile Manufacturers Association).  
 1) Im Jahr 2000.  
 2) Hierzu zählen Wirtschaftszweige, deren Arbeit im Wesentlichen auftragsbasiert ist; ihr Anteil am gesamten verarbeitenden Gewerbe belief sich im Jahr 2000 auf 62,6 %.  
 3) Die Jahres- und Quartalswerte sind Monatsdurchschnitte im betreffenden Zeitraum.

## 5.2 Produktion und Nachfrage

(soweit nicht anders angegeben, Salden in %<sup>1)</sup>; saisonbereinigt)

### 5. Branchen- und Verbraucherumfragen

	Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>2)</sup> (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe					Vertrauensindikator für die Verbraucher <sup>3)</sup>					
		Vertrauensindikator für die Industrie				Kapazitätsauslastung <sup>4)</sup> (in %)	Insgesamt <sup>5)</sup>	Finanzlage in den nächsten 12 Monaten	Wirtschaftliche Lage in den nächsten 12 Monaten	Arbeitslosigkeit in den nächsten 12 Monaten	Ersparnisse in den nächsten 12 Monaten	
		Insgesamt <sup>5)</sup>	Auftragsbestand	Fertigwarenlager	Produktionserwartungen							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	100,8	-9	-15	13	1	82,7	-5	2	-9	14	2	
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,2	-11	-1	-12	27	-3	
2003	93,3	-11	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9	
2004	99,9	-5	-16	8	10	81,6	-14	-4	-14	30	-8	
2004 Q3	100,5	-4	-13	8	9	82,1	-14	-4	-14	30	-8	
2004 Q4	100,9	-3	-12	8	9	82,0	-13	-3	-14	29	-6	
2005 Q1	99,0	-6	-15	11	6	81,5	-13	-3	-13	30	-8	
2005 Q2	96,3	-10	-20	13	3	81,0	-14	-3	-16	31	-7	
2005 Q3	98,0	-8	-18	11	6	81,1	-15	-4	-17	29	-8	
2005 Mai	96,1	-11	-21	14	2	-	-15	-4	-17	31	-7	
2005 Juni	96,3	-10	-21	12	4	-	-15	-4	-17	33	-7	
2005 Juli	97,5	-8	-18	11	4	80,9	-15	-4	-19	30	-9	
2005 Aug.	97,8	-8	-18	11	6	-	-15	-4	-17	29	-8	
2005 Sept.	98,6	-7	-16	10	7	-	-14	-5	-16	28	-9	
2005 Okt.	100,5	-6	-16	10	8	81,2	-13	-5	-15	23	-9	

	Vertrauensindikator für das Baugewerbe			Vertrauensindikator für den Einzelhandel				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor			
	Insgesamt <sup>5)</sup>	Auftragsbestand	Beschäftigungserwartungen	Insgesamt <sup>5)</sup>	Aktuelle Geschäftslage	Lagerbestand	Erwartete Geschäftslage	Insgesamt <sup>5)</sup>	Geschäftsklima	Nachfrage in den letzten Monaten	Nachfrage in den kommenden Monaten
2001	-9	-15	-4	-8	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-18	-25	-11	-17	-20	18	-12	1	-3	-6	13
2003	-19	-26	-13	-12	-16	17	-3	2	-6	1	12
2004	-15	-23	-7	-8	-12	14	1	11	7	10	18
2004 Q3	-14	-22	-6	-8	-10	14	0	12	8	11	18
2004 Q4	-12	-19	-5	-8	-14	13	3	11	8	9	16
2005 Q1	-12	-16	-7	-8	-12	12	1	11	6	7	18
2005 Q2	-12	-18	-6	-8	-13	13	1	9	1	8	17
2005 Q3	-9	-16	-3	-9	-12	14	0	11	4	11	17
2005 Mai	-12	-17	-7	-8	-13	11	1	10	1	11	16
2005 Juni	-13	-19	-6	-9	-16	14	2	9	1	8	17
2005 Juli	-12	-18	-5	-10	-14	15	-3	12	5	12	18
2005 Aug.	-9	-16	-2	-9	-11	14	-1	9	-1	11	18
2005 Sept.	-8	-14	-1	-8	-12	15	5	11	7	9	16
2005 Okt.	-8	-14	-1	-4	-9	14	11	15	10	15	19

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

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

**5.3 Arbeitsmärkte <sup>1)</sup>**

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

**1. Beschäftigung**

	Gesamtwirtschaft		Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen					
	Mio (saisonbereinigt)		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleister	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen
Gewichte in % <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,4	15,6	4,5	18,1	7,2	25,0	15,3	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,513	1,5	1,7	0,2	-0,7	0,1	0,7	1,7	4,1	1,4
2002	135,478	0,7	0,8	0,1	-1,5	-1,6	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,842	0,3	0,3	0,4	-1,8	-1,5	0,2	0,3	1,3	1,2
2004	136,610	0,6	0,5	1,1	-0,8	-1,7	1,0	0,9	2,5	0,8
2004 Q2	136,329	0,5	0,4	1,1	-0,9	-1,7	0,6	0,8	2,7	0,7
Q3	136,621	0,6	0,5	1,4	-0,4	-1,8	2,0	0,9	2,4	0,8
Q4	136,854	0,8	0,7	1,3	-0,7	-0,9	1,4	1,0	2,5	0,9
2005 Q1	136,942	0,7	0,7	1,0	-1,6	-1,2	1,5	1,0	2,2	1,0
Q2	137,268	0,7	0,7	0,7	-1,5	-1,4	1,6	0,7	2,1	1,3
<i>Veränderung gegen Vorquartal in % (saisonbereinigt)</i>										
2004 Q2	0,302	0,2	0,1	0,7	-0,2	0,1	0,6	0,3	0,4	0,1
Q3	0,292	0,2	0,0	1,3	0,0	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,2
Q4	0,233	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,1	-0,4	0,1	0,5	0,3
2005 Q1	0,088	0,1	0,2	-0,9	-1,2	-0,9	0,1	0,1	0,8	0,4
Q2	0,326	0,2	0,2	0,4	0,1	-0,1	0,6	0,1	0,2	0,5

**2. Arbeitslosigkeit**

(saisonbereinigt)

	Insgesamt		Nach Alter <sup>3)</sup>				Nach Geschlecht <sup>4)</sup>			
	Mio	In % der Erwerbspersonen	Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen	
			Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen
Gewichte in % <sup>2)</sup>	100,0		75,6		24,4		47,9		52,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	11,018	7,9	8,092	6,6	2,925	16,1	5,037	6,3	5,981	9,9
2002	11,737	8,3	8,721	7,0	3,017	16,8	5,509	6,9	6,228	10,1
2003	12,515	8,7	9,397	7,5	3,117	17,6	5,963	7,4	6,552	10,5
2004	12,867	8,9	9,731	7,6	3,136	17,9	6,166	7,6	6,701	10,5
2004 Q2	12,889	8,9	9,711	7,6	3,178	18,1	6,151	7,6	6,738	10,6
Q3	12,895	8,9	9,757	7,6	3,138	18,0	6,151	7,5	6,744	10,6
Q4	12,857	8,8	9,760	7,6	3,097	17,9	6,260	7,7	6,597	10,3
2005 Q1	12,843	8,8	9,596	7,5	3,247	18,5	6,206	7,6	6,637	10,4
Q2	12,698	8,7	9,623	7,5	3,075	17,7	6,167	7,5	6,532	10,2
2005 März	12,863	8,8	9,590	7,5	3,273	18,7	6,236	7,6	6,627	10,4
April	12,831	8,8	9,668	7,5	3,164	18,1	6,222	7,6	6,610	10,3
Mai	12,654	8,7	9,655	7,5	2,999	17,3	6,162	7,5	6,492	10,1
Juni	12,609	8,6	9,548	7,4	3,062	17,6	6,116	7,5	6,493	10,1
Juli	12,461	8,5	9,560	7,4	2,901	16,9	6,036	7,4	6,424	10,0
Aug.	12,599	8,6	9,650	7,5	2,949	17,1	6,243	7,6	6,357	9,9

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

- Die Beschäftigungszahlen beziehen sich auf die Anzahl der Personen und beruhen auf dem ESVG 95. Die Arbeitslosenzahlen beziehen sich auf die Anzahl der Personen und wurden nach den Empfehlungen der IAO berechnet.
- Im Jahr 2004.
- Erwachsene: 25 Jahre und älter; Jugendliche: unter 25 Jahren; gemessen in Prozent der Erwerbspersonen der jeweiligen Altersgruppe.
- Gemessen in Prozent der erwerbstätigen Männer bzw. Frauen.



# ÖFFENTLICHE FINANZEN

## 6.1 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo <sup>1)</sup> (in % des BIP)

### 1. Euro-Währungsgebiet – Einnahmen

	Ins- gesamt	Laufende Einnahmen										Vermögens- wirksame Einnahmen		Nach- richtlich: Fiskali- sche Be- lastung <sup>2)</sup>
		Direkte Steuern			Kapital- gesell- schaften	Indirekte Steuern	Einnahmen von EU-Institutionen	Sozial- beiträge	Arbeit- geber	Arbeit- nehmer	Verkäufe	Vermögens- wirksame Steuern		
		Private Haushalte	3	4										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	47,0	46,6	11,7	9,1	2,3	13,2	0,7	17,3	8,5	5,5	2,4	0,3	0,2	42,5
1997	47,2	46,7	11,9	9,1	2,5	13,4	0,7	17,3	8,6	5,5	2,3	0,5	0,3	42,9
1998	46,7	46,4	12,2	9,6	2,3	14,0	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	42,7
1999	47,2	47,0	12,6	9,7	2,5	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,3
2000	46,9	46,6	12,8	9,8	2,6	14,0	0,6	16,0	8,3	4,8	2,2	0,3	0,3	43,0
2001	46,1	45,8	12,4	9,6	2,4	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	42,0
2002	45,5	45,2	11,9	9,4	2,2	13,6	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,3	0,3	41,5
2003	45,5	44,8	11,6	9,2	2,1	13,6	0,4	15,9	8,3	4,7	2,2	0,7	0,5	41,6
2004	45,0	44,5	11,5	8,8	2,3	13,7	0,3	15,7	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,2

### 2. Euro-Währungsgebiet – Ausgaben

	Ins- gesamt	Laufende Ausgaben							Vermögenswirksame Ausgaben				Nach- richtlich: Primäraus- gaben <sup>3)</sup>	
		Zu- sammen	Arbeitnehmer- entgelte	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Laufende Übertra- gungen	Sozialaus- gaben	Subven- tionen	Investi- tionen	Vermö- gens- transfers	Gezahlt von EU-Insti- tutionen			
														Gezahlt von EU-Insti- tutionen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	51,3	47,4	11,1	4,8	5,6	25,9	22,9	2,2	0,6	3,8	2,6	1,3	0,0	45,6
1997	49,9	46,3	10,9	4,7	5,0	25,6	22,8	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	44,9
1998	49,0	45,2	10,6	4,6	4,6	25,4	22,3	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,4
1999	48,6	44,7	10,6	4,7	4,1	25,3	22,3	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,5
2000	47,9	44,1	10,5	4,7	3,9	25,0	21,9	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	44,0
2001	48,0	44,0	10,4	4,8	3,8	25,0	21,9	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,0	44,1
2002	48,1	44,2	10,5	4,9	3,6	25,3	22,4	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,5
2003	48,5	44,5	10,6	4,9	3,4	25,7	22,8	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,2
2004	47,7	43,9	10,5	4,9	3,2	25,3	22,5	1,8	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,6

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

	Finanzierungssaldo					Primär- saldo	Konsumausgaben des Staats <sup>4)</sup>						Kollektiv- verbrauch	Individual- verbrauch
	Ins- gesamt	Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- sicherung		Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelte	Vorlei- stungen	Sachtransfers über Markt- produzenten	Abschrei- bungen	Verkäufe (minus)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	-4,3	-3,7	-0,4	0,0	-0,1	1,3	20,3	11,1	4,8	4,9	1,9	2,4	8,5	11,9
1997	-2,7	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,1	10,9	4,7	4,9	1,9	2,3	8,4	11,7
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,4	19,7	10,6	4,6	4,9	1,8	2,3	8,1	11,6
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,7	4,9	1,8	2,3	8,2	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,5	4,7	4,9	1,8	2,2	8,1	11,7
2001	-1,9	-1,7	-0,4	0,0	0,3	2,0	19,8	10,4	4,8	5,0	1,8	2,2	8,0	11,8
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	1,0	20,2	10,5	4,9	5,1	1,8	2,2	8,1	12,1
2003	-3,0	-2,3	-0,4	-0,2	0,0	0,3	20,4	10,6	4,9	5,2	1,8	2,2	8,1	12,3
2004	-2,7	-2,3	-0,3	-0,3	0,1	0,4	20,3	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,0	12,3

### 4. Länder des Euro-Währungsgebiets – Finanzierungssaldo <sup>5)</sup>

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,6	-2,9	-6,1	-0,5	-1,6	0,8	-3,2	6,1	-0,2	0,1	-4,2	5,2
2002	0,0	-3,8	-4,9	-0,3	-3,2	-0,4	-2,7	2,1	-2,0	-0,4	-2,8	4,3
2003	0,1	-4,1	-5,7	0,0	-4,2	0,2	-3,2	0,2	-3,2	-1,2	-2,9	2,5
2004	0,0	-3,7	-6,6	-0,1	-3,6	1,4	-3,2	-0,6	-2,1	-1,0	-3,0	2,1

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 – die Erlöse aus dem Verkauf der UMTS-Lizenzen des Jahres 2000 nicht berücksichtigt (der Finanzierungssaldo des Euro-Währungsgebiets einschließlich dieser Erlöse beträgt 0,1 % des BIP). Einschließlich Transaktionen, die den EU-Haushalt betreffen; konsolidierte Angaben. Transaktionen zwischen den Mitgliedstaaten sind nicht konsolidiert.
- Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.
- Umfassen Gesamtausgaben abzüglich Zinsausgaben.
- Entsprechen Konsumausgaben (P 3) der öffentlichen Haushalte im ESVG 95.
- Unter Verwendung des BIP ohne unterstellte Bankgebühr (FISIM) berechnet. Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen und aus Swap- sowie Zinstermingeschäften.

6.2 Verschuldung <sup>1)</sup>  
(in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldarten und Gläubigergruppen

	Insgesamt	Schuldart				Gläubiger				
		Münzen und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Inländische Gläubiger <sup>2)</sup>				Sonstige Gläubiger <sup>3)</sup>
						Zusammen	MFIs	Sonstige finanzielle Kapital- gesellschaften	Sonstige Sektoren	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1995	74,0	2,8	17,6	8,0	45,7	58,6	30,3	10,3	18,0	15,4
1996	75,4	2,8	17,1	7,9	47,5	59,1	30,9	12,0	16,1	16,3
1997	74,5	2,8	16,1	6,6	49,1	56,7	29,4	13,3	14,0	17,8
1998	73,1	2,7	15,1	5,6	49,6	53,3	27,6	14,2	11,5	19,7
1999	72,4	2,9	14,3	4,3	50,9	49,4	26,5	11,4	11,6	22,9
2000	69,9	2,7	13,2	3,7	50,3	44,8	23,3	10,3	11,1	25,1
2001	68,6	2,7	12,5	3,9	49,5	42,6	21,9	9,8	11,0	25,9
2002	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5	40,2	20,4	8,9	10,9	28,3
2003	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4	39,7	21,0	9,4	9,3	30,1
2004	70,2	2,2	11,9	4,7	51,4	39,3	20,1	9,8	9,4	30,9

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

	Insgesamt	Schuldner <sup>4)</sup>				Ursprungslaufzeit			Restlaufzeit			Währung	
		Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- siche- rung	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabler Zinssatz	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Mitglied- staats <sup>5)</sup>	Sonstige Währun- gen
1995	74,0	61,8	5,6	5,9	0,8	11,5	62,5	7,5	18,6	26,7	28,8	71,8	2,2
1996	75,4	63,1	5,9	5,8	0,5	11,2	64,2	7,0	20,0	26,1	29,2	73,1	2,2
1997	74,5	62,4	6,1	5,4	0,6	9,7	64,8	6,8	19,4	25,9	29,3	72,3	2,2
1998	73,1	61,3	6,1	5,3	0,4	8,5	64,6	6,4	16,7	27,0	29,4	71,0	2,1
1999	72,4	60,9	6,1	5,1	0,3	7,3	65,0	5,7	15,1	27,9	29,3	70,4	1,9
2000	69,9	58,7	5,9	4,9	0,3	6,5	63,4	5,0	15,0	28,4	26,5	68,1	1,8
2001	68,6	57,4	6,1	4,8	0,3	6,8	61,7	3,6	15,6	26,4	26,6	67,1	1,5
2002	68,5	57,0	6,3	4,8	0,3	7,6	60,9	3,4	16,4	25,2	26,8	67,2	1,3
2003	69,8	57,4	6,6	5,2	0,6	7,7	62,1	3,5	15,3	26,4	28,1	68,8	1,0
2004	70,2	57,9	6,7	5,2	0,4	7,5	62,7	3,4	15,5	26,8	27,9	69,3	0,9

3. Länder des Euro-Währungsgebiets <sup>6)</sup>

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	108,0	59,6	114,4	56,3	56,8	35,9	110,9	6,7	51,5	67,0	53,6	43,6
2002	105,4	61,2	111,6	53,2	58,8	32,4	108,3	6,8	51,3	66,7	56,1	42,3
2003	100,0	64,8	108,8	49,4	63,2	31,5	106,8	6,7	52,6	65,1	57,7	45,2
2004	95,7	66,4	109,3	46,9	65,1	29,8	106,5	6,6	53,1	64,3	59,4	45,1

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

- 1) Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert nach Konsolidierung zwischen den Teilssektoren des Staats. 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) Unter Verwendung des BIP ohne unterstellte Bankgebühr (FISIM) berechnet.



## 6.3 Veränderung der Verschuldung <sup>1)</sup>

(in % des BIP)

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

	Ins- gesamt	Ursache der Veränderung				Schuldarten				Gläubiger			Sonstige Gläu- biger <sup>7)</sup>
		Nettoneu- verschuldung <sup>2)</sup>	Bewer- tungs- effekte <sup>3)</sup>	Sonstige Volumens- änderun- gen <sup>4)</sup>	Aggre- gations- effekt <sup>5)</sup>	Münzen und Einlagen	Kredite	Kurz- fristige Wert- papiere	Lang- fristige Wert- papiere	Inlän- dische Gläu- biger <sup>6)</sup>	MFIs	Sonstige finanzielle Kapital- gesell- schaften	
1996	3,9	4,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	3,4	2,5	1,7	2,0	1,4
1997	2,0	2,2	0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,1	-0,4	1,8	2,1
1998	1,8	2,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	2,7	-1,0	-0,5	1,5	2,8
1999	2,0	1,6	0,5	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	3,1	-1,9	-0,1	-2,3	3,9
2000	1,0	0,9	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,9	-2,2	-1,8	-0,5	3,3
2001	1,8	1,6	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,1	2,0
2002	2,2	2,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,8	1,6	-1,0	-0,7	-0,6	3,2
2003	3,1	3,3	-0,1	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,5	2,3	0,6	1,1	0,8	2,5
2004	3,1	3,3	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	2,9	1,1	-0,1	0,7	2,0

### 2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

	Schulden- stands- änderung	Finanzie- rungs- saldo <sup>8)</sup>	Deficit-Debt-Adjustments <sup>9)</sup>											Sonstige <sup>10)</sup>
			Ins- gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)							Bewer- tungs- effekte	Wechsel- kurseffekte	Sonstige Volumens- änderungen	
				Zu- sammen	Bargeld und Einlagen	Wert- papiere <sup>11)</sup>	Kredite	Aktien und sonstige Anteils- rechte	Privati- sierungen	Kapital- erhö- hungen				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1996	3,9	-4,3	-0,4	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,3
1997	2,0	-2,7	-0,7	-0,5	0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,4	0,2	-0,4	-0,2
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,3	0,7	0,0	0,5	0,0	0,1	-0,6	-0,7	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,1	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
2001	1,8	-1,9	-0,1	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
2002	2,2	-2,5	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,4	0,0	0,1	-0,1
2003	3,1	-3,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,7	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,2

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

6.4 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis <sup>1)</sup>  
(in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Einnahmen

	Insgesamt		Laufende Einnahmen					Vermögenswirksame Einnahmen		Nachrichtlich: Fiskalische Belastung <sup>2)</sup>
	1	2	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Sozialbeiträge	Verkäufe	Vermögens-einkommen	8	Vermögens-wirksame Steuern	
			3	4	5	6	7		9	
1999 Q2	48,3	47,7	13,5	13,6	16,2	2,2	1,4	0,6	0,3	43,6
1999 Q3	45,3	44,8	11,9	13,1	16,1	2,0	0,8	0,5	0,3	41,4
1999 Q4	51,5	50,8	14,4	14,7	17,0	2,9	0,9	0,7	0,3	46,4
2000 Q1	44,1	43,5	11,2	13,3	15,6	1,9	0,7	0,6	0,3	40,4
2000 Q2	48,3	47,7	14,0	13,5	16,0	2,1	1,2	0,6	0,3	43,8
2000 Q3	45,0	44,5	12,1	12,8	15,9	2,0	0,8	0,5	0,3	41,1
2000 Q4	50,6	50,0	14,1	14,3	16,8	2,9	0,9	0,6	0,3	45,5
2001 Q1	43,1	42,6	10,7	12,9	15,4	1,8	0,9	0,5	0,2	39,3
2001 Q2	47,7	47,2	13,7	13,2	15,8	2,0	1,7	0,5	0,2	42,9
2001 Q3	44,4	44,0	11,9	12,6	15,8	1,9	0,9	0,4	0,3	40,5
2001 Q4	49,9	49,4	13,7	14,1	16,5	3,0	1,1	0,5	0,3	44,6
2002 Q1	42,8	42,3	10,3	13,0	15,7	1,7	0,8	0,5	0,2	39,2
2002 Q2	46,4	45,8	12,8	12,9	15,7	2,0	1,6	0,6	0,3	41,7
2002 Q3	44,5	43,9	11,4	13,0	15,7	2,0	0,8	0,5	0,3	40,4
2002 Q4	49,9	49,2	13,6	14,3	16,5	3,0	0,9	0,7	0,3	44,7
2003 Q1	42,8	42,3	10,0	13,1	15,8	1,8	0,7	0,5	0,2	39,1
2003 Q2	46,9	45,3	12,3	12,9	16,0	2,0	1,3	1,6	1,3	42,5
2003 Q3	43,7	43,2	11,0	12,9	15,8	1,9	0,7	0,5	0,3	40,0
2003 Q4	50,1	49,0	13,3	14,5	16,5	2,9	0,8	1,1	0,3	44,5
2004 Q1	42,3	41,8	9,8	13,1	15,6	1,7	0,7	0,6	0,3	38,7
2004 Q2	45,7	44,8	12,3	13,1	15,6	2,0	0,9	0,9	0,7	41,7
2004 Q3	43,4	42,9	10,9	12,9	15,6	1,9	0,7	0,5	0,3	39,7
2004 Q4	50,2	49,2	13,2	14,7	16,4	2,9	0,8	1,1	0,4	44,8
2005 Q1	43,1	42,4	10,2	13,2	15,6	1,7	0,7	0,6	0,3	39,2
2005 Q2	45,1	44,4	12,1	13,2	15,5	2,0	0,9	0,7	0,3	41,0

2. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Ausgaben und vierteljährlicher Finanzierungssaldo

	Insgesamt		Laufende Ausgaben					Vermögenswirksame Ausgaben			Finanzierungssaldo	Primärsaldo	
	1	2	Arbeitsnehmerentgelte	Vorleistungen	Zinsausgaben	Laufende Übertragungen	Sozialleistungen	Subventionen	Investitionen	Vermögens-transfers			
							7	8					9
1999 Q2	47,9	44,2	10,6	4,6	4,2	24,8	21,5	1,5	3,7	2,4	1,2	0,4	4,6
1999 Q3	47,9	44,1	10,4	4,6	4,0	25,1	21,5	1,6	3,7	2,5	1,2	-2,5	1,5
1999 Q4	51,2	46,4	11,1	5,3	3,7	26,2	22,5	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,0
2000 Q1	46,7	43,3	10,3	4,5	4,1	24,4	21,2	1,2	3,4	2,0	1,4	-2,6	1,5
2000 Q2	47,1	43,6	10,5	4,7	3,9	24,6	21,2	1,4	3,5	2,4	1,2	1,2	5,1
2000 Q3	43,8	43,4	10,2	4,6	4,0	24,5	21,2	1,5	0,4	2,5	1,1	1,2	5,2
2000 Q4	50,3	46,4	11,1	5,3	3,8	26,1	22,2	1,6	3,9	3,1	1,6	0,3	4,1
2001 Q1	46,3	42,9	10,2	4,1	4,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,0	1,5	-3,3	0,8
2001 Q2	47,3	43,7	10,5	4,7	4,0	24,6	21,2	1,4	3,6	2,4	1,2	0,4	4,4
2001 Q3	47,2	43,4	10,2	4,6	3,9	24,7	21,3	1,5	3,8	2,5	1,3	-2,8	1,1
2001 Q4	51,7	46,6	11,1	5,6	3,7	26,3	22,4	1,6	5,1	3,2	1,8	-1,8	1,9
2002 Q1	46,9	43,3	10,5	4,3	3,8	24,8	21,6	1,2	3,5	2,0	1,6	-4,0	-0,3
2002 Q2	47,6	44,0	10,5	4,9	3,6	24,9	21,5	1,4	3,5	2,4	1,2	-1,2	2,5
2002 Q3	47,8	44,0	10,2	4,7	3,6	25,4	21,8	1,5	3,8	2,6	1,3	-3,4	0,2
2002 Q4	51,6	47,0	11,2	5,6	3,4	26,8	23,0	1,6	4,6	2,9	1,7	-1,7	1,7
2003 Q1	47,5	43,9	10,5	4,4	3,6	25,3	21,9	1,2	3,6	1,9	1,6	-4,7	-1,1
2003 Q2	48,3	44,6	10,6	4,7	3,5	25,8	22,1	1,4	3,7	2,4	1,3	-1,4	2,1
2003 Q3	48,0	44,2	10,4	4,8	3,4	25,6	22,0	1,4	3,8	2,6	1,2	-4,3	-0,9
2003 Q4	52,0	47,0	11,1	5,7	3,2	27,0	23,1	1,5	5,0	3,3	1,7	-1,9	1,3
2004 Q1	47,1	43,7	10,5	4,5	3,3	25,3	21,8	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,8	-1,5
2004 Q2	47,4	43,9	10,6	4,8	3,2	25,3	21,8	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,7	1,5
2004 Q3	46,9	43,4	10,2	4,6	3,3	25,4	21,8	1,4	3,5	2,5	1,0	-3,5	-0,2
2004 Q4	51,4	46,3	11,0	5,7	3,1	26,6	22,9	1,4	5,1	3,1	1,9	-1,2	1,9
2005 Q1	47,3	43,7	10,4	4,5	3,3	25,5	21,8	1,1	3,5	1,9	1,6	-4,2	-0,9
2005 Q2	47,0	43,5	10,5	4,9	3,2	25,1	21,7	1,3	3,5	2,3	1,1	-1,9	1,3

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. Unter Verwendung des BIP ohne unterstellte Bankgebühr (FISIM) berechnet.
- Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.

## 6.5 Vierteljährliche Verschuldung und Veränderung der Verschuldung (in % des BIP)

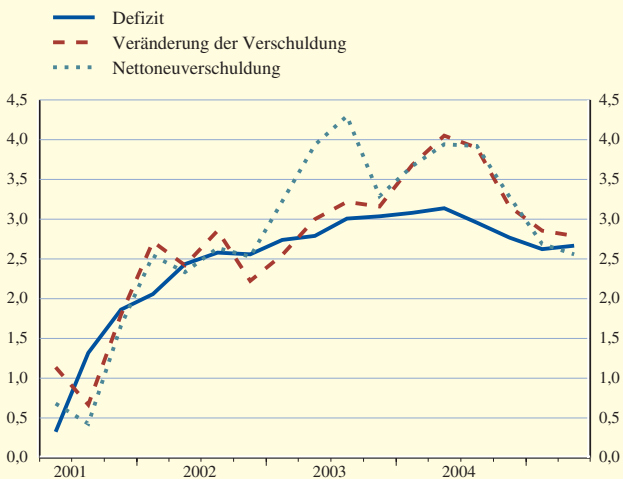
### 1. Euro-Währungsgebiet – Maastricht-Verschuldung nach Schuldarten<sup>1)</sup>

	Insgesamt 1	Schuldarten			
		Münzen und Einlagen 2	Kredite 3	Kurzfristige Wertpapiere 4	Langfristige Wertpapiere 5
2002 Q3	70,1	2,6	12,0	4,5	50,9
2002 Q4	69,3	2,7	11,9	4,6	50,0
2003 Q1	70,5	2,6	12,0	5,3	50,6
2003 Q2	71,0	2,7	11,8	5,8	50,8
2003 Q3	71,3	2,7	11,8	5,6	51,2
2003 Q4	70,5	2,1	12,6	4,9	50,9
2004 Q1	72,1	2,0	12,6	5,5	52,0
2004 Q2	72,5	2,1	12,4	5,7	52,3
2004 Q3	72,5	2,2	12,3	5,6	52,4
2004 Q4	70,9	2,2	12,1	4,8	51,9
2005 Q1	72,4	2,1	12,1	4,9	53,2
2005 Q2	73,0	2,3	11,8	5,1	53,8

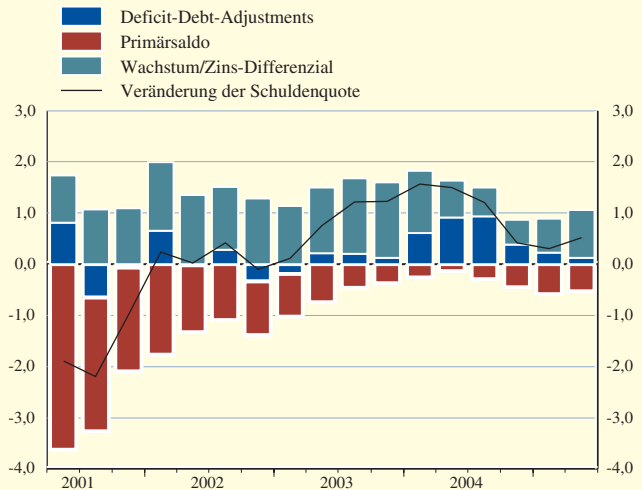
### 2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

	Schuldenstandsänderung 1	Finanzierungs-saldo 2	Deficit-Debt-Adjustments								Sonstige 10	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung 11
			Insgesamt 3	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)					Bewertungs-effekte und sonstige Volumens-änderungen 9			
				Zusammen 4	Bargeld und Einlagen 5	Wertpapiere 6	Kredite 7	Aktien und sonstige Anteilsrechte 8				
2002 Q3	2,2	-3,4	-1,2	-2,4	-2,5	-0,1	0,0	0,2	0,7	0,5	1,5	
2002 Q4	-0,7	-1,7	-2,4	0,6	0,3	0,0	0,4	-0,1	-2,8	-0,2	2,1	
2003 Q1	7,1	-4,7	2,4	2,9	1,9	0,2	0,5	0,3	-0,7	0,3	7,9	
2003 Q2	3,6	-1,4	2,2	3,2	2,3	0,0	0,1	0,9	-0,7	-0,3	4,3	
2003 Q3	3,0	-4,3	-1,2	-1,6	-1,6	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,4	3,0	
2003 Q4	-0,8	-1,9	-2,6	-3,6	-2,2	-0,1	-0,6	-0,7	0,8	0,1	-1,6	
2004 Q1	9,1	-4,8	4,2	1,9	1,3	0,2	0,5	0,0	-0,1	2,4	9,2	
2004 Q2	5,0	-1,7	3,3	3,8	3,5	0,3	0,0	0,1	-0,3	-0,2	5,4	
2004 Q3	2,5	-3,5	-1,0	-0,9	-1,2	0,1	0,1	0,1	-0,5	0,3	2,9	
2004 Q4	-3,4	-1,2	-4,6	-3,6	-2,7	-0,2	0,1	-0,7	0,4	-1,5	-3,8	
2005 Q1	7,7	-4,2	3,5	2,2	1,8	0,4	0,1	0,0	1,1	0,2	6,6	
2005 Q2	4,7	-1,9	2,8	3,3	2,7	0,4	0,1	0,1	-0,1	-0,4	4,8	

### A26 Defizit, Nettoverschuldung und Veränderung der Verschuldung (gleitende Vierquartalsumme in % des BIP)



### A27 Maastricht-Verschuldung (jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren)



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

1) Die Bestandsdaten in Quartal t sind in Prozent der Summe des BIP (ohne unterstellte Bankgebühr (FISIM)) in Quartal t und den drei vorangegangenen Quartalen ausgedrückt.



# AUSSENWIRTSCHAFT

## 7.1 Zahlungsbilanz

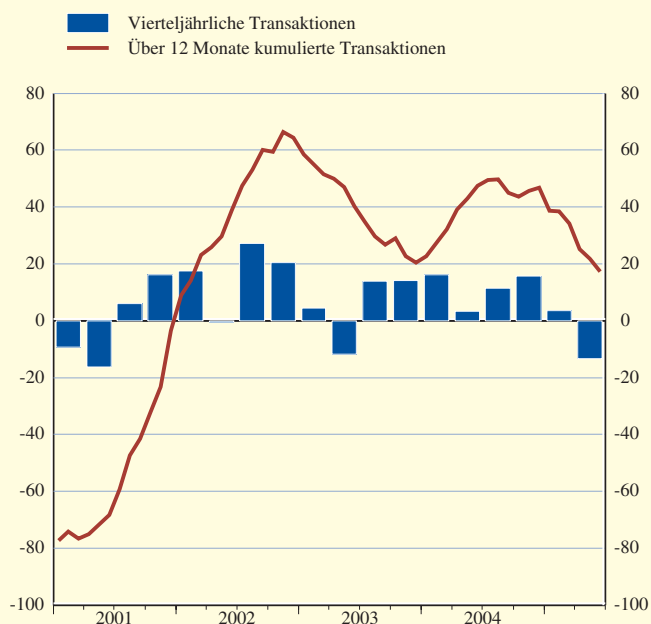
(in Mrd €; Nettotransaktionen)

### 1. Zahlungsbilanz – Gesamtübersicht

	Leistungsbilanz					Ver- mögens- übertra- gungen	Finanzie- rungssaldo gegenüber der übrigen Welt (Spalte 1+6)	Kapitalbilanz					Rest- posten	
	Insgesamt	Waren- handel	Dienst- leistun- gen	Erwerbs- und Ver- mögens- ein- kommen	Laufende Übertra- gungen			Insgesamt	Direkt- investi- tionen	Wert- papier- anlagen	Finanz- derivate	Übriger Kapital- verkehr		Wäh- rungs- reserven
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	64,5	128,5	16,4	-31,9	-48,6	10,2	74,6	-43,9	0,6	127,8	-11,0	-159,1	-2,3	-30,7
2003	20,4	102,7	19,7	-45,8	-56,1	13,1	33,5	-5,9	5,4	43,4	-12,2	-72,5	30,0	-27,6
2004	46,8	102,7	27,7	-28,0	-55,7	17,4	64,2	-5,5	-78,1	72,8	-1,7	-10,8	12,3	-58,7
2004 Q2	3,4	31,4	10,4	-21,7	-16,7	4,0	7,4	11,3	-12,1	27,0	-1,2	0,4	-2,8	-18,6
Q3	11,4	23,5	8,8	-3,0	-18,0	4,1	15,5	3,1	1,1	7,2	-1,0	-7,7	3,5	-18,6
Q4	15,8	20,1	6,7	3,1	-14,0	5,9	21,7	-25,4	-44,1	27,3	-4,8	-6,1	2,4	3,7
2005 Q1	3,5	15,6	3,2	-3,0	-12,2	1,1	4,6	25,9	-20,0	3,8	-7,2	44,5	4,8	-30,5
Q2	-13,3	18,8	9,5	-25,5	-16,1	3,9	-9,4	46,0	-11,6	106,7	3,2	-55,3	3,1	-36,6
2004 Aug.	3,3	5,2	2,6	0,8	-5,3	1,6	4,9	6,3	5,1	2,5	-4,2	-0,9	3,8	-11,2
Sept.	-0,1	4,9	2,5	-1,2	-6,3	1,1	1,0	14,4	3,3	45,3	2,5	-36,2	-0,5	-15,4
Okt.	3,4	8,4	4,1	-3,5	-5,6	0,6	4,1	-30,4	-13,4	-1,5	-4,0	-12,4	0,9	26,3
Nov.	4,7	4,5	1,2	3,5	-4,4	1,0	5,7	28,4	-5,8	-10,1	1,5	42,8	-0,1	-34,1
Dez.	7,6	7,2	1,4	3,1	-4,0	4,3	12,0	-23,4	-24,9	38,8	-2,2	-36,6	1,5	11,4
2005 Jan.	-5,8	1,4	0,5	-4,1	-3,6	-0,8	-6,6	18,3	-10,5	-17,3	-3,4	51,0	-1,6	-11,7
Febr.	5,9	5,9	1,2	1,4	-2,6	1,1	6,9	27,1	-2,7	23,3	1,3	0,4	4,9	-34,0
März	3,5	8,3	1,5	-0,4	-6,0	0,8	4,3	-19,4	-6,8	-2,1	-5,0	-7,0	1,5	15,1
April	-10,7	4,0	2,6	-13,0	-4,3	0,2	-10,5	-11,5	-11,6	-14,5	-0,4	15,8	-0,8	22,0
Mai	-2,8	6,1	3,0	-6,7	-5,3	1,6	-1,2	39,5	8,2	19,7	0,6	8,5	2,6	-38,3
Juni	0,2	8,7	3,9	-5,8	-6,5	2,1	2,3	18,0	-8,2	101,5	3,0	-79,7	1,3	-20,3
Juli	1,3	9,9	3,8	-6,8	-5,6	0,9	2,2	-1,9	-81,2	75,3	0,7	0,8	2,4	-0,3
Aug.	-2,9	1,1	1,8	-0,3	-5,6	0,8	-2,1	-1,4	-15,7	-16,1	-6,2	36,6	-0,1	3,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>														
2005 Aug.	4,2	70,3	27,5	-33,8	-59,8	13,8	18,0	57,6	-169,3	242,3	-11,7	-15,8	12,1	-75,6

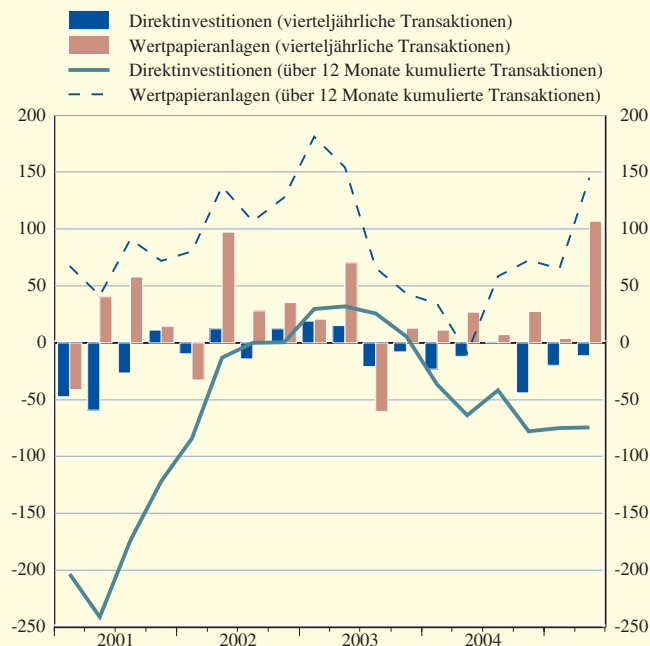
### A28 Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz

(in Mrd €)



### A29 Zahlungsbilanz – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

## 7.1 Zahlungsbilanz

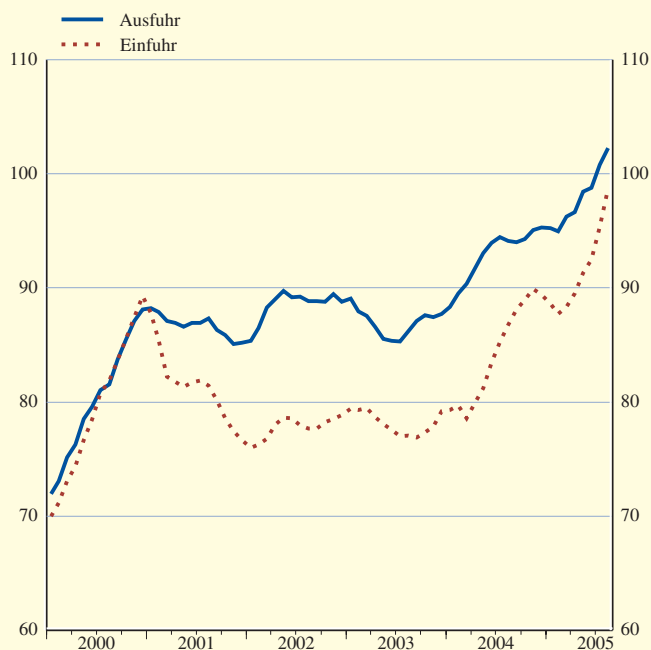
(in Mrd €; Transaktionen)

### 2. Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen

	Leistungsbilanz											Vermögensübertragungen	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Erwerbs- und Vermögenseinkommen		Laufende Übertragungen		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	
2002	1 726,9	1 662,4	64,5	1 062,1	933,6	332,1	315,7	247,3	279,2	85,4	133,9	19,2	9,0
2003	1 675,4	1 655,0	20,4	1 039,7	937,0	329,3	309,6	225,6	271,5	80,8	137,0	23,3	10,1
2004	1 819,0	1 772,3	46,8	1 129,6	1 026,9	355,5	327,8	254,0	281,9	80,0	135,7	23,5	6,1
2004 Q2	455,9	452,5	3,4	285,0	253,6	89,8	79,4	66,0	87,7	15,0	31,7	5,3	1,3
Q3	451,7	440,3	11,4	279,6	256,1	96,4	87,5	60,3	63,3	15,4	33,4	5,6	1,6
Q4	480,4	464,7	15,8	298,8	278,8	92,1	85,5	71,4	68,4	18,0	32,0	7,6	1,6
2005 Q1	460,5	457,0	3,5	278,9	263,3	83,9	80,7	65,3	68,4	32,3	44,5	4,8	3,7
Q2	496,7	510,0	-13,3	304,3	285,5	95,0	85,5	80,8	106,3	16,6	32,7	5,7	1,8
2005 Juni	173,1	172,9	0,2	105,7	97,0	33,7	29,8	28,1	33,9	5,6	12,1	2,6	0,6
Juli	167,2	165,9	1,3	103,5	93,7	35,3	31,5	23,3	30,0	5,1	10,7	1,3	0,5
Aug.	160,0	163,0	-2,9	97,3	96,1	33,7	31,9	23,5	23,9	5,6	11,1	1,4	0,6
	Saisonbereinigt												
2004 Q2	452,4	435,7	16,7	281,9	250,3	89,1	81,8	61,4	71,2	20,0	32,4	.	.
Q3	454,6	450,7	3,9	282,0	264,4	89,7	82,0	63,3	69,5	19,6	34,9	.	.
Q4	464,1	455,6	8,5	285,9	268,2	89,5	82,8	68,9	71,1	19,8	33,6	.	.
2005 Q1	472,9	467,2	5,8	288,7	265,0	94,4	86,0	69,2	76,4	20,7	39,7	.	.
Q2	486,3	484,4	2,0	296,3	277,4	92,7	87,3	75,3	85,7	22,0	33,9	.	.
2004 Dez.	153,0	150,1	2,9	94,5	87,2	29,3	27,7	22,6	23,1	6,7	12,0	.	.
2005 Jan.	156,7	156,7	0,0	95,4	87,5	31,3	28,4	23,1	26,2	6,9	14,6	.	.
Febr.	154,9	151,9	3,0	95,0	88,4	31,6	28,6	21,6	23,8	6,7	11,2	.	.
März	161,3	158,5	2,8	98,2	89,1	31,6	29,0	24,5	26,5	7,1	13,9	.	.
April	160,5	160,2	0,3	96,7	91,1	30,1	28,2	26,2	30,3	7,6	10,6	.	.
Mai	163,9	161,9	2,0	100,5	93,8	31,0	29,5	25,1	27,0	7,4	11,6	.	.
Juni	161,9	162,3	-0,4	99,2	92,6	31,6	29,6	24,1	28,3	7,1	11,7	.	.
Juli	165,4	170,0	-4,7	102,7	99,7	31,8	29,6	24,3	30,4	6,6	10,4	.	.
Aug.	168,6	175,2	-6,6	104,9	103,9	31,7	29,1	25,2	29,7	6,8	12,4	.	.

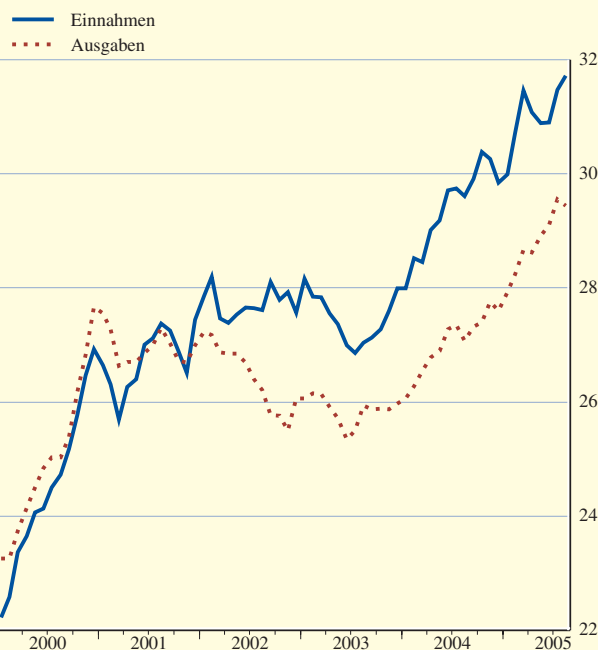
### A30 Zahlungsbilanz – Warenhandel

(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



### A31 Zahlungsbilanz – Dienstleistungen

(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

7.1 Zahlungsbilanz  
(in Mrd €)

 3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen  
(Transaktionen)

	Erwerbseinkommen		Vermögenseinkommen											
	Einnahmen	Ausgaben	Zusammen		Direktinvestitionen				Wertpapieranlagen				Übrige Vermögenseinkommen	
			Einnahmen	Ausgaben	Beteiligungskapital		Kredite		Dividendenwerte		Schuldverschreibungen		Einnahmen	Ausgaben
					Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	14,9	6,2	232,4	273,0	56,4	51,8	7,6	7,1	19,8	52,3	65,6	71,0	83,0	90,8
2003	14,5	6,3	211,1	265,2	47,9	53,7	10,3	9,6	19,0	50,0	64,6	76,7	69,3	75,2
2004	15,1	6,3	238,9	275,6	66,7	56,8	11,8	11,2	23,9	56,6	73,9	79,3	62,7	71,7
2004 Q2	3,7	1,6	62,4	86,1	18,2	17,0	3,0	2,7	8,1	26,0	17,6	22,8	15,4	17,6
Q3	3,8	1,8	56,6	61,5	14,0	13,8	2,4	2,6	5,7	11,1	19,0	16,5	15,4	17,6
Q4	4,0	1,6	67,5	66,8	22,7	12,7	3,1	3,4	5,4	10,2	19,4	21,3	16,8	19,2
2005 Q1	3,7	1,4	61,7	67,0	15,6	13,2	2,8	2,9	6,1	11,2	19,2	19,1	18,0	20,5
Q2	3,7	1,7	77,1	104,5	24,2	23,8	3,1	3,5	9,6	30,2	21,7	24,1	18,5	22,8

 4. Direktinvestitionen  
(Nettotransaktionen)

	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	
2002	-179,9	-179,3	-22,3	-157,0	-0,6	0,0	-0,7	180,6	124,9	1,9	123,0	55,6	0,5	55,2
2003	-136,0	-112,7	-1,7	-111,0	-23,3	-0,1	-23,3	141,4	124,2	3,0	121,2	17,2	0,1	17,1
2004	-155,4	-163,8	-18,0	-145,8	8,4	0,1	8,3	77,3	75,3	3,2	72,1	2,1	0,8	1,3
2004 Q2	-27,9	-24,8	-3,6	-21,2	-3,1	0,0	-3,1	15,8	10,6	0,6	10,0	5,2	0,8	4,5
Q3	-16,4	-27,5	-1,1	-26,4	11,1	0,0	11,1	17,6	17,7	1,5	16,3	-0,1	0,4	-0,6
Q4	-82,7	-89,0	-8,4	-80,5	6,3	0,1	6,2	38,5	33,5	1,8	31,7	5,1	-0,1	5,1
2005 Q1	-32,3	-15,5	-2,4	-13,0	-16,9	0,1	-16,9	12,3	12,2	0,3	11,8	0,1	0,3	-0,2
Q2	-27,0	-21,4	-2,1	-19,3	-5,7	0,0	-5,7	15,4	4,6	0,6	4,0	10,9	-0,1	11,0
2004 Aug.	9,1	-7,3	0,2	-7,5	16,4	0,0	16,4	-4,0	-1,9	0,3	-2,3	-2,1	0,0	-2,0
Sept.	-6,8	-3,9	-1,3	-2,5	-3,0	0,0	-3,0	10,2	8,3	0,9	7,3	1,9	0,5	1,4
Okt.	-31,9	-25,0	0,0	-25,0	-6,9	0,0	-6,9	18,4	10,8	0,5	10,3	7,6	0,0	7,6
Nov.	-25,4	-24,4	-13,2	-11,2	-1,0	0,1	-1,1	19,6	11,6	0,6	11,0	8,0	0,0	8,0
Dez.	-25,4	-39,5	4,8	-44,3	14,1	0,0	14,1	0,5	11,0	0,7	10,3	-10,5	0,0	-10,5
2005 Jan.	-13,9	-7,7	-0,5	-7,2	-6,2	0,0	-6,2	3,4	4,7	0,1	4,7	-1,3	0,1	-1,4
Febr.	-5,9	-2,1	-1,2	-0,9	-3,9	0,0	-3,9	3,2	2,9	0,3	2,6	0,3	0,1	0,2
März	-12,5	-5,7	-0,8	-4,9	-6,8	0,1	-6,9	5,7	4,5	-0,1	4,6	1,2	0,2	1,0
April	-16,0	1,5	-1,9	3,4	-17,5	0,0	-17,5	4,4	7,8	-0,1	7,9	-3,4	0,1	-3,5
Mai	8,5	-4,3	-0,6	-3,7	12,9	0,0	12,9	-0,4	-2,6	0,3	-2,9	2,2	0,0	2,2
Juni	-19,6	-18,5	0,4	-18,9	-1,1	0,0	-1,1	11,4	-0,6	0,4	-1,0	12,0	-0,3	12,3
Juli	-82,6	-74,8	-2,7	-72,0	-7,8	0,0	-7,8	1,4	3,6	0,2	3,4	-2,2	0,0	-2,2
Aug.	-12,5	-4,5	-0,6	-4,0	-7,9	0,0	-7,9	-3,2	-3,2	0,1	-3,3	0,0	-0,1	0,0

Quelle: EZB.

## 7.1 Zahlungsbilanz

(in Mrd €; Transaktionen)

### 5. Wertpapieranlagen nach Instrumenten und Anlegergruppen

	Dividendenwerte					Schuldverschreibungen									
	Aktiva				Passiva	Anleihen					Geldmarktpapiere				
	Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs			Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs		Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs		Passiva	
			Staat	Staat	Staat			Staat							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2002	-0,4	-7,4	-31,0	-4,4	86,2	-0,7	-17,4	-70,6	-0,9	157,9	2,0	-31,9	-18,8	-1,1	59,8
2003	-0,3	-12,8	-53,8	-2,6	117,2	-2,4	-45,1	-134,8	-0,2	170,4	0,2	-41,3	13,7	0,6	32,4
2004	0,0	-21,9	-52,3	-2,4	123,1	1,2	-80,8	-72,3	-1,3	211,4	-0,1	-42,9	-14,6	0,2	21,8
2004 Q2	0,0	-12,4	-3,8	-0,7	-4,1	0,3	-10,7	-17,6	-0,1	85,4	0,1	-5,0	-3,5	-2,4	-1,7
Q3	0,0	-2,5	-3,9	-0,6	38,5	0,7	-23,0	-15,0	-0,1	39,9	0,0	-14,7	-5,8	-0,7	-6,9
Q4	0,0	-0,9	-19,9	-0,2	68,1	0,6	-20,7	-22,2	-0,5	32,0	-0,1	-12,6	4,8	4,3	-1,8
2005 Q1	0,0	-27,5	-20,6	-0,9	36,5	-0,1	-35,4	-38,9	-0,3	45,3	0,3	5,9	-6,6	-3,7	45,1
Q2	0,0	21,7	-22,4	-0,6	27,6	-0,7	-40,5	-33,1	-0,1	155,7	-0,4	-9,7	-4,6	-2,3	13,1
2004 Aug.	0,0	-4,2	-7,5	-	15,8	0,4	-12,0	-0,7	-	9,8	-0,1	-3,5	-2,2	-	6,8
Sept.	0,0	10,6	4,0	-	12,6	0,6	1,9	-15,0	-	39,2	-0,1	7,9	-5,0	-	-11,3
Okt.	0,0	-3,7	-10,6	-	14,6	0,3	-13,7	-5,1	-	11,7	-0,1	0,6	0,2	-	4,3
Nov.	0,0	-9,1	-5,6	-	23,5	0,4	-5,9	-10,4	-	8,4	0,2	-14,5	5,0	-	-2,0
Dez.	0,0	11,9	-3,6	-	30,0	-0,1	-1,1	-6,7	-	11,9	-0,1	1,3	-0,4	-	-4,2
2005 Jan.	0,0	-9,2	-7,7	-	10,5	-0,1	-27,0	-2,1	-	4,9	0,2	-4,1	-5,9	-	23,1
Febr.	0,0	-16,5	-3,7	-	9,2	-0,2	-4,0	-16,4	-	37,5	0,1	17,2	-1,9	-	1,9
März	0,0	-1,8	-9,3	-	16,8	0,2	-4,5	-20,4	-	2,9	0,0	-7,3	1,2	-	20,1
April	0,0	9,9	-5,3	-	-47,5	-0,9	-13,3	-10,6	-	51,9	-0,3	-10,6	2,0	-	10,1
Mai	0,0	6,7	-15,5	-	22,8	-0,1	-16,1	-5,3	-	27,8	0,0	-2,4	-6,2	-	8,0
Juni	0,0	5,1	-1,6	-	52,3	0,2	-11,1	-17,2	-	75,9	0,0	3,4	-0,4	-	-5,1
Juli	-0,1	-3,5	-11,1	-	105,0	0,3	-1,8	-17,6	-	2,6	-0,6	0,4	-0,1	-	1,8
Aug.	0,0	2,0	-4,7	-	23,0	-0,5	-5,9	-15,2	-	-9,9	0,3	-11,6	-1,0	-	7,7

### 6. Übriger Kapitalverkehr nach Sektoren

	Insgesamt		Eurosistem		Staat		MFIs (ohne Eurosistem)						Übrige Sektoren			
	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Zusammen		Langfristig		Kurzfristig		Aktiva	Passiva		
							Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2002	-225,1	66,0	-0,9	19,3	0,1	-	-8,3	-168,0	25,8	-35,0	52,1	-133,0	-26,3	-56,3	-	29,2
2003	-240,1	167,6	-0,8	10,0	-0,6	-	-3,9	-154,7	136,2	-59,9	64,4	-94,9	71,8	-84,0	-	25,3
2004	-288,7	277,9	0,1	7,3	-1,8	-1,9	-2,7	-259,6	246,5	-19,9	0,5	-239,7	246,0	-27,4	-5,4	26,8
2004 Q2	-18,6	19,0	0,9	1,7	-4,9	-4,9	3,1	-5,3	22,2	-2,3	6,7	-3,0	15,5	-9,3	10,1	-7,9
Q3	-17,9	10,2	-1,5	3,2	0,2	-0,2	2,2	-24,2	6,5	-7,8	-5,7	-16,5	12,2	7,6	-7,4	-1,7
Q4	-73,3	67,1	1,4	3,7	3,4	3,7	-1,7	-74,0	59,3	0,7	-0,8	-74,7	60,1	-4,1	7,8	5,7
2005 Q1	-170,6	215,1	0,5	4,7	4,0	2,7	0,3	-126,8	195,8	-21,5	10,3	-105,2	185,6	-48,3	-19,0	14,2
Q2	-160,4	105,1	-1,3	0,4	-7,4	-8,4	-1,8	-97,4	45,2	-18,7	22,2	-78,7	23,0	-54,3	13,2	61,3
2004 Aug.	-31,8	30,9	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,1	-31,3	18,8	-5,7	2,3	-25,5	16,5	-0,1	-1,2	11,8
Sept.	-43,4	7,2	-1,0	1,5	0,7	0,7	2,6	-39,0	0,4	-5,2	-0,2	-33,9	0,6	-4,0	-8,9	2,7
Okt.	-15,6	3,2	-0,2	1,3	2,0	2,2	0,2	-9,7	-0,3	8,3	5,3	-18,0	-5,6	-7,7	-0,6	2,0
Nov.	-66,6	109,5	0,5	2,0	-0,4	-0,8	1,0	-60,0	97,3	-0,4	3,3	-59,6	94,1	-6,8	-1,5	9,1
Dez.	8,9	-45,5	1,1	0,4	1,8	2,2	-2,9	-4,3	-37,8	-7,3	-9,4	2,9	-28,4	10,4	9,9	-5,3
2005 Jan.	-50,4	101,4	0,7	3,9	0,2	-1,3	2,6	-33,8	95,4	-9,0	12,9	-24,9	82,5	-17,4	-16,1	-0,5
Febr.	-65,5	65,9	0,1	-3,5	-1,8	0,3	-4,3	-60,8	61,8	-8,2	4,6	-52,6	57,2	-3,0	5,2	11,9
März	-54,7	47,8	-0,2	4,3	5,5	3,7	2,0	-32,1	38,6	-4,4	-7,2	-27,8	45,8	-27,9	-8,0	2,9
April	-120,3	136,1	0,1	-0,2	-5,1	-5,2	-2,1	-98,0	94,5	-9,1	0,0	-89,0	94,5	-17,2	11,6	43,9
Mai	-13,0	21,5	-0,8	-0,2	0,2	2,3	0,5	17,5	20,9	-3,4	10,9	20,9	10,0	-30,0	-4,2	0,4
Juni	-27,1	-52,6	-0,7	0,8	-2,5	-5,5	-0,2	-16,8	-70,2	-6,2	11,3	-10,6	-81,5	-7,1	5,8	17,0
Juli	-40,4	41,2	0,0	-1,1	-0,6	-4,3	0,8	-34,4	42,0	-10,3	3,4	-24,1	38,6	-5,4	-5,5	-0,5
Aug.	29,0	7,5	0,2	1,0	6,3	8,6	0,6	24,8	0,4	-3,8	4,1	28,6	-3,6	-2,2	-1,8	5,5

Quelle: EZB.

**7.1 Zahlungsbilanz**  
(in Mrd €; Transaktionen)

**7. Übriger Kapitalverkehr nach Sektoren und Instrumenten**

	Eurosysteem				Staat							
	Aktiva		Passiva		Aktiva				Passiva			
	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva	Handels- kredite	Finanzkredite/Bargeld und Einlagen			Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva
						Zusammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-8,0	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,4	-	-	-0,9	0,0	-4,2	0,3
2004	0,4	-0,3	7,1	0,2	0,0	0,1	2,0	-1,9	-1,9	0,0	-2,7	0,0
2004 Q2	0,9	0,0	1,5	0,2	0,0	-4,5	0,4	-4,9	-0,4	0,0	2,8	0,2
Q3	-1,5	0,0	3,3	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,3	0,0	2,1	0,1
Q4	1,7	-0,3	3,5	0,2	0,0	3,9	0,2	3,7	-0,4	0,0	-1,6	-0,1
2005 Q1	0,5	0,0	4,7	0,0	0,0	4,4	1,7	2,7	-0,5	0,0	0,6	-0,2
Q2	-1,2	-0,1	0,4	0,0	0,0	-6,8	1,6	-8,4	-0,5	0,0	-1,8	0,0

	MFIs (ohne Eurosysteem)				Übrige Sektoren							
	Aktiva		Passiva		Aktiva				Passiva			
	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva	Handels- kredite	Finanzkredite/Bargeld und Einlagen			Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva
						Zusammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-1,9	-50,7	-	-	-3,7	-3,7	26,2	6,6
2003	-154,2	-0,5	136,3	-0,1	0,2	-81,2	-	-	-3,0	3,4	22,7	-0,7
2004	-256,5	-3,1	243,6	2,9	-4,2	-18,0	-12,6	-5,4	-5,2	8,3	18,0	0,6
2004 Q2	-4,7	-0,6	22,2	0,0	-3,2	-5,1	-15,3	10,1	-1,0	1,6	-7,4	-2,1
Q3	-22,5	-1,7	5,0	1,5	1,9	6,6	14,0	-7,4	-0,9	-0,2	-4,1	2,7
Q4	-75,8	1,8	59,6	-0,3	0,0	-2,3	-10,1	7,8	-1,8	2,2	4,2	-0,6
2005 Q1	-124,8	-1,9	193,0	2,8	-2,8	-42,7	-23,8	-19,0	-2,8	2,9	6,2	5,2
Q2	-97,2	-0,2	44,0	1,2	-5,0	-47,3	-60,5	13,2	-2,0	1,1	58,6	1,6

**8. Währungsreserven**

	Insgesamt	Monetäre Gold- reserven	Sonder- ziehungs- rechte	Reserve- position im IWF	Devisenreserven						Finanz- derivate	Sonstige Reserven	
					Zusammen	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere					Finanz- derivate
						Bei Währungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Dividen- denwerte	Anleihen	Geldmarkt- papiere			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2002	-2,3	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,1	8,5	-0,2	0,0	
2003	30,0	1,7	0,0	-1,6	29,9	-1,8	1,6	0,0	23,2	6,9	0,1	0,0	
2004	12,3	1,2	0,5	4,0	6,7	-3,8	3,7	0,3	17,8	-11,3	-0,1	0,0	
2004 Q2	-2,8	0,5	0,1	0,6	-4,0	-3,3	2,2	0,0	5,4	-8,4	0,1	0,0	
Q3	3,5	0,0	-0,1	1,5	2,1	2,6	-3,6	0,0	1,0	2,1	0,0	0,0	
Q4	2,4	0,8	0,5	1,1	0,0	-3,9	3,4	-0,1	3,3	-2,6	-0,1	0,0	
2005 Q1	4,8	0,8	0,0	1,6	2,4	5,2	-1,1	0,0	1,1	-2,7	0,0	0,0	
Q2	3,1	1,3	0,0	1,3	0,5	-4,4	1,1	0,0	0,8	3,0	0,0	0,0	

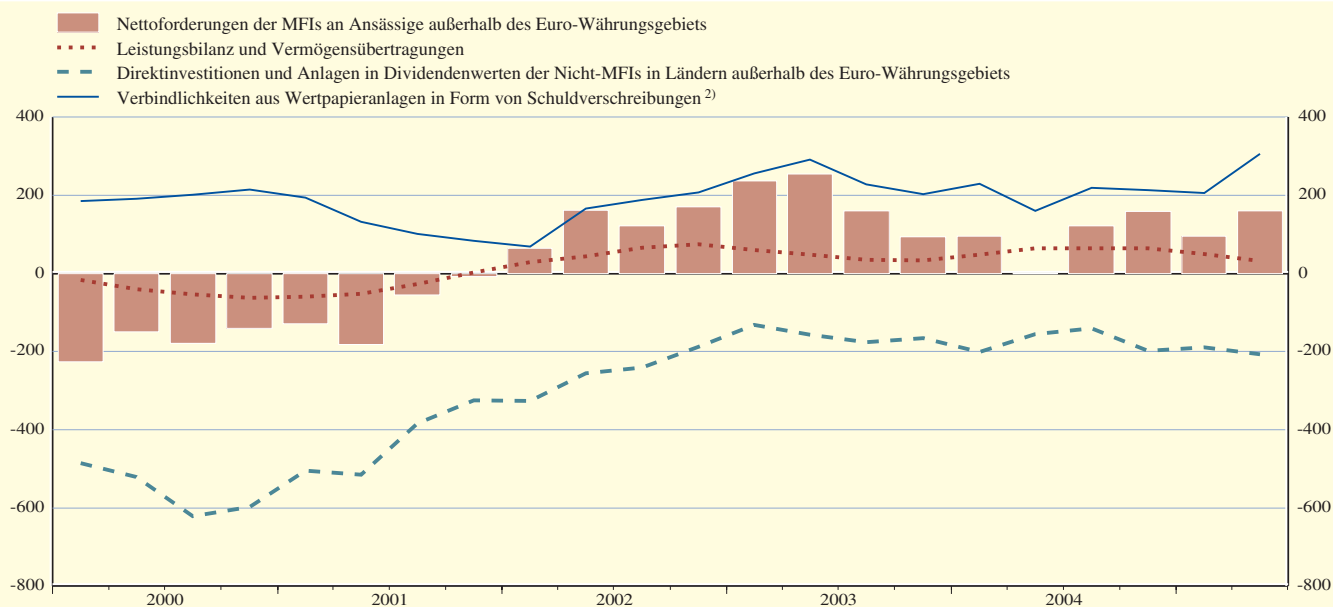
Quelle: EZB.



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

	Zahlungsbilanzposten zum Ausgleich der transaktionsbedingten Veränderungen des Auslandsgegenpostens zu M3											Nachrichtlich: Transaktionsbedingte Veränderungen des Auslandsgegenpostens zu M3
	Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen	Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen			Übriger Kapitalverkehr		Finanzderivate	Restposten	Gesamtsumme der Spalten 1 bis 10	
		Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro- Währungsgebiets (Nicht-MFIs)	Von gebietsfremden Einheiten im Euro- Währungsgebiet	Aktiva Nicht-MFIs	Passiva		Aktiva Nicht-MFIs	Passiva Nicht-MFIs				
					Dividendenwerte <sup>1)</sup>	Schuldverschreibungen <sup>2)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	74,6	-157,7	180,1	-120,5	49,9	208,0	-56,2	20,9	-11,0	-30,7	157,5	170,4
2003	33,5	-134,2	141,3	-174,9	121,5	203,1	-84,6	21,5	-12,2	-27,6	87,4	94,1
2004	64,2	-137,4	76,5	-139,1	113,1	213,3	-29,2	24,1	-1,7	-58,7	124,9	158,2
2004 Q2	7,4	-24,3	15,0	-24,9	-4,3	72,7	-14,2	-4,9	-1,2	-18,6	2,8	0,1
Q3	15,5	-15,4	17,2	-24,8	37,6	44,6	7,9	0,5	-1,0	-18,6	63,4	64,6
Q4	21,7	-74,3	38,6	-37,4	75,5	16,8	-0,7	4,1	-4,8	3,7	43,3	57,2
2005 Q1	4,6	-30,0	12,0	-66,2	29,4	71,2	-44,4	14,6	-7,2	-30,5	-46,5	-26,5
Q2	-9,4	-25,0	15,6	-60,2	1,7	174,4	-61,7	59,5	3,2	-36,6	61,5	64,6
2004 Aug.	4,9	8,9	-4,0	-10,3	15,5	17,9	-0,3	11,9	-4,2	-11,2	29,1	30,3
Sept.	1,0	-5,5	9,7	-16,0	16,1	37,0	-3,3	5,3	2,5	-15,4	31,3	34,9
Okt.	4,1	-31,9	18,5	-15,5	13,3	13,2	-5,7	2,2	-4,0	26,3	20,4	20,5
Nov.	5,7	-12,3	19,6	-11,0	27,3	4,2	-7,1	10,1	1,5	-34,1	3,9	10,3
Dez.	12,0	-30,2	0,5	-10,8	34,9	-0,6	12,2	-8,2	-2,2	11,4	19,0	26,4
2005 Jan.	-6,6	-13,4	3,3	-15,7	7,4	22,9	-17,2	2,1	-3,4	-11,7	-32,2	-17,4
Febr.	6,9	-4,8	3,1	-22,0	16,4	35,8	-4,8	7,6	1,3	-34,0	5,5	13,6
März	4,3	-11,8	5,5	-28,6	5,6	12,5	-22,4	4,9	-5,0	15,1	-19,8	-22,7
April	-10,5	-14,1	4,3	-13,9	-58,0	59,2	-22,4	41,8	-0,4	22,0	8,0	2,1
Mai	-1,2	9,1	-0,4	-27,0	11,1	33,8	-29,7	0,8	0,6	-38,3	-41,2	-39,5
Juni	2,3	-20,0	11,7	-19,3	48,6	81,4	-9,6	16,8	3,0	-20,3	94,7	102,0
Juli	2,2	-79,9	1,4	-28,8	112,0	2,6	-6,0	0,3	0,7	-0,3	4,3	4,1
Aug.	-2,1	-11,9	-3,1	-21,0	24,6	-3,4	4,0	6,1	-6,2	3,5	-9,4	-1,8
	<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>											
2005 Aug.	18,0	-226,5	74,1	-229,6	259,3	298,7	-112,0	89,7	-11,7	-75,6	84,4	132,5

### A32 Wichtige Zahlungsbilanztransaktionen und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets (in Mrd €; über 12 Monate kumulierte Transaktionen)



Quelle: EZB.

1) Ohne Geldmarktfondsanteile.

2) Ohne von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren.

7.3 Geographische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus  
(in Mrd €)

## 1. Zahlungsbilanz: Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen

(kumulierte Transaktionen)

	Insgesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Andere
		Insgesamt	Dänemark	Schweden	Vereinigtes Königreich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Institutionen					
2004 Q3 bis 2005 Q2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Einnahmen</b>												
<b>Leistungsbilanz</b>	1 889,3	696,9	39,2	62,3	375,1	160,7	59,5	24,7	49,2	129,8	322,2	666,5
Warenhandel	1 161,7	406,5	26,7	43,3	205,4	130,9	0,2	14,9	33,3	67,3	174,7	465,0
Dienstleistungen	367,4	131,2	7,1	10,0	92,2	17,6	4,3	5,1	10,4	35,7	73,7	111,4
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	277,9	98,8	5,0	8,5	68,8	10,9	5,6	4,2	5,3	20,6	67,3	81,7
Darunter:												
Vermögenseinkommen	262,8	93,8	4,9	8,3	67,3	10,8	2,5	4,1	5,3	14,4	65,8	79,4
Laufende Übertragungen	82,4	60,4	0,4	0,5	8,7	1,3	49,4	0,5	0,2	6,2	6,5	8,5
<b>Vermögensübertragungen</b>	23,7	21,3	0,0	0,0	0,8	0,1	20,4	0,0	0,1	0,3	1,0	1,0
<b>Ausgaben</b>												
<b>Leistungsbilanz</b>	1 872,0	612,2	34,3	58,5	295,4	136,3	87,7	19,2	81,1	122,2	281,2	755,9
Warenhandel	1 083,7	320,8	25,1	39,4	147,0	109,3	0,0	8,7	51,1	54,3	114,0	534,8
Dienstleistungen	339,2	103,6	5,9	7,7	68,9	20,9	0,1	5,1	7,2	29,9	73,1	120,4
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	306,4	94,3	2,9	10,4	72,0	4,6	4,4	3,9	22,5	32,9	85,5	67,3
Darunter:												
Vermögenseinkommen	299,8	91,1	2,8	10,4	71,0	2,5	4,4	3,8	22,4	32,3	84,6	65,6
Laufende Übertragungen	142,7	93,6	0,3	0,9	7,6	1,6	83,2	1,6	0,3	5,2	8,6	33,4
<b>Vermögensübertragungen</b>	8,7	0,9	0,0	0,0	0,5	0,2	0,2	0,1	0,0	0,4	0,5	6,9
<b>Saldo</b>												
<b>Leistungsbilanz</b>	17,4	84,7	5,0	3,8	79,7	24,4	-28,2	5,4	-31,9	7,5	41,0	-89,4
Warenhandel	77,9	85,7	1,6	3,9	58,4	21,6	0,2	6,2	-17,9	13,0	60,7	-69,8
Dienstleistungen	28,2	27,6	1,2	2,2	23,3	-3,3	4,2	0,0	3,2	5,8	0,6	-9,0
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-28,4	4,5	2,1	-2,0	-3,2	6,4	1,2	0,3	-17,2	-12,3	-18,1	14,4
Darunter:												
Vermögenseinkommen	-37,0	2,7	2,1	-2,0	-3,7	8,3	-1,9	0,3	-17,1	-18,0	-18,8	13,8
Laufende Übertragungen	-60,3	-33,2	0,1	-0,3	1,2	-0,3	-33,8	-1,1	-0,1	1,0	-2,1	-24,9
<b>Vermögensübertragungen</b>	15,0	20,4	0,0	0,0	0,3	-0,1	20,3	-0,1	0,1	-0,1	0,5	-5,9

## 2. Zahlungsbilanz: Direktinvestitionen

(kumulierte Transaktionen)

	Insgesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Andere
		Insgesamt	Dänemark	Schweden	Vereinigtes Königreich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Insti- tutionen						
2004 Q3 bis 2005 Q2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Direktinvestitionen</b>	-74,6	-30,4	2,6	-0,9	-31,0	-1,1	0,0	-1,8	-3,6	20,0	8,3	-38,7	-28,5
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-158,5	-73,9	0,1	-4,8	-49,5	-19,6	0,0	1,2	-6,2	8,5	-7,8	-44,0	-36,3
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-153,3	-63,7	-2,5	-1,4	-36,8	-22,9	0,0	1,7	-5,8	1,9	-19,9	-43,3	-24,1
Sonstige Anlagen	-5,2	-10,1	2,6	-3,4	-12,7	3,3	0,0	-0,5	-0,3	6,6	12,1	-0,7	-12,2
Im Euro-Währungsgebiet	83,8	43,5	2,5	4,0	18,5	18,6	0,0	-3,0	2,6	11,6	16,1	5,3	7,8
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	67,9	37,8	-0,5	2,7	34,6	1,0	0,0	-4,0	0,8	6,7	15,7	8,9	2,0
Sonstige Anlagen	15,9	5,7	3,0	1,2	-16,1	17,6	0,0	0,9	1,8	4,9	0,4	-3,6	5,7

Quelle: EZB.

## 7.3 Geographische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus (in Mrd €)

### 3. Zahlungsbilanz: Wertpapieranlagen (Aktiva) nach Instrumenten

(kumulierte Transaktionen)

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Andere
		Ins- gesamt	Däne- mark	Schwe- den	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Insti- tutionen						
2004 Q3 bis 2005 Q2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	-348,2	-157,9	-4,8	-5,2	-118,9	-20,0	-9,0	-3,5	-36,0	0,5	-41,1	-58,1	-52,1
Dividendenwerte	-76,2	-23,5	0,5	-1,2	-20,0	-2,7	-0,1	-1,9	-10,1	-0,1	-5,5	-16,9	-18,1
Schuldverschreibungen	-272,0	-134,4	-5,3	-4,0	-98,9	-17,4	-8,9	-1,6	-25,9	0,6	-35,5	-41,1	-34,0
Anleihen	-228,6	-104,9	-3,4	-5,5	-69,1	-18,1	-8,7	-2,0	-15,9	0,5	-51,5	-21,4	-33,4
Geldmarktpapiere	-43,4	-29,6	-1,9	1,6	-29,8	0,7	-0,1	0,4	-10,0	0,1	16,0	-19,8	-0,6

### 4. Zahlungsbilanz: Übriger Kapitalverkehr nach Sektoren

(kumulierte Transaktionen)

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Inter- nationale Organi- sationen	Andere
		Ins- gesamt	Däne- mark	Schwe- den	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Insti- tutionen							
2004 Q3 bis 2005 Q2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	-24,6	-79,8	3,8	-0,8	-78,7	-10,7	6,6	-2,5	13,4	-0,9	36,0	-24,9	2,0	32,1
<b>Aktiva</b>	-422,2	-320,3	-9,2	-4,6	-283,2	-21,2	-2,1	-3,6	7,9	-9,9	-29,9	-44,2	-3,2	-19,1
Staat	0,3	-0,7	-1,3	-0,1	-0,1	1,4	-0,5	-0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-1,8	3,2
MFIs	-323,3	-232,0	-6,2	-1,8	-200,3	-22,1	-1,5	-2,8	8,6	-8,3	-35,8	-30,3	-1,4	-21,3
Übrige Sektoren	-99,1	-87,5	-1,7	-2,6	-82,7	-0,5	-0,1	-0,5	-0,6	-1,5	5,9	-13,9	-0,1	-0,9
<b>Passiva</b>	397,5	240,5	13,0	3,8	204,5	10,5	8,8	1,1	5,5	8,9	65,9	19,3	5,2	51,2
Staat	-1,0	0,3	0,0	0,0	-0,7	0,0	1,0	0,0	-0,6	0,0	-1,0	0,0	-0,5	0,8
MFIs	318,9	171,1	13,0	2,9	141,7	8,7	4,7	0,5	5,1	8,0	50,0	15,6	5,7	62,9
Übrige Sektoren	79,6	69,1	0,1	0,8	63,5	1,8	3,0	0,5	1,0	1,0	16,9	3,6	-0,1	-12,5

### 5. Auslandsvermögensstatus

(Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Inter- nationale Organi- sationen	Andere
		Ins- gesamt	Däne- mark	Schwe- den	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Insti- tutionen							
2003	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Direktinvestitionen</b>	79,7	-250,1	1,8	-11,1	-346,3	105,6	-0,1	33,0	5,0	71,2	-3,3	-40,2	-0,1	264,2
<b>Außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	2 110,4	683,3	25,9	63,5	485,0	108,8	0,0	73,0	53,6	231,6	492,8	218,5	0,0	357,6
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	1 647,3	524,9	22,6	40,3	377,0	85,0	0,0	59,5	45,4	171,4	350,5	206,0	0,0	289,5
Sonstige Anlagen	463,1	158,3	3,4	23,2	107,9	23,8	0,0	13,5	8,2	60,1	142,3	12,5	0,0	68,0
<b>Im Euro-Währungsgebiet</b>	2 030,7	933,4	24,2	74,6	831,2	3,2	0,1	39,9	48,7	160,4	496,2	258,7	0,1	93,4
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	1 474,4	732,2	18,9	60,2	650,8	2,3	0,0	37,5	38,4	109,7	347,0	135,1	0,1	74,2
Sonstige Anlagen	556,4	201,1	5,2	14,4	180,5	1,0	0,1	2,4	10,2	50,7	149,1	123,6	0,0	19,1
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	2 607,4	799,4	48,3	91,7	568,3	45,0	46,1	57,0	117,5	84,7	960,3	284,5	27,8	276,2
Dividendenwerte	1 054,6	267,4	8,3	26,0	223,5	9,6	0,0	6,8	80,7	75,7	441,6	74,9	0,5	107,0
Schuldverschreibungen	1 552,8	532,0	40,0	65,7	344,8	35,5	46,1	50,2	36,8	9,0	518,7	209,6	27,3	169,2
Anleihen	1 317,0	433,8	37,5	53,6	262,3	34,9	45,5	49,0	35,2	7,9	423,6	197,0	26,2	144,2
Geldmarktpapiere	235,8	98,2	2,5	12,0	82,4	0,6	0,6	1,2	1,6	1,2	95,0	12,5	1,1	25,0
<b>Übrige Anlagen</b>	-314,8	-76,5	33,5	18,1	23,4	12,2	-163,8	2,1	14,1	-52,5	-71,8	-239,6	-6,8	116,1
<b>Aktiva</b>	2 587,3	1 240,7	49,9	49,1	1 064,8	72,5	4,5	14,2	86,4	170,6	368,4	229,7	38,9	438,4
Staat	92,7	9,4	0,0	0,0	4,2	2,4	2,8	0,0	0,3	0,1	2,8	1,1	33,2	45,8
MFIs	1 768,1	961,8	42,2	33,1	834,2	51,7	0,7	6,8	70,3	109,0	233,9	153,0	5,1	228,1
Übrige Sektoren	726,4	269,5	7,7	16,0	226,4	18,4	1,0	7,3	15,8	61,5	131,7	75,6	0,5	164,5
<b>Passiva</b>	2 902,1	1 317,2	16,3	31,0	1 041,4	60,3	168,2	12,1	72,3	223,1	440,1	469,3	45,6	322,3
Staat	43,5	25,6	0,0	0,1	4,1	0,2	21,1	0,0	1,6	0,3	5,2	0,3	3,0	7,6
MFIs	2 333,1	1 012,1	13,2	15,5	816,6	48,3	118,5	6,7	50,6	192,0	350,7	436,2	41,3	243,5
Übrige Sektoren	525,5	279,5	3,2	15,3	220,7	11,8	28,6	5,4	20,1	30,8	84,3	32,8	1,4	71,2

Quelle: EZB.

**7.4 Auslandsvermögensstatus (einschließlich Währungsreserven)**  
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

**1. Auslandsvermögensstatus – Gesamtübersicht**

	Insgesamt 1	Insgesamt in % des BIP 2	Direkt- investitionen 3	Wertpapier- anlagen 4	Finanzderivate 5	Übrige Anlagen 6	Währungs- reserven 7
Netto-Auslandsvermögensstatus							
2001	-398,8	-5,8	410,2	-820,8	2,5	-383,4	392,7
2002	-618,0	-8,7	204,2	-879,0	-12,0	-297,2	366,1
2003	-759,6	-10,4	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
2004 Q3	-714,1	-9,4	112,1	-865,8	-6,5	-252,4	298,5
Q4	-874,1	-11,5	58,1	-959,5	-14,4	-239,0	280,7
2005 Q1	-959,3	-12,2	89,2	-1 071,1	-21,3	-241,0	285,0
Q2	-1 010,5	-12,8	113,5	-1 226,1	-13,5	-186,7	302,3
Aktiva							
2001	7 628,1	110,8	1 951,4	2 515,0	129,9	2 639,2	392,7
2002	7 260,6	101,9	1 877,4	2 302,6	135,9	2 578,6	366,1
2003	7 768,2	106,0	2 110,4	2 607,4	156,6	2 587,3	306,5
2004 Q3	8 429,8	110,6	2 202,0	2 869,5	167,7	2 892,0	298,5
Q4	8 525,7	111,8	2 252,4	2 933,8	164,9	2 893,9	280,7
2005 Q1	9 115,6	115,7	2 324,0	3 141,0	174,3	3 191,2	285,0
Q2	9 683,3	122,9	2 378,1	3 355,3	197,7	3 449,9	302,3
Passiva							
2001	8 026,9	116,6	1 541,2	3 335,8	127,4	3 022,6	-
2002	7 878,6	110,6	1 673,2	3 181,6	147,9	2 875,9	-
2003	8 527,8	116,4	2 030,7	3 430,9	164,1	2 902,1	-
2004 Q3	9 143,9	120,0	2 090,0	3 735,3	174,2	3 144,4	-
Q4	9 399,8	123,3	2 194,3	3 893,2	179,4	3 132,9	-
2005 Q1	10 074,8	127,9	2 234,8	4 212,2	195,6	3 432,3	-
Q2	10 693,8	135,7	2 264,6	4 581,4	211,2	3 636,6	-

**2. Direktinvestitionen**

	Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets						Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet					
	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)			Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)		
	Zusammen 1	MFIs ohne Eurosystem 2	Nicht-MFIs 3	Zusammen 4	MFIs ohne Eurosystem 5	Nicht-MFIs 6	Zusammen 7	MFIs ohne Eurosystem 8	Nicht-MFIs 9	Zusammen 10	MFIs ohne Eurosystem 11	Nicht-MFIs 12
2001	1 555,8	124,6	1 431,2	395,6	0,8	394,8	1 175,1	32,5	1 142,6	366,1	2,8	363,3
2002	1 544,1	127,7	1 416,4	333,3	0,3	333,0	1 264,6	37,1	1 227,5	408,6	2,9	405,7
2003	1 647,3	114,8	1 532,5	463,1	0,4	462,7	1 474,4	47,6	1 426,8	556,4	2,9	553,5
2004 Q3	1 757,4	124,3	1 633,1	444,6	1,5	443,1	1 515,4	42,1	1 473,2	574,6	4,0	570,7
Q4	1 809,8	129,3	1 680,5	442,6	1,7	440,9	1 617,8	46,4	1 571,4	576,5	4,3	572,2
2005 Q1	1 858,6	145,3	1 713,3	465,3	1,2	464,2	1 640,0	46,1	1 593,9	594,7	3,7	591,0
Q2	1 908,5	152,1	1 756,4	469,6	1,2	468,4	1 655,1	47,2	1 608,0	609,5	3,7	605,8

**3. Wertpapieranlagen (Aktiva) nach Instrumenten und Anlegergruppen**

	Dividendenwerte				Schuldverschreibungen										
	Aktiva				Passiva	Anleihen					Geldmarktpapiere				
	Euro- system 1	MFIs ohne Euro- system 2	Nicht-MFIs			Euro- system 6	MFIs ohne Euro- system 7	Nicht-MFIs		Euro- system 11	MFIs ohne Euro- system 12	Nicht-MFIs		Passiva 15	
			Staat 3	Übrige Sektoren 4				Staat 8	Übrige Sektoren 9			Staat 13	Übrige Sektoren 14		
2001	0,6	38,5	6,7	1 070,9	1 640,5	2,0	424,8	8,2	783,6	1 514,8	2,8	135,1	0,2	41,6	180,5
2002	0,7	43,8	8,3	800,5	1 366,1	6,4	404,8	8,0	787,2	1 628,8	1,2	193,8	1,3	46,7	186,7
2003	1,8	52,6	11,5	988,8	1 516,2	8,3	463,7	8,0	837,1	1 701,3	1,1	184,8	0,6	49,2	213,4
2004 Q3	1,8	75,3	14,4	1 063,8	1 632,3	6,5	539,6	8,6	884,1	1 891,1	0,9	212,0	4,7	57,8	211,9
Q4	1,7	76,3	15,9	1 107,7	1 782,3	6,1	546,2	10,1	895,1	1 902,5	1,0	219,3	0,5	53,8	208,4
2005 Q1	2,1	104,2	17,1	1 180,5	1 862,5	6,1	582,4	10,1	950,3	2 078,1	0,5	223,9	4,1	59,7	271,6
Q2	2,5	88,1	18,8	1 266,5	2 002,9	6,9	643,4	10,2	1 006,5	2 283,8	0,9	242,0	6,5	63,0	294,6

Quelle: EZB.

## 7.4 Auslandsvermögensstatus (einschließlich Währungsreserven)

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

### 4. Übrige Anlagen 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	Finanzkredite	Sonstige Passiva	
						Zu- sammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2001	3,0	0,1	40,5	0,2	3,1	68,6	-	-	55,8	0,2	44,8	12,3	
2002	3,4	0,1	57,2	0,2	1,3	58,7	-	-	54,4	0,1	42,8	13,5	
2003	4,2	0,6	65,3	0,2	1,4	53,2	49,1	4,1	38,1	0,0	39,7	3,8	
2004 Q3	5,6	0,6	69,5	0,2	1,4	60,1	49,4	10,7	38,9	0,0	40,8	3,3	
Q4	4,6	2,2	71,8	0,2	1,4	58,5	51,3	7,2	38,9	0,0	41,0	3,1	
2005 Q1	3,8	0,1	77,5	0,2	1,4	55,3	49,1	6,2	40,8	0,0	43,7	2,4	
Q2	5,0	0,2	78,9	0,2	1,4	62,2	47,7	14,5	42,3	0,0	42,0	3,1	

	MFIs (ohne Eurosysteem)				Übrige Sektoren								
	Aktiva		Passiva		Aktiva						Passiva		
	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva	Handels- kredite	Finanzkredite/Bargeld und Einlagen			Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanzkredite	Sonstige Passiva	
						Zu- sammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen					
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24		
2001	1 666,6	48,8	2 364,6	49,3	176,3	515,8	-	-	101,2	109,6	360,2	40,9	
2002	1 631,3	55,3	2 197,7	42,9	183,6	496,7	-	-	93,9	102,6	369,3	49,6	
2003	1 731,1	32,3	2 238,8	28,8	176,4	470,4	148,7	321,6	79,6	103,0	377,6	44,9	
2004 Q3	1 946,2	29,1	2 437,5	38,3	169,7	538,3	198,9	339,4	102,1	111,4	393,4	50,0	
Q4	1 955,2	45,4	2 426,9	44,2	155,8	527,4	199,1	328,3	104,5	106,4	392,3	47,0	
2005 Q1	2 117,3	58,5	2 662,9	60,8	177,6	625,0	259,7	365,3	111,4	116,7	411,6	56,4	
Q2	2 277,6	66,4	2 780,1	72,5	184,4	681,7	325,8	355,9	128,6	116,4	480,5	62,8	

### 5. Währungsreserven

	Währungsreserven												Nachrichtlich			
	Ins- gesamt	Monetäre Goldreserven		Sonder- zie- hungs- rechte	Re- ser- ve- po- si- tion im IWF	Devisenreserven							Sons- tige Reser- ven	Förde- rungen in Fremd- wäh- rung an Ansässige im Euro- wäh- rungs- gebiet	Feststehende kurzfristige Netto- abflüsse in Fremd- wäh- rung	
		In Mrd €	Feinunzen (in Mio)			Zu- sammen	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere			Finanz- derivate				
							Bei Wäh- rungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Zu- sammen	Divi- denden- werte	Anlei- hen					Geld- markt- papiere
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Eurosysteem															
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	0,9	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 Q4	280,7	125,4	389,998	3,9	18,6	132,8	12,5	25,5	94,6	0,5	58,2	35,9	0,1	0,0	19,1	-12,8
2005 Q1	285,0	127,7	387,359	4,0	17,4	135,8	7,7	27,8	100,4	0,5	59,8	40,1	-0,1	0,0	21,4	-15,1
Q2	302,3	138,2	382,323	4,2	16,5	143,4	12,4	28,3	103,0	0,5	62,8	39,7	-0,4	0,0	23,4	-17,7
2005 Juli	296,3	135,2	381,223	4,2	14,7	142,1	8,3	29,2	104,9	-	-	-	-0,3	0,0	23,4	-16,3
Aug.	295,7	135,2	380,520	4,2	14,2	142,1	9,1	29,1	104,2	-	-	-	-0,3	0,0	24,0	-18,1
Sept.	311,6	149,4	380,258	4,2	13,8	144,2	10,8	27,3	106,3	-	-	-	-0,2	0,0	24,0	-19,5
	Darunter im Bestand der Europäischen Zentralbank															
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004 Q4	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005 Q1	36,2	8,1	24,656	0,2	0,0	27,9	1,1	4,2	22,6	0,0	7,7	14,9	0,0	0,0	2,7	-0,9
Q2	39,7	8,4	23,145	0,2	0,0	31,2	3,8	5,1	22,3	0,0	8,2	14,1	0,0	0,0	2,6	-1,4
2005 Juli	39,7	8,2	23,145	0,2	0,0	31,4	2,1	6,5	22,8	-	-	-	0,0	0,0	2,0	-1,1
Aug.	39,5	8,2	23,145	0,2	0,0	31,1	2,3	6,7	22,0	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-1,2
Sept.	41,0	9,1	23,145	0,2	0,0	31,8	4,7	5,1	22,0	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-1,5

Quelle: EZB.

## 7.5 Warenhandel

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

## 1. Werte, Volumen und Durchschnittswerte nach Warengruppen

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)						
	Ausfuhren	Einfuhren	Zusammen			Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:				
			Vorleistungs- güter	Investitions- güter	Konsum- güter		Vorleis- tungs- güter	Investitions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)														
2001	6,1	-0,7	1 062,8	505,9	235,1	289,2	932,5	1 016,8	579,1	178,8	228,4	740,9	107,7	
2002	2,0	-3,0	1 083,7	512,4	227,9	309,5	949,2	984,5	559,5	163,3	234,3	717,4	105,2	
2003	-2,3	0,5	1 059,9	500,9	222,8	300,4	925,2	989,9	553,8	164,2	240,9	716,4	109,0	
2004	8,7	9,1	1 145,4	543,0	244,8	311,8	989,0	1 072,8	599,1	181,8	253,7	761,2	129,0	
2004 Q1	4,9	0,2	278,6	131,7	59,9	76,4	241,9	254,5	139,8	43,0	63,1	183,3	26,4	
Q2	12,1	9,5	287,2	135,6	61,1	79,5	246,8	264,2	147,0	46,1	63,2	187,7	29,7	
Q3	8,9	14,5	288,0	137,4	61,3	78,4	248,8	275,4	155,5	45,6	63,3	193,0	36,3	
Q4	8,9	12,4	291,6	138,3	62,4	77,5	251,4	278,6	156,8	47,1	64,2	197,2	36,6	
2005 Q1	3,5	8,8	292,0	137,6	61,9	77,4	255,5	279,2	155,1	44,7	63,6	197,6	36,0	
Q2	6,5	10,8	302,0	142,5	63,3	79,9	258,8	292,3	163,2	48,5	64,4	201,8	39,9	
2005 März	0,6	7,3	97,6	46,0	20,8	26,0	86,0	94,3	54,0	15,1	21,5	66,8	13,7	
April	5,1	10,6	99,7	47,4	21,0	26,3	85,8	96,8	53,6	16,3	21,1	66,4	13,4	
Mai	7,4	13,4	101,3	47,4	21,0	26,5	86,9	98,0	54,9	15,5	21,7	68,1	13,0	
Juni	7,0	8,7	101,1	47,7	21,4	27,1	86,0	97,5	54,6	16,7	21,6	67,3	13,5	
Juli	3,0	9,1	103,0	47,4	22,3	26,9	89,0	102,0	56,7	16,4	21,6	70,4	14,5	
Aug.	13,8	20,4	106,5	50,0	23,2	28,7	92,0	107,2	62,4	17,9	23,4	74,7	17,1	
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)														
2001	5,1	-0,8	104,9	102,1	108,6	107,9	105,4	99,1	99,3	96,3	100,5	97,8	99,3	
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,1	108,2	98,3	98,9	89,6	104,1	96,3	101,4	
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,0	114,9	109,3	102,0	100,5	95,2	110,4	100,0	104,9	
2004	8,6	6,4	117,8	114,4	119,9	119,3	117,3	107,8	103,0	107,2	117,3	106,1	105,2	
2004 Q1	7,8	5,0	116,0	112,9	117,9	117,9	115,8	106,5	102,6	101,3	117,3	103,6	101,4	
Q2	11,6	6,3	118,0	114,5	119,4	121,2	117,0	106,8	102,4	107,9	116,8	104,7	101,0	
Q3	7,6	8,3	117,6	114,9	119,4	119,7	117,4	108,5	103,9	107,1	116,5	106,8	113,7	
Q4	7,6	5,9	119,5	115,2	122,9	118,5	118,9	109,3	102,9	112,5	118,5	109,4	104,7	
2005 Q1	1,4	2,5	119,1	113,6	121,9	117,9	120,0	110,2	102,7	108,2	116,9	109,5	105,8	
Q2	4,7	4,7	122,0	116,5	124,3	121,1	121,2	111,7	103,0	115,9	118,0	111,2	101,8	
2005 März	-1,6	-0,3	118,9	113,4	123,5	118,4	120,8	109,9	104,6	108,6	118,5	110,6	112,2	
April	3,1	3,7	121,0	116,2	123,2	119,9	120,5	111,6	102,0	117,9	117,1	110,6	102,7	
Mai	6,1	8,5	123,3	117,1	123,7	120,9	122,5	114,0	106,0	112,2	119,1	113,0	106,1	
Juni	4,8	2,3	121,6	116,1	125,9	122,4	120,4	109,4	100,9	117,7	117,8	109,9	96,7	
Juli	0,5	0,7	123,4	114,9	130,4	121,4	124,3	111,4	100,4	115,3	117,6	115,2	96,2	
Aug.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
Durchschnittswertindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)														
2001	1,1	0,3	101,0	100,7	100,1	102,1	100,9	100,2	98,7	101,4	102,8	101,7	88,6	
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,8	99,6	101,9	100,0	84,6	
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0	
2004	0,1	2,5	96,9	96,4	94,4	99,5	96,2	97,2	98,4	92,6	97,9	96,2	99,6	
2004 Q1	-2,7	-4,6	95,8	94,8	94,0	98,8	95,3	93,4	92,2	92,6	97,3	94,9	84,8	
Q2	0,4	3,0	97,1	96,2	94,6	99,9	96,3	96,6	97,2	93,4	97,9	96,2	95,8	
Q3	1,3	5,8	97,7	97,2	94,9	99,8	96,7	99,2	101,3	93,0	98,4	97,0	104,1	
Q4	1,2	6,1	97,3	97,6	93,9	99,6	96,5	99,6	103,1	91,4	98,1	96,8	113,8	
2005 Q1	2,1	6,0	97,8	98,5	93,8	99,9	97,1	99,0	102,3	90,4	98,5	96,9	110,9	
Q2	1,7	5,8	98,7	99,4	94,2	100,6	97,5	102,3	107,3	91,4	98,7	97,4	127,8	
2005 März	2,2	7,7	98,2	99,0	93,6	100,4	97,4	100,6	104,7	91,0	98,7	97,3	119,7	
April	1,9	6,7	98,5	99,4	94,4	100,3	97,5	101,7	106,7	90,7	98,0	96,7	127,6	
Mai	1,2	4,5	98,2	98,8	93,9	100,3	97,1	100,8	105,3	90,5	98,8	97,1	119,7	
Juni	2,1	6,2	99,4	100,1	94,3	101,3	97,8	104,4	109,9	92,8	99,4	98,5	136,1	
Juli	2,5	8,3	99,8	100,6	94,7	101,1	98,0	107,3	114,6	93,4	99,8	98,4	147,7	
Aug.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Volumenindizes und Saisonbereinigung der Durchschnittswertindizes).

## 7.5 Warenhandel

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

### 2. Geographische Aufschlüsselung

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)				Russland	Schweiz	Türkei	Ver- einigte Staaten	Asien			Afrika	Latein- amerika	Andere Staaten
		Däne- mark	Schwe- den	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Staaten					China	Japan	Andere asiatische Staaten			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Ausfuhren (fob)</b>															
2001	1 062,8	24,4	37,0	202,5	105,8	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,3	60,4	49,9	93,5
2002	1 083,7	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,5	43,4	100,3
2003	1 059,9	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,3	31,3	135,4	59,5	37,9	100,8
2004	1 145,4	25,6	41,8	203,6	126,9	35,6	66,1	31,8	173,4	40,3	33,1	149,9	63,6	40,2	113,5
2004 Q1	278,6	6,2	10,1	49,8	31,2	8,1	15,5	7,9	42,5	9,8	8,4	36,8	15,2	9,6	27,4
Q2	287,2	6,3	10,4	51,0	31,6	9,1	16,3	8,2	43,9	10,7	8,0	37,0	15,9	9,9	28,8
Q3	288,0	6,4	10,5	51,6	31,2	9,3	17,1	7,9	43,3	9,8	8,4	38,5	16,6	10,3	27,0
Q4	291,6	6,6	10,8	51,2	32,9	9,2	17,1	7,7	43,8	10,0	8,2	37,6	16,0	10,5	30,3
2005 Q1	292,0	6,7	10,9	50,0	33,1	9,8	17,4	8,0	43,5	10,3	8,5	38,9	17,0	11,0	27,0
Q2	302,0	7,0	11,2	50,0	34,2	10,6	16,9	8,1	45,5	9,9	8,4	40,5	17,1	11,2	31,5
2005 März	97,6	2,2	3,7	16,6	10,9	3,4	5,9	2,7	14,5	3,5	2,9	12,8	6,0	3,6	8,8
April	99,7	2,3	3,7	16,6	11,4	3,4	5,6	2,8	15,0	3,3	2,9	13,8	5,6	3,9	9,4
Mai	101,3	2,4	3,7	16,9	11,3	3,5	5,7	2,7	15,1	3,3	2,7	13,3	6,0	3,7	10,8
Juni	101,1	2,4	3,7	16,6	11,6	3,7	5,5	2,7	15,3	3,4	2,8	13,3	5,5	3,6	11,2
Juli	103,0	2,4	3,8	16,8	11,5	3,4	5,7	2,8	15,1	3,7	2,8	14,5	6,0	4,1	10,5
Aug.	106,5	2,6	3,7	18,0	11,7	4,0	6,2	3,0	15,7	3,7	2,9	14,4	6,6	4,0	10,0
<b>In % der Ausfuhren insgesamt</b>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,8	11,1	3,1	5,8	2,8	15,1	3,5	2,9	13,1	5,6	3,5	9,9
<b>Einfuhren (cif)</b>															
2001	1 016,8	22,0	35,6	154,6	88,9	42,8	52,9	16,7	138,7	57,5	58,6	150,5	74,0	41,0	82,9
2002	984,5	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,8	52,7	142,7	67,9	39,4	80,8
2003	989,9	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,3	74,4	52,2	141,4	68,9	39,8	84,2
2004	1 072,8	24,4	39,5	142,4	107,4	56,3	53,4	22,8	113,6	92,0	53,9	163,1	72,6	45,0	86,1
2004 Q1	254,5	6,0	9,5	34,3	27,0	12,3	12,8	5,0	26,4	20,7	13,6	36,6	16,6	10,8	22,9
Q2	264,2	5,9	9,9	34,9	26,2	13,6	13,2	5,7	29,8	22,5	13,1	40,9	17,3	11,0	20,4
Q3	275,4	6,2	10,0	37,0	26,7	14,6	13,6	6,0	28,7	23,6	13,8	42,5	19,1	11,6	21,9
Q4	278,6	6,3	10,1	36,1	27,5	15,8	13,8	6,1	28,7	25,2	13,5	43,0	19,8	11,7	20,9
2005 Q1	279,2	6,2	10,0	35,7	26,9	16,7	13,5	6,2	29,0	26,6	13,0	40,6	20,1	12,0	22,7
Q2	292,3	6,5	10,3	36,6	28,8	17,5	14,4	5,8	29,9	27,7	12,5	45,8	21,6	11,8	23,0
2005 März	94,3	2,1	3,4	12,0	8,7	6,0	4,5	2,1	9,8	9,2	4,5	13,7	7,3	4,0	6,9
April	96,8	2,1	3,4	12,5	9,3	5,7	4,6	2,0	10,0	8,9	4,1	14,7	7,0	3,9	8,5
Mai	98,0	2,3	3,4	12,1	10,0	6,0	4,8	2,1	9,9	9,5	4,3	15,0	7,5	3,9	7,3
Juni	97,5	2,1	3,4	12,0	9,6	5,8	4,9	1,8	10,0	9,4	4,1	16,2	7,1	3,9	7,2
Juli	102,0	2,0	3,5	12,7	9,6	5,7	5,0	2,0	10,1	9,9	4,4	15,6	7,7	4,1	9,6
Aug.	107,2	2,3	3,6	13,0	9,5	6,7	5,0	2,1	10,3	10,1	4,7	17,4	9,7	5,0	7,9
<b>In % der Einfuhren insgesamt</b>															
2004	100,0	2,3	3,7	13,3	10,0	5,2	5,0	2,1	10,6	8,6	5,0	15,2	6,8	4,2	8,0
<b>Saldo</b>															
2001	46,0	2,3	1,4	47,9	17,0	-18,1	13,5	1,2	41,5	-32,3	-24,1	-10,2	-13,6	8,9	10,5
2002	99,1	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,4	-31,9	-19,7	-2,2	-8,3	4,0	19,5
2003	70,0	1,1	1,7	55,9	15,5	-18,2	12,9	5,5	56,0	-39,1	-20,9	-5,9	-9,4	-1,8	16,5
2004	72,6	1,2	2,3	61,2	19,5	-20,7	12,7	8,9	59,8	-51,8	-20,8	-13,2	-9,0	-4,8	27,4
2004 Q1	24,1	0,2	0,7	15,5	4,3	-4,2	2,7	2,9	16,1	-11,0	-5,2	0,2	-1,4	-1,2	4,5
Q2	23,0	0,5	0,6	16,1	5,4	-4,5	3,1	2,6	14,1	-11,8	-5,0	-4,0	-1,3	-1,1	8,4
Q3	12,5	0,2	0,5	14,5	4,5	-5,3	3,5	1,9	14,5	-13,8	-5,3	-4,0	-2,5	-1,3	5,1
Q4	13,1	0,3	0,6	15,0	5,4	-6,7	3,3	1,6	15,1	-15,2	-5,3	-5,4	-3,8	-1,2	9,4
2005 Q1	12,8	0,5	0,9	14,3	6,2	-6,9	4,0	1,7	14,5	-16,3	-4,5	-1,6	-3,0	-1,0	4,3
Q2	9,8	0,6	0,9	13,5	5,3	-6,9	2,5	2,3	15,6	-17,8	-4,1	-5,4	-4,5	-0,6	8,5
2005 März	3,4	0,1	0,3	4,6	2,3	-2,6	1,4	0,6	4,7	-5,7	-1,6	-0,9	-1,3	-0,4	1,9
April	2,9	0,2	0,3	4,1	2,1	-2,3	1,0	0,8	5,1	-5,6	-1,2	-0,9	-1,5	0,0	1,0
Mai	3,2	0,1	0,3	4,8	1,3	-2,4	0,9	0,6	5,2	-6,2	-1,6	-1,7	-1,4	-0,2	3,5
Juni	3,7	0,3	0,3	4,6	2,0	-2,2	0,6	0,8	5,3	-6,0	-1,3	-2,8	-1,6	-0,4	4,1
Juli	1,0	0,3	0,2	4,0	1,9	-2,3	0,8	0,8	5,0	-6,3	-1,6	-1,1	-1,8	0,0	0,9
Aug.	-0,7	0,3	0,1	5,0	2,1	-2,7	1,1	1,0	5,4	-6,4	-1,8	-2,9	-3,1	-1,0	2,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Saldo und Spalte 5, 12 und 15).



# WECHSELKURSE

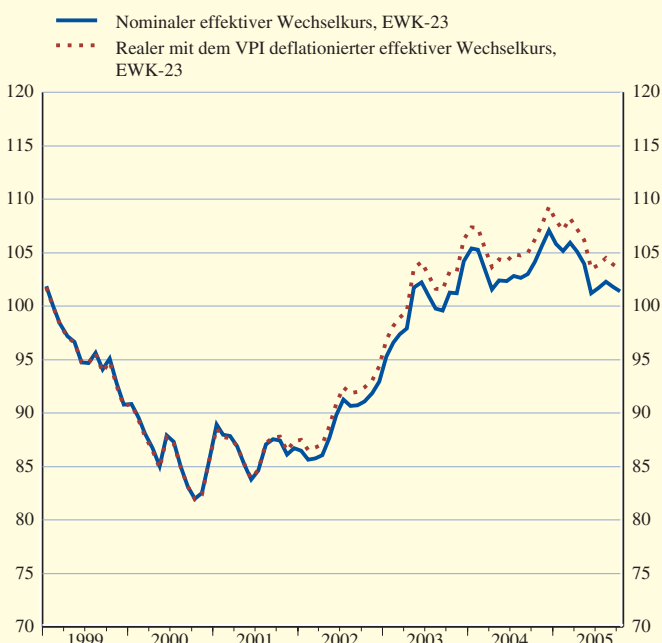
## 8.1 Effektive Wechselkurse<sup>1)</sup>

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Index 1999 Q1 = 100)

	EWK-23						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2002	89,2	90,3	91,9	90,2	86,4	87,9	94,8	90,8
2003	99,9	101,7	102,2	101,5	97,2	99,0	106,6	101,6
2004	103,8	105,8	105,2	105,4	102,6	103,1	111,0	105,4
2004 Q3	102,8	104,9	104,3	104,5	100,8	102,2	110,1	104,5
Q4	105,7	107,7	106,6	107,0	104,6	104,6	113,0	107,1
2005 Q1	105,7	107,8	107,0	107,0	103,3	104,3	112,6	106,5
Q2	103,4	105,6	104,2	104,8	100,7	102,7	110,1	104,1
Q3	101,9	104,1	102,4	-	-	-	108,3	102,3
2004 Okt.	104,2	106,2	105,2	-	-	-	111,5	105,7
Nov.	105,6	107,6	106,4	-	-	-	113,1	107,1
Dez.	107,1	109,3	108,2	-	-	-	114,4	108,5
2005 Jan.	105,8	108,0	107,1	-	-	-	112,9	106,9
Febr.	105,1	107,2	106,4	-	-	-	111,9	105,8
März	106,0	108,2	107,3	-	-	-	112,9	106,8
April	105,1	107,2	105,9	-	-	-	111,9	105,8
Mai	104,0	106,2	104,6	-	-	-	110,6	104,6
Juni	101,2	103,5	102,2	-	-	-	107,6	101,9
Juli	101,7	103,8	102,3	-	-	-	108,0	102,0
Aug.	102,3	104,5	102,9	-	-	-	108,7	102,7
Sept.	101,8	103,9	101,9	-	-	-	108,2	102,2
Okt.	101,4	103,5	101,4	-	-	-	107,8	101,7
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2005 Okt.	-0,4	-0,4	-0,5	-	-	-	-0,4	-0,5
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2005 Okt.	-2,7	-2,5	-3,6	-	-	-	-3,4	-3,8

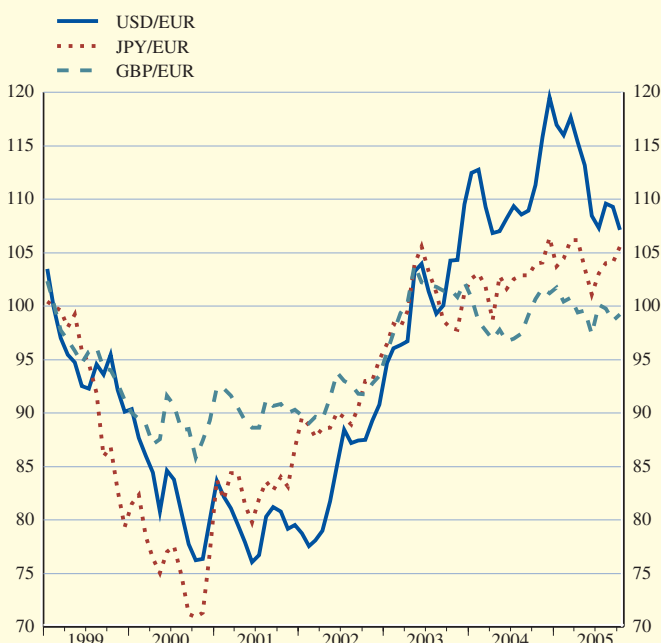
### A33 Effektive Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index 1999 Q1 = 100)



### A34 Bilaterale Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

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



## 8.2 Bilaterale Wechselkurse

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Einheiten der nationalen Währungen pro Euro)

	Däni- sche Krone	Schwe- dische Krone	Pfund Sterling	US- Dollar	Japani- scher Yen	Schwei- zer Franken	(Süd-) Korea- nischer Won	Hong- kong- Dollar	Singap- pur- Dollar	Kana- discher Dollar	Norwe- gische Krone	Australi- scher Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	7,4305	9,1611	0,62883	0,9456	118,06	1,4670	1 175,50	7,3750	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1 346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1 422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005 Q1	7,4433	9,0736	0,69362	1,3113	137,01	1,5488	1 340,74	10,2257	2,1452	1,6083	8,2388	1,6878
Q2	7,4463	9,2083	0,67856	1,2594	135,42	1,5437	1 269,53	9,8090	2,0885	1,5677	8,0483	1,6389
Q3	7,4588	9,3658	0,68344	1,2199	135,62	1,5533	1 255,21	9,4782	2,0436	1,4668	7,8817	1,6054
2005 April	7,4499	9,1670	0,68293	1,2938	138,84	1,5475	1 306,82	10,0899	2,1375	1,5991	8,1763	1,6738
Mai	7,4443	9,1931	0,68399	1,2694	135,37	1,5449	1 272,34	9,8900	2,0962	1,5942	8,0814	1,6571
Juni	7,4448	9,2628	0,66895	1,2165	132,22	1,5391	1 231,12	9,4597	2,0342	1,5111	7,8932	1,5875
Juli	7,4584	9,4276	0,68756	1,2037	134,75	1,5578	1 248,53	9,3590	2,0257	1,4730	7,9200	1,6002
Aug.	7,4596	9,3398	0,68527	1,2292	135,98	1,5528	1 255,33	9,5529	2,0439	1,4819	7,9165	1,6144
Sept.	7,4584	9,3342	0,67760	1,2256	136,06	1,5496	1 261,46	9,5138	2,0603	1,4452	7,8087	1,6009
Okt.	7,4620	9,4223	0,68137	1,2015	138,05	1,5490	1 256,66	9,3191	2,0326	1,4149	7,8347	1,5937
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2005 Okt.	0,0	0,9	0,6	-2,0	1,5	0,0	-0,4	-2,0	-1,3	-2,1	0,3	-0,4
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2005 Okt.	0,3	4,0	-1,5	-3,8	1,5	0,4	-11,9	-4,2	-3,0	-9,3	-4,9	-6,5
	Tschechi- sche Krone	Estnische Krone	Zypern- Pfund	Lettischer Lats	Litauischer Litas	Unga- rischer Forint	Malte- sische Lira	Polnischer Zloty	Slowe- nischer Tolar	Slowakische Krone	Bulga- rischer Leu	Neuer rumä- nischer Leu <sup>1)</sup>
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2002	30,804	15,6466	0,57530	0,5810	3,4594	242,96	0,4089	3,8574	225,98	42,694	1,9492	31 270
2003	31,846	15,6466	0,58409	0,6407	3,4527	253,62	0,4261	4,3996	233,85	41,489	1,9490	37 551
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	239,09	40,022	1,9533	40 510
2005 Q1	30,012	15,6466	0,58267	0,6962	3,4528	245,01	0,4316	4,0267	239,74	38,294	1,9559	37 069
Q2	30,129	15,6466	0,57824	0,6960	3,4528	249,75	0,4295	4,1301	239,54	38,919	1,9558	36 195
Q3	29,688	15,6466	0,57328	0,6960	3,4528	245,57	0,4293	4,0186	239,49	38,672	1,9558	35 250
2005 April	30,134	15,6466	0,58282	0,6961	3,4528	248,19	0,4299	4,1559	239,65	39,232	1,9553	36 277
Mai	30,220	15,6466	0,57806	0,6960	3,4528	251,95	0,4293	4,1749	239,51	39,004	1,9561	36 175
Juni	30,034	15,6466	0,57405	0,6960	3,4528	249,04	0,4293	4,0606	239,47	38,535	1,9558	36 136
Juli	30,180	15,6466	0,57367	0,6961	3,4528	246,47	0,4293	4,0986	239,48	38,886	1,9558	35 647
Aug.	29,594	15,6466	0,57321	0,6960	3,4528	244,49	0,4293	4,0436	239,51	38,681	1,9557	35 034
Sept.	29,317	15,6466	0,57296	0,6961	3,4528	245,83	0,4293	3,9160	239,47	38,459	1,9558	35 097
Okt.	29,675	15,6466	0,57319	0,6965	3,4528	251,85	0,4293	3,9229	239,53	38,923	1,9559	35 997
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2005 Okt.	1,2	0,0	0,0	0,1	0,0	2,4	0,0	0,2	0,0	1,2	0,0	2,6
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2005 Okt.	-5,8	0,0	-0,5	4,1	0,0	2,1	-0,1	-9,2	-0,2	-2,7	0,0	-
	Chine- sicher Renminbi Yuan <sup>2)</sup>	Kroatische Kuna <sup>2)</sup>	Isländische Krone	Indonesische Rupiah <sup>2)</sup>	Malay- sischer Ringgit <sup>2)</sup>	Neuseeland- Dollar	Philippi- nischer Peso <sup>2)</sup>	Russischer Rubel <sup>2)</sup>	Südafri- kanischer Rand	Thailän- discher Baht <sup>2)</sup>	Neue türkische Lira <sup>3)</sup>	
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	
2002	7,8265	7,4130	86,18	8 785,12	3,5933	2,0366	48,837	29,7028	9,9072	40,637	1 439 680	
2003	9,3626	7,5688	86,65	9 685,54	4,2983	1,9438	61,336	34,6699	8,5317	46,923	1 694 851	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11 127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1 777 052	
2005 Q1	10,8536	7,5081	80,67	12 165,35	4,9835	1,8299	72,084	36,5154	7,8793	50,622	1,7412	
Q2	10,4232	7,3443	80,79	12 032,61	4,7858	1,7597	68,847	35,3733	8,0799	50,497	1,7193	
Q3	9,9250	7,3728	77,64	12 216,99	4,6008	1,7640	68,335	34,7864	7,9392	50,375	1,6372	
2005 April	10,7080	7,3908	80,71	12 362,94	4,9163	1,7967	70,435	35,9794	7,9649	51,165	1,7645	
Mai	10,5062	7,3272	82,36	12 033,61	4,8237	1,7665	68,966	35,4730	8,0500	50,562	1,7396	
Juni	10,0683	7,3169	79,30	11 716,31	4,6234	1,7175	67,214	34,6951	8,2194	49,793	1,6560	
Juli	9,8954	7,3090	78,40	11 803,89	4,5590	1,7732	67,394	34,5513	8,0790	50,199	1,6133	
Aug.	9,9589	7,3684	78,37	12 283,08	4,6216	1,7675	68,768	35,0119	7,9508	50,604	1,6534	
Sept.	9,9177	7,4384	76,15	12 542,23	4,6190	1,7515	68,782	34,7750	7,7936	50,305	1,6430	
Okt.	9,7189	7,3822	73,29	12 118,09	4,5330	1,7212	66,777	34,3262	7,9139	49,153	1,6331	
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2005 Okt.	-2,0	-0,8	-3,8	-3,4	-1,9	-1,7	-2,9	-1,3	1,5	-2,3	-0,6	
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2005 Okt.	-6,0	-2,0	-16,3	6,6	-4,5	-5,8	-5,2	-5,4	-0,9	-4,7	-	

Quelle: EZB.

1) Die Angaben vor Juli 2005 beziehen sich auf den rumänischen Leu; 10 000 alte rumänische Lei entsprechen 1 neuen rumänischen Leu.

2) Für diese Währungen errechnet und veröffentlicht die EZB seit dem 1. April 2005 Referenzkurse gegenüber dem Euro. Die Angaben für frühere Zeiträume haben lediglich indikativen Charakter.

3) Die Angaben vor Januar 2005 beziehen sich auf die türkische Lira; 1 000 000 alte türkische Lira entsprechen 1 neuen türkischen Lira.

# ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS



## 9.1 In anderen EU-Mitgliedstaaten (soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

### 1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Tschechi- sche Republik	Dänemark	Estland	Zypern	Lettland	Litauen	Ungarn	Malta	Polen	Slowenien	Slowakei	Schweden	Vereinigtes Königreich
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>HVPI</b>													
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	1,9	0,7	5,7	8,4	2,3	1,4
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,5	1,0	1,3
2005 Q1	1,4	1,0	4,5	2,5	6,7	3,1	3,5	2,3	3,6	2,8	2,8	0,7	1,7
Q2	1,2	1,6	3,6	2,1	6,7	2,4	3,6	2,2	2,2	2,2	2,6	0,5	1,9
Q3	1,6	2,2	4,3	1,7	6,7	2,2	3,5	2,1	1,7	2,3	2,2	0,9	2,4
2005 Mai	0,9	1,3	2,9	2,1	6,5	1,9	3,5	2,4	2,2	2,1	2,4	0,2	1,9
Juni	1,3	1,7	3,2	1,5	6,6	2,0	3,7	2,1	1,4	1,7	2,6	0,8	2,0
Juli	1,4	1,9	3,9	1,3	6,3	1,9	3,6	1,7	1,5	2,0	2,1	0,7	2,3
Aug.	1,4	2,3	4,2	1,5	6,3	2,3	3,5	2,5	1,8	1,8	2,1	1,0	2,4
Sept.	2,0	2,4	4,9	2,1	7,4	2,6	3,6	2,0	1,8	3,2	2,3	1,1	2,5
<b>Finanzierungssaldo des Staats in % des BIP <sup>1)</sup></b>													
2002	-6,8	1,4	1,5	-4,5	-2,3	-1,4	-8,5	-5,7	-3,3	-2,7	-7,8	-0,3	-1,6
2003	-12,5	1,0	2,6	-6,3	-1,2	-1,2	-6,5	-10,4	-4,8	-2,7	-3,8	0,2	-3,3
2004	-3,0	2,3	1,7	-4,1	-1,0	-1,4	-5,4	-5,1	-3,9	-2,1	-3,1	1,6	-3,1
<b>Bruttoverschuldung des Staats in % des BIP <sup>1)</sup></b>													
2002	29,8	47,6	5,8	65,2	14,2	22,4	55,5	63,3	41,2	29,8	43,7	52,4	38,2
2003	36,8	45,0	6,0	69,8	14,6	21,4	57,4	72,8	45,3	29,4	43,1	52,0	39,7
2004	36,8	43,2	5,5	72,0	14,7	19,6	57,4	75,9	43,6	29,8	42,5	51,1	41,5
<b>Renditen langfristiger Staatsanleihen in % p.a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>													
2005 April	3,55	3,58	-	5,87	3,87	3,82	6,91	4,71	5,49	3,95	3,76	3,58	4,67
Mai	3,49	3,39	-	5,84	3,87	3,87	7,00	4,66	5,35	3,92	3,54	3,34	4,45
Juni	3,31	3,16	-	5,13	3,87	3,78	6,59	4,56	4,91	3,90	3,36	3,11	4,31
Juli	3,35	3,21	-	4,84	3,87	3,61	6,13	4,55	4,72	3,78	3,22	3,06	4,31
Aug.	3,37	3,24	-	4,84	3,87	3,50	5,85	4,43	4,88	3,79	3,24	3,14	4,34
Sept.	3,26	3,05	-	4,81	3,87	3,50	5,64	4,41	4,57	3,74	3,13	2,98	4,25
<b>Zinssatz für Dreimonatsgeld in % p.a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>													
2005 April	2,03	2,18	2,40	4,89	2,92	2,44	7,43	3,24	5,78	4,05	2,56	2,11	4,94
Mai	1,78	2,18	2,39	4,67	2,85	2,42	7,52	3,25	5,48	4,05	2,75	2,05	4,89
Juni	1,75	2,16	2,34	4,11	2,81	2,36	-	3,27	5,22	4,05	2,88	1,82	4,84
Juli	1,78	2,16	2,33	3,92	2,71	2,32	6,50	3,28	4,68	4,04	2,89	1,64	4,66
Aug.	1,79	2,17	2,33	3,85	2,76	2,33	6,35	3,26	4,67	4,02	2,94	1,67	4,59
Sept.	1,80	2,18	2,32	3,80	2,82	2,32	5,65	3,26	4,51	4,03	2,93	1,67	4,60
<b>Reales BIP</b>													
2003	3,2	0,6	6,7	1,9	7,2	10,6	2,9	-1,9	3,8	2,5	4,5	1,5	2,5
2004	4,4	2,1	7,8	3,7	8,3	6,0	4,2	0,4	5,4	4,6	5,5	3,6	3,2
2005 Q1	4,7	2,1	7,2	3,8	7,4	4,6	3,8	0,2	3,8	2,8	5,1	2,2	1,7
Q2	5,1	3,0	9,9	3,5	11,6	7,1	4,0	2,4	1,0	4,7	5,1	2,1	1,5
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,6
<b>Saldo aus Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen in % des BIP</b>													
2003	-6,3	3,3	-12,6	-2,4	-7,5	-6,4	-8,7	-6,1	-2,2	-1,0	-0,5	7,4	-1,4
2004	-5,7	2,4	-12,5	-4,9	-12,0	-6,4	-8,5	-8,5	-4,0	-2,5	-3,1	8,3	-1,8
2004 Q4	-7,8	0,5	-16,3	-17,4	-9,5	-3,5	-7,5	-17,2	-1,6	-3,8	-3,6	7,0	-0,9
2005 Q1	2,9	4,3	-9,5	-13,6	-9,4	-3,7	-6,9	-7,7	-1,1	-1,7	-2,2	8,5	-2,0
Q2	-4,0	5,7	-9,2	1,5	-10,0	-6,7	-7,2	-7,1	-0,8	0,4	-11,3	7,2	-1,7
<b>Lohnstückkosten</b>													
2003	7,6	1,6	4,9	-	5,6	1,5	7,2	-	.	4,7	3,5	1,3	3,2
2004	1,2	1,1	3,0	-	8,8	.	4,2	-	.	3,8	2,1	-0,7	2,0
2004 Q4	0,7	0,3	2,9	-	.	.	.	-	.	.	5,1	-0,4	1,3
2005 Q1	-0,2	1,9	3,1	-	.	.	.	-	.	.	5,7	2,6	5,0
Q2	0,7	2,7	2,4	-	.	.	.	-	.	.	3,6	0,0	3,1
<b>Standardisierte Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)</b>													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,8	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	4,9
2004	8,3	5,4	9,2	5,2	9,8	10,9	6,0	7,6	18,8	6,0	18,2	6,4	4,7
2005 Q1	8,0	5,1	8,0	6,0	9,5	9,2	6,9	8,0	18,2	5,7	16,9	6,3	4,6
Q2	7,8	5,0	7,8	5,9	9,1	8,6	7,1	8,2	18,0	5,8	16,5	.	4,6
Q3	.	4,8	7,3	6,3	8,8	7,9	7,2	7,9	17,7	5,8	16,4	.	.
2005 Mai	7,8	5,0	7,8	6,0	9,1	8,6	7,1	8,2	17,9	5,8	16,5	.	4,7
Juni	7,8	4,9	7,7	6,2	9,0	8,4	7,1	8,0	17,9	5,8	16,5	.	4,6
Juli	7,7	4,9	7,5	6,2	8,9	8,2	7,1	7,9	17,8	5,8	16,4	.	4,6
Aug.	7,7	4,8	7,3	6,3	8,8	7,9	7,2	7,8	17,7	5,8	16,3	.	.
Sept.	.	4,7	7,1	6,4	8,8	7,6	7,2	7,8	17,7	5,8	16,4	.	.

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen sowie Eurostat), nationale Statistiken, Reuters und EZB-Berechnungen.

1) Unter Verwendung des BIP ohne unterstellte Bankgebühr (FISIM) berechnet.

## 9.2 In den Vereinigten Staaten und Japan

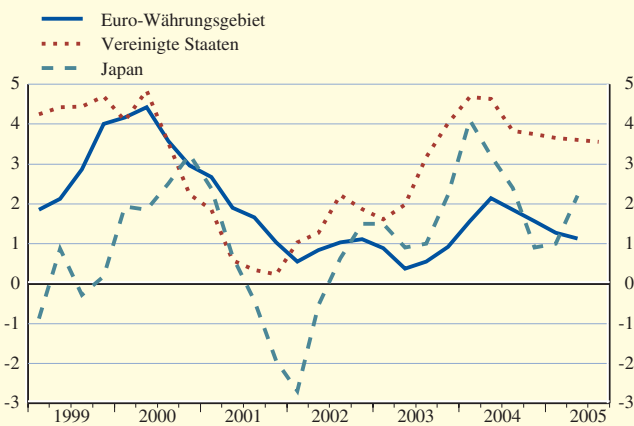
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

### 1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Verbraucherpreisindex	Lohnstückkosten <sup>1)</sup> (verarbeitendes Gewerbe)	Reales BIP	Industrieproduktionsindex (verarbeitendes Gewerbe)	Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)	Weit gefasste Geldmenge <sup>2)</sup>	Bietungssätze für dreimonatige Interbank-einlagen <sup>3)</sup> in % p.a.	Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich <sup>3)</sup> in % p.a.	Wechselkurs <sup>4)</sup> in nationaler Währung pro Euro	Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte in % des BIP	Bruttoverschuldung des Staats <sup>5)</sup> in % des BIP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Vereinigte Staaten											
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,2	1,6	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,3
2003	2,3	2,9	2,7	0,0	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	-2,9	4,2	4,9	5,5	5,1	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2004 Q3	2,7	-2,2	3,8	5,5	5,4	4,6	1,75	4,29	1,2220	-4,8	48,4
Q4	3,3	-1,5	3,8	5,1	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-4,3	48,6
2005 Q1	3,0	2,5	3,6	4,5	5,3	5,8	2,84	4,30	1,3113	-3,7	49,6
Q2	2,9	4,3	3,6	3,3	5,1	5,0	3,28	4,16	1,2594	.	.
Q3	3,8	.	3,6	3,1	5,0	6,1	3,77	4,21	1,2199	.	.
2005 Juni	2,5	-	-	3,6	5,0	5,1	3,43	4,00	1,2165	-	-
Juli	3,2	-	-	3,0	5,0	5,4	3,61	4,16	1,2037	-	-
Aug.	3,6	-	-	3,2	4,9	6,1	3,80	4,26	1,2292	-	-
Sept.	4,7	-	-	3,0	5,1	6,6	3,91	4,19	1,2256	-	-
Okt.	.	-	-	.	.	.	4,17	4,45	1,2015	-	-
Japan											
2001	-0,7	4,4	0,2	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,7
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-7,9	141,5
2003	-0,3	-3,8	1,4	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,7	149,2
2004	0,0	-5,2	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2004 Q3	-0,1	-5,7	2,4	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
Q4	0,5	-1,5	0,9	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 Q1	-0,2	-1,0	1,0	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
Q2	-0,1	0,9	2,2	0,3	4,4	1,7	0,05	1,28	135,42	.	.
Q3	-0,3	.	.	0,0	4,3	1,8	0,06	1,36	135,62	.	.
2005 Juni	-0,5	0,6	-	0,2	4,2	1,6	0,05	1,24	132,22	-	-
Juli	-0,3	2,8	-	-2,3	4,4	1,7	0,06	1,26	134,75	-	-
Aug.	-0,3	.	-	1,5	4,3	1,7	0,06	1,43	135,98	-	-
Sept.	-0,3	.	-	1,0	4,2	2,0	0,06	1,38	136,06	-	-
Okt.	.	.	-	.	.	.	0,06	1,54	138,05	-	-

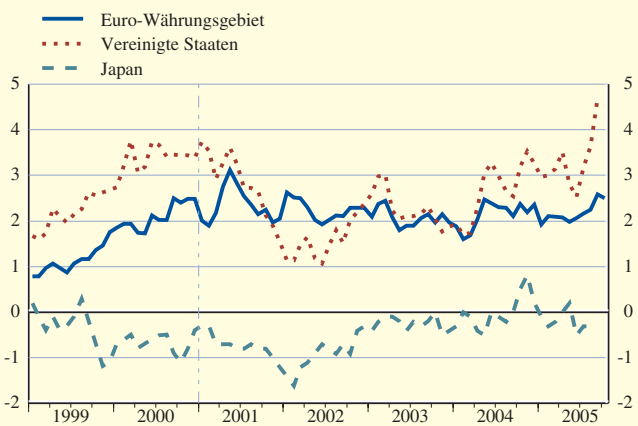
### A35 Reales Bruttoinlandsprodukt

(Veränderung gegen Vorjahr in %; vierteljährlich)



### A36 Verbraucherpreisindizes

(Veränderung gegen Vorjahr in %; monatlich)



Quellen: Nationale Statistiken (Spalte 1, 2 (Vereinigte Staaten), 3, 4, 5 (Vereinigte Staaten), 6, 9 und 10); OECD (Spalte 2 (Japan)); Eurostat (Spalte 5 (Japan), Daten der Abbildungen zum Euro-Währungsgebiet); Reuters (Spalte 7 und 8); EZB-Berechnungen (Spalte 11).

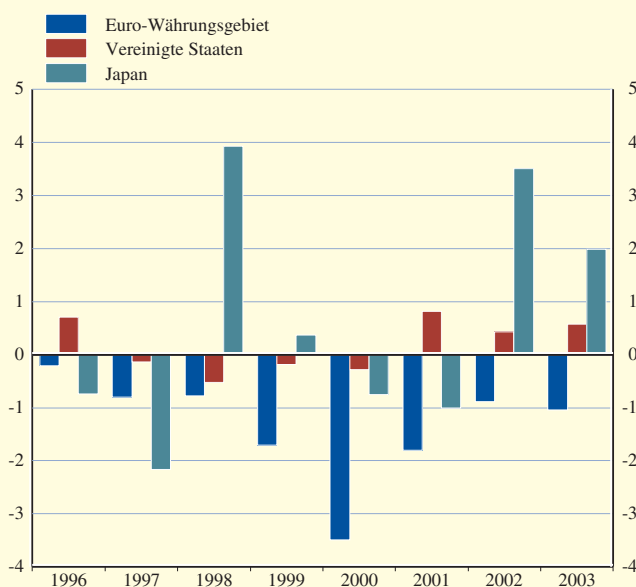
- 1) Vereinigte Staaten: saisonbereinigt.
- 2) Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Vereinigte Staaten: M3, Japan: M2 + Einlagezertifikate.
- 3) Weitere Informationen in Abschnitt 4.6 und 4.7.
- 4) Weitere Informationen in Abschnitt 8.2.
- 5) Konsolidierte Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Stand am Ende des Berichtszeitraums).

9.2 In den Vereinigten Staaten und Japan  
(in % des BIP)

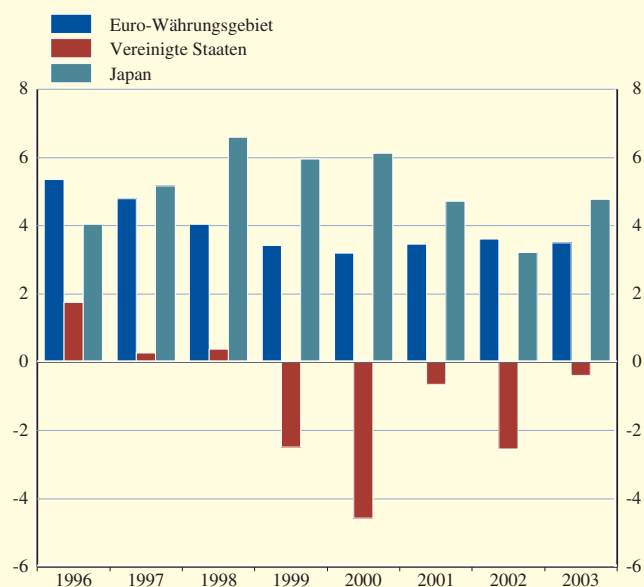
2. Ersparnis, Investitionen und Finanzierung

	Nationale Ersparnis und Investitionen			Vermögensbildung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und ihre Finanzierung					Vermögensbildung privater Haushalte <sup>1)</sup> und ihre Finanzierung				
	Bruttoersparnis	Bruttoinvestitionen	Nettokreditgewährung an die übrige Welt	Bruttoinvestitionen	Bruttoanlageinvestitionen	Geldvermögensbildung	Bruttoersparnis	Außenfinanzierung	Wertpapiere und Aktien	Investitionsausgaben <sup>2)</sup>	Geldvermögensbildung	Bruttoersparnis <sup>3)</sup>	Kreditaufnahme
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Vereinigte Staaten</b>													
2001	16,4	19,1	-3,7	7,9	8,3	1,8	7,5	0,9	1,7	12,8	5,0	10,8	5,7
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,1	13,0	4,2	11,4	6,7
2003	13,4	18,5	-4,6	6,8	6,8	0,8	8,0	0,3	0,8	13,3	7,8	11,3	8,1
2004	13,4	19,6	-5,6	7,3	7,0	4,4	8,0	3,4	0,7	13,5	6,6	11,0	9,4
2003 Q3	13,3	18,6	-4,5	6,8	6,9	-0,1	8,1	-0,6	0,3	13,5	8,7	11,7	7,6
2003 Q4	13,9	18,8	-4,3	7,0	6,9	1,2	8,3	0,4	0,1	13,5	5,1	11,2	4,3
2004 Q1	13,4	19,0	-5,0	7,1	6,8	5,3	8,2	4,0	1,0	13,3	7,2	11,0	10,0
2004 Q2	13,3	19,8	-5,6	7,4	7,0	3,7	8,1	2,4	-0,5	13,6	4,8	10,7	8,6
2004 Q3	13,5	19,8	-5,5	7,3	7,1	3,7	8,4	2,3	0,5	13,6	7,1	10,9	9,1
2004 Q4	13,5	19,9	-6,2	7,5	7,2	5,1	7,3	4,8	1,8	13,6	7,5	11,4	9,8
2005 Q1	13,4	20,2	-6,4	7,6	7,2	3,5	7,7	3,0	1,2	13,7	5,8	10,0	8,3
2005 Q2	13,8	20,0	-6,2	7,4	7,3	3,5	8,1	2,5	0,5	13,8	2,8	9,7	8,4
<b>Japan</b>													
2001	26,6	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,4	-6,4	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	24,2	2,8	13,8	14,1	-1,7	15,4	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	9,1	-2,1
2003	26,4	23,9	3,1	14,3	14,4	2,3	16,1	-5,3	0,2	4,6	0,3	9,2	-0,6
2004	.	23,9	.	.	.	4,6	.	0,8	0,8	.	1,9	.	-0,7
2003 Q3	25,9	24,0	3,7	.	.	9,2	.	-5,6	-0,6	.	-3,7	.	1,4
2003 Q4	27,9	24,8	2,9	.	.	10,5	.	5,5	1,1	.	9,5	.	-1,4
2004 Q1	31,0	24,0	3,9	.	.	12,5	.	-1,9	-0,6	.	-7,2	.	2,6
2004 Q2	.	23,0	.	.	.	-13,7	.	-11,2	0,6	.	8,0	.	-6,2
2004 Q3	.	23,8	.	.	.	7,1	.	0,7	0,2	.	-2,1	.	1,5
2004 Q4	.	24,6	.	.	.	12,1	.	14,6	2,8	.	8,3	.	-0,5
2005 Q1	.	24,4	.	.	.	8,6	.	-2,3	-2,9	.	-8,1	.	3,3
2005 Q2	.	23,7	.	.	.	-17,9	.	-16,5	1,0	.	7,5	.	-6,6

A37 Finanzierungsüberschuss nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften  
(in % des BIP)



A38 Finanzierungsüberschuss privater Haushalte<sup>1)</sup>  
(in % des BIP)



Quellen: EZB, US-amerikanische und japanische Zentralbank und Institut für Wirtschafts- und Sozialforschung.

1) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2) Bruttoinvestitionen in Japan. Investitionsausgaben in den Vereinigten Staaten enthalten den Erwerb von 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	S30
A14	Nettoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien, saisonbereinigt und nicht saisonbereinigt	S32
A15	Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S33
A16	Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S34
A17	Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet	S35
A18	Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen	S36
A19	Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit	S38
A20	Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	S38
A21	Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet	S39
A22	Dreimonats-Geldmarktsätze	S39
A23	Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet	S40
A24	Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich	S40
A25	Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225	S41
A26	Defizit, Nettoneuverschuldung und Veränderung der Verschuldung	S54
A27	Maastricht-Verschuldung	S54
A28	Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz	S55
A29	Zahlungsbilanz – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)	S55
A30	Zahlungsbilanz – Warenhandel	S56
A31	Zahlungsbilanz – Dienstleistungen	S56
A32	Wichtige Zahlungsbilanztransaktionen und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S60
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

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE MONETÄRE ENTWICKLUNG

Die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t endende Quartal wird wie folgt berechnet:

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist  $I_t$  der Index des bereinigten Bestands im Monat t (siehe auch weiter unten). Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### ZU DEN ABSCHNITTEN 2.1 BIS 2.6

#### BERECHNUNG DER TRANSAKTIONSBEDINGTEN VERÄNDERUNGEN

Die monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen werden anhand der um Umgruppierungen, sonstige Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen bereinigten monatlichen Bestandsdifferenzen berechnet.

$L_t$  sei der Bestand am Ende des Monats t,  $C_t^M$  die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung im Monat t,  $E_t^M$  die Bereinigung infolge von Wechselkursänderungen und  $V_t^M$  die aus sonstigen Neubewertungen resultierenden Anpassungen. Die transaktionsbedingten Veränderungen  $F_t^M$  im Monat t sind definiert als:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Entsprechend sind die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen  $F_t^Q$  für das mit dem Monat t endende Quartal definiert als:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

Dabei ist  $L_{t-3}$  der Bestand am Ende des Monats t-3 (d. h. am Ende des Vorquartals) und beispielsweise  $C_t^Q$  die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung in dem Quartal, das mit dem Monat t endet.

Bei den vierteljährlichen Datenreihen, für die inzwischen auch Monatswerte vorliegen (siehe unten), lassen sich die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen als Summe der drei monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen im jeweiligen Quartal berechnen.

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE MONATSREIHEN

Die Wachstumsraten lassen sich anhand der transaktionsbedingten Veränderungen oder des Index des bereinigten Bestands berechnen.  $F_t^M$  und  $L_t$  seien wie oben definiert, und der Index  $I_t$  des bereinigten Bestands im Monat t ist definiert als:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis für den Index (der nicht saisonbereinigten Reihen) dient derzeit Dezember 2001 = 100. Die Zeitreihen des Index des bereinigten Bestands sind auf der Website der EZB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“ abrufbar.

Die Jahreswachstumsrate  $a_t$  für den Monat t, also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat t, lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$f) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die Jahreswachstumsraten auf das Ende des angegebenen Berichtszeitraums. Beispielsweise ergibt sich die Jahreswachstumsrate für das Jahr 2002 in Formel g) aus der Division des Indexwerts für Dezember 2002 durch den Indexwert für Dezember 2001.

Wachstumsraten für Zeiträume von weniger als einem Jahr können durch Anpassung von Formel g) berechnet werden. Beispielsweise kann die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vormonat  $a_t^M$  wie folgt berechnet werden:

$$h) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Den zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitt der prozentualen Veränderung von M3 gegenüber dem Vorjahr erhält man schließlich mit der Formel  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , wobei  $a_t$  wie in den Formeln f) und g) oben definiert ist.

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE QUARTALSREIHEN

$F_t^Q$  und  $L_{t-3}$  seien wie oben definiert, und der Index  $I_t$  des bereinigten Bestands für das mit dem Monat t endende Quartal wird definiert als:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Die Jahreswachstumsrate für die vier Quartale, die mit dem Monat t enden, d. h.  $a_t$ , lässt sich mit Formel g) berechnen.

#### SAISONBEREINIGUNG DER MONETÄREN STATISTIKEN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS<sup>1</sup>

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA.<sup>2</sup> Die Saisonbereinigung kann eine wochentägliche Bereinigung umfassen und wird bei einigen Reihen indirekt durch eine lineare Kombination der Komponenten durchgeführt. Dies gilt insbesondere für das Geldmengenaggregat M3, das durch Aggregation der saison-

bereinigten Reihen für M1, M2 minus M1 und M3 minus M2 ermittelt wird.

Die Verfahren zur Saisonbereinigung werden zunächst auf den Index des bereinigten Bestands angewandt.<sup>3</sup> Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf die Bestände und die Bereinigungen infolge von Umgruppierungen und Neubewertungen angewandt, woraus sich wiederum die saisonbereinigten transaktionsbedingten Veränderungen ergeben. Die Saisonfaktoren (und Kalenderfaktoren) werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

#### ZU DEN ABSCHNITTEN 3.1 BIS 3.3

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN

Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet und enthalten daher keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen.

$T_t$  seien die transaktionsbedingten Veränderungen im Quartal t und  $L_t$  der Bestand am Ende des Quartals t. Die Wachstumsrate für das Quartal t wird wie folgt berechnet:

$$j) \quad \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

1 Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“.

2 Ausführliche Informationen in: D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto und B. C. Chen, New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program, in: Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2, 1998, S. 127-152, sowie: Time Series Staff, Bureau of the Census, X-12-ARIMA Reference Manual, Washington, D.C.

Für interne Zwecke wird auch der modellgestützte Ansatz von TRAMO-SEATS verwendet. Ausführliche Informationen über TRAMO-SEATS in: V. Gomez und A. Maravall, Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User, Working Paper Nr. 9628 der Banco de España, Madrid, 1996.

3 Daraus folgt, dass bei den saisonbereinigten Reihen der Index für die Basisperiode, also Dezember 2001, in der Regel vom Wert 100 abweicht, worin die Saisonfigur des betreffenden Monats zum Ausdruck kommt.

ZU ABSCHNITT 4.3 UND 4.4

**BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN  
FÜR SCHULDVERSCHREIBUNGEN UND BÖRSEN-  
NOTIERTE AKTIEN**

Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet und enthalten daher keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen. Sie lassen sich anhand der transaktionsbedingten Veränderungen oder des Index der fiktiven Bestandsgrößen berechnen.  $N_t^M$  seien die transaktionsbedingten Veränderungen (Nettoabsatz) im Monat t und  $L_t$  der Bestand am Ende des Monats t. Der Index  $I_t$  der fiktiven Bestandsgrößen im Monat t ist definiert als:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

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 analog berechneten „transaktionsbedingten Veränderungen“ erhält, die für die Geldmengenaggregate verwendet werden.

Die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t endende Quartal wird wie folgt berechnet:

$$n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist  $I_t$  der Index der fiktiven Bestandsgrößen im Monat t. Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$o) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

**SAISONBEREINIGUNG DER WERTPAPIER-  
EMISSIONSSTATISTIKEN <sup>4</sup>**

Der verwendete Ansatz beruht auf der multiplikativen Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA. Die Saisonbereinigung für die Wertpapieremissionen insgesamt wird indirekt durch eine lineare Kombination der nach Sektoren und Laufzeiten gegliederten Komponenten durchgeführt.

Die Verfahren der Saisonbereinigung werden zunächst auf den Index der fiktiven Bestandsgrößen angewandt. Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf den Umlauf, aus dem der saisonbereinigte Nettoabsatz abgeleitet wird, angewandt. Die Saisonfaktoren werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

Analog zu Formel l) und m) lässt sich die Wachstumsrate  $a_t$  für den Monat t, also die Veränderung in den zurückliegenden sechs Monaten bis zum

<sup>4</sup> Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“.



Monat t, mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$p) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

Die in Abschnitt 4.3 zugrunde gelegte Berechnungsformel wird auch für Abschnitt 4.4 verwendet und stützt sich ebenfalls auf die Methode zur Berechnung der Geldmengenaggregate. Abschnitt 4.4 beruht auf Marktkursen, deren Berechnung auf der Basis von Finanztransaktionen erfolgt, die keine Umgruppierungen, Neubewertungen oder anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen enthalten. Wechselkursänderungen entfallen, da alle erfassten börsennotierten Aktien auf Euro lauten.

#### ZU TABELLE 1 IN ABSCHNITT 5.1

#### SAISONBEREINIGUNG DES HARMONISIERTEN VERBRAUCHERPREISINDEX (HVPI)<sup>4</sup>

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite 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 Ursprungswerte zum Warenhandel sowie zu den Dienstleistungen, Erwerbs- und Vermögenseinkommen und laufenden Übertragungen werden arbeitstäglich bereinigt. Beim Warenhandel sowie bei den Dienstleistungen und den laufenden Übertragungen wird neben der arbeitstäglichen Bereinigung auch eine Bereinigung um die durchschnittlichen Effekte nationaler Feiertage vorgenommen. Die Daten zu den Einnahmen im Bereich der Dienstleistungen werden zusätzlich um die durchschnittlichen Einflüsse der Osterfeiertage bereinigt. Die Saisonbereinigung für die genannten Posten wird anhand dieser vorbereinigten Reihen vorgenommen. Die Ausgaben bei den laufenden Übertragungen werden nicht vorbereinigt. Die Saisonbereinigung der gesamten Leistungsbilanz erfolgt durch Aggregation der saisonbereinigten Reihen für den Warenhandel, die Dienstleistungen, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen und die laufenden Übertragungen für das Euro-Währungsgebiet. Die Saisonfaktoren (und die Faktoren im Zusammenhang mit den Handelstagen) werden in halbjährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.



## ERLÄUTERUNGEN

Der Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ enthält in erster Linie Statistiken für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes. Detailliertere und längere Zeiträume erfassende Datenreihen mit weiteren Erläuterungen sind unter der Rubrik „Statistics“ auf der Website der EZB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) abrufbar. Unter „Data services“ steht eine Browser-Schnittstelle mit Suchfunktionen zur Verfügung, und es können verschiedene Datensätze abonniert sowie komprimierte Daten direkt im CSV-Format (CSV = Comma Separated Value) heruntergeladen werden. Weitere Informationen sind unter [statistics@ecb.int](mailto:statistics@ecb.int) erhältlich.

Redaktionsschluss für die in den Monatsberichten enthaltenen Statistiken ist im Allgemeinen der Tag vor der ersten Sitzung des EZB-Rats im Monat. Für die vorliegende Ausgabe des Monatsberichts war dies der 2. November 2005.

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich alle Daten auf die zwölf Euro-Länder. Bei den monetären Daten, beim Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), bei den Investmentfonds- und den Finanzmarktstatistiken geben die statistischen Zeitreihen zum Euro-Währungsgebiet Auskunft über die EU-Mitgliedstaaten, die den Euro im Referenzzeitraum der jeweiligen Statistik bereits eingeführt hatten. Gegebenenfalls wird dies in den Tabellen durch eine Fußnote kenntlich gemacht. In den Abbildungen wird der statistische Bruch durch eine gepunktete Linie angezeigt. Soweit es sich bei den zugrunde liegenden Daten um absolute und prozentuale Veränderungen für 2001 handelt, die gegenüber Daten für 2000 berechnet wurden, werden Zeitreihen herangezogen, die die Auswirkungen des Beitritts von Griechenland zum Euro-Währungsgebiet berücksichtigen.

Da die Zusammensetzung des ECU-Währungskorbs nicht deckungsgleich mit den früheren Währungen der Länder ist, die die einheitliche Währung eingeführt haben, werden die Beträge aus dem Zeitraum vor 1999, die von den Teilnehmerwährungen zu den jeweils geltenden

ECU-Kursen in ECU umgerechnet wurden, von der Kursentwicklung der Währungen der EU-Mitgliedstaaten, die den Euro nicht eingeführt haben, beeinflusst. Um diesen Einfluss auf die monetäre Statistik zu vermeiden, werden die in den Abschnitten 2.1 bis 2.8 für den Zeitraum vor 1999 ausgewiesenen Daten in Währungseinheiten ausgedrückt, die zu den am 31. Dezember 1998 unwiderruflich festgelegten Euro-Wechselkursen aus den nationalen Währungen errechnet wurden. Soweit nicht anders angegeben, beruhen die Statistiken über Preise und Kosten für den Zeitraum vor 1999 auf in nationalen Währungen angegebenen Zahlen.

Bei der Zusammenstellung der Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet wurden gegebenenfalls Aggregations- und Konsolidierungsverfahren (einschließlich einer länderübergreifenden Konsolidierung) angewandt.

Die jeweils jüngsten Daten sind häufig vorläufiger Natur und können noch revidiert werden. Rundungsdifferenzen sind möglich.

Die Gruppe „andere EU-Mitgliedstaaten“ umfasst die Tschechische Republik, Dänemark, Estland, Zypern, Lettland, Litauen, Ungarn, Malta, Polen, Slowenien, die Slowakei, Schweden und das Vereinigte Königreich.

Die in den Tabellen verwendete Terminologie entspricht überwiegend internationalen Standards wie etwa dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) und dem „Balance of Payments Manual“ des IWF. Transaktionen beziehen sich auf (direkt oder indirekt ermittelte) ökonomisch motivierte Geschäftsvorfälle, während Veränderungen auch Bestandsänderungen umfassen, die sich aus Kurs- und Wechselkursänderungen, Abschreibungen und sonstigen Anpassungen ergeben.

In den Tabellen bedeutet „bis zu (x) Jahren“ „bis einschließlich (x) Jahre“.

## ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

In dieser Tabelle ist die Entwicklung der wichtigsten Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet zusammengefasst.

### MONETÄRE STATISTIK

In Abschnitt 1.4 sind Statistiken über die Mindestreserven und Liquiditätsfaktoren ausgewiesen. Jahres- und Quartalsangaben stellen die Durchschnittswerte der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres bzw. Quartals dar. Bis Dezember 2003 begann die Erfüllungsperiode jeweils am 24. Kalendertag eines Monats und endete am 23. des darauf folgenden Monats. Am 23. Januar 2003 gab die EZB Änderungen am Handlungsrahmen bekannt, die am 10. März 2004 umgesetzt wurden. Aufgrund dieser Änderungen beginnt die Erfüllungsperiode jeweils am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (HRG), das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, auf der die monatliche Erörterung des geldpolitischen Kurses vorgesehen ist. Es wurde eine Übergangserfüllungsperiode festgelegt, um den Zeitraum vom 24. Januar bis zum 9. März 2004 abzudecken.

Tabelle 1 in Abschnitt 1.4 zeigt die Komponenten der Mindestreservebasis der mindestreservepflichtigen Kreditinstitute. Die Verbindlichkeiten gegenüber anderen dem Mindestreservesystem des ESZB unterliegenden Kreditinstituten, der EZB und den teilnehmenden nationalen Zentralbanken sind von der Mindestreservebasis ausgenommen. Sollte ein Kreditinstitut den Betrag seiner Verbindlichkeiten in Form von Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren gegenüber den zuvor erwähnten Instituten nicht nachweisen können, kann es einen bestimmten Prozentsatz dieser Verbindlichkeiten von seiner Mindestreservebasis in Abzug bringen. Bis November 1999 betrug der Prozentsatz zur Berechnung der Mindestreservebasis 10 %, seit Dezember 1999 sind es 30 %.

Tabelle 2 in Abschnitt 1.4 enthält Durchschnittsangaben zu abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperioden. Das Mindestreserve-Soll jedes einzelnen Kreditinstituts wird zunächst errechnet, indem auf den Betrag der reservepflichtigen Verbindlichkeiten die Reservesätze der entsprechenden Verbindlichkeitskategorien auf der Grundlage der Bilanzdaten vom Ende eines jeden Kalendermonats angewendet werden; anschließend zieht jedes Kreditinstitut von dieser Größe einen Freibetrag in Höhe von 100 000 € ab. Das auf diese Weise berechnete Mindestreserve-Soll wird dann für das gesamte Euro-Währungsgebiet aggregiert (Spalte 1). Bei den Guthaben auf Girokonten (Spalte 2) handelt es sich um die aggregierten tagesdurchschnittlichen Guthaben von Kreditinstituten auf Girokonten, einschließlich solcher, die der Erfüllung des Mindestreserve-Solls dienen. Die Überschussreserven (Spalte 3) stellen die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten innerhalb einer Erfüllungsperiode dar, die über das Reserve-Soll hinausgehen. Die Unterschreitungen des Reserve-Solls (Spalte 4) sind definiert als durchschnittliche Unterschreitung der Guthaben auf Girokonten gegenüber dem Reserve-Soll innerhalb der Erfüllungsperiode, berechnet auf der Grundlage der Kreditinstitute, die ihre Mindestreservepflicht nicht erfüllt haben. Die Verzinsung der Mindestreserven (Spalte 5) entspricht dem Durchschnitt des marginalen Zuteilungssatzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems (siehe Abschnitt 1.3) während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode (gewichtet nach der Anzahl der Kalendertage).

Tabelle 3 in Abschnitt 1.4 zeigt die Liquiditätsposition des Bankensystems, die aus den Euro-Guthaben auf den Girokonten der Kreditinstitute des Euro-Währungsgebiets beim Eurosystem besteht. Alle Angaben sind dem konsolidierten Ausweis des Eurosystems entnommen. Bei den sonstigen liquiditätsabschöpfenden Faktoren (Spalte 7) ist die von den nationalen Zentralbanken in der zweiten Stufe der WWU initiierte Begebung von Schuldverschreibungen ausgenommen. Die sonstigen Faktoren (netto) (Spalte 10) geben die saldierten restlichen Posi-

tionen des konsolidierten Ausweises des 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 neben Positionen von gebietsansässigen Nicht-MFIs bei im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs auch einige monetäre Forderungen und Verbindlichkeiten der Zentralstaaten. Die Statistiken über Geldmengenaggregate und Gegenposten sind um Saison- und

Kalendereffekte bereinigt. Die Bestände von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets an a) Anteilen an im Euroraum ansässigen Geldmarktfonds und b) von MFIs im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in Abschnitt 2.1 und 2.2 unter dem Posten „Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ ausgewiesen. In Abschnitt 2.3 hingegen sind sie aus den Geldmengenaggregaten herausgerechnet und dem Posten „Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ zugeordnet.

Abschnitt 2.4 enthält eine Aufschlüsselung der Kreditgewährung der im Eurogebiet ansässigen MFIs ohne Eurosystem (des Bankensystems) nach Schuldnergruppen, Arten und Ursprungslaufzeiten. In Abschnitt 2.5 sind die Einlagen beim Bankensystem des Euro-Währungsgebiets nach Gläubigergruppen und Arten aufgeschlüsselt. Abschnitt 2.6 zeigt die vom Bankensystem des Euroraums gehaltenen Wertpapiere, aufgliedert nach Emittentengruppen.

Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten „transaktionsbedingte Veränderungen“, die aus der Differenz der Bestände, bereinigt um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkurs- und sonstige nicht transaktionsbedingte Veränderungen, abgeleitet werden. Abschnitt 2.7 zeigt ausgewählte Neubewertungen, die bei der Ermittlung der transaktionsbedingten Veränderungen zugrunde gelegt werden. Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten außerdem Wachstumsraten, die als prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr auf Basis der transaktionsbedingten Veränderungen ausgewiesen werden. Abschnitt 2.8 zeigt ausgewählte, nach Währungen aufgeschlüsselte vierteljährliche Bilanzpositionen der MFIs.

Einzelheiten zur Sektorengliederung sind in dem Dokument „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 anzuwenden sind. Seit dem 1. Januar 1999 werden die statistischen Daten nach der Verordnung EZB/1998/16 vom 1. Dezember 1998 über die konsolidierte Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute<sup>1</sup> in der zuletzt durch Verordnung EZB/2003/10<sup>2</sup> geänderten Fassung erhoben und aufbereitet.

Im Einklang mit dieser Verordnung werden die Bilanzpositionen „Geldmarktpapiere“ und „Schuldverschreibungen“ sowohl auf der 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 zur Finanzierungsrechnung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet, die öffentliche Haushalte (Staat) (S13, ESVG 95), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (S11, ESVG 95) und private Haushalte (S14, ESVG 95) einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck (S15, ESVG 95) umfassen. Die Angaben beziehen sich auf nicht saisonbereinigte Bestände und finanzielle Transaktionen, gegliedert nach dem ESVG 95, und zeigen die wichtigsten Bereiche der Finan-

zierung 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 entspre-

1 ABl. L 356 vom 30.12.1998, S. 7.

2 ABl. L 250 vom 2.10.2003, S. 19.

chen den Quartalsangaben in den beiden vorhergehenden Abschnitten.

## FINANZMÄRKTE

Die Zeitreihen zur Finanzmarktstatistik des Euro-Währungsgebiets umfassen die EU-Mitgliedstaaten, die im Referenzzeitraum der jeweiligen Statistik den Euro bereits eingeführt hatten.

Die Statistiken über Wertpapiere ohne Aktien und börsennotierte Aktien (Abschnitte 4.1 bis 4.4) werden von der EZB auf der Grundlage von Daten des ESZB und der BIZ erstellt. In Abschnitt 4.5 sind die MFI-Zinssätze für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet ausgewiesen. Die Statistiken über Geldmarktsätze, Renditen langfristiger Staatsanleihen und Börsenindizes (Abschnitte 4.6 bis 4.8) werden von der EZB auf der Grundlage der Daten von Wirtschaftsinformationsdiensten erstellt.

Die Statistiken über Wertpapieremissionen umfassen Wertpapiere ohne Aktien (Schuldverschreibungen), die in Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3 ausgewiesen sind, sowie börsennotierte Aktien, die in Abschnitt 4.4 dargestellt werden. Die Schuldverschreibungen sind nach kurzfristigen und langfristigen Wertpapieren aufgegliedert. Als kurzfristig werden Wertpapiere mit einer Ursprungslaufzeit von einem Jahr oder weniger (in Ausnahmefällen auch bis einschließlich zwei Jahren) bezeichnet. Wertpapiere mit einer längeren Laufzeit oder mit fakultativen Laufzeiten, von denen eine mindestens länger als ein Jahr ist, und Wertpapiere mit beliebig langer Laufzeit werden als langfristige Wertpapiere klassifiziert. Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene langfristige Schuldverschreibungen werden nach festverzinslichen und variabel verzinslichen Schuldverschreibungen aufgeschlüsselt. Bei festverzinslichen Schuldverschreibungen ist der Zinssatz für die gesamte Laufzeit festgelegt. Bei variabel verzinslichen Schuldverschreibungen wird der Zinssatz in regelmäßigen Zeitabständen unter Bezugnahme auf einen Referenzzinssatz

oder Index neu festgesetzt. Der Erfassungsgrad der Statistik zu den Schuldverschreibungen beträgt schätzungsweise rund 95 % des Gesamtvolumens der Emissionen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet. Die in Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3 ausgewiesenen auf Euro lautenden Wertpapiere enthalten auch Papiere, die auf eine der nationalen Währungseinheiten des Euro lauten.

Abschnitt 4.1 enthält Angaben zu Wertpapieren ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen. In einer Aufgliederung nach Schuldverschreibungen insgesamt und langfristigen Schuldverschreibungen präsentiert dieser Abschnitt den Umlauf, Bruttoabsatz und Nettoabsatz von auf Euro lautenden Wertpapieren ohne Aktien sowie von auf alle Währungen lautenden Wertpapieren ohne Aktien, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben wurden. Abweichungen zwischen den Angaben zum Nettoabsatz und den Veränderungen im Umlauf haben ihre Ursache in Bewertungsänderungen, Umgruppierungen und sonstigen Bereinigungen. Der Abschnitt weist außerdem saisonbereinigte Angaben aus, darunter auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsraten für die gesamten wie auch für die langfristigen Schuldverschreibungen. Die saisonbereinigten Sechsmonatsraten werden anhand des um saisonale Effekte bereinigten Index der fiktiven Bestandsgrößen ermittelt. Nähere Einzelheiten hierzu siehe „Technischer Hinweis“.

Abschnitt 4.2 enthält eine Gliederung des Umlaufs, des Bruttoabsatzes und des Nettoabsatzes nach im Euroraum ansässigen Emittentengruppen, die dem ESVG 95 entspricht. Die EZB wird dem Eurosystem zugeordnet.

Der in Spalte 1 von Tabelle 1 in Abschnitt 4.2 ausgewiesene Umlauf der gesamten und der langfristigen Schuldverschreibungen entspricht den Angaben zum Umlauf der gesamten und der langfristigen Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Spalte 7 von Abschnitt 4.1. Der Umlauf der von MFIs insgesamt sowie langfristig begebenen Schuldverschreibungen in Spalte 2 von Tabelle 1 in

Abschnitt 4.2 entspricht weitgehend den Angaben zu den Schuldverschreibungen auf der Passivseite der aggregierten Bilanz der MFIs in Spalte 8 von Tabelle 2 in Abschnitt 2.1. Der in Spalte 1 von Tabelle 2 in Abschnitt 4.2 ausgewiesene Nettoabsatz der Schuldverschreibungen insgesamt entspricht den Angaben zum gesamten Nettoabsatz von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Spalte 9 von Abschnitt 4.1. Die Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen und den langfristigen festverzinslichen und den langfristigen variabel verzinslichen Schuldverschreibungen zusammengenommen in Tabelle 1 in Abschnitt 4.2 ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

Abschnitt 4.3 enthält die nicht saisonbereinigten und saisonbereinigten Wachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen, aufgegliedert nach Laufzeiten, Instrumenten, Emittentengruppen und Währungen. Die Raten basieren auf Finanztransaktionen, d. h. Geschäften, bei denen Verbindlichkeiten von einer institutionellen Einheit eingegangen bzw. zurückgezahlt werden. Daher sind Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen nicht in den Wachstumsraten enthalten. Die saisonbereinigten Wachstumsraten sind zu Darstellungszwecken auf Jahresraten hochgerechnet. Einzelheiten hierzu finden sich im „Technischen Hinweis“.

Abschnitt 4.4 (Spalte 1, 4, 6 und 8) zeigt den Umlauf börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet, aufgegliedert nach Emittentengruppen. Die monatlichen Angaben zur Emission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften entsprechen den in Abschnitt 3.2 ausgewiesenen Quartalsangaben (wichtige Verbindlichkeiten, Spalte 21).

Abschnitt 4.4 (Spalte 3, 5, 7 und 9) zeigt die Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet, aufgegliedert nach Emittentengruppen.

Die Raten basieren auf Finanztransaktionen, d. h. Geschäften, bei denen Aktien gegen Zahlung von einem Emittenten veräußert oder zurückgekauft werden (mit Ausnahme von Investitionen in eigene Aktien). Die Angaben zu den Transaktionen umfassen die Börseneinführung eines Emittenten sowie die Schaffung neuer Instrumente (Bruttoabsatz) oder die Löschung (Tilgung). Umgruppierungen, Neubewertungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen werden bei der Berechnung der Jahreswachstumsraten nicht berücksichtigt.

Abschnitt 4.5 enthält Angaben zu den Zinssätzen, die die im Euroraum ansässigen MFIs für auf Euro lautende Einlagen und Kredite von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet anwenden. Die MFI-Zinssätze für den Euroraum werden als mit dem entsprechenden Geschäftsvolumen gewichteter Durchschnitt der Zinssätze der Euro-Länder für die jeweilige Kategorie berechnet.

Die MFI-Zinsstatistik ist nach Art des Geschäfts (Bestand, Neugeschäft), Sektor, Instrumenten, Laufzeit des Finanzinstruments, vereinbarter Kündigungsfrist bzw. anfänglicher Zinsbindung untergliedert. Die neue MFI-Zinsstatistik ersetzt die zehn statistischen Übergangszeitreihen zu den Zinssätzen im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet, die seit Januar 1999 im Monatsbericht veröffentlicht wurden.

In Abschnitt 4.6 sind die Geldmarktsätze für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan dargestellt. Für den 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 Bie-

tungssätze für Interbankeinlagen angegeben. Ab Januar 1999 gibt Spalte 1 in Abschnitt 4.6 den durchschnittlichen Euro-Tagesgeldsatz (Euro Overnight Index Average = EONIA) an. Bis Dezember 1998 handelt es sich dabei um die am Ende des jeweiligen Berichtszeitraums geltenden Sätze, danach um die Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Die Zinsen für Ein-, Drei-, Sechs- und Zwölfmonatsgeld werden seit Januar 1999 nach den Euro Interbank Offered Rates (EURIBOR) berechnet, bis Dezember 1998 – soweit verfügbar – nach den London Interbank Offered Rates (LIBOR). Bei den Vereinigten Staaten und Japan entspricht der Zinssatz auf Dreimonatsgeld dem LIBOR.

Abschnitt 4.7 zeigt die Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und Japan. Bei den Renditen im Euro-Währungsgebiet im Zwei-, Drei-, Fünf- und Siebenjahresbereich handelt es sich bis Dezember 1998 um Endstände der Berichtszeiträume und im Zehnjahresbereich um Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Danach sind alle Renditen Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Bis Dezember 1998 wurden die Renditen im Euro-Währungsgebiet anhand harmonisierter, mit dem BIP gewichteter nationaler Staatsanleiherenditen berechnet. Seitdem werden als Gewichte die nominalen Umlaufbeträge der Staatsanleihen im jeweiligen Laufzeitbereich verwendet. Bei den Vereinigten Staaten und Japan sind die Renditen im Zehnjahresbereich Durchschnittswerte der Berichtszeiträume.

In Abschnitt 4.8 sind die Börsenindizes für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan ausgewiesen.

## PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

Die meisten in diesem Abschnitt dargestellten Daten werden von der Europäischen Kommission (hauptsächlich von Eurostat) sowie von den nationalen Statistikämtern erhoben. Die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet werden gewonnen, indem die Daten für die einzelnen

Länder aggregiert werden. Die Daten sind, soweit dies möglich ist, harmonisiert und vergleichbar. Die Angaben zu den Arbeitskosten pro Stunde, zur Verwendung des Bruttoinlandsprodukts, zur Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen, zur Industrieproduktion, zu den Einzelhandelsumsätzen und den Pkw-Neuzulassungen sind arbeitstäglich bereinigt.

Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet (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 Euroraums. Die Tabelle enthält auch von der EZB erhobene saisonbereinigte Daten zum HVPI.

Maßgeblich für die Angaben zu den industriellen Erzeugerpreisen (Tabelle 2 in Abschnitt 5.1), zur Industrieproduktion, zum Auftragseingang und zu den Umsätzen in der Industrie sowie den Einzelhandelsumsätzen (Abschnitt 5.2) ist die Verordnung (EG) Nr. 1165/98 des Rates vom 19. Mai 1998 über Konjunkturstatistiken<sup>3</sup>. Die Aufschlüsselung nach dem Endverbrauch der Güter bei den industriellen Erzeugerpreisen und der Industrieproduktion entspricht der harmonisierten Untergliederung der Industrie ohne Baugewerbe (NACE, Abschnitte C bis E) in die industriellen Hauptgruppen gemäß der Definition in Verordnung (EG) Nr. 586/2001 der Kommission vom 26. März 2001<sup>4</sup>. Die industriellen Erzeugerpreise stellen die Preise der Produzenten ab Werk dar. Darin enthalten sind indirekte Steuern (ohne Mehrwertsteuer) und sonstige abzugsfähige Steuern. Die Industrieproduktion spiegelt die Wertschöpfung der betreffenden Wirtschaftszweige wider.

<sup>3</sup> ABl. L 162 vom 5.6.1998, S. 1.

<sup>4</sup> ABl. L 86 vom 27.3.2001, S. 11.



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 Veränderungen der Arbeitskosten je geleisteter Arbeitsstunde in der Industrie (einschließlich Baugewerbe) und im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen. Die Methodik wird in der Verordnung (EG) Nr. 450/2003 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. Februar 2003 über den Arbeitskostenindex<sup>5</sup> und der Durchführungsverordnung (EG) Nr. 1216/2003 der Kommission vom 7. Juli 2003<sup>6</sup> festgelegt. Aufgeschlüsselt stehen die Arbeitskosten pro Stunde für das Euro-Währungsgebiet nach Arbeitskostenkomponenten (Löhne und Gehälter, Sozialbeiträge der Arbeitgeber zuzüglich Steuern zulasten des Arbeitgebers abzüglich Zuschüsse zugunsten des Arbeitgebers, sofern sie im Zusammenhang mit der Beschäftigung von Arbeitnehmern entstehen) und nach Wirtschaftszweigen zur Verfügung. Der Indikator der Tarifverdienste (nachrichtlich in Tabelle 3 von Abschnitt 5.1) wird von der EZB auf der Grundlage nicht harmonisierter nationaler Statistiken berechnet.

Die Komponenten der Lohnstückkosten (Tabelle 4 in Abschnitt 5.1), das Bruttoinlandsprodukt und seine Komponenten (Tabelle 1 und 2 in Abschnitt 5.2), die Deflatoren des BIP (Tabelle 5 in Abschnitt 5.1) sowie die Arbeitsmarktstatistik (Tabelle 1 in Abschnitt 5.3) beruhen auf den Ergebnissen der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nach dem ESVG 95.

Der Auftragseingang in der Industrie (Tabelle 4 in Abschnitt 5.2) erfasst die während des Referenzzeitraums eingegangenen Aufträge und bezieht sich auf die Wirtschaftszweige, deren Arbeit im Wesentlichen auftragsbasiert ist, insbesondere Textilgewerbe, Papiergewerbe, chemische Industrie, Metallerzeugung und -bearbeitung, Investitionsgüterproduzenten und

Gebrauchsgüterproduzenten. Die Angaben werden in jeweiligen Preisen berechnet.

Die Indizes für die Umsätze in der Industrie und für den Einzelhandel (Tabelle 4 in Abschnitt 5.2) geben den Umsatz – einschließlich aller Steuern und Abgaben mit Ausnahme der Mehrwertsteuer – wieder, für den während des Referenzzeitraums Rechnungen erstellt wurden. Der Einzelhandelsumsatz umfasst den gesamten Einzelhandel ohne den Handel mit Kraftfahrzeugen und ohne Reparaturen. Die Pkw-Neuzulassungen umfassen sowohl private als auch geschäftlich genutzte Pkw.

Die qualitativen Daten aus Erhebungen bei Unternehmen und Verbrauchern (Tabelle 5 in Abschnitt 5.2) basieren auf den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Die Arbeitslosenquoten (Tabelle 2 in Abschnitt 5.3) werden entsprechend den Richtlinien der Internationalen Arbeitsorganisation (IAO) ermittelt. Sie beziehen sich auf den Teil der Erwerbspersonen, die aktiv nach Arbeit suchen, und stützen sich auf harmonisierte Kriterien und Abgrenzungen. Die Schätzungen zur Gesamtzahl der Erwerbspersonen, auf denen die Arbeitslosenquote basiert, entsprechen nicht der Summe der in Abschnitt 5.3 aufgeführten Zahlen zu Beschäftigung und Arbeitslosigkeit.

## ÖFFENTLICHE FINANZEN

Die Abschnitte 6.1 bis 6.5 zeigen die Finanzlage der öffentlichen Haushalte (Staat) im Euro-Währungsgebiet. Die Angaben sind größtenteils konsolidiert und beruhen auf der Methodik des ESVG 95. Die jährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in den Abschnitten 6.1 bis 6.3 werden von der EZB auf der Grundlage der von den NZBen gelieferten harmonisier-

5 ABl. L 69 vom 13.3.2003, S. 1.

6 ABl. L 169 vom 8.7.2003, S. 37.

ten 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 und 6.5 werden von der EZB auf der Grundlage der von Eurostat gelieferten Daten und nationaler Daten berechnet.

In Abschnitt 6.1 werden die Jahreswerte der Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Haushalte (Staat) auf der Grundlage der Definitionen in Verordnung (EG) Nr. 1500/2000 der Europäischen Kommission vom 10. Juli 2000<sup>7</sup>, die das ESVG 95 ergänzt, dargestellt. Abschnitt 6.2 geht näher auf die konsolidierte Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert gemäß den Bestimmungen des EG-Vertrags über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit ein. Die Abschnitte 6.1 und 6.2 enthalten zusammengefasste Daten für die einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets aufgrund ihrer Bedeutung im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Die für die einzelnen Staaten im Euro-Währungsgebiet ausgewiesenen Angaben zum Defizit/Überschuss entsprechen dem Code „EDP B.9“, wie er in Verordnung (EG) Nr. 351/2002 der Kommission vom 25. Februar 2002 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 3605/93 des Rates hinsichtlich der Verweise auf das ESVG 95 festgelegt wurde. In Abschnitt 6.3 werden Veränderungen der öffentlichen Verschuldung dargestellt. Der Unterschied zwischen der Veränderung der öffentlichen Verschuldung und dem öffentlichen Defizit, die Deficit-Debt-Adjustments, erklären sich hauptsächlich durch staatliche Transaktionen in Finanzaktiva und durch Wechselkursänderungen. In Abschnitt 6.4 werden die Quartalswerte der Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Haushalte (Staat) auf der Grundlage der Definitionen in Verordnung (EG) Nr. 1221/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 10. Juni 2002 über die vierteljährlichen Konten des Staates für nichtfi-

nanzielle Transaktionen<sup>8</sup> dargestellt. In Abschnitt 6.5 werden Quartalswerte zur konsolidierten Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat), zu den Deficit-Debt-Adjustments und zur Nettoneuverschuldung der öffentlichen Haushalte präsentiert. Zur Berechnung dieser Zahlen werden Daten verwendet, die von den Mitgliedstaaten nach Maßgabe der Verordnungen (EG) Nr. 501/2004 und 1222/2004 und von den nationalen Zentralbanken zur Verfügung gestellt werden.

## AUSSENWIRTSCHAFT

Die Begriffe und Abgrenzungen, die in der Zahlungsbilanzstatistik und beim Auslandsvermögensstatus (Abschnitte 7.1 bis 7.4) verwendet werden, entsprechen im Allgemeinen der 5. Auflage des „Balance of Payments Manual“ des IWF (Oktober 1993), der EZB-Leitlinie vom 16. Juli 2004 über die statistischen Berichtsansforderungen der Europäischen Zentralbank (EZB/2004/15)<sup>9</sup> sowie den Eurostat-Regelungen. Weitere Hinweise zur Methodik und zu den Quellen für die Zahlungsbilanzstatistik und den Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets sind der EZB-Publikation „European Union balance of payments/international investment position statistical methods“ vom November 2004 und den folgenden Berichten zu entnehmen, die von der Website der EZB heruntergeladen werden können: „Task force on portfolio investment collection systems, Final Report“ vom Juni 2002, „Portfolio investment income: Task force report“ vom August 2003 und „Foreign direct investment task force report“ vom März 2004. Darüber hinaus ist auf der Website des Ausschusses für die Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzstatistiken ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) der Bericht der Task Force der EZB/Europäischen Kommission (Eurostat) mit dem Titel „Report on the quality assessment of balance of payments and international invest-

7 ABl. L 172 vom 12.7.2000, S. 3.

8 ABl. L 179 vom 9.7.2002, S. 1.

9 ABl. L 354 vom 30.11.2004, S. 34.

ment position statistics“ vom Juni 2004 abrufbar. Der erste Jahresbericht über die Qualität der Statistiken zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets (Januar 2005), der auf den Empfehlungen der Task Force beruht, steht auf der Website der EZB zur Verfügung.

Der Ausweis der Nettotransaktionen in der Kapitalbilanz entspricht der Vorzeichenkonvention des „Balance of Payments Manual“ des IWF, d. h., eine Zunahme der Aktiva wird mit einem Minuszeichen dargestellt, eine Zunahme der Passiva mit einem Pluszeichen. In der Leistungsbilanz und bei den Vermögensübertragungen werden sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben mit einem Pluszeichen dargestellt.

Die Daten zur Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets werden von der EZB zusammengestellt. Die jeweils jüngsten Monatsangaben sind als vorläufig anzusehen. Sie werden mit der Veröffentlichung der Daten für den darauf folgenden Monat und/oder der detaillierten vierteljährlichen Zahlungsbilanzangaben revidiert. Frühere Angaben werden in regelmäßigen Abständen oder jeweils bei methodischen Änderungen bei der Erstellung der zugrunde liegenden Daten revidiert.

Tabelle 2 in Abschnitt 7.1 enthält saisonbereinigte Leistungsbilanzangaben, die gegebenenfalls auch um Kalender- und Schaltjahreffekte sowie Effekte aufgrund der Osterfeiertage bereinigt sind. In Tabelle 5 sind die von gebietsansässigen Investoren erworbenen Wertpapiere, die von Emittenten außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben wurden, nach Anlegergruppen aufgegliedert. Eine Aufschlüsselung nach Anlegergruppen der von Emittenten im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere, die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets erworben wurden, ist noch nicht möglich. In Tabelle 6 und 7 basiert die Aufgliederung in „Finanzkredite“ und „Bargeld und Einlagen“ auf der Sektorzugehörigkeit der außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässigen Kontrahenten. So werden Forderungen an gebietsfremde Banken als Einlagen erfasst,

während Forderungen an die übrigen gebietsfremden Sektoren als Finanzkredite eingestuft werden. Diese Aufschlüsselung entspricht der Aufgliederung in anderen Statistiken wie der konsolidierten Bilanz der MFIs und ist mit dem „Balance of Payments Manual“ des IWF konform.

Abschnitt 7.2 enthält eine monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz, d. h. der Zahlungsbilanztransaktionen, die die transaktionsbedingten Veränderungen des Auslandsgegenpostens zu M3 widerspiegeln. Die Angaben entsprechen der Vorzeichenkonvention der Zahlungsbilanz mit Ausnahme der den Geld- und Bankenstatistiken entnommenen transaktionsbedingten Veränderungen des Auslandsgegenpostens zu M3 (Spalte 12), bei dem ein positives Vorzeichen auf eine Zunahme der Aktiva bzw. eine Abnahme der Passiva hinweist. Bei den Passiva der Wertpapieranlagen (Spalte 5 und 6) umfassen die Zahlungsbilanztransaktionen auch den Verkauf und Kauf der von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs begebenen Dividendenwerte und Schuldverschreibungen mit Ausnahme von Geldmarktfondsanteilen und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Entsprechende methodische Hinweise zur monetären Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets finden sich auf der Website der EZB unter der Rubrik „Statistics“. (Siehe auch Kasten 1 im Monatsbericht vom Juni 2003.)

Abschnitt 7.3 zeigt eine geographische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz (Tabellen 1 bis 4) und des Auslandsvermögensstatus (Tabelle 5) des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Partnerländern bzw. Ländergruppen, wobei zwischen EU-Mitgliedstaaten, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören, und Ländern oder Ländergruppen außerhalb der Europäischen Union unterschieden wird. Daneben zeigt die Aufschlüsselung auch Transaktionen und Bestände gegenüber EU-Institutionen (die – mit Ausnahme der EZB – ungeachtet ihres physischen Standorts statistisch als Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets behandelt werden) und zu bestimmten Zwecken

auch gegenüber Offshore-Finanzzentren und internationalen Organisationen. Die Tabellen 1 bis 4 weisen die kumulierten Zahlungsbilanztransaktionen für die jeweils letzten vier Quartale aus; Tabelle 5 enthält eine geographische Aufschlüsselung des Auslandsvermögensstatus jeweils zum Jahresende. Für Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen, für Finanzderivate und Währungsreserven liegt keine geographische Aufgliederung der entsprechenden Transaktionen bzw. Bestände vor. Einzelheiten zur geographischen Aufschlüsselung finden sich im Aufsatz „Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Ländern und Ländergruppen“ im Monatsbericht vom Februar 2005.

Die Angaben zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 7.4 werden auf der Grundlage der Bestände gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets errechnet, wobei der Euroraum als eine Wirtschaftseinheit betrachtet wird (siehe auch Kasten 9 im Monatsbericht vom Dezember 2002). Der Auslandsvermögensstatus wird zu jeweiligen Marktpreisen bewertet. Hiervon ausgenommen sind Direktinvestitionsbestände, die größtenteils zum Buchwert ausgewiesen werden. Der vierteljährliche Auslandsvermögensstatus wird nach der gleichen Methodik wie die entsprechenden Jahresangaben erstellt. Da einige Datenquellen nicht auf Quartalsbasis (bzw. erst mit zeitlicher Verzögerung) verfügbar sind, sind die Quartalsangaben zum Auslandsvermögensstatus anhand der Finanztransaktionen, Vermögenspreise und Entwicklung der Wechselkurse teilweise geschätzt.

Die Bestände an Währungsreserven und sonstigen Fremdwährungsaktiva und -passiva des Eurosystems sind in Tabelle 5 in Abschnitt 7.4 zusammen mit dem von der EZB gehaltenen Anteil ausgewiesen. Aufgrund von Unterschieden in der Erfassung und Bewertung sind diese Angaben nicht vollständig mit den Angaben im Wochenausweis des Eurosystems vergleichbar. Die Daten in Tabelle 5 entsprechen den Empfehlungen für das IWF/BIZ-Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsli-

quidität. Veränderungen der Goldbestände des Eurosystems (Spalte 3) sind auf Goldtransaktionen im Rahmen des Goldabkommens der Zentralbanken vom 26. September 1999, aktualisiert am 8. März 2004, zurückzuführen. Weitere Informationen sind einer Veröffentlichung zur statistischen Behandlung der Währungsreserven des Eurosystems („Statistical treatment of the Eurosystem’s international reserves“, Oktober 2000) zu entnehmen, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Dort finden sich auch umfassendere Daten gemäß dem Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität.

Abschnitt 7.5 zeigt Angaben zum Außenhandel des Euro-Währungsgebiets, die in erster Linie auf Eurostat-Daten beruhen. Die EZB leitet die Volumenindizes von dem von Eurostat zur Verfügung gestellten Wertindex und Durchschnittswertindex ab und führt eine Saisonbereinigung der Durchschnittswertindizes durch. Die Wertangaben hingegen werden von Eurostat um Saison- und Kalendereinflüsse bereinigt.

In Tabelle 1 in Abschnitt 7.5 entspricht die Warengliederung in den Spalten 4 bis 6 und 9 bis 11 der Klassifizierung nach BEC (Broad Economic Categories). Die gewerblichen Erzeugnisse (Spalte 7 und 12) und Öl (Spalte 13) beruhen auf der Definition gemäß SITC Rev. 3. Die geographische Aufschlüsselung (Tabelle 2 in Abschnitt 7.5) weist die wichtigsten Handelspartner, nach einzelnen Ländern oder regional zusammengefasst, aus. In den Angaben zu China ist Hongkong nicht enthalten.

Aufgrund von Unterschieden in der Abgrenzung, Klassifizierung, Erfassung und dem Berichtszeitpunkt sind die Außenhandelszahlen, insbesondere die Einfuhren, nicht vollständig mit der Position Warenhandel in der Zahlungsbilanzstatistik (Abschnitte 7.1 bis 7.3) vergleichbar. Die Differenz bei den Einfuhren belief sich in den vergangenen Jahren nach Schätzung der EZB auf rund 5 % und ist zum großen Teil darauf zurückzuführen, dass bei der Erfassung der Außenhandelsdaten (cif) Versiche-

rungs- und Frachtdienstleistungen berücksichtigt wurden.

## **WECHSELKURSE**

In Abschnitt 8.1 sind die Indizes der nominalen und realen effektiven Wechselkurse (EWK) des Euro dargestellt, die von der EZB auf Basis der gewichteten Durchschnitte der bilateralen Wechselkurse des Euro gegenüber den 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. Makrydakakis 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.

## ANHANG

# CHRONIK DER GELDPOLITISCHEN MASSNAHMEN DES EUROSYSTEMS<sup>1</sup>



### 9. JANUAR 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,75 %, 3,75 % bzw. 1,75 % zu belassen.

### 23. JANUAR 2003

Der EZB-Rat beschließt die beiden folgenden Maßnahmen zur Verbesserung des geldpolitischen Handlungsrahmens:

Erstens wird der Zeitplan der Mindestreserve-Erfüllungsperiode geändert. Künftig beginnt diese immer am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (HRG), das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. Darüber hinaus werden die Veränderung der Zinssätze der ständigen Fazilitäten und der Beginn der neuen Mindestreserve-Erfüllungsperiode in der Regel zusammenfallen.

Zweitens wird die Laufzeit der HRGs von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt.

Diese Maßnahmen sollen im ersten Quartal 2004 in Kraft treten.

Unter Bezugnahme auf die Pressemitteilung vom 10. Juli 2002 beschließt der EZB-Rat ferner, hinsichtlich der im Jahr 2003 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte den Zuteilungsbetrag von 15 Mrd € pro Geschäft beizubehalten. Dieser Betrag berücksichtigt den erwarteten Liquiditätsbedarf des Bankensystems des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2003 und spiegelt den Wunsch des Eurosystems wider, den größten Teil der Liquidität weiterhin über die Hauptrefinanzierungsgeschäfte zur Verfügung zu stellen.

### 6. FEBRUAR 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,75 %, 3,75 % bzw. 1,75 % zu belassen.

### 6. MÄRZ 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 12. März 2003 abzuwickelnden Geschäft – um 0,25 Prozentpunkte auf 2,50 % zu senken. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 7. März 2003 um jeweils 0,25 Prozentpunkte auf 3,50 % bzw. 1,50 % zu senken.

### 3. APRIL 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,50 %, 3,50 % bzw. 1,50 % zu belassen.

### 8. MAI 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,50 %, 3,50 % bzw. 1,50 % zu belassen.

<sup>1</sup> Die Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems für die Jahre 1999 bis 2002 ist im Jahresbericht 1999 auf Seite 181 ff., im Jahresbericht 2000 auf Seite 225 ff., im Jahresbericht 2001 auf Seite 237 ff. beziehungsweise im Jahresbericht 2002 auf Seite 248 ff. zu finden.

Er gibt ferner die Ergebnisse seiner Bewertung der geldpolitischen Strategie der EZB bekannt. Diese Strategie, die am 13. Oktober 1998 angekündigt wurde, besteht aus drei Hauptelementen: einer quantitativen Definition von Preisstabilität, einer herausragenden Rolle der Geldmenge bei der Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität und einer breit angelegten Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung.

Der EZB-Rat bestätigt seine im Oktober 1998 formulierte Definition von Preisstabilität, und zwar ist „Preisstabilität (...) definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Preisstabilität muss mittelfristig gewährleistet werden.“ Gleichzeitig erklärt der EZB-Rat, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abzielen wird, mittelfristig eine Preissteigerungsrate von annähernd 2 % beizubehalten.

Der EZB-Rat bestätigt, dass seine geldpolitischen Beschlüsse weiterhin auf der Basis einer umfassenden Analyse der Risiken für die Preisstabilität getroffen werden. Der EZB-Rat beschließt auch, in seinen Erläuterungen deutlich zu machen, welche Rolle die wirtschaftliche Analyse und die monetäre Analyse bei der einheitlichen Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität durch den EZB-Rat spielen.

Um die längerfristige Natur des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum als Richtwert zur Bewertung der monetären Entwicklung zu unterstreichen, beschließt der EZB-Rat ebenfalls, keine jährliche Überprüfung des Referenzwerts mehr vorzunehmen. Die zugrunde liegenden Bedingungen und Annahmen wird er jedoch auch weiterhin beurteilen.

#### **5. JUNI 2003**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 9. Juni 2003 abzuwickelnden Geschäft – um 0,50 Prozent-

punkte auf 2,0 % zu senken. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 6. Juni 2003 um jeweils 0,50 Prozentpunkte auf 3,0 % bzw. 1,0 % zu senken.

#### **10. JULI, 31. JULI, 4. SEPTEMBER, 2. OKTOBER, 6. NOVEMBER, 4. DEZEMBER 2003 UND 8. JANUAR 2004**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

#### **12. JANUAR 2004**

Der EZB-Rat beschließt, den Zuteilungsbetrag für alle im Jahr 2004 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte von 15 Mrd € auf 25 Mrd € zu erhöhen. Das größere Zuteilungsvolumen trägt dem für 2004 erwarteten höheren Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euro-Währungsgebiet Rechnung. Den Großteil der Liquidität wird das Eurosystem allerdings weiterhin über seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitstellen. Der EZB-Rat entscheidet zu Beginn des Jahres 2005 über eine mögliche erneute Anpassung des Zuteilungsbetrags.

#### **5. FEBRUAR, 4. MÄRZ 2004**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

#### **10. MÄRZ 2004**

Gemäß dem Beschluss des EZB-Rats vom 23. Januar 2003 wird die Laufzeit der Hauptre-

finanzierungsgeschäfte des Eurosystems von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt und die Mindestreserve-Erfüllungsperiode für das Reserve-Soll des Eurosystems geändert. Sie beginnt zukünftig nicht mehr am 24. eines Monats, sondern am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist.

Spitzenrefinanzierungsfazität und die Einlagefazität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

**1. APRIL, 6. MAI, 3. JUNI, 1. JULI,  
5. AUGUST, 2. SEPTEMBER, 7. OKTOBER,  
4. NOVEMBER, 2. DEZEMBER 2004 UND  
13. JANUAR 2005**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazität und die Einlagefazität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

**14. JANUAR 2005**

Der EZB-Rat beschließt, den Zuteilungsbetrag für alle im Jahr 2005 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte von 25 Mrd € auf 30 Mrd € zu erhöhen. Das größere Zuteilungsvolumen trägt dem für 2005 erwarteten höheren Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euro-Währungsgebiet Rechnung. Den Großteil der Liquidität wird das Eurosystem allerdings weiterhin über seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitstellen. Der EZB-Rat entscheidet zu Beginn des Jahres 2006 über eine mögliche erneute Anpassung des Zuteilungsbetrags.

**3. FEBRUAR, 3. MÄRZ, 7. APRIL, 4. MAI, 2. JUNI,  
7. JULI, 4. AUGUST, 1. SEPTEMBER, 6. OKTOBER  
UND 3. NOVEMBER 2005**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die





# PUBLIKATIONEN DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK SEIT 2004



Dieses Verzeichnis soll den Leser über ausgewählte Publikationen der Europäischen Zentralbank informieren, die seit Januar 2004 veröffentlicht wurden. Bei den Working Papers werden lediglich die Veröffentlichungen von August bis Oktober 2005 aufgeführt. Die Publikationen werden von der Presse- und Informationsabteilung kostenlos an Interessenten abgegeben. Anfragen sind schriftlich an die im Impressum angegebene Postanschrift zu richten.

Eine vollständige Liste der Publikationen der Europäischen Zentralbank und des Europäischen Währungsinstituts kann auf der Website der EZB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) abgerufen werden.

## JAHRESBERICHT

„Jahresbericht 2003“, April 2004.

„Jahresbericht 2004“, April 2005.

## KONVERGENZBERICHT

„Konvergenzbericht 2004“, Oktober 2004.

## AUFSÄTZE IN DEN MONATSBERICHTEN

„Die WWU und die Durchführung der Finanzpolitik“, Januar 2004.

„Umfragen zur Konjunktur-, Preis- und Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet – Merkmale und Nutzen“, Januar 2004.

„Messung und Analyse der Gewinnentwicklung im Euro-Währungsgebiet“, Januar 2004.

„Die Volkswirtschaften der beitretenden Staaten an der Schwelle zur Mitgliedschaft in der Europäischen Union“, Februar 2004.

„Entwicklung der Bilanzen im privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets und der Vereinigten Staaten“, Februar 2004.

„Die Auswirkungen der Zeitwertbilanzierung auf den europäischen Bankensektor im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität“, Februar 2004.

„Der Einfluss der Finanzpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität und die Preise“, April 2004.

„Zukünftige Entwicklung des TARGET-Systems“, April 2004.

„Die Mittelmeerpartnerstaaten im Barcelona-Prozess und ihre Beziehungen mit dem Euro-Währungsgebiet“, April 2004.

„Die Wirtschaft der EU nach dem Beitritt der neuen Mitgliedstaaten“, Mai 2004.

„Der natürliche Realzins im Euro-Währungsgebiet“, Mai 2004.

„Methoden zur Risikominderung in den Kreditgeschäften des Eurosystems“, Mai 2004.

„Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euro-Währungsgebiet: Gesamtwirtschaftliche und sektorale Trends“, Juli 2004.

„Gründe für die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors der EU seit dem Jahr 2000“, Juli 2004.

„Die europäische Verfassung und die EZB“, August 2004.

„Eigenschaften und Nutzen von Vierteljahresdaten zum Staatssektor“, August 2004.

„Euro-Banknoten: Erfahrungen der ersten Jahre“, August 2004.

„Monetäre Analyse in Echtzeit“, Oktober 2004.

„Wirtschaftliche Integration in ausgewählten Regionen außerhalb der Europäischen Union“, Oktober 2004.

„Die Ölpreise und die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet“, November 2004.

„Informationsgewinnung aus Finanzmarktpreisen“, November 2004.

„Entwicklungen beim EU-Rahmen für die Finanzmarktregulierung, -aufsicht und -stabilität“, November 2004.

„Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung: Wesentliche Merkmale und Auswirkungen“, Januar 2005.

„Kapitalströme in die Schwellenländer: Veränderungen in den Trends und neuere Entwicklungen“, Januar 2005.

„Marktdisziplin im Bankensektor“, Februar 2005.

„Erste Erfahrungen mit den Änderungen am geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems“, Februar 2005.

„Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Ländern und Ländergruppen“, Februar 2005.

„Vermögenspreisblasen und Geldpolitik“, April 2005.

„Vergleichbarkeit von Statistiken für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan“, April 2005.

„Die Standards des ESZB/CESR für das Clearing und die Abwicklung von Wertpapieren in der Europäischen Union“, April 2005.

„Geldpolitik und Inflationsdivergenz in einem heterogenen Währungsraum“, Mai 2005.

„Konsolidierung und Diversifizierung im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets“, Mai 2005.

„Entwicklung des Regelungsrahmens für die Unternehmensführung und -kontrolle (Corporate Governance)“, Mai 2005.

„Harmonisierter Verbraucherpreisindex: Konzept, Eigenschaften und bisherige Erfahrungen“, Juli 2005.

„Die Lissabon-Strategie – fünf Jahre später“, Juli 2005.

„Die Nutzung der harmonisierten MFI-Zinsstatistik“, Juli 2005.

„Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts“, August 2005.

„Die Bedeutung der asiatischen Schwellenländer für die Weltwirtschaft“, August 2005.

„Die Euro-Banknoten: Entwicklungen und künftige Herausforderungen“, August 2005.

„Geldnachfrage und Unsicherheit“, Oktober 2005.

„Beurteilung der Leistungsfähigkeit von Finanzsystemen“, Oktober 2005.

„Das Preissetzungsverhalten im Euro-Währungsgebiet“, November 2005.

„Entwicklung der Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet“, November 2005.

„Wirtschaftliche und finanzielle Beziehungen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Russland“, November 2005.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Wird seit August 2003 monatlich veröffentlicht.

#### **OCCASIONAL PAPERS**

9. „Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications“ von M. G. Briotti, Februar 2004.
10. „The acceding countries’ strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review“ von einem Arbeiterteam 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/euroisation: motives, features and policy implications of current cases“ von A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich und C. Thimann, Februar 2004.

12. „Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages“ von R. Anderton, F. di Mauro und F. Moneta, April 2004.
13. „Fair value accounting and financial stability“ von einem Mitarbeiterteam unter der Leitung von A. Enria sowie L. Cappiello, F. Dierick, S. Grittini, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires und P. 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 H. Ahnert und G. 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. Wredenberg, Juli 2004.
19. „Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective“ von einer Task Force des Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, Juli 2004.
20. „The supervision of mixed financial services groups in Europe“ von F. Dierick, August 2004.
21. „Governance of securities clearing and settlement systems“ von D. Russo, T. Hart, M. C. Malaguti und C. Papathanassiou, Oktober 2004.
22. „Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective“ von A. Musso und T. Westermann, Januar 2005.
23. „The bank lending survey for the euro area“ von J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt und S. Scopel, Februar 2005.
24. „Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries“ von V. Genre, D. Momferatou und G. Mourre, Februar 2005.
25. „Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices“ von G. Wolswijk und J. de Haan, März 2005.
26. „Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators“ von L. Mörntinen, P. Poloni, P. Sandars und J. Vesala, April 2005.
27. „The EU budget: how much scope for institutional reform?“ von H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez und R. Ritter, April 2005.
28. „Regulatory reforms in selected EU network industries“ von R. Martin, M. Roma und I. Vansteenkiste, April 2005.
29. „Wealth and asset price effects on economic activity“ von F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan und A. Willman, Juni 2005.
30. „Competitiveness and the export performance of the euro area“ von einer Task Force des Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, Juni 2005.
31. „Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council“ von M. Sturm und N. Siegfried, Juni 2005.
32. „Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors“ von einer Task Force des International Relations Committee, Juni 2005.
33. „Integration of securities market infrastructures in the euro area“ von H. Schmiedel und A. Schönenberger, Juli 2005.

34. „Hedge funds and their implications for financial stability“ von T. Garbaravicius und F. Dierick, August 2005.
35. „The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective“ von R. Petschnigg, September 2005.
36. „Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route“ von J. Angeloni, M. Flad und F. P. Mongelli, September 2005.
37. „Financing conditions in the euro area“ von L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel und S. Scopel, September 2005.
38. „Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature“ von G. Briotti, Oktober 2005.
39. „Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004“ von A. Annenkov und C. Madaschi, Oktober 2005.

#### **WORKING PAPERS**

509. „Productivity shocks, budget deficits and the current account“ von M. Bussière, M. Fratzscher und G. J. Müller, August 2005.
510. „Factor analysis in a New-Keynesian model“ von A. Beyer, R. E. A. Farmer, J. Henry und M. Marcellino, August 2005.
511. „Time or state-dependent price-setting rules? Evidence from Portuguese micro-data“ von D. A. Dias, C. R. Marques und J. M. C. Santos Silva, August 2005.
512. „Counterfeiting and inflation“ von C. Monnet, August 2005.
513. „Does government spending crowd in private consumption? Theory and empirical evidence for the euro area“ von G. Coenen und R. Straub, August 2005.
514. „Gains from international monetary policy coordination: does it pay to be different?“ von Z. Liu und E. Pappa, August 2005.
515. „An international analysis of earnings, stock prices and bond yields“ von A. Durré und P. Giot, August 2005.
516. „The European Monetary Union as a commitment device for new EU Member States“ von F. Ravenna, August 2005.
517. „Credit ratings and the standardised approach to credit risk in Basel II“ von P. van Roy, August 2005.
518. „Term structure and the sluggishness of retail bank interest rates in euro area countries“ von G. de Bondt, B. Mojon und N. Valla, September 2005.
519. „Non-Keynesian effects of fiscal contraction in new member states“ von A. Rzońca und P. Ciżkowicz, September 2005.
520. „Delegated portfolio management: a survey of the theoretical literature“ von L. Stracca, September 2005.
521. „Inflation persistence in structural macroeconomic models (RG10)“ von R.-P. Berben, R. Mestre, T. Mitrakos, J. Morgan und N. G. Zonzilos, September 2005.
522. „Price-setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data“ von L. J. Álvarez, P. Burriel und I. Hernando, September 2005.
523. „How frequently do consumer prices change in Austria? Evidence from micro CPI data“ von J. Baumgartner, E. Glatzer, F. Rumler und A. Stiglbauer, September 2005.
524. „Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual consumer price data“ von E. Dhyne, L. J. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rumler und J. Vilmunen, September 2005.
525. „Distilling co-movements from persistent macro and financial series“ von K. Abadir und G. Talmain, September 2005.

526. „On some fiscal effects on mortgage debt growth in the EU“ von G. Wolswijk, September 2005.
527. „Banking system stability: a cross-Atlantic perspective“ von P. Hartmann, S. Straetmans und C. de Vries, September 2005.
528. „How successful are exchange rate communication and interventions? Evidence from time-series and event-study approaches“ von M. Fratzscher, September 2005.
529. „Explaining exchange rate dynamics: the uncovered equity return parity condition“ von L. Cappiello und R. A. De Santis, September 2005.
530. „Cross-dynamics of volatility term structures implied by foreign exchange options“ von E. Krylova, J. Nikkinen und S. Vähämaa, September 2005.
531. „Market power, innovative activity und exchange rate pass-through in the euro area“ von S. N. Brissimis und T. S. Kosma, Oktober 2005.
532. „Intra- and extra-euro area import demand for manufactures“ von R. Anderton, B. H. Baltagi, F. Skudelny und N. Sousa, Oktober 2005.
533. „Discretionary policy, multiple equilibria and monetary instruments“ von A. Schabert, Oktober 2005.
534. „Time-dependent or state-dependent price-setting? Micro-evidence from German metal-working industries“ von H. Stahl, Oktober 2005.
535. „The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence“ von S. Fabiani, M. Druant, I. Hernando, C. Kwapil, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Y. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl und A. C. J. Stokman, Oktober 2005.
536. „Heterogeneity in consumer price stickiness: a microeconomic investigation“ von D. Fougère, H. Le Bihan und P. Sevestre, Oktober 2005.
537. „Global inflation“ von M. Ciccarelli und B. Mojon, Oktober 2005.
538. „The price-setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data“ von L. J. Álvarez und I. Hernando, Oktober 2005.

#### SONSTIGE PUBLIKATIONEN

- „Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations“, Januar 2004.
- „The monetary policy of the ECB“, Januar 2004.
- „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures“, Februar 2004.
- „Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10“, Februar 2004.
- „Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)“, Februar 2004.
- „Foreign direct investment task force report“, März 2004.
- „External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank“, April 2004.
- „Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)“, April 2004.
- „Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)“, April 2004.
- „TARGET compensation claim form“, April 2004.
- „Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe“, April 2004.
- „The use of central bank money for settling securities transactions“, Mai 2004.

„TARGET Annual Report 2003“, Mai 2004.  
 „Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles“, Mai 2004.  
 „Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management“, Mai 2004.  
 „Risk Management for Central Bank Foreign Reserves“, Mai 2004.  
 „Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan“, Juni 2004.  
 „The development of statistics for Economic and Monetary Union“ von Peter Bull, Juli 2004.  
 „ECB staff macroeconomic projections for the euro area“, September 2004.  
 „Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option“, September 2004.  
 „Institutional provisions: Statute of the ESCB and of the ECB. Rules of procedure“, Oktober 2004.  
 „Standards for securities clearing and settlement in the European Union“, Oktober 2004.  
 „The European Central Bank – History, role and functions“ von Hanspeter K. Scheller, Oktober 2004.  
 „E-payments without frontiers“, Oktober 2004.  
 „European Union balance of payments/international investment position statistical methods“, November 2004.  
 „Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries“, November 2004.  
 „Report on EU banking structure 2004“, November 2004.  
 „EU banking sector stability 2004“, November 2004.  
 „Letter from the ECB President to the President of the European Parliament“, November 2004.  
 „Letter from the ECB President to Mr Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs“, November 2004.  
 „Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area“, Dezember 2004.  
 „Towards a single euro payments area – third progress report“, Dezember 2004.  
 „The euro bond market study 2004“, Dezember 2004.  
 „Financial Stability Review“, Dezember 2004.  
 „Review of the requirements in the field of general economic statistics“, Dezember 2004.  
 „Research network on capital markets and financial integration in Europe – results and experience after two years“, Dezember 2004.  
 „Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers“, Januar 2005.  
 „Review of the international role of the euro“, Januar 2005.  
 „Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report“, Januar 2005.  
 „Banking structures in the new EU Member States“, Januar 2005.  
 „Progress Report on Target2“, Februar 2005.  
 „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures“, Februar 2005.  
 „Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation“, Februar 2005.  
 „Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures“, Februar 2005.  
 „Statistics and their use for monetary and economic policy-making“, März 2005.

- „Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: in support of the current proposal to amendments to IAS 39 – The fair value option“, April 2005.
- „Euro money market study 2004“, Mai 2005.
- „Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties“, Mai 2005.
- „Regional economic integration in a global framework – proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004“, Mai 2005.
- „TARGET Annual Report 2004“, Mai 2005.
- „The New EU Member States: Convergence and Stability“, Mai 2005.
- „Financial Stability review“, Juni 2005.
- „Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, Member of the European Parliament“, Juni 2005.
- „Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions“, Juni 2005.
- „Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d’Italia and its national RTGS system BIREL“, Juni 2005.
- „Information guide for credit institutions using TARGET“, Juni 2005.
- „Statistical classification of financial markets instruments“, Juli 2005.
- „Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions“, Juli 2005.
- „Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures (Blue Book, August 2005)“, August 2005.
- „Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005–2010)“, August 2005.
- „Central banks’ provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement“, August 2005.
- „ECB statistics: a brief overview“, August 2005.
- „Result of oversight assessment of retail payment systems in euro“, August 2005.
- „Indicators of financial integration in the euro area“, September 2005.
- „EU banking structures“, Oktober 2005.
- „EU banking sector stability“, Oktober 2005.
- „Second progress report on TARGET2“, Oktober 2005.
- „Legal aspects of the European System of Central Banks“, Oktober 2005.

### INFORMATIONSBROSCHÜREN

- „TARGET 2 – the future TARGET system“, September 2004.
- „TARGET – the current system“, September 2004.
- „TARGET – the current system“ (Neuausgabe 2005), August 2005.
- „TARGET 2 – the future TARGET system“ (Neuausgabe 2005), August 2005.
- „The euro area at a glance“, August 2005.







## GLOSSAR

Dieses Glossar enthält ausgewählte Begriffe, die im Monatsbericht häufig verwendet werden. Ein umfassenderes Glossar in englischer Sprache kann auf der Website der EZB ([www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html)) abgerufen werden.

**Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer** (compensation per employee): Sämtliche Geld- und Sachleistungen, die von einem Arbeitgeber an einen Arbeitnehmer erbracht werden, d. h. die Bruttolöhne und -gehälter sowie Sonderzahlungen, Überstundenvergütungen und die Sozialbeiträge der Arbeitgeber, geteilt durch die Gesamtzahl der Arbeitnehmer.

**Arbeitsproduktivität** (labour productivity): Produktionsergebnis bei einem bestimmten Arbeits-einsatz. Die Arbeitsproduktivität lässt sich zwar auf verschiedene Arten berechnen, doch wird sie meist als BIP in konstanten Preisen dividiert durch die Gesamtzahl der Beschäftigten oder durch die geleisteten Gesamtarbeitsstunden gemessen.

**Auslandsvermögensstatus** (international investment position – i.i.p.): Bestandsstatistik, die den Wert und die Zusammensetzung der finanziellen Nettoforderungen und -verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland ausweist.

**Außenhandel** (external trade in goods): Warenausfuhren und -einfuhren im Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets, angegeben als Wert, Volumen- und Durchschnittswertindizes. Die Außenhandelsstatistik ist nicht mit den in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ausgewiesenen Exporten und Importen vergleichbar, da Letztere sowohl grenzüberschreitende Transaktionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets als auch den Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets erfassen und darüber hinaus nicht zwischen Waren und Dienstleistungen unterscheiden. Auch mit der Position Warenhandel in der Zahlungsbilanzstatistik ist sie nicht gänzlich vergleichbar. Neben methodischen Anpassungen liegt der Hauptunterschied darin, dass bei der Erfassung der Einfuhren in der Außenhandelsstatistik Versicherungs- und Frachtdienstleistungen berücksichtigt werden, während die Warenimporte in der Zahlungsbilanzstatistik ohne diese beiden Dienstleistungen (FOB – free on board) erfasst werden.

**Autonome Liquiditätsfaktoren** (autonomous liquidity factors): Liquiditätsfaktoren, die normalerweise nicht aus dem Einsatz geldpolitischer Instrumente resultieren. Dazu zählen unter anderem der Banknotenumlauf, die Einlagen öffentlicher Haushalte bei der Zentralbank und die Netto-Fremdwährungsposition der Zentralbank.

**Bruttoinlandsprodukt (BIP)** (gross domestic product – GDP): Wert der Gesamtproduktion von Waren und Dienstleistungen einer Volkswirtschaft nach Abzug der Vorleistungen zuzüglich der um Subventionen verminderten Produktions- und Importabgaben. Das BIP lässt sich nach Entstehungs-, Verwendungs- oder Verteilungskomponenten aufgliedern. Die wichtigsten Verwendungskomponenten des BIP sind private Konsumausgaben, Konsumausgaben des Staats, Bruttoanlageinvestitionen, Vorratsveränderungen sowie Importe und Exporte von Waren und Dienstleistungen (einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets).

**Defizit (öffentliche Haushalte)** (deficit – general government): Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte, d. h. die Differenz zwischen den Gesamteinnahmen und -ausgaben des Staats.

**Defizitquote (öffentliche Haushalte)** (deficit ratio – general government, budget deficit ratio, fiscal deficit ratio): Verhältnis zwischen dem Defizit der öffentlichen Haushalte und dem BIP zu

Marktpreisen. Die Defizitquote ist Gegenstand eines der in Artikel 104 Absatz 2 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten fiskalpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

**Direktinvestitionen** (direct investment): Grenzüberschreitende Investitionen mit dem Ziel, eine langfristige Beteiligung an einem in einer anderen Volkswirtschaft ansässigen Unternehmen zu erwerben (in der Praxis durch den Erwerb von mindestens 10 % der Stammaktien bzw. des Stimmrechts). Zu den Direktinvestitionen zählen Beteiligungskapital, reinvestierte Gewinne und sonstige Anlagen im Zusammenhang mit Transaktionen zwischen verbundenen Unternehmen. Erfasst werden die Nettotransaktionen/-positionen der Investitionen von Gebietsansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets („Direktinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“) sowie die Nettotransaktionen/-positionen der Investitionen von Gebietsfremden im Euro-Währungsgebiet („Direktinvestitionen im Euro-Währungsgebiet“).

**Dividendenwerte** (equities): Wertpapiere, die Eigentumsrechte an Kapitalgesellschaften umfassen. Hierzu zählen Aktien, die an Börsen gehandelt werden (börsennotierte Aktien), nichtbörsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. Sie erbringen in der Regel Erträge in Form von Dividenden.

**Effektiver Wechselkurs (EWK) des Euro (nominal/real)** (effective exchange rate of the euro – EER, nominal/real): Gewichtetes Mittel der bilateralen Euro-Wechselkurse gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets. Die Europäische Zentralbank veröffentlicht nominale effektive Wechselkursindizes für den Euro gegenüber zwei Gruppen von Handelspartnern: der EWK-23-Gruppe, die die 13 nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten sowie die 10 wichtigsten Handelspartner außerhalb der EU umfasst, und der EWK-42-Gruppe, die sich aus der EWK-23-Gruppe und 19 weiteren Ländern zusammensetzt. Die zugrunde gelegten Gewichtungen spiegeln den Anteil der einzelnen Partnerländer am Handel des Euro-Währungsgebiets wider und berücksichtigen den Wettbewerb an Drittmärkten. Reale effektive Wechselkurse sind nominale effektive Wechselkurse, deflationiert mit dem gewichteten Mittel von ausländischen Preisen oder Kosten im Verhältnis zu den entsprechenden inländischen Preisen und Kosten. Damit sind sie ein Indikator für die preisliche und kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit.

**Einlagefazilität** (deposit facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die den Geschäftspartnern die Möglichkeit bietet, täglich fällige Einlagen zum dafür festgesetzten Zinssatz bei der nationalen Zentralbank anzulegen.

**EONIA (Euro Overnight Index Average)**: Auf der Basis effektiver Umsätze berechneter Durchschnittszinssatz für Tagesgeld im Euro-Interbankengeschäft. Er wird als gewichteter Durchschnitt der Sätze für unbesicherte Euro-Übernachtverträge, die von einer Gruppe bestimmter Institute im Euro-Währungsgebiet gemeldet werden, berechnet.

**Erwerbspersonen** (labour force): Gesamtzahl der Beschäftigten und Arbeitslosen.

**EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate)**: Durchschnittszinssatz, zu dem ein erstklassiges Kreditinstitut bereit ist, einem anderen Kreditinstitut mit höchster Bonität Euro-Gelder zur Verfügung zu stellen. Der EURIBOR wird täglich für Interbankeinlagen mit Laufzeiten von bis zu zwölf Monaten berechnet.

**Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)** (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP): Messgröße der Verbraucherpreise, die von Eurostat ermittelt wird und für alle EU-Mitgliedstaaten harmonisiert ist.

**Hauptrefinanzierungsgeschäft (HRG)** (main refinancing operation): Regelmäßiges Offenermarktgeschäft, das vom Eurosystem in Form einer befristeten Transaktion durchgeführt wird. HRGs werden über wöchentliche Standardtender mit einer Laufzeit von in der Regel einer Woche durchgeführt.

**Implizite Volatilität** (implied volatility): Messgröße für die erwartete Volatilität (Standardabweichung im Sinne der annualisierten prozentualen Veränderung) von beispielsweise Anleihe- oder Aktienkursen (oder der entsprechenden Terminkontrakte), die sich aus Optionspreisen ableiten lässt.

**Index der Arbeitskosten pro Stunde** (hourly labour cost index): Messgröße für die Arbeitskosten pro tatsächlich geleisteter Arbeitsstunde einschließlich der Bruttolöhne und -gehälter (sowie Sonderzahlungen jeglicher Art), der Sozialbeiträge der Arbeitgeber und sonstiger Arbeitskosten (wie Aus- und Fortbildungskosten, Anwerbungskosten und Beschäftigungssteuern) ohne Subventionen. Die Arbeitskosten pro Stunde werden durch Division der Gesamtarbeitskosten für alle Beschäftigten durch die Anzahl der von ihnen geleisteten Gesamtarbeitsstunden (einschließlich Überstunden) ermittelt.

**Index der Tarifverdienste** (index of negotiated wages): Messgröße für das unmittelbare Ergebnis der Tarifverhandlungen in Bezug auf die Grundvergütung (d. h. ohne Sonderzahlungen) im Euro-Währungsgebiet. Sie bezieht sich auf die implizite durchschnittliche Veränderung der monatlichen Löhne und Gehälter.

**Industrielle Erzeugerpreise** (industrial producer prices): Abgabepreise der Industrie (ohne Transportkosten) für alle von der Industrie (ohne Baugewerbe) auf den heimischen Märkten der Euro-Länder abgesetzten Produkte (ohne Importe).

**Industrieproduktion** (industrial production): Bruttowertschöpfung der Industrie in konstanten Preisen.

**Inflationsindexierte Staatsanleihen** (inflation-indexed government bonds): Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte, bei denen Kuponzahlungen und Kapitalbetrag an einen bestimmten Verbraucherpreisindex gekoppelt sind.

**Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors** (consolidated balance sheet of the MFI sector): Bilanz, die durch Saldierung der in der aggregierten MFI-Bilanz enthaltenen Inter-MFI-Positionen (z. B. an MFIs vergebene Kredite und Einlagen bei MFIs) erstellt wird. Sie enthält Statistikinformationen über die Forderungen und Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (z. B. öffentliche Haushalte und sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet) und gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die konsolidierte Bilanz der MFIs ist die wichtigste statistische Grundlage für die Berechnung der monetären Aggregate und dient als Basis für die regelmäßige Analyse der Bilanzgegenposten von M3.

**Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten der MFIs** (MFI longer-term financial liabilities): Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren, Einlagen mit vereinbarter Kündi-

gungsfrist von mehr als drei Monaten, Schuldverschreibungen von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren sowie Kapital und Rücklagen des MFI-Sektors im Euroraum.

**Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (LRG)** (longer-term refinancing operation): Regelmäßiges Offenmarktgeschäft, das vom Eurosystem in Form einer befristeten Transaktion durchgeführt wird. LRGs werden über monatliche Standardtender mit einer Laufzeit von in der Regel drei Monaten durchgeführt.

**Leitkurs** (central parity): Wechselkurs der am WKM II teilnehmenden Währungen gegenüber dem Euro, um den herum die Bandbreiten des WKM II festgelegt sind.

**Leitzinsen der EZB** (key ECB interest rates): Zinssätze, die vom EZB-Rat festgelegt werden und die den geldpolitischen Kurs der EZB widerspiegeln. Hierbei handelt es sich um den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und den Zinssatz für die Einlagefazilität.

**Lohnstückkosten** (unit labour costs): Messgröße der Gesamtarbeitskosten je Produkteinheit, die für das Euro-Währungsgebiet als Quotient aus dem gesamten Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem BIP je Erwerbstätigen in konstanten Preisen berechnet wird.

**M1**: Eng gefasstes Geldmengenaggregat, das den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen bei MFIs und beim Zentralstaat (z. B. bei der Post oder dem Schatzamt) umfasst.

**M2**: Mittleres Geldmengenaggregat, das M1 sowie Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (d. h. kurzfristige Spareinlagen) und Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (d. h. kurzfristige Termineinlagen) bei MFIs und beim Zentralstaat umfasst.

**M3**: Weit gefasstes Geldmengenaggregat, das M2 sowie marktfähige Finanzinstrumente, insbesondere Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und von MFIs begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren umfasst.

**Mengentender** (fixed rate tender): Tenderverfahren, bei dem der Zinssatz im Voraus von der Zentralbank festgelegt wird und die teilnehmenden Geschäftspartner den Geldbetrag bieten, für den sie zum vorgegebenen Zinssatz abschließen wollen.

**MFI-Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet** (MFI credit to euro area residents): Buchkredite der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich öffentlicher Haushalte und privatem Sektor) sowie der MFI-Bestand an von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapieren (Aktien und sonstige Dividendenwerte sowie Schuldverschreibungen).

**MFIs (monetäre Finanzinstitute)** (MFIs – Monetary Financial Institutions): Alle Finanzinstitute, die den Geldschöpfungssektor des Euro-Währungsgebiets bilden. Hierzu zählen das Eurosystem, ansässige Kreditinstitute im Sinne des Gemeinschaftsrechts und alle anderen im Euroraum ansässigen Finanzinstitute, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagen substitute im engeren Sinn von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinn) Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Letztere Gruppe umfasst in erster Linie Geldmarktfonds.

**MFI-Zinssätze** (MFI interest rates): Zinssätze, die von gebietsansässigen Kreditinstituten und sonstigen MFIs (ohne Zentralbanken und Geldmarktfonds) für auf Euro lautende Einlagen und Kredite gegenüber im Euro-Währungsgebiet ansässigen privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften angewendet werden.

**Mindestreservepflicht** (reserve requirement): Verpflichtung eines Kreditinstituts, Mindestreserven beim Eurosystem zu unterhalten. Die Erfüllung der Mindestreservepflicht bemisst sich anhand des tagesdurchschnittlichen Mindestreserveguthabens innerhalb einer etwa einmonatigen Mindestreserve-Erfüllungsperiode.

**Monatliche Bruttoverdienste** (gross monthly earnings): Monatliche Bruttolöhne und -gehälter der Arbeitnehmer, einschließlich der Sozialbeiträge der Arbeitnehmer.

**Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets** (MFI net external assets): Forderungen des MFI-Sektors im Euroraum gegenüber Gebietsfremden (z. B. in Form von Gold, nicht auf Euro lautenden Banknoten und Münzen, von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begebenen Wertpapieren sowie an Gebietsfremde vergebenen Krediten) abzüglich der Verbindlichkeiten des MFI-Sektors im Euroraum gegenüber Ansässigen außerhalb des Eurogebiets (wie Einlagen und Repogeschäfte von Gebietsfremden sowie deren Geldmarktfondsanteile und von MFIs des Euroraums begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren).

**Offene Stellen** (job vacancies): Sammelbegriff für neu geschaffene Stellen, unbesetzte Stellen und Stellen, die in naher Zukunft nicht mehr besetzt sein werden und für die der Arbeitgeber in letzter Zeit aktiv nach geeigneten Kandidaten gesucht hat.

**Öffentliche Haushalte (Staat)** (general government): Sektor, der laut ESGV 95 gebietsansässige Einheiten umfasst, deren Hauptfunktion darin besteht, nicht marktbestimmte Waren und Dienstleistungen für den Individual- und Kollektivkonsum bereitzustellen und/oder die Einkommen und Vermögen umzuverteilen. Darin enthalten sind die Teilsektoren Zentralstaat, Länder, Gemeinden und Sozialversicherung. Einrichtungen der öffentlichen Hand mit Erwerbzzweck, wie beispielsweise öffentliche Unternehmen, zählen nicht zum Staatssektor.

**Preisstabilität** (price stability): Die Gewährleistung der Preisstabilität ist das vorrangige Ziel des Eurosystems. Der EZB-Rat definiert Preisstabilität als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Der EZB-Rat machte außerdem deutlich, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abziele, mittelfristig eine Preissteigerungsrate unter, aber nahe der 2 %-Marke beizubehalten.

**Referenzwert für das M3-Wachstum** (reference value for M3 growth): Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3, die auf mittlere Sicht mit der Gewährleistung der Preisstabilität vereinbar ist. Derzeit beträgt der Referenzwert für das jährliche M3-Wachstum  $4 \frac{1}{2}$  %.

**Schuldenquote (öffentliche Haushalte)** (debt-to-GDP ratio – general government): Verhältnis zwischen dem öffentlichen Schuldenstand und dem BIP zu Marktpreisen. Die Schuldenquote ist Gegenstand eines der in Artikel 104 Absatz 2 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten fiskalpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

**Schuldenstand (öffentliche Haushalte)** (debt – general government): Brutto-Gesamtschuldenstand zum Nominalwert am Jahresende nach Konsolidierung innerhalb und zwischen den einzelnen Bereichen des Staatssektors.

**Schuldverschreibung** (debt security): Versprechen des Emittenten (d. h. des Schuldners), dem Inhaber (Gläubiger) (eine) Zahlung(en) zu einem oder mehreren bestimmten Terminen zu leisten. In der Regel sind Schuldverschreibungen festverzinslich (mit einem Kupon ausgestattet) und/oder werden mit einem Abschlag vom Nennwert verkauft. Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr werden als langfristig eingestuft.

**Spitzenrefinanzierungsfazilität** (marginal lending facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die die Geschäftspartner nutzen können, um von einer nationalen Zentralbank Übernachtskredit gegen notenbankfähige Sicherheiten zu einem im Voraus festgelegten Zinssatz zu erhalten.

**Survey of Professional Forecasters (SPF)**: Umfrage, die von der EZB seit dem Jahr 1999 vierteljährlich durchgeführt wird. Darin werden die gesamtwirtschaftlichen Prognosen einer Gruppe von Fachleuten aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Institutionen in der EU in Bezug auf Inflation, reales BIP-Wachstum und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ermittelt.

**Umfrage zum Kreditgeschäft** (bank lending survey): Umfrage zur Kreditvergabepolitik, die vom Eurosystem seit Januar 2003 vierteljährlich durchgeführt wird. Darin werden einer fest vorgegebenen Gruppe von Banken im Euro-Währungsgebiet qualitative Fragen zur Entwicklung der Kreditrichtlinien, der Kreditkonditionen und der Kreditnachfrage sowohl bei Unternehmen als auch bei privaten Haushalten gestellt.

**Umfragen der Europäischen Kommission** (European Commission surveys): Im Auftrag der Europäischen Kommission in allen EU-Mitgliedstaaten durchgeführte harmonisierte Branchen- und Verbraucherumfragen. Die Fragebögen richten sich an Führungskräfte im verarbeitenden Gewerbe, im Baugewerbe, im Einzelhandel und im Dienstleistungssektor sowie an die Verbraucher. Die Ergebnisse der monatlichen Umfragen werden zu einzelnen Indikatoren zusammengefasst (Vertrauensindikatoren).

**Umfragen zum Einkaufsmanagerindex für das Euro-Währungsgebiet** (Eurozone Purchasing Managers' Surveys): Umfragen zur Geschäftslage im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor in einer Reihe von Euro-Ländern, die zur Berechnung von Indizes verwendet werden. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet ist ein gewichteter Indikator, der aus Indizes der Produktion, des Auftragseingangs, der Beschäftigung, der Lieferzeiten der Anbieter und des Einkaufsbestands ermittelt wird. Die Umfrage im Dienstleistungssektor stellt Fragen zur gegenwärtigen und zukünftig erwarteten Geschäftsentwicklung, zu den Auftragsbeständen, zum Neugeschäft, zur Beschäftigung sowie zu den Vorleistungs- und Verkaufspreisen. Der Mehrkomponentenindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Composite Index) ergibt sich aus den kumulierten Umfrageergebnissen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor.

**Verschuldung (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung)** (debt – financial accounts): Kredite, Verbindlichkeiten aus Einlagen, begebene Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (aufgrund der unmittelbaren Pensionsverpflichtungen der Arbeitgeber gegenüber ihren Arbeitnehmern), die am Ende des Berichtszeitraums zu Marktkursen bewertet werden. Anders als in der jährlichen Berechnung werden Kredite von nichtfinan-

ziellen Sektoren (z. B. Kredite zwischen verbundenen Unternehmen) oder von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets in der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung mangels verfügbarer Daten nicht erfasst.

**Wechselkursmechanismus II (WKM II)** (exchange rate mechanism II – ERM II): Bildet den Rahmen für die wechsellkurspolitische Zusammenarbeit zwischen den Euro-Ländern und den EU-Mitgliedstaaten, die nicht an der dritten Stufe der WWU teilnehmen.

**Wertpapiieranlagen** (portfolio investment): Anlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Wertpapieren von Gebietsfremden (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Aktiva) und Anlagen von Gebietsfremden in Wertpapieren von Ansässigen des Euroraums (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Passiva). Darin enthalten sind Dividendenwerte und Schuldverschreibungen (Anleihen und Geldmarktpapiere). Transaktionen werden zu den tatsächlich gezahlten oder vereinnahmten Preisen abzüglich Kosten und Provisionen erfasst. Bei den Wertpapiieranlagen werden nur Unternehmensbeteiligungen, die weniger als 10 % der Stammaktien bzw. des Stimmrechts umfassen, verbucht.

**Zinsstrukturkurve** (yield curve): Kurve, die das Verhältnis von Zinssatz bzw. Rendite und Restlaufzeit von Schuldverschreibungen mit gleichem Kreditrisiko, aber unterschiedlichen Fälligkeiten zu einem gegebenen Zeitpunkt beschreibt. Die Steigung der Zinsstrukturkurve kann als die Differenz zwischen den Zinssätzen für zwei ausgewählte Restlaufzeiten errechnet werden.

**Zinstender** (variable rate tender): Tenderverfahren, bei dem die Geschäftspartner Betrag sowie Zinssatz des Geschäfts bieten, das sie mit der Zentralbank tätigen wollen.





