



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

MONATSBERICHT
I | 2006

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

04 | 2006

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

09 | 2006

10 | 2006

I | 2006

12 | 2006

**MONATSBERICHT
NOVEMBER**

MONATSBERICHT

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

BCE ECB EZB EKT EKP





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM



MONATSBERICHT NOVEMBER 2006

Auf allen
Veröffentlichungen
der EZB ist im
Jahr 2006 ein
Ausschnitt der
5-€-Banknote
abgebildet.

© Europäische Zentralbank, 2006

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

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 31. Oktober 2006.

ISSN 1561-0292 (Druckversion)
ISSN 1725-2954 (Internet-Version)



INHALT

EDITORIAL	5	STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS	SI
WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN	9	ANHANG	
Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets	9	Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	I
Monetäre und finanzielle Entwicklung	19	Publikationen der Europäischen Zentralbank seit 2005	V
Preise und Kosten	45	Glossar	XIII
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	56		
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	66		
Kästen:			
1 Globale Ungleichgewichte: Aktuelle Entwicklungen und politische Erfordernisse	13		
2 Ergebnisse der im Oktober 2006 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet	23		
3 Geldmengenaggregate: weltweite Trends und konzeptionelle Fragen	28		
4 Ausblick: Entwicklung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet	42		
5 Jüngste Entwicklung der Öl- und Benzinpreise	47		
6 Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB für das vierte Quartal 2006	52		
7 Jüngste Entwicklung der Investitionen im Euro-Währungsgebiet	57		
8 Bestimmungsfaktoren für den Beschäftigungsanteil des Dienstleistungssektors im Euro-Währungsgebiet	63		
ARTIKEL			
Geldpolitischer Aktivismus	73		
Die Erfahrungen des Eurosystems mit Feinsteuerungsoperationen am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode	91		
Entwicklung der Finanzmärkte in Mittel-, Ost- und Südosteuropa	101		

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 2. November 2006 beschloss der EZB-Rat, die Leitzinsen unverändert zu belassen. Die seit dem Zinserhöhungsbeschluss des EZB-Rats vom 5. Oktober 2006 verfügbar gewordenen Informationen haben die diesem Beschluss zugrunde liegenden Überlegungen weiter untermauert. Sie bestätigten auch, dass weiterhin große Wachsamkeit von entscheidender Bedeutung ist, um zu gewährleisten, dass die mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet fest auf einem Niveau verankert bleiben, das mit Preisstabilität im Einklang steht. Angesichts der nach wie vor niedrigen Leitzinsen, des dynamischen Geldmengen- und Kreditwachstums und der nach Maßgabe aller relevanten Messgrößen reichlichen Liquiditätsausstattung bleibt die Geldpolitik der EZB akkommodierend. Wenn sich die Annahmen und das Basisszenario des EZB-Rats weiterhin bestätigen, wird es nach wie vor geboten sein, die akkommodierende geldpolitische Ausrichtung weiter zurückzunehmen. In der Tat ist ein entschlossenes und rechtzeitiges Handeln weiterhin von entscheidender Bedeutung, um die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Wie mehrfach betont, ist dies eine Voraussetzung dafür, dass die Geldpolitik auch in Zukunft ihren Beitrag zur Unterstützung eines nachhaltigen Wirtschaftswachstums und zur Schaffung von Arbeitsplätzen im Euroraum leisten kann.

Was zunächst die wirtschaftliche Analyse betrifft, so bestätigte die zweite Schätzung von Eurostat, dass die Wachstumsrate des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im zweiten Quartal 2006 bei 0,9 % gegenüber dem Vorquartal lag, nachdem im ersten Quartal eine Rate von 0,8 % verzeichnet worden war. Sieht man über die üblichen Schwankungen der vierteljährlichen Wachstumsraten hinweg, so belief sich das durchschnittliche Wachstum der Wirtschaftstätigkeit gegenüber dem Vorquartal in den vier Quartalen bis Mitte 2006 auf 0,7 %; somit wuchs die Wirtschaft schneller als vor einem Jahr allgemein erwartet. Auf der Grundlage verschiedener monatlicher Konjunkturindikatoren und Stimmungsumfragen, die bis Oktober

vorliegen, ist zu erwarten, dass sich die Dynamik der wirtschaftlichen Expansion in der zweiten Jahreshälfte fortgesetzt hat. Zudem ist die Arbeitslosenquote zurückgegangen, das Beschäftigungswachstum hat sich erholt und die Beschäftigungserwartungen bleiben günstig. Insgesamt wird die Einschätzung, dass die Erholung breiter angelegt und stärker selbsttragend ist, weiterhin durch die eingehenden Daten gestützt, wenngleich die Möglichkeit besteht, dass das reale BIP im Vorquartalsvergleich in der zweiten Hälfte dieses Jahres in einem etwas langsameren Tempo wachsen wird als in den ersten sechs Monaten.

Auf längere Sicht sind die Voraussetzungen für ein solides, in etwa dem Potenzial entsprechendes Wirtschaftswachstum im Eurogebiet nach wie vor gegeben, wenngleich sich zum Jahreswechsel Schwankungen der vierteljährlichen Wachstumsraten ergeben dürften, die hauptsächlich die Auswirkungen der Anhebung indirekter Steuern in einem großen Land des Euroraums im Januar 2007 widerspiegeln. Die weltweite Wirtschaftstätigkeit ist inzwischen ausgewogener über die verschiedenen Regionen verteilt und bleibt robust, wodurch die Exporte des Euro-Währungsgebiets weiterhin gestützt werden. Die Investitionstätigkeit dürfte dynamisch bleiben und von einer längeren Phase sehr günstiger Finanzierungsbedingungen, von Bilanzrestrukturierungen, akkumulierten und anhaltend kräftigen Erträgen sowie Effizienzsteigerungen auf Unternehmensebene profitieren. Auch das Wachstum der Konsumausgaben im Eurogebiet dürfte sich – vor dem Hintergrund sich weiterhin verbessernder Beschäftigungsbedingungen – im Zeitverlauf im Einklang mit der Entwicklung des real verfügbaren Einkommens weiter verstärken.

Die Risiken, mit denen die Konjunkturaussichten behaftet sind, sind auf kürzere Sicht weitgehend ausgewogen, insbesondere dann, wenn man einerseits die in letzter Zeit eingetretene Konjunkturabschwächung in den Vereinigten Staaten und andererseits den jüngsten Rückgang der Ölpreise berücksichtigt. Sollte

sich der Rückgang der Ölpreise als anhaltend erweisen, könnte er zu einem etwas stärkeren Nachfrage- und Produktionswachstum führen, als im derzeitigen Basisszenario des EZB-Rats für die Wirtschaftstätigkeit in den kommenden Quartalen angenommen wird. Auf längere Sicht ist das Wachstum weiterhin Abwärtsrisiken ausgesetzt. Diese stehen vornehmlich im Zusammenhang mit der Möglichkeit eines erneuten Ölpreisanstiegs, Befürchtungen eines verstärkten protektionistischen Drucks, insbesondere nach der Aussetzung der Handelsgespräche im Rahmen der Doha-Runde, und mit möglichen unkontrollierten Entwicklungen aufgrund weltwirtschaftlicher Ungleichgewichte.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so lag die am HVPI gemessene jährliche Teuerung der Vorausschätzung von Eurostat zufolge bei 1,6 % im Oktober, nach einem Rückgang von 2,3 % im August auf 1,7 % im September. Die kürzlich beobachtete Abnahme der Teuerung ist auf das Zusammenspiel günstiger Basiseffekte zurückzuführen, insbesondere auf den kräftigen Anstieg der Ölpreise vor einem Jahr und deren in jüngster Zeit zu verzeichnende deutliche Verringerung. Auch wenn die Aussichten für die Energiepreise nach wie vor mit Unsicherheiten behaftet sind, dürften die Inflationsraten auf der Grundlage der derzeitigen Energiepreise und der höheren Notierungen an den Terminmärkten in den nächsten Monaten und Anfang 2007 wieder ansteigen. Infolgedessen erwartet der EZB-Rat eine hohe kurzfristige Volatilität der jährlichen HVPI-Inflationsrate. Sieht man über diese Schwankungen hinweg, so wird die HVPI-Inflationsrate 2006 und voraussichtlich auch 2007 auf einem erhöhten Niveau von durchschnittlich über 2 % bleiben.

Die Aussichten für die Preisstabilität bleiben deutlich mit Aufwärtsrisiken behaftet. Hierzu zählen weiterhin ein stärker als derzeit erwartetes Durchschlagen vergangener Ölpreissteigerungen auf die Verbraucherpreise und zusätzliche – über die bisher angekündigten hinausgehende – Erhöhungen der administrierten Preise und indirekten Steuern. Darüber hinaus können

erneut steigende Ölpreise nicht ausgeschlossen werden. Von grundsätzlicherer Bedeutung ist, dass angesichts der in den vergangenen Quartalen günstigen Dynamik des realen BIP-Wachstums und der anhaltenden Aufhellung an den Arbeitsmärkten ein stärker als gegenwärtig angenommener Anstieg der Löhne ein erhebliches Aufwärtsrisiko für die Preisstabilität darstellt. Vor diesem Hintergrund ist es von entscheidender Bedeutung, dass die Sozialpartner, insbesondere in einem wirtschafts- und beschäftigungsfreundlicheren Umfeld, weiterhin ihrer Verantwortung gerecht werden.

Die monetäre Analyse deutet nach wie vor auf Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht hin. Das jährliche M3-Wachstum beschleunigte sich erneut und betrug im September 8,5 %, nachdem es im August auf 8,2 % gestiegen war. Die Jahreswachstumsrate von M1 fiel in den letzten Monaten zwar etwas moderater aus, worin angesichts steigender Zinssätze eine Verlagerung auf Instrumente mit stärker marktbezogenen Renditen zum Ausdruck kommt, doch wurde diese Entwicklung durch die kräftigere Expansion der übrigen M3-Komponenten mehr als ausgeglichen.

Allgemeiner betrachtet bleibt das Geldmengen- und Kreditwachstum kräftig. Darin spiegeln sich das nach wie vor niedrige Zinsniveau im Eurogebiet und die konjunkturelle Belebung wider. So verzeichnet insbesondere die Kreditvergabe an den privaten Sektor gegenüber dem Vorjahr weiterhin zweistellige Wachstumsraten. Dieser dynamische Anstieg ist bei den privaten Haushalten und bei den Unternehmen unverändert breit angelegt. Das Wachstum der Kreditaufnahme der privaten Haushalte deutet zwar – wenn auch auf sehr hohem Niveau – auf eine gewisse Stabilisierung hin, doch zeigt die Zunahme der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ungebrochen eine Tendenz nach oben. Sie hat inzwischen auf Jahresbasis mehr als 12 % und damit die höchste Wachstumsrate seit Anfang der Neunzigerjahre erreicht. Die Betrachtung der Gegenposten von M3 zeigt somit, dass die wachsende Kreditver-

gabe an den privaten Sektor die Haupttriebfeder der kräftigen monetären Expansion bleibt.

Aus einer angemessenen mittelfristigen Perspektive betrachtet, stehen die jüngsten Entwicklungen im Einklang mit einer Fortsetzung des seit Mitte 2004 im Rahmen der monetären Analyse der EZB festgestellten nachhaltigen Aufwärtstrends in der zugrunde liegenden monetären Dynamik. Darüber hinaus ist nach mehreren Jahren robusten Geldmengenwachstums nach Maßgabe aller relevanten Messgrößen reichlich Liquidität im Euro-Währungsgebiet vorhanden. Ein anhaltend kräftiges Geldmengen- und Kreditwachstum bei großzügiger Liquiditätsausstattung deutet auf Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht hin. Die monetäre Entwicklung muss daher – insbesondere vor dem Hintergrund der verbesserten wirtschaftlichen Bedingungen und der kräftigen Dynamik an den Immobilienmärkten in vielen Teilen des Euroraums – weiterhin sehr sorgfältig beobachtet werden.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass für 2006 und 2007 weiterhin erhöhte jährliche Inflationsraten projiziert werden, wobei diese Aussichten nach wie vor mit deutlichen Aufwärtsrisiken behaftet sind. In Anbetracht der anhaltend starken Dynamik des Geldmengenwachstums bei einer reichlichen Liquiditätsausstattung bestätigt eine Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Ergebnisse der monetären Analyse die Einschätzung, dass die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht überwiegen. Es ist von entscheidender Bedeutung, dass die Inflationserwartungen fest auf einem Niveau verankert bleiben, das mit Preisstabilität vereinbar ist. Wenn sich die Annahmen und das Basisszenario des EZB-Rats weiterhin bestätigen, wird es nach wie vor geboten sein, die akkommodierende geldpolitische Ausrichtung weiter zurückzunehmen. Ein entschlossenes und rechtzeitiges Handeln ist weiterhin entscheidend, um die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Daher wird der EZB-Rat große Wachsamkeit walten lassen.

Was die Finanzpolitik betrifft, so haben die Länder des Eurogebiets der Europäischen Kommission kürzlich ihre Angaben zu Defizit und Schuldenstand für das Jahr 2005 vorgelegt, und die meisten Länder haben Bericht über Entwicklungen im Jahr 2006 und ihre Haushaltspläne für das kommende Jahr erstattet. Diese Informationen deuten zwar im Durchschnitt auf eine weitere, wenn auch langsame Verbesserung der Haushaltssalden hin, doch sollte dies nicht zu Sorglosigkeit führen. Es ist wichtig, dass die Vorgaben des geänderten Stabilitäts- und Wachstumspakts in allen Ländern des Euroraums erfüllt werden. Von entscheidender Bedeutung ist, dass vor dem Hintergrund des gegenwärtigen Wirtschaftsaufschwungs die Haushaltskonsolidierung vorangetrieben und prozyklische Maßnahmen vermieden werden. Dies würde das Vertrauen der Marktteilnehmer und der Öffentlichkeit stärken. Daher sollten unerwartete Mehreinnahmen, die sich aufgrund des überraschend kräftigen Wachstums ergeben, verbindlich festgelegt und vollständig dazu verwendet werden, die Defizite in konjunkturstarke Phasen schneller zurückzuführen bzw. die Überschüsse zu erhöhen. Die Aussichten für die Erzielung solider Haushaltspositionen hellen sich auf, wenn die Konsolidierungspläne auf einer glaubwürdigen Verpflichtung zur Rückführung der Ausgabenquoten und verbesserten Mechanismen zur Ausgabenkontrolle beruhen. Schließlich bekräftigte der EZB-Rat die bereits geäußerte Forderung nach qualitativ hochwertigen Statistiken und soliden statistischen Meldeverfahren, da diese entscheidend für die Vermeidung und Korrektur von Haushaltsungleichgewichten sind.

Was die Strukturreformen betrifft, so hob der EZB-Rat hervor, wie wichtig die Schaffung eines voll funktionsfähigen Binnenmarkts sowie flexibler Güter- und Arbeitsmärkte ist, um die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft des Euroraums und deren Widerstandsfähigkeit gegen externe Schocks zu verbessern. Eine Liberalisierung der Gütermärkte mit dem Ziel, mehr Wettbewerb zu ermöglichen, würde die Investitions- und Innovationsanreize für Unternehmen

verbessern und dadurch das Produktivitätswachstum erhöhen. Die Beseitigung von Rigiditäten an den Arbeitsmärkten und von Störungen bei der Lohn- und Preisbildung ist eine entscheidende Voraussetzung für die Förderung homogenerer Trends bei der Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit zwischen den Ländern des Eurogebiets sowie für die Schaffung eines nachhaltigen Produktions- und Beschäftigungswachstums. Insbesondere sollten die Lohnzuwächse im Allgemeinen vom Trend des Arbeitsproduktivitätswachstums geleitet werden; hierbei ist dem gegenwärtigen Niveau der Lohnstückkosten vollständig Rechnung zu tragen, um die preisliche Wettbewerbsfähigkeit zu gewährleisten oder wiederherzustellen. Darüber hinaus ist es wünschenswert, dass bei den Tarifabschlüssen ein Abrücken von automatischen, vergangenheitsbezogenen Indexierungsmechanismen erfolgt. Die erfolgreiche Umsetzung von Reformen, die auf eine Beseitigung von Rigiditäten und Ineffizienzen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets abzielt, würde das Potenzialwachstum steigern und die Beschäftigungsaussichten verbessern.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste Aufsatz beleuchtet die konzeptionelle Idee hinter dem Begriff „geldpolitischer Aktivismus“. Gegenstand des zweiten Beitrags sind die Erfahrungen des Eurosystems mit Feinsteuerungsoperationen am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperioden im Zeitraum seit Herbst 2004. Der dritte Aufsatz befasst sich mit den wichtigsten Faktoren für die Entwicklung der Finanzmärkte in Mittel-, Ost- und Südosteuropa.

WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Ungeachtet einiger Anzeichen für eine allmähliche Abschwächung der Wachstumsdynamik expandiert die Weltwirtschaft in raschem Tempo weiter. Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich in mehreren Ländern hauptsächlich aufgrund des Ölpreiserückgangs etwas verlangsamt. Die Risiken für die weltwirtschaftlichen Aussichten bleiben leicht abwärts gerichtet.

I.1 WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN

Ungeachtet der Anzeichen für eine allmähliche Beruhigung der Wachstumsdynamik expandiert die Weltwirtschaft in raschem Tempo weiter. Wenngleich die Industrieproduktion in den OECD-Ländern (ohne den Euroraum) im Juli abermals in recht robustem Tempo zunahm (siehe Abbildung 1), deuten Umfrageergebnisse und verfügbare Länderangaben darauf hin, dass sich im Anschluss daran die Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe weltweit etwas abgeschwächt haben könnte. Dies scheint international mit einer zunehmenden Verlangsamung im Dienstleistungssektor einhergegangen zu sein.

Die Preisentwicklung war durch den deutlichen Rückgang der Ölpreise seit Anfang August gekennzeichnet, der in einer Reihe von Ländern zu einer gewissen Verringerung des jährlichen Verbraucherpreisanstiegs führte. Die Erzeugerpreise wie auch Umfrageergebnisse zu den Vorleistungspreisen lassen ebenfalls darauf schließen, dass der globale Preisdruck in jüngster Zeit nachgelassen hat.

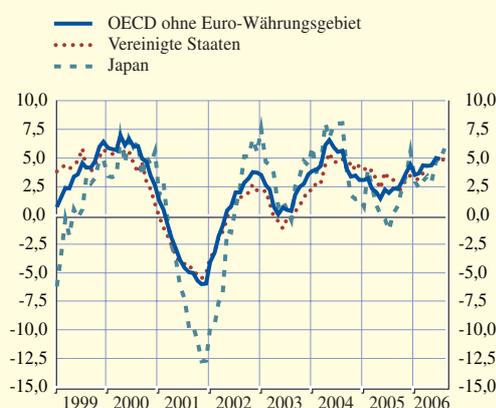
VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten zeigen Vorausschätzungen des realen BIP-Wachstums für das dritte Quartal 2006, dass sich die wirtschaftliche Expansion im Quartalsvergleich auf 0,4 % verlangsamte (nach 0,6 % im vorherigen Vierteljahr). Das im dritten Quartal geringere Wachstum des realen BIP war vor allem auf einen Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen zurückzuführen, aber auch eine Abschwächung im Dienstleistungsverkehr, geringe Lagerinvestitionen und eine Beschleunigung der Importe spielten hier eine Rolle. Demgegenüber erwiesen sich die Konsumausgaben der privaten Haushalte angesichts der Eintrübung am Wohnimmobilienmarkt als unerwartet solide, und auch die Investitionen in Nichtwohngebäude sowie in Betriebs- und Geschäftsausstattung und Software blieben robust.

Den Erwartungen zufolge wird die Wirtschaftsleistung der Vereinigten Staaten in absehbarer Zeit hinter dem Trendwachstum zurückbleiben. Die Abschwächung am Wohnimmobilienmarkt und die daraus resultierenden Folgen für das Vermögen der privaten Haushalte dürften die Konsumausgaben dämpfen. Gleichzeitig könnte die Reichweite des Wohnungsbestandes einen weiteren Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen implizieren. Solide Zugewinne beim Arbeitseinkommen sowie die jüngste Ölpreissenkung könnten den vom Wohnungsbausektor ausgehenden negativen Effekt auf den Konsum allerdings wieder wettmachen. Solide Bilanzen und die gute Ertragslage der Unternehmen dürften die Investitionen (ohne Wohnungsbau) im Unternehmenssektor beflügeln.

Abbildung 1 Industrieproduktion in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die letzten Daten beziehen sich auf August 2006;
Ausnahme: OECD ohne Euro-Währungsgebiet (Juli 2006).

Das Handelsbilanzdefizit für Waren und Dienstleistungen erreichte im August einen Höchststand von 70 Mrd USD. Im Vormonatsvergleich war das Importwachstum nominal höher als das Exportwachstum. Aufgrund der gesunkenen Ölpreise ist in den kommenden Monaten mit einem leichten Rückgang des Handelsbilanzdefizits zu rechnen. Die jüngste Entwicklung der weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte wird in Kasten 1 näher erläutert.

Der Anstieg der Verbraucherpreise schwächte sich im September infolge der rückläufigen Energiepreisentwicklung deutlich ab. Hinzu kam eine wesentlich geringere, aber recht breit angelegte Verlangsamung bei den Nicht-Energie-Komponenten. Für die nähere Zukunft ist davon auszugehen, dass der Preisdruck angesichts der aktuellen Konjunkturertrübung, der niedrigeren Ölpreise und der moderaten Inflationserwartungen allmählich nachlassen wird. Die Verknappung des Arbeitsangebots und die Unsicherheit darüber, mit welchen Verzögerungen und in welchem Ausmaß sich die geringere Wirtschaftsleistung in einem langsameren Preisanstieg niederschlägt, stellen allerdings nach wie vor gewisse Aufwärtsrisiken für die Inflationsentwicklung dar.

Am 25. Oktober 2006 beschloss der Offenmarktausschuss der US-Notenbank, den Zielzinssatz für Tagesgeld bei 5,25 % zu belassen.

JAPAN

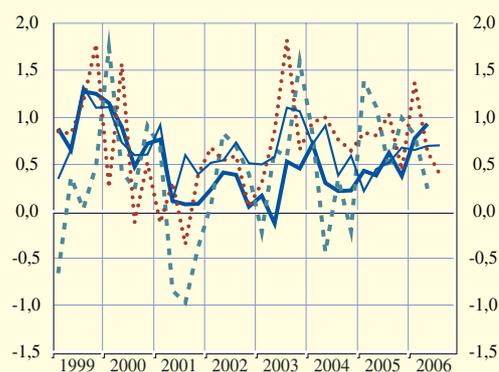
In Japan setzt sich die wirtschaftliche Erholung bei weiterhin moderat steigenden Verbraucherpreisen stetig fort. Die Produktion wird von kräftigen Exporten und einer konstanten – insbesondere durch hohe Unternehmensinvestitionen getragenen – Inlandsnachfrage angetrieben. Die Ergebnisse der jüngsten von der Bank von Japan durchgeführten Tankan-Umfrage wiesen auf eine weitere Verbesserung der Geschäftslage von Großproduzenten im dritten Quartal 2006 hin, und nicht dem Produktionssektor angehörende Großunternehmen berichteten unverändert von einem günstigem Geschäftsklima. Darüber hinaus gaben die befragten Unternehmen für das laufende, Ende März 2007 endende Geschäftsjahr höhere Umsatz- und Gewinnerwartungen sowie Pläne für höhere Sachinvestitionen an.

Was die Preisentwicklung betrifft, so setzte sich der Anstieg der Verbraucherpreise im September fort, und zwar um 0,6 % binnen Jahres-

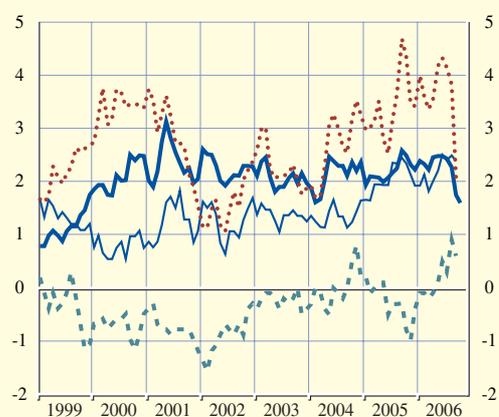
Abbildung 2 Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern

— Euro-Währungsgebiet — Japan
 Vereinigte Staaten — Vereinigtes Königreich

Produktionswachstum¹⁾
 (Veränderung gegen Vorquartal in %; Quartalswerte)



Inflationsraten²⁾
 (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.

frist (0,2 % ohne frische Nahrungsmittel). Der Anstieg der Erzeugerpreise bleibt im historischen Vergleich auf einem hohen Niveau und beschleunigte sich im September weiter auf 3,6 %; Grund hierfür waren gestiegene Roh- und Grundstoffpreise sowie eine kräftige Endnachfrage.

VEREINIGTES KÖNIGREICH

Vorläufigen Schätzungen zufolge nahm das BIP-Wachstum im Vereinigten Königreich im dritten Jahresviertel stetig um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal zu. Die Produktion im Dienstleistungssektor und im verarbeitenden Gewerbe ging gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum zwar leicht zurück, doch wurde dies durch bessere Ergebnisse in den übrigen Sektoren aufgefangen. Auf der Ausgabenseite deuten schwächere Angaben zu den Einzelhandelsumsätzen im dritten Quartal auf ein leicht nachlassendes Wachstum der privaten Konsumausgaben hin. Unternehmensumfragen zufolge dürfte es in den kommenden Monaten zu einem geringfügig stärkeren Exportwachstum und höheren Investitionsvorhaben kommen. Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass die Wachstumsdynamik im vierten Quartal dieses Jahres weitgehend unverändert bleibt.

Die jährliche HVPI-Teuerungsrate belief sich im September auf 2,4 % und entsprach damit dem Durchschnittswert im dritten Quartal. Dabei glich der starke Preisrückgang bei den Kraft- und Schmierstoffen den negativen Effekt der gestiegenen Gaspreise und Studiengebühren aus. Auf der Grundlage der Daten bis August blieb das Lohnwachstum verhalten, während sich der jährliche Anstieg der Wohnimmobilienpreise bei rund 8 % stabilisiert zu haben scheint.

ANDERE EUROPÄISCHE LÄNDER

In den meisten anderen nicht dem Euroraum angehörenden EU-Ländern blieb das Produktionswachstum im zweiten Vierteljahr 2006 kräftig und wurde hauptsächlich von der Inlandsnachfrage getragen. In vielen neuen EU-Mitgliedstaaten wurde das Wachstum zudem durch hohe Exporte gestützt, die weitgehend mit früheren Kapitalzuflüssen aus Direktinvestitionen zusammenhingen. In den meisten Ländern sank die jährliche HVPI-Teuerung im September vornehmlich aufgrund eines Rückgangs der Energiekomponente, der einem Basiseffekt und der günstigen Ölpreisentwicklung zuzuschreiben war. Der HVPI ohne Energie stieg zugleich in der Mehrheit der Länder an.

In Dänemark legte das Wachstum des realen BIP im zweiten Vierteljahr 2006 gegenüber dem Vorquartal deutlich zu und lag bei 1,6 %, während es in Schweden mit 1,3 % hoch blieb, im Quartalsvergleich aber etwas geringer ausfiel. In beiden Ländern wurde die Konjunktur durch die recht robuste Inlandsnachfrage gestützt. Die jährliche HVPI-Teuerungsrate gab im September weiter nach, und zwar auf 1,5 % in Dänemark und 1,2 % in Schweden. Am 5. Oktober beschloss die Danmarks Nationalbank, ihren Leitzins im Einklang mit dem Zinsschritt der EZB um 25 Basispunkte anzuheben. Am 26. Oktober traf auch die Sveriges Riksbank die Entscheidung, ihren Leitzins um 25 Basispunkte zu erhöhen.

In der Tschechischen Republik, Ungarn und Polen blieb das vierteljährliche Produktionswachstum im zweiten Quartal 2006 mit 0,9 % bis 1,2 % robust. In der Tschechischen Republik und in Polen wurde die Ausweitung der Produktion hauptsächlich von der Inlandsnachfrage angetrieben, während in Ungarn der Außenbeitrag entscheidend war. Die jährliche HVPI-Inflation sank im September auf 2,2 % (Tschechische Republik) bzw. 1,4 % (Polen). Dagegen war in Ungarn ein signifikanter Anstieg auf 5,9 % zu verzeichnen, der die Auswirkungen von Erhöhungen administrierter Preise sowie indirekter und direkter Steuern widerspiegelt. In allen drei Ländern legte die am HVPI gemessene Teuerungsrate (ohne Energie) im September zu. Am 24. Oktober beschloss die

Magyar Nemzeti Bank, ihren Leitzins um 25 Basispunkte anzuheben und nannte als Grund hierfür die zunehmende Besorgnis über die Inflationsentwicklung.

In den anderen EU-Mitgliedstaaten blieb die Konjunktur im September robust, und die Inflation ging in den meisten Ländern zurück. Die wirtschaftlichen Aussichten für die Region sind nach wie vor insgesamt günstig.

AUFSTREBENDE VOLKSWIRTSCHAFTEN ASIENS

In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens schwächte sich die Konjunktur im dritten Quartal etwas ab, nachdem im ersten Halbjahr eine starke Expansion verzeichnet worden war. Die Binnenwirtschaft verlangsamte sich in den meisten wichtigen Volkswirtschaften der Region, während der Handel – insbesondere der Waren- und Dienstleistungsverkehr innerhalb der Region – die kräftige Dynamik der ersten sechs Monate des Jahres beibehielt. Die kleineren Volkswirtschaften der Region, in denen die Inlandsnachfrage im ersten Halbjahr vergleichsweise schleppend war, profitierten am stärksten vom robusten Wachstum des intraregionalen Handels. Die Außenwirtschaft bleibt insgesamt eine wichtige Wachstumsstütze der gesamten Region. Die Inflation veränderte sich im September nur unwesentlich gegenüber dem Vormonat.

In China verlangsamte sich das BIP-Wachstum im dritten Quartal binnen Jahresfrist auf 10,4 %, verglichen mit 11,3 % im Vorquartal. Zwar gibt es auf Quartalsbasis keine amtlichen Statistiken über die Ausgabenkomponenten des chinesischen BIP, doch deuten monatliche Konjunkturindikatoren darauf hin, dass die Investitionstätigkeit im dritten Jahresviertel nachließ und sich die Wachstumsstützen geringfügig in Richtung Konsum und – zunehmend – in Richtung Außenhandel verlagerten. Während die Verlangsamung der Investitionen im Wesentlichen auf die von den Behörden im früheren Jahresverlauf eingeleiteten restriktiven Maßnahmen zurückzuführen ist, sind in der Wirtschaft, vor allem im Einzel- und Außenhandel, nach wie vor kräftige Wachstumsimpulse zu verzeichnen. Die Preisentwicklung der letzten Monate ist von einem leichten Anstieg des Inflationsdrucks geprägt; so zog die VPI-Teuerungsrate von 1,3 % im August auf 1,5 % im September an.

Die Wirtschaftsaussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens bleiben insgesamt gut und werden von einer stetigen Ausweitung der Inlandsnachfrage und einem robusten Außenhandel untermauert. Ein kontinuierliches, sich allerdings leicht abschwächendes Wachstum in China dürfte die Exporte und die Wirtschaftstätigkeit in der Region anregen. Überkapazitäten in einigen Sektoren der chinesischen Volkswirtschaft stellen nach wie vor das größte Risiko für diese Aussichten dar.

LATEINAMERIKA

In Lateinamerika weisen verfügbare Indikatoren auf eine Fortsetzung der Wachstumsdynamik auch im dritten Quartal hin. In Mexiko weitete sich die Industrieproduktion im August mit einer Jahresrate von 5,8 % aus, und die Gesamtinflation nahm geringfügig zu. In Argentinien lassen die Konjunkturindikatoren angesichts einer im August kräftigen Industrieproduktion auf eine gewisse Beschleunigung der Wirtschaftstätigkeit schließen. Mit gut 10 % fiel die jährliche VPI-Inflationsrate im September erneut hoch aus. In Brasilien schließlich zeigen die Daten zum Einzelhandel und zur Industrieproduktion im dritten Vierteljahr eine leichte Erholung an, und der allmähliche Rückgang der jährlichen Inflationsrate setzte sich im September fort (auf 3,7 %). In der Vorausschau bleiben die Aussichten für die Region insoweit günstig, als die Abwärtsrisiken in Gestalt einer hinter den Erwartungen zurückbleibenden Auslandsnachfrage nicht zum Tragen kommen.

Kasten I

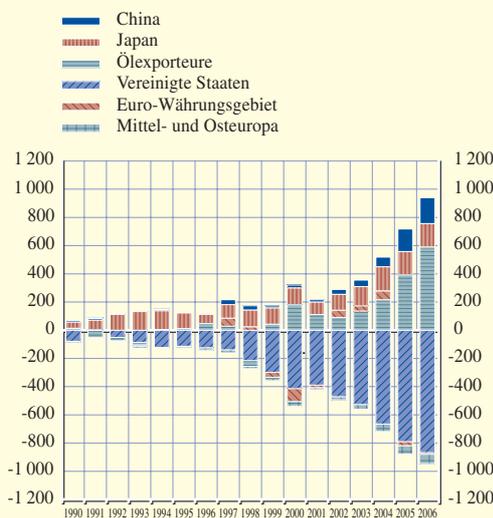
Globale Ungleichgewichte: Aktuelle Entwicklungen und Politische Erfordernisse

Die seit einigen Jahren weltweit zu beobachtenden Unterschiede in der Entwicklung der Leistungsbilanzen werfen zwei wichtige Fragen auf. Erstens ist zwar zu erwarten, dass einige Länder möglicherweise über einen längeren Zeitraum Defizite aufweisen, doch hat die Tatsache, dass die größte Volkswirtschaft der Welt immer höhere Defizite verzeichnet, die zurzeit rund 75 % der weltweiten Nettoersparnis absorbieren, wesentliche Auswirkungen auf den Welthandel und die Finanzstrukturen (Abbildung A). So führt der kontinuierliche Aufbau großer Defizite, selbst wenn diese kurz- bis mittelfristig leicht finanziert werden können, schließlich zur Bildung hoher und auf Dauer wahrscheinlich nicht tragbarer Netto-Auslandspassiva, die angegangen werden müssen. Zweitens ist der Umstand, dass die meisten Schwellenländer Leistungsbilanzüberschüsse verzeichnen, die Vereinigten Staaten aber ein Defizit, in vielerlei Hinsicht erstaunlich, da dies bedeutet, dass die Ausgaben einer der reichsten Volkswirtschaften der Welt von Volkswirtschaften mit weit niedrigerem Einkommen finanziert werden.¹ Wenn es auch keinen allgemein anerkannten Richtwert zur Bewertung der Optimalität der Anlageentscheidungen privater Wirtschaftsakteure gibt, so macht doch die Tatsache, dass der öffentliche Sektor – über die makroökonomische Politik oder die hohe Akkumulation von Währungsreserven – eine wichtige Rolle bei der aktuellen Entwicklung der weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte spielt, eine sorgfältige Analyse der diesen Ungleichgewichten zugrunde liegenden Faktoren erforderlich.

Eine Korrektur der Leistungsbilanzungleichgewichte wird durch die Komplexität der Zahlungsbilanz erschwert. Betrachtet man die Leistungsbilanz unter dem Aspekt der Ersparnis bzw. Investitionen, so steht die Rolle der binnenwirtschaftlichen Faktoren bei der Anpassung im Vordergrund; dagegen ist bei einer Betrachtung der Kapitalbilanz vor allem die Rolle Gebietsfremder, einschließlich der Zentralbanken, zu analysieren. Vor diesem Hintergrund werden in diesem Kasten zunächst die Leistungsbilanzentwicklungen in den großen Wirtschaftsregionen der Welt und anschließend ausgewählte grenzüberschreitende Faktoren untersucht, wobei der Schwerpunkt insbesondere auf der Struktur der Netto-Auslandspassiva der USA und auf aktuellen Wechselkursentwicklungen liegt.

Abbildung A Saldo der Leistungsbilanz in ausgewählten Regionen

(in Mrd USD)



Quelle: World Economic Outlook des IWF (Schätzungen für 2006).

¹ Nach der gängigen neoklassischen makroökonomischen Theorie sollte das Kapital eigentlich von den reichen Ländern zu den armen Ländern fließen, in denen die Renditen höher sind. Abweichend hiervon gibt es mehrere Erklärungsversuche, z. B., dass die Schwellenländer geringere Kapazitäten haben, um ausländische Ersparnisse zu absorbieren. Siehe beispielsweise E. Prasad, R. Rajan und A. Subramaniam, Patterns of international capital flows and their implications for economic development, IMF Research Department, 2006.

Leistungsbilanzentwicklungen in den großen Wirtschaftsregionen der Welt

In den Vereinigten Staaten war in den letzten Jahren ein erheblicher Anstieg des Leistungsbilanzdefizits zu verzeichnen, und zwar von unter 4 % des BIP im Jahr 2001 auf knapp 7 % im Jahr 2006. Dies war hauptsächlich auf einen Rückgang der inländischen Nettoersparnisse von 4 % auf fast 0 % zurückzuführen, für den im Wesentlichen die privaten Haushalte und der öffentliche Sektor verantwortlich waren. Gleichzeitig gingen Anfang dieses Jahrzehnts die Investitionen deutlich zurück, erholten sich aber in den letzten drei Jahren teilweise wieder. Obwohl ein Anstieg der staatlichen Nettoersparnis teilweise zu einem Rückgang der privaten Ersparnisbildung führen dürfte (so genannter Ricardo-Effekt), ist insgesamt zu erwarten, dass er zu einer Verringerung des Leistungsbilanzdefizits beitragen wird.

Dagegen wurden in China hohe und noch weiter steigende Leistungsbilanzüberschüsse erzielt, die insbesondere auf die sehr robusten Exportergebnisse und in jüngerer Zeit auch auf ein langsames Wachstum der Importe zurückzuführen sind. Von 2000 bis 2005 ist der Anteil Chinas an den Importen aller großen Märkte gestiegen, und zwar im Euroraum von rund 5 % auf 10 %, in den Vereinigten Staaten von knapp 9 % auf 15 % und in Japan von 14,5 % auf 21 %. Diese Zunahme dürfte mit der preislichen Wettbewerbsfähigkeit chinesischer Exporte und der Rolle Chinas beim Handel mit Komponenten, die aus den übrigen asiatischen Ländern importiert wurden, zusammenhängen. Hier stellt sich auch die Frage nach der Unterbewertung des Renminbi, die inzwischen in mehreren Studien dokumentiert ist, selbst wenn dort sehr heterogene Schätzungen zu finden sind.² Der deutliche Anstieg des chinesischen Leistungsbilanzüberschusses dürfte insbesondere der raschen Zunahme der inländischen Ersparnisse von 35 % des BIP im Jahr 2000 auf derzeit über 50 % zuzuschreiben sein. Auch die inländischen Investitionen stiegen in diesem Zeitraum, wenn auch in langsamerem Tempo.

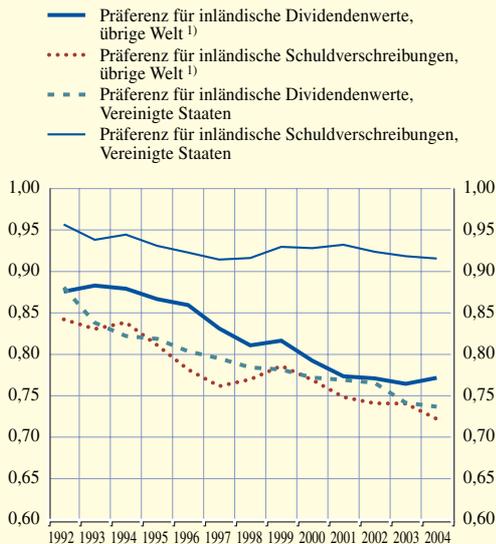
Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets war in den letzten Jahren weitgehend ausgeglichen (siehe Abschnitt 5, Abbildung 30). Im August 2006 belief sich das über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanzdefizit des Eurogebiets gegenüber der übrigen Welt auf rund 0,5 % des BIP. Dies bedeutet allerdings nicht, dass der Euroraum bei der Korrektur der globalen Ungleichgewichte keine Rolle spielen kann. Als große und offene Volkswirtschaft (mit einem Anteil von 17,5 % der gesamten Exporte ist der Euroraum der größte Exporteur der Welt und der zweitgrößte Importeur nach den Vereinigten Staaten) kann er sich – über ein höheres Potenzialwachstum – am weltweiten Prozess der Wiederherstellung des Gleichgewichts beteiligen.

Auch Japan, dessen Leistungsbilanzüberschuss von 2,1 % des BIP im Jahr 2001 über 3,8 % im Jahr 2004 auf 3,6 % im Jahr 2005 anstieg, kommt bei der Korrektur der globalen Ungleichgewichte eine Rolle zu. Die Zunahme des Leistungsbilanzüberschusses kann auf einen Rückgang der Investitionen Anfang dieses Jahrzehnts zurückgeführt werden, während die Ersparnis seit 2003 steigt. Die inländische Brutto-Sparquote Japans liegt mit zurzeit 27 % des BIP erheblich über der anderer großer fortgeschrittener Volkswirtschaften (zum Vergleich: 13 % in den Vereinigten Staaten, 20 % im Euroraum).

² Siehe beispielsweise G. Chang und Q. Shao, How much is the Chinese currency undervalued? A quantitative estimation, *China Economic Review*, 15, 2004, S. 366–371; S. Dunaway et al., How Robust are Estimates of Equilibrium Real Exchange Rates: The Case of China, *IMF WP 06/220* und J. Frankel, On the renminbi, *CESifo Forum* 3/2005.

Abbildung B „Home bias“ bei Aktien und
Schuldverschreibungen

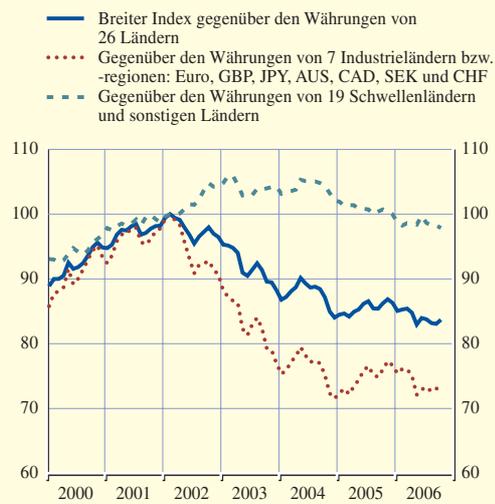
(in %)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage der International Financial Statistics des IWF und des Global Stock Markets Factbook von Standard and Poor's.
1) „Übrige Welt“ bezieht sich auf die Welt außer den Vereinigten Staaten.

Abbildung C Nominaler effektiver
Wechselkurs des US-Dollar

(Januar 2002 = 100)



Quellen: Federal Reserve System und EZB-Berechnungen.

Schließlich tragen auch die Öl exportierenden Staaten zunehmend zu den weltweiten Ungleichgewichten bei. Seit Anfang dieses Jahrzehnts weisen diese Länder steigende Leistungsbilanzüberschüsse auf und haben mit fast 600 Mrd USD im Jahr 2006 den größten Anteil an diesen Überschüssen. Die starke Ausweitung des Handelsbilanzüberschusses steht in sehr engem Zusammenhang mit dem in diesem Zeitraum beobachteten Anstieg der Ölpreise. Die daraus resultierenden unerwarteten Einnahmen führten zu einer höheren Ersparnisbildung von nunmehr 35 % des BIP, während die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit mit rund 20 % des BIP zugleich weitgehend stabil blieb.

Die den Ungleichgewichten zugrunde liegenden globalen Finanzstrukturen

Eine weitere wesentliche Dimension der weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte ergibt sich aus grenzüberschreitenden finanziellen Fragen. Im Hinblick auf die grenzüberschreitenden Kapitalströme wurde die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten durch drei Faktoren erleichtert. Erstens hat sich die US-Wirtschaft in den letzten Jahren sehr dynamisch entwickelt und seit 1996 Produktivitätszuwächse von über 2 % pro Jahr verzeichnet. Ein zweiter Faktor ist möglicherweise die Entstehung eines „Portfolio-home-bias“³ in den Vereinigten Staaten und in anderen Ländern (in Abbildung B sind einige Schätzwerte der EZB dargestellt). Seit 1992 ist der aggregierte „home bias“ in anderen Ländern sowohl bei Aktien (um rund 10 %) als auch bei Schuldverschreibungen (um rund 12 %) kontinuierlich zurückgegangen.

3 Der Begriff „home bias“ bedeutet, dass die Investoren weltweit übermäßig in ihrem Heimatland zu investieren scheinen. Für ein Land, in dem kein „home bias“ bestünde, würde das bedeuten, dass der Anteil der ausländischen Finanzanlagen an seinem Portfolio gleich dem Anteil der Finanzmarktkapitalisierung der übrigen Welt an der Weltmarktkapitalisierung wäre.

gen. Dies steht in Einklang mit der Tatsache, dass nicht in den USA ansässige Investoren bereit waren, Schuldverschreibungen der Vereinigten Staaten zu erwerben, obwohl die Renditen für US-Werte im Betrachtungszeitraum meist niedrig waren. Aus US-amerikanischer Sicht hat sich der „home bias“ ebenfalls verringert, allerdings erheblich stärker bei Aktien (um rund 14 %) als bei Schuldverschreibungen (hier beläuft er sich nach wie vor auf über 90 %). Der geringere US-amerikanische „home bias“ bei Aktien ergibt sich daraus, dass der Erwerb von ausländischen Dividendenwerten durch US-amerikanische Investoren generell zugenommen hat, während ihr Interesse an in Ländern außerhalb der USA begebenen Schuldverschreibungen gering blieb.⁴ Drittens sind Asymmetrien in den Wertpapierbeständen von in den USA ansässigen und gebietsfremden Anlegern entscheidend für das Verständnis eines weiteren wichtigen Merkmals der US-Schuldendynamik. So ist in den USA der Bestand an Netto-Auslandspassiva (rund 22 % des BIP) wesentlich kleiner als die kumulierten Leistungsbilanzpositionen der Vergangenheit (über 40 %), obwohl sich die beiden theoretisch auf lange Sicht entsprechen sollten. Dieser Unterschied hängt hauptsächlich mit umfangreichen Bewertungsgewinnen zusammen, die auf Renditeunterschiede zwischen Investitionen in den USA und in anderen Ländern sowie auf Wechselkursänderungen zurückzuführen sind.

Einer der Gegenposten bei der Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits ist die Akkumulation von Währungsreserven durch andere Länder, in der letzten Zeit vor allem die Öl exportierenden Länder und China.⁵ Bei den Ölexporturen spiegelt die Bildung von niedrigverzinslichen Reserven teilweise die begrenzten inländischen Investitionsmöglichkeiten wider. In den letzten Jahren wurden jedoch Fortschritte bei der Entwicklung der Öl- und Heritage-Fonds sowie der inländischen Aktienmärkte erzielt. Im Falle Chinas wirft die starke Akkumulation von Währungsreserven seit Anfang dieses Jahrzehnts (von rund 150 Mrd USD Anfang 2000 auf derzeit knapp 1 Billion USD) verschiedene Fragen hinsichtlich der Durchführung der Geldpolitik auf. So musste die People's Bank of China das aus Devisenmarktinterventionen resultierende inländische Geldmengenwachstum zunehmend „sterilisieren“. Die derzeitigen Bedingungen bergen nicht nur das Risiko von Bewertungsverlusten in der Bilanz der Währungsbehörden, sondern schränken auch den Handlungsrahmen der Geldpolitik bezüglich inländischer Probleme ein, insbesondere was das Risiko einer Überhitzung der chinesischen Wirtschaft betrifft.

Betrachtet man die Wechselkursentwicklung, so hat der US-Dollar seit 2002 in nominaler effektiver Rechnung – gemessen an den Währungen von 26 Handelspartnern – um rund 16 % abgewertet (siehe Abbildung C). Darin spiegeln sich sehr unterschiedliche Tendenzen gegenüber einzelnen Ländergruppen wider: im Verhältnis zu den Währungen von sieben großen Industrieländern und Regionen zusammengenommen verlor der US-Dollar immerhin 26 %, während er gegenüber den Währungen der meisten Schwellenländer weitgehend stabil blieb. Diese Entwicklung ist darauf zurückzuführen, dass viele Länder in der zuletzt genannten Gruppe de facto eine Wechselkursanbindung an den US-Dollar oder streng kontrollierte Wechselkurse gegenüber dieser Währung haben. Diese Beobachtung hat zu verstärkten Forderungen geführt, eine effektive Wechselkursflexibilisierung in den Schwellenländern anzustreben, auf die zurzeit rund 45 % des Handels mit den Vereinigten Staaten entfallen.

4 Siehe Federal Reserve Bulletin, Understanding U.S. Cross-Border Securities Data, Mai 2006.

5 Anmerkung: Die Zahlen zu den Währungsreserven der Ölexporturen sind möglicherweise nicht direkt vergleichbar, weil die verschiedenen Länder unterschiedliche Verfahren bezüglich ihrer Investitionen haben (z. B. Ölstabilisierungsfonds).

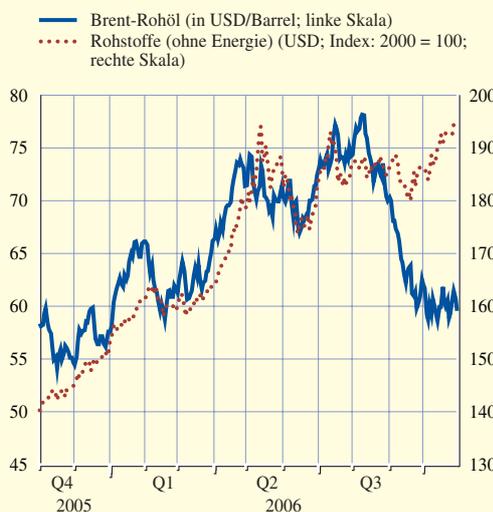
Schlussbemerkungen

Die obigen Ausführungen unterstreichen die Bedeutung der politischen Anpassungsmaßnahmen, die in den Kommunikés der G 7, der G 20 und des Internationalen Währungs- und Finanzausschusses des IWF (IMFC) gefordert werden. Für die Vereinigten Staaten implizieren diese Anpassungen einen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisse sowohl im öffentlichen als auch im privaten Sektor. Dem Euro-Währungsgebiet und Japan kommt mit Reformen, die auf eine Ausweitung der inländischen Produktivität und des Potenzialwachstums abzielen, eine Schlüsselrolle zu. So könnten Produktivitätsgewinne im Euroraum, besonders bei nicht gehandelten Gütern, die Inlandsnachfrage stärken und dadurch die Importe stimulieren. In China und anderen Schwellenländern, vor allem in Asien, würden Maßnahmen, die darauf abstellen, flexiblere Wechselkurssysteme und eine finanzielle Entwicklung zu gewährleisten, durch die das Vorsichtssparen reduziert und die Konsumausgaben erhöht werden, nicht nur zum Abbau der globalen Ungleichgewichte, sondern auch zur Bewältigung innerstaatlicher Probleme beitragen. Schließlich würden die Öl exportierenden Länder von einem weiteren Ausbau der Investitionsmöglichkeiten im Inland erheblich profitieren. Hervorzuheben ist, dass diese nationalen Maßnahmen nicht nur mittelfristig eine allmähliche Korrektur der weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte fördern, sondern auch im eigenen Interesse der betroffenen Länder liegen.

1.2 ROHSTOFFMÄRKTE

Die Ölpreise fielen in den vergangenen Monaten stark und gaben gegenüber ihrem historischen Höchststand von Anfang August deutlich nach. Ursächlich hierfür waren eine spürbare Abnahme der geopolitischen Spannungen, die nachlassende Bedrohung durch Wirbelstürme im Golf von Mexiko und die entspanntere Lage am Benzinmarkt. Die Preise für Rohöl der Sorte Brent sanken Anfang Oktober auf ihren tiefsten Stand seit Mitte Februar; sie gingen auf unter 59 USD je Barrel zurück und lagen damit rund 25 % unter dem Höchststand von August. Diese Abwärtsentwicklung geriet jedoch ins Stocken, als Gerüchte über eine mögliche Reduzierung der Fördermenge durch die OPEC aufkamen. Bei einer beratenden Sitzung der OPEC am 19. und 20. Oktober kamen die Minister überein, das derzeitige Förderniveau ab dem 1. November stärker als erwartet zu drosseln, und zwar um 1,2 Mio Barrel pro Tag. Am 31. Oktober wurde Rohöl der Marke Brent mit 59,6 USD je Barrel gehandelt. In der näheren Zukunft dürften die begrenzten Kapazitätsreserven entlang der Ölversorgungskette und die daraus resultierende hohe Sensibilität gegenüber unerwarteten Veränderungen des Gleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage dafür sorgen, dass die

Abbildung 3 Grundlegende Entwicklungen an den Rohstoffmärkten



Quellen: Bloomberg und HWWA.

Ölpreise hoch und volatil bleiben. Die Marktteilnehmer rechnen auch mittelfristig mit erhöhten Ölpreisen. So werden Ölterminkontrakte zur Lieferung im Dezember 2008 derzeit mit 67,2 USD gehandelt.

Die sonstigen Rohstoffpreise stiegen im Oktober weiter an. Ende Oktober lagen die in US-Dollar gerechneten Preise für Rohstoffe (ohne Energie) rund 35 % über ihrem Vorjahrsniveau, wofür vor allem höhere Nahrungsmittel- und Metallpreise verantwortlich waren. Nachdem es Bedenken über mögliche Versorgungsengpässe und niedrige Vorratsbestände gegeben hatte, legten die Metallpreise in den vergangenen Wochen stark zu. Auch Nahrungsmittel, insbesondere Getreide sowie Ölsaaten und Öle, haben sich in den letzten Wochen erheblich verteuert.

I.3 AUSSICHTEN FÜR DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD

Die Aussichten für das außenwirtschaftliche Umfeld und damit die Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets bleiben insgesamt günstig. Die aktuellen Frühindikatoren lassen jedoch darauf schließen, dass sich die Konjunktur in den OECD-Ländern unter dem Strich in den kommenden Monaten weiter beruhigen könnte. Die Wachstumsaussichten für die großen aufstrebenden Volkswirtschaften scheinen positiv zu bleiben, wobei es in China zu einer gewissen Verlangsamung kommen dürfte. Trotz dieser erwarteten Abkühlung ist davon auszugehen, dass das globale Wachstum relativ robust und im weiteren Jahresverlauf über dem historischen Durchschnitt bleiben wird.

Die Risiken, mit denen diese Aussichten behaftet sind, bleiben leicht abwärts geneigt. Der jüngste Rückgang der Ölpreise hat einige dieser Risiken zwar abgeschwächt, doch deuten die Terminmärkte darauf hin, dass die Marktteilnehmer mit einem erneuten Ölpreisanstieg rechnen, der allerdings unter dem Höchststand von Anfang August liegen dürfte. Schließlich bleiben auch die Risiken hinsichtlich einer ungeordneten Korrektur der weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte und eines verstärkten Hangs zu Protektionismus bestehen.

2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

2.1 GELDMENGE UND MFI-KREDITE

Die Jahreswachstumsrate von M3 stieg im September 2006 weiter an, nachdem sie sich im Juni und Juli 2006 abgeschwächt hatte, und erreichte fast wieder ihren im Mai verzeichneten Höchststand. Das anhaltend hohe M3-Wachstum dürfte das nach wie vor niedrige Zinsniveau und die verbesserte Wirtschaftslage im Euro-Währungsgebiet widerspiegeln. Bei den Gegenposten lassen sich die Auswirkungen dieser Faktoren besonders am weiterhin starken Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor erkennen. Gleichzeitig liefern die September-Daten weitere Hinweise darauf, dass sich die jüngsten Leitzinserhöhungen der EZB allmählich in der monetären Entwicklung niederschlagen, wenngleich sie vorerst vor allem zu Umschichtungen innerhalb der Einlagekategorien von M3 geführt haben. Insgesamt deutet die Entwicklung der Geldmenge und der Kreditgewährung – insbesondere vor dem Hintergrund einer sich aufhellenden Stimmung in der Wirtschaft – weiterhin auf mittel- bis längerfristige Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität hin.

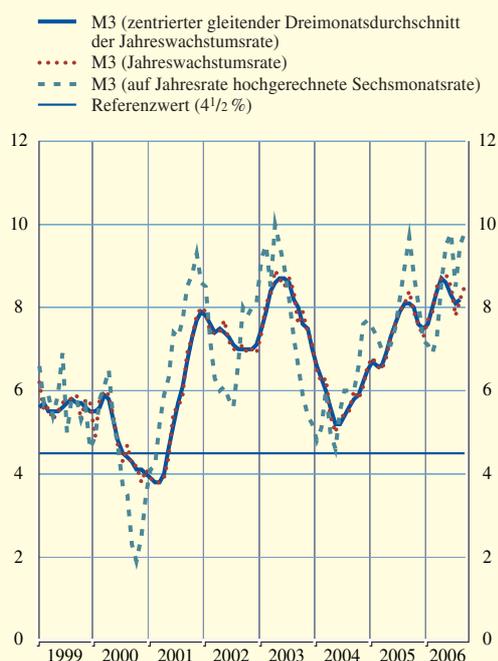
WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

Im September 2006 erhöhte sich die jährliche Zuwachsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 weiter auf 8,5 %. Nach einer Abschwächung im Juni und Juli kehrte das jährliche M3-Wachstum damit fast auf seinen im Mai verzeichneten Höchststand zurück. Die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate stieg im September auf 9,8 % gegenüber 9,5 % im Vormonat (siehe Abbildung 4). Diese erneute Beschleunigung der monetären Dynamik ist auf eine kräftige monatliche Wachstumsrate von 1,2 % im September zurückzuführen; im August war eine ähnlich hohe Zuwachsrate beobachtet worden.

Mittelfristig betrachtet liefert die derzeitige Entwicklung von M3 keine Anzeichen für eine Umkehr des der monetären Expansion zugrunde liegenden Aufwärtstrends, der seit Mitte 2004 zu verzeichnen ist. Die jüngsten monetären Angaben stützen auch die Einschätzung, dass für die hohe Wachstumsrate der Geldmenge hauptsächlich das immer noch niedrige Zinsniveau und – wie aus dem dynamischen Kreditwachstum ersichtlich – die Konjunkturbelebung im Euroraum verantwortlich sind. Gleichzeitig liefern die September-Daten weitere Hinweise darauf, dass die jüngsten Zinserhöhungen sich mittlerweile in der Geldmengenentwicklung niederschlagen, wenngleich sie bislang vor allem zu Veränderungen in den bevorzugten Einlagekategorien innerhalb von M3 geführt haben (etwa durch Umschichtungen von täglich fälligen Einlagen zu höherverzinslichen Instrumenten, insbesondere zu kurzfristigen Termineinlagen, also Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren). Überdies könnte die starke Nachfrage nach bestimmten monetären Anlageformen wie kurzfristigen Schuldverschreibungen in einem von der Er-

Abbildung 4 M3-Wachstum und Referenzwert

(Veränderung in %; saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

wartung steigender Kurzfristzinsen geprägten Umfeld die steigende Attraktivität dieser Anlagen im Vergleich zu Renditen alternativer längerfristiger Finanzaktiva widerspiegeln, da der Renditeabstand derzeit relativ gering ist.

Insgesamt blieb das Geldmengen- und Kreditwachstum hoch. Ein weiterhin kräftiges Geldmengen- und Kreditwachstum im Kontext bereits reichlich vorhandener Liquidität deutet insbesondere vor dem Hintergrund einer Konjunkturbelebung und einer sich aufhellenden Stimmung in der Wirtschaft auf Risiken für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht hin.

HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Der im September beobachtete Anstieg des jährlichen M3-Wachstums war durch höhere Jahreswachstumsraten sowohl der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) als auch der marktfähigen Finanzinstrumente bedingt (siehe Tabelle 1). Indessen ging die jährliche Wachstumsrate der Geldmenge M1 aufgrund der niedrigeren Zuwachsraten des Bargeldumlaufs wie auch der täglich fälligen Einlagen weiter zurück, und zwar von 7,2 % im August auf 7,1 % im September.

Die Zwölfmonatsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) stieg im September auf 10,0 % gegenüber 9,8 % im Vormonat. Diese Entwicklung resultierte hauptsächlich aus einem weiteren Anstieg der Nachfrage nach kurzfristigen Termineinlagen, wohingegen die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Spareinlagen (Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) weiter zurückging. Die hohe Nachfrage nach kurzfristigen Termineinlagen lässt sich dadurch erklären, dass sich die Differenz zwischen dem Zinssatz für diese Einlagen und jenem für andere kurzfristige Anlageformen infolge der jüngsten Zinserhöhungen vergrößert hat.

Im September erhöhte sich die jährliche Wachstumsrate der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente auf 9,6 %, nachdem sie im August bei 7,0 % gelegen hatte. Was die einzelnen Komponenten dieser Kategorie betrifft, so stieg die bereits starke Nachfrage nach Schuldver-

Tabelle 1 Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % von M3 ^b	Jahreswachstumsraten					
		2005 Q4	2006 Q1	2006 Q2	2006 Q3	2006 Aug.	2006 Sept.
M1	47,5	10,9	10,3	9,9	7,6	7,2	7,1
Bargeldumlauf	7,4	14,8	13,4	11,9	11,3	11,4	11,0
Täglich fällige Einlagen	40,0	10,2	9,8	9,5	7,0	6,5	6,4
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	38,1	5,9	6,8	8,4	9,5	9,8	10,0
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	17,4	6,5	9,7	15,2	19,8	20,9	21,6
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	20,7	5,3	4,6	3,7	2,4	2,2	1,8
M2	85,6	8,5	8,6	9,2	8,4	8,4	8,4
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	14,4	3,7	3,3	5,7	6,5	7,0	9,6
M3	100,0	7,8	7,8	8,7	8,2	8,2	8,5
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet		7,9	8,7	9,4	9,2	9,2	9,4
Kredite an öffentliche Haushalte		2,5	2,3	0,8	-1,0	-1,5	-1,6
Buchkredite an öffentliche Haushalte		0,0	0,8	0,3	-0,6	-0,8	-0,8
Kredite an den privaten Sektor		9,4	10,4	11,7	11,9	11,9	12,2
Buchkredite an den privaten Sektor		9,0	10,1	11,2	11,2	11,3	11,4
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)		9,5	8,8	8,8	8,6	8,6	8,7

Quelle: EZB.

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

schreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren weiter an. Die Nachfrage nach diesen Instrumenten dürfte auf ein charakteristisches Merkmal einiger kurzfristiger Schuldtitel zurückzuführen sein, nämlich die Anbindung der Rendite an den kurzfristigen Zinssatz, welche in Zeiten steigender Zinsen verlockend sein kann. Außerdem nahmen die Zwölfmonatsraten der Repogeschäfte und Geldmarktfondsanteile zu, wenngleich die Volatilität dieser Zeitreihen auf monatlicher Basis relativ hoch sein kann.

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen bei und der Repogeschäfte mit MFIs (des am weitesten gefassten Aggregats von M3-Komponenten, das sich nach Haltergruppen aufschlüsseln lässt) nahm im September zu. Diese Zunahme war bei allen Sektoren zu beobachten, spiegelte jedoch insbesondere höhere Beiträge der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der nichtmonetären Finanzinstitute wider.

HAUPTGEGENPOSTEN ZU M3

Bei den Gegenposten erhöhte sich die Vorjahrsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor von 11,3 % im August auf 11,4 % im September und erreichte damit den höchsten Stand seit Januar 1999. Die anhaltend hohe Nachfrage nach Buchkrediten spiegelt den Konjunkturaufschwung im Euroraum und die nach wie vor niedrigen Zinssätze wider. Die insgesamt gestiegene Buchkreditvergabe im September verschleiert indessen gegenläufige Entwicklungen bei den einzelnen Sektoren.

Die jährliche Wachstumsrate der Buchkreditvergabe an private Haushalte ging – wenn auch nur geringfügig – weiter zurück, und zwar von 9,2 % im August auf 9,1 % im September. Trotz der in den letzten Monaten verzeichneten Abschwächung war das Wachstum damit immer noch hoch. Der weitaus größte Anteil der Kreditaufnahme privater Haushalte entfiel dabei weiterhin auf die Wohnungsbaukredite, deren Zwölfmonatsrate im September bei 11,0 % lag (gegenüber 11,1 % im Vormonat; siehe Tabelle 2). Die rege Aufnahme von Wohnungsbaukrediten ist auf die im gesamten Eurogebiet anhaltend niedrigen Hypothekenzinsen und auf die vielerorts zu beobachtende

Tabelle 2 Buchkredite der MFIs an den privaten Sektor

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; nicht saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts ¹⁾	Jahreswachstumsraten					
		2005 Q4	2006 Q1	2006 Q2	2006 Q3	2006 Aug.	2006 Sept.
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	41,5	7,7	9,2	11,0	11,9	12,0	12,7
Bis zu 1 Jahr	29,7	5,2	6,7	8,4	9,2	9,2	10,5
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	18,3	8,5	11,5	15,8	19,0	19,5	20,6
Mehr als 5 Jahre	52,0	8,9	10,0	11,0	11,2	11,2	11,4
Private Haushalte²⁾	49,7	9,0	9,6	9,8	9,3	9,2	9,1
Konsumentenkredite ³⁾	13,1	7,8	8,2	8,2	8,5	8,4	8,3
Wohnungsbaukredite ³⁾	70,6	11,1	11,8	12,1	11,3	11,1	11,0
Sonstige Kredite	16,3	2,3	2,1	2,1	2,3	2,3	2,5
Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	1,0	29,3	32,9	41,2	36,7	34,3	37,1
Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute	7,8	14,1	16,2	19,0	17,2	19,3	17,2

Quelle: EZB.

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

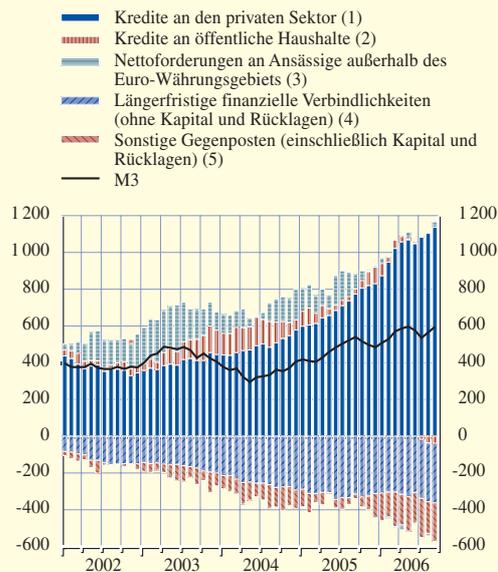
1) Stand am Ende des letzten Monats, für den Daten vorliegen. Buchkreditvergabe an die Sektoren in % der gesamten Buchkreditvergabe der MFIs an den privaten Sektor; Aufgliederung nach Laufzeiten und Verwendungszweck in % der MFI-Buchkredite an den jeweiligen Sektor. Differenzen in den Summen durch Runden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

2) Entspricht der Definition im ESVG 95.

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

Abbildung 5 Gegenposten zu M3

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



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.

dynamische Immobilienmarktentwicklung zurückzuführen. Allerdings berichteten Banken in der im Oktober 2006 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft per saldo von Anzeichen für eine nachlassende Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten. Was die Angebotsseite anbelangt, so mehren sich laut der Umfrage die Bedenken über die Aussichten für den Wohnungsmarkt. Dies führte auch zu einer Verschärfung der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an private Haushalte (siehe Kasten 2). Die jährliche Zuwachsrates der Konsumentenkredite ging im September auf 8,3 % zurück (nach 8,4 % im Vormonat); sie liegt damit aber immer noch nahe an ihrem im Juli erreichten Höchststand von 8,7 %, dem höchsten Niveau seit Ende 1999.

Im Gegensatz zu den Buchkrediten an private Haushalte erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im September weiter auf 12,7 %. Damit hat sich der seit Anfang 2004 beobachtete Aufwärtstrend fortgesetzt. Der erneute Anstieg war bei fast allen Kreditlaufzeiten zu beobachten; darin spiegeln sich wahrscheinlich die allgemeinen Auswirkungen des Konjunkturaufschwungs und die günstigen Au-

ßenfinanzierungsbedingungen wider, wengleich die Fremdfinanzierungskosten in den letzten Monaten einen gewissen Anstieg verzeichneten. Die im Oktober 2006 durchgeführte Umfrage zum Kreditgeschäft lässt darauf schließen, dass ein stärkeres Wachstum der Anlageinvestitionen, eine gestiegene Lagerhaltung sowie (wenn auch in geringerem Umfang als in früheren Umfragen) Fusionen und Übernahmen für die starke Nachfrage nach Buchkrediten durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verantwortlich sind.

Bei der Gesamtkreditvergabe der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich die Zwölfmonatsrate im September gegenüber dem Vormonat geringfügig. Dahinter verbergen sich eine weitere Abschwächung der jährlichen Zuwachsrates der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte und ein erneuter Anstieg des Wachstums der Kreditvergabe an den privaten Sektor. Das stärkere Engagement der MFIs gegenüber dem privaten Sektor spiegelt sich somit nicht nur in der höheren Kreditvergabe an den privaten Sektor, sondern auch im gestiegenen Erwerb von Wertpapieren dieses Sektors durch MFIs wider.

Bei den übrigen Gegenposten zu M3 blieb die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im September nahezu unverändert bei 8,7 %. Im Zwölfmonatszeitraum bis September nahmen die Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets um 30 Mrd € zu, nachdem sie Ende August im Vorjahresvergleich um 11 Mrd € zurückgegangen waren (siehe Abbildung 5). Die jährlichen Zuflüsse bei der Netto-Auslandsposition der MFIs blieben damit gering, wengleich die Verände-

zung gegenüber August impliziert, dass sie einen etwas größeren Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum leisteten.

Fasst man die Entwicklungen der Gegenposten zu M3 zusammen, so waren weiterhin vor allem das niedrige Zinsniveau und die verbesserte Konjunkturlage für die starke MFI-Buchkreditvergabe an den privaten Sektor verantwortlich. Die Netto-Auslandsposition wirkte sich hingegen nur marginal auf die Jahreswachstumsrate von M3 aus; dies lässt sich an den weitgehend ausgeglichenen Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Euroraums ablesen. Damit wird die Einschätzung bestätigt, dass das kräftige Geldmengenwachstum derzeit hauptsächlich durch binnenwirtschaftliche Faktoren gestützt wird.

In Kasten 3 werden Fragen beleuchtet, die mit der Konstruktion weltweiter Geldmengenaggregate zur Analyse globaler Entwicklungen zusammenhängen.

Kasten 2

ERGEBNISSE DER IM OKTOBER 2006 DURCHFÜHRTEN UMFRAGE ZUM KREDITGESCHÄFT IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

In diesem Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse der im Oktober 2006 vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet beschrieben.¹ Im dritten Quartal 2006 blieben die Richtlinien für die Gewährung von Unternehmenskrediten den Angaben der Banken zufolge per saldo² weitgehend unverändert und setzten somit den Vorquartals-trend fort. Gleichzeitig meldeten die Banken im dritten Quartal eine deutlich positive Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten³, obwohl diese leicht unter dem für das Vorquartal gemeldeten Ergebnis lag. Für das vierte Quartal 2006 erwarten die Banken, dass die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten sehr stabil bleibt und vor dem Hintergrund unveränderter Richtlinien für die Kreditvergabe sogar zunimmt. Den Banken zufolge tragen inzwischen hauptsächlich die Finanzierungsbedürfnisse, die in engem Zusammenhang mit dem Niveau der Konjunktur stehen, zu der positiven Nettonachfrage nach Krediten bei.

Auch mit Blick auf die Privathaushalte meldeten die Banken bei der Vergabe von Wohnungsbaukrediten im dritten Quartal 2006 weitgehend unveränderte Richtlinien. Diese Entwicklung, die per saldo der Lockerung der Kreditrichtlinien der letzten zwei Quartale folgt, spiegelt teilweise eine vorsichtigere Einschätzung der Aussichten für den Wohnungsmarkt wider. Im gleichen Zeitraum ging die Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten an Privathaushalte nach Einschätzung der Banken weiter zurück und wies erstmals seit Beginn der Umfrage zum Kreditgeschäft im April 2003 einen negativen Wert auf. Diese negative Nettonachfrage dürfte sich auch im letzten Quartal 2006 durchgehend fortsetzen. Die Banken planen, die Richtlinien für Wohnungsbaukredite an Privathaushalte auch im letzten Vierteljahr 2006 weitgehend unverändert zu lassen.

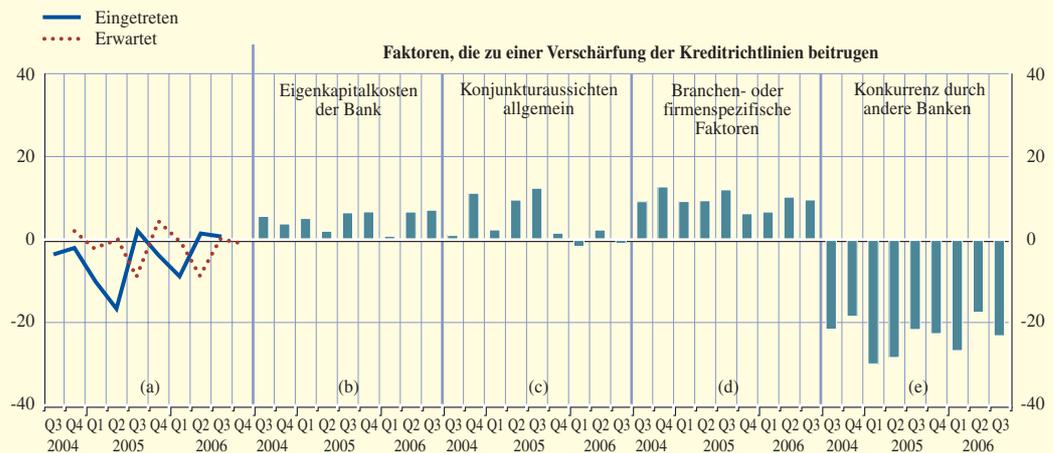
1 Eine ausführliche Analyse der Ergebnisse der im Oktober 2006 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet wurde am 3. November dieses Jahres veröffentlicht und kann auf der Website der EZB abgerufen werden.

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 2006 zu ihren Erwartungen für das vierte Quartal 2006 befragt.

Bei den Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte war im dritten Quartal 2006 per saldo eine Lockerung zu beobachten, die von ihrem Ausmaß her der Lockerung im Vorquartal entsprach und sich den Erwartungen zufolge auch im letzten Quartal 2006 fortsetzen wird. Die Nettonachfrage nach Konsumentenkrediten ging im Vergleich mit dem Vorquartal leicht zurück, war aber nach wie vor sehr robust; es wird erwartet, dass sie im letzten Quartal 2006 ansteigen wird.

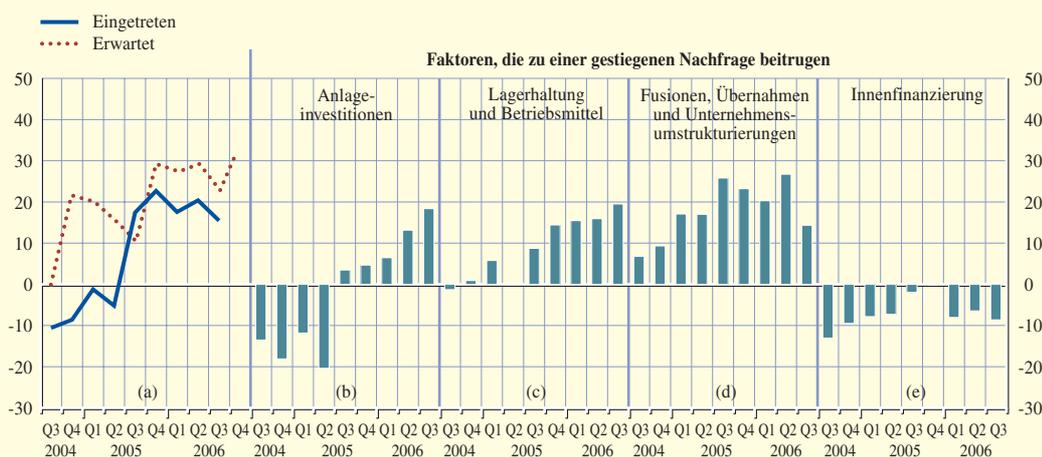
Unternehmenskredite (inklusive Kreditlinien)

Kreditrichtlinien: Für das dritte Quartal 2006 meldeten die Banken, dass die Richtlinien für Unternehmenskredite (inklusive Kreditlinien) gegenüber dem Vorquartal per saldo weitgehend unverändert bei 1 % lagen, verglichen mit 2 % im Vorquartal (siehe Abbildung A, Grafik (a)). Die Ergebnisse für die letzten zwei Quartale bestätigen, dass sich die Kreditkonditionen während der letzten Quartale trotz einer gewissen kurzfristigen Volatilität kaum verändert haben. Darüber hinaus planen die Banken, auch die Richtlinien zur Kreditvergabe an Kapitalgesellschaften im nächsten Quartal unverändert zu lassen.

Dieser Entwicklung lag der Wettbewerbsdruck zugrunde, der wie in den Vorquartalen zu einer Lockerung der Kreditrichtlinien beitrug (siehe Abbildung A, Grafik (e)). Andererseits steuerten per saldo sowohl branchen- bzw. firmenspezifische Faktoren als auch höhere Eigenkapitalkosten der Banken nach wie vor ihren Teil zu einer Verschärfung der Kreditrichtlinien bei (siehe Abbildung A, Grafik (b) und (d)). Was die Kreditkonditionen angeht, so lockerten die Banken die Richtlinien teilweise durch niedrigere Sicherheitserfordernisse, in erster Linie jedoch durch eine Verringerung der Margen für durchschnittliche Kredite, wenngleich diese schwächer ausfiel als im Vorquartal. Wie bereits in früheren Quartalen konnte per saldo eine Erhöhung der Margen für risikoreichere Kredite beobachtet werden, die wahrscheinlich auf die als höher

Abbildung B Veränderungen der Nachfrage nach Krediten an Unternehmen
(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 2006 zu ihren Erwartungen für das vierte Quartal 2006 befragt.

wahrgenommenen Risiken in Bezug auf die branchen- bzw. firmenspezifischen Aussichten zurückzuführen ist.

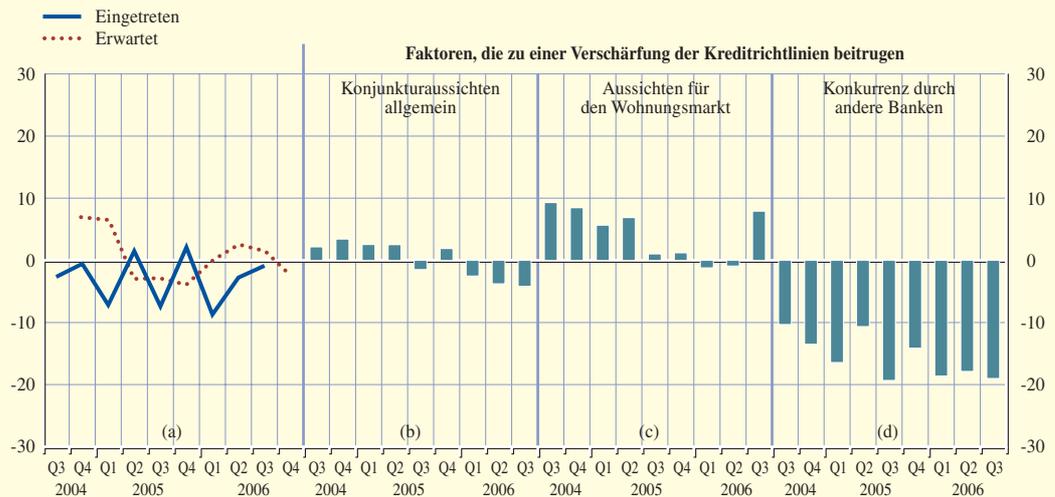
Nach der Größe der Kreditnehmer betrachtet blieben die Kreditrichtlinien für Großunternehmen per saldo weitgehend unverändert, während sie für kleine und mittlere Unternehmen etwas gelockert wurden. Was die Laufzeiten anbelangt, veränderten sich die Kreditrichtlinien per saldo sowohl für kurz- als auch für langfristige Kredite im Vergleich zum Vorquartal kaum.

Kreditnachfrage: Wie schon in den vorhergehenden vier Umfragen fiel die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten in der Umfrage für das dritte Quartal 2006 sehr kräftig aus, wenngleich sie etwas schwächer war als in der Umfrage vom Juli 2006 (16 % im Oktober nach 20 % im Juli 2006; siehe Abbildung B, Grafik (a)). Es wird davon ausgegangen, dass die Nettonachfrage nach Krediten auch im vierten Quartal dieses Jahres weiter steigt. Nach der Größe der Kreditnehmer betrachtet bleibt die Nettonachfrage von kleinen und mittleren Unternehmen größer (21 %) als die von großen Unternehmen (15 %) und befindet sich damit für beide Größenkategorien fast auf dem Niveau des Vorquartals.

Den Banken zufolge tragen inzwischen hauptsächlich die Finanzierungsbedürfnisse, die in engem Zusammenhang mit dem Niveau der Konjunktur stehen (also im Hinblick auf Lagerhaltung, Betriebsmittel und Anlageinvestitionen), zu der positiven Nettonachfrage nach Krediten bei (siehe Abbildung B, Grafik (b) und (c)). Es handelt sich dabei um die Fortsetzung eines Trends, der im dritten Quartal 2005 begonnen hatte. Gleichzeitig haben andere Faktoren, die eher finanzieller Natur sind – z. B. Finanzierungsbedürfnisse im Zusammenhang mit Fusions- und Übernahmeaktivitäten sowie Umschuldungsverfahren – weiter zur Nettonachfrage nach Krediten beigetragen, obwohl ihre Bedeutung im Vergleich mit früheren Quartalen nachgelassen hat (siehe Abbildung B, Grafik (d)). Ein stärkerer Rückgriff auf alternative Finanzierungs-

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

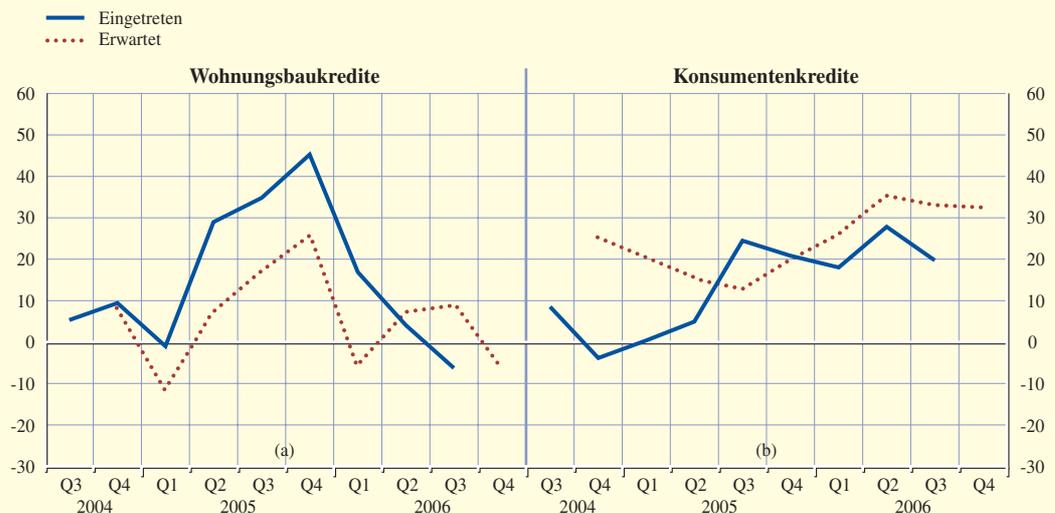
(prozentualer Saldo)



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 2006 zu ihren Erwartungen für das vierte Quartal 2006 befragt.

Abbildung D Veränderungen der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten und Konsumentenkrediten an private Haushalte

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ und der Summe der Angaben unter „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ dar. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind die aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechneten prozentualen Salden. So wurden die Banken beispielsweise in der Oktober-Umfrage 2006 zu ihren Erwartungen für das vierte Quartal 2006 befragt.

formen – in erster Linie die Innenfinanzierung – hat sich unterdessen zum Teil in einer mäßigeren Entwicklung der Nettonachfrage niedergeschlagen (siehe Abbildung B, Grafik (e)).

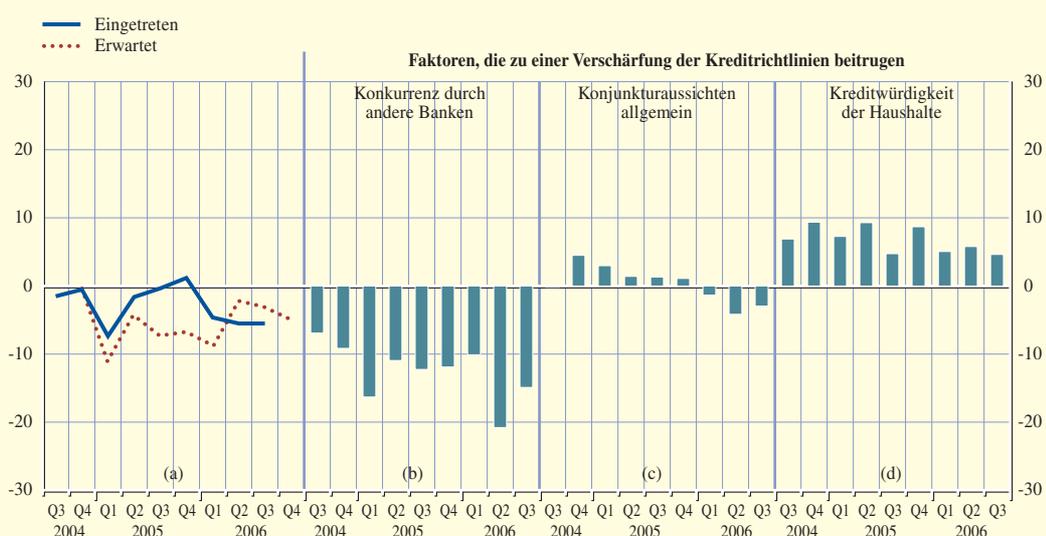
Wohnungsbaukredite an private Haushalte

Kreditrichtlinien: Die Banken ließen die Richtlinien für Wohnungsbaukredite im dritten Quartal 2006 weitgehend unverändert und beabsichtigen, sie auch im letzten Quartal des Jahres nicht zu verändern. Dem steht per saldo eine Lockerung in den ersten zwei Quartalen 2006 gegenüber (siehe Abbildung C, Grafik (a)). Wie schon in den bisherigen Quartalen war für die gelockerten Kreditrichtlinien der Wettbewerb zwischen den Banken ausschlaggebend (siehe Abbildung C, Grafik (d)). Gleichzeitig trugen die Aussichten für den Wohnungsmarkt entscheidend zu einer Verschärfung der Kreditrichtlinien bei (siehe Abbildung C, Grafik (c)). Die Margen für durchschnittliche Kredite wurden per saldo gelockert (wenngleich in geringerem Maß als in den vorangegangenen Quartalen). Die Beleihungsgrenzen und längeren Kreditlaufzeiten trugen ebenfalls zu einer Lockerung bei. Die Margen für risikoreichere Kredite wurden dagegen per saldo gestrafft.

Kreditnachfrage: Die Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten an Privathaushalte nahm weiter ab und wies im dritten Quartal 2006 einen negativen Wert auf; sie ging von 4 % im Juli auf -6 % im Oktober zurück. Die Banken rechnen auch für das vierte Quartal 2006 mit einer Nettonachfrage von -6 % (siehe Abbildung D, Grafik (a)). Sowohl eine Verschlechterung der Aussichten für den Wohnungsmarkt als auch Kredite von anderen Banken und eine Abnahme der Wirkung von außerhalb des Wohnungsbaus getätigten Konsumausgaben förderten diesen

Abbildung E 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 2006 zu ihren Erwartungen für das vierte Quartal 2006 befragt.

Nettorückgang der Kreditnachfrage. Seit Beginn der Umfrage zum Kreditgeschäft ist dies das erste Mal, dass die Aussichten für den Wohnungsmarkt die Nettokreditnachfrage nicht begünstigt haben. Jedoch trugen das Verbrauchervertrauen und die Ersparnisse der privaten Haushalte bis zu einem gewissen Grad positiv zur Nettonachfrage nach Krediten bei.

Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte

Kreditrichtlinien: Im dritten Quartal 2006 wurden die Kreditrichtlinien für die Gewährung von Konsumenten- und anderen Krediten an Privathaushalte per saldo gelockert und beliefen sich wie im Vorquartal auf -6 % (siehe Abbildung E, Grafik (a)). Es wird erwartet, dass sie sich im nächsten Quartal auf diesem Niveau halten. Zu den Faktoren, die per saldo zur Lockerung der Kreditrichtlinien beitrugen, gehören sowohl der Konkurrenzdruck durch andere Banken und Nichtbanken als auch leicht günstigere Konjunkturaussichten (siehe Abbildung E, Grafik (b) und (c)). Der Nettobeitrag dieser beiden Faktoren fiel jedoch geringer aus als im vorherigen Quartal. Was die Kreditkonditionen betrifft, kam die Lockerung der Kreditrichtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte vor allem in veränderten Margen für durchschnittliche Kredite zum Ausdruck. So wurden insbesondere die Margen für durchschnittliche Kredite erheblich gelockert, während sie für risikoreichere Kredite per saldo weiter gestrafft wurden. Die anderen Konditionen veränderten sich im Großen und Ganzen verglichen mit dem Vorquartal kaum, außer im Hinblick auf die Fristigkeiten der Kredite, die etwas zur Lockerung beitrugen.

Kreditnachfrage: Die Banken meldeten, dass die Nettonachfrage nach Konsumentenkrediten nach wie vor sehr positiv ausfiel, wenngleich sie im dritten Quartal 2006 leicht nachgab und von 28 % im Juli auf 20 % zurückging (siehe Abbildung D, Grafik (b)). Hauptauslöser für diese kräftige positive Nettonachfrage nach Konsumentenkrediten waren nach wie vor das Verbrauchervertrauen, die Ersparnisse der Privathaushalte und die Ausgaben für Gebrauchsgüter, wenngleich der Beitrag Letzterer deutlich abnahm (von 30 % im zweiten Quartal auf 13 % im Oktober).

Kasten 3

GELDMENGENAGGREGATE: WELTWEITE TRENDS UND KONZEPTIONELLE FRAGEN

Als in der Zeit von 2001 bis Mitte 2003 eine erhöhte finanzielle, wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheit herrschte, war weltweit ein starkes Geldmengenwachstum zu beobachten, da die Anleger angesichts der Volatilität der Finanzmärkte monetäre Anlagen als sichere Investitionsmöglichkeit bevorzugten. Nachdem die Unsicherheit abgeklungen war, wuchs die Geldmenge weltweit wieder langsamer. Im Monatsbericht vom Januar 2004 wurde in Kasten 1 (Weltweite Trends bei den Geldmengenaggregaten in den vergangenen Jahren) das globale Geldmengenwachstum anhand einer Messgröße analysiert, die aus den weit gefassten – und mithilfe von Kaufkraftparitätenwechselkursen in Euro umgerechneten – Geldmengenaggregaten von fünf großen industrialisierten Wirtschaftsräumen (Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten, Japan, das Vereinigte Königreich und Kanada) konstruiert wurde. Die Konstruktion eines globalen monetären Aggregats wirft einige methodische Fragen auf, wie: Sollte der Schwerpunkt auf weit gefassten oder eng gefassten Geldmengenaggregaten liegen? Welche

Volkswirtschaften sollten mit einbezogen werden? Sollte die Umrechnung in eine einheitliche Währung anhand von Kaufkraftparitäten- oder Marktwechsellkursen erfolgen? Der vorliegende Kasten enthält einen Vergleich der verschiedenen Konzepte für die Konstruktion von Messgrößen für weltweite Geldmengen.

Wie wirkt sich die Verwendung eng gefasster statt weit gefasster Geldmengenaggregate aus?

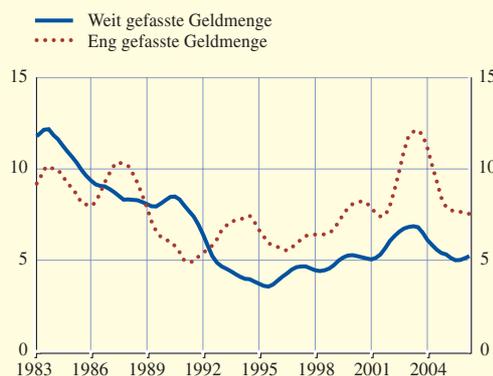
Eine Messgröße der weltweiten Geldmenge lässt sich anhand eng gefasster monetärer Aggregate, die im Allgemeinen Banknoten und Münzen sowie sehr liquide (z. B. täglich fällige) Einlagen umfassen, oder mithilfe weit gefasster monetärer Aggregate, zu denen auch weniger liquide Einlagen und marktfähige Finanzinstrumente zählen, konstruieren. Die weit gefassten Geldmengenaggregate bilden das Geldmengenwachstum in den einzelnen Wirtschaftsräumen in der Regel stabiler und wohl auch präziser ab, da sie auch wichtige Substitutionsprozesse zwischen den unterschiedlichen monetären Anlageformen erfassen. Andererseits kann eine Bevorzugung eng gefasster Geldmengenaggregate den Vorteil haben, dass deren Komponenten bei einem Vergleich der einzelnen Volkswirtschaften üblicherweise homogener sind und sich eine globale Messgröße daher eindeutiger interpretieren lässt.

Das Wachstum des im Januar 2004 vorgestellten weit gefassten globalen Geldmengenaggregats beschleunigte sich Ende der Achtzigerjahre rapide und verlangsamte sich dann bis Mitte der Neunzigerjahre auf eine Jahresrate von unter 4 % (siehe Abbildung A). In der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre belebte sich das Geldmengenwachstum vor dem Hintergrund eines kräftigen Wirtschaftswachstums allmählich und beschleunigte sich dann in der Zeit von 2001 bis Mitte 2003 in einem Umfeld erhöhter wirtschaftlicher und finanzieller Unsicherheit erneut stark. Seit 2003 bewegt es sich wieder ungefähr auf dem Ende der Neunzigerjahre beobachteten Niveau.

Eine entsprechende Messgröße der globalen Geldmenge, die anhand eng gefasster monetärer Aggregate konstruiert wurde, weist insbesondere seit Mitte der Neunzigerjahre im Großen und Ganzen ein ähnliches Verlaufsmuster wie die weit gefasste Messgröße auf. Der von 2001 bis 2004 stärker buckelförmige Verlauf der eng gefassten Messgröße spiegelt unter anderem die Auswirkungen der Nullzinspolitik und des quantitativ gelockerten geldpolitischen Kurses der japanischen Zentralbank wider, die Japans Beitrag zum globalen Wachstum der eng gefassten Geldmenge wesentlich beeinflussten.

Abbildung A Weltweites Wachstum der weit gefassten und der eng gefassten Geldmenge

(Veränderung gegen Vorjahr in %; gleitender Zweijahresdurchschnitt; Quartalswerte)



Quellen: EZB, Eurostat, BIZ und OECD.
Anmerkung: Bei den Zeitreihen handelt es sich um die einfache Summe der entsprechenden Geldmengenaggregate in den Vereinigten Staaten, im Euro-Währungsgebiet, in Japan, im Vereinigten Königreich und in Kanada, die auf der Grundlage von kaufkraftparitätischen Wechselkursen in Euro umgerechnet wurden.

Wie wirkt sich die Einbeziehung von Schwellenländern aus?

Um die globale Geldmengenentwicklung sinnvoll erfassen zu können, muss eine entsprechende Messgröße die drei größten Währungsgebiete (Euroraum, Vereinigte Staaten und Japan) berücksichtigen, während die Betrachtung anderer Staaten bis zu einem gewissen Grad willkürlich ist. So kann der globale Geldmengentrend zurzeit stark von der Entwicklung in großen aufstrebenden Volkswirtschaften wie den so genannten BRIC-Ländern (Brasilien, Russland, Indien und China) geprägt sein. Doch auch wenn die Einbeziehung derartiger Volkswirtschaften die globale Messgröße dahingehend verbessert, dass sie auch die jüngere Entwicklung erfasst, so behindert das Fehlen aussagekräftiger historischer Zeitreihen für einige der Länder in der Regel die Vergleichbarkeit dieser Messgröße im Zeitverlauf, so dass sich ihr Informationsgehalt insgesamt verringert. Dies wäre beispielsweise der Fall, wenn die Geldmengenaggregate Russlands oder Chinas für Zeiten, in den sie noch Planwirtschaften waren, mit einbezogen würden.

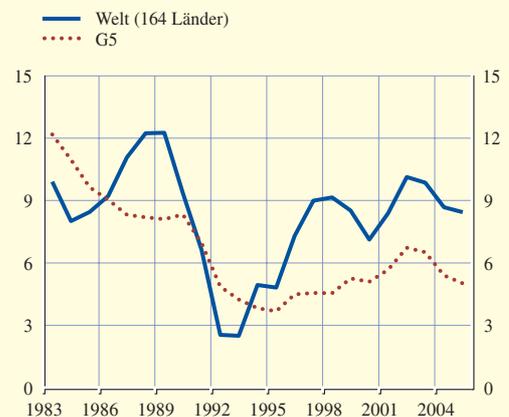
Vergleicht man die auf den fünf oben genannten großen Industrieländern (G5) beruhende Messgröße des globalen Wachstums der weit gefassten Geldmenge mit einer auf 164 Volkswirtschaften beruhenden Maßeinheit, so treten deutliche Unterschiede in der Höhe der Wachstumsraten zutage (siehe Abbildung B). Allerdings weist die längerfristige Entwicklung, insbesondere ab Ende der Neunzigerjahre, einen weitgehend ähnlichen Verlauf auf.

Wie wirkt sich die Verwendung von Marktwechselkursen statt kaufkraftparitätischen Wechselkursen bei der Umrechnung in eine einheitliche Währung aus?

Auf unterschiedliche Landeswährungen lautende Geldmengenaggregate lassen sich mithilfe von Kaufkraftparitäten- oder aber Marktwechselkursen in eine einheitliche Währung umrechnen.¹ Bei der Verwendung von Marktwechselkursen wird vorausgesetzt, dass alle monetären Aktiva auf dem Devisenkassamarkt in eine einheitliche Währung umgetauscht werden können. Allerdings bleibt hierbei die unterschiedliche Kaufkraft des Geldes in den einzelnen Ländern unberücksichtigt, sodass dies eher für die Verwendung von kaufkraftparitätischen Wechselkursen sprechen würde, die die Preisniveaunterschiede zwischen den einzelnen Wirtschafts-

Abbildung B Weltweites Wachstum der weit gefassten Geldmenge

(Veränderung gegen Vorjahr in %; gleitender Zweijahresdurchschnitt; Jahreswerte)



Quellen: EZB, Eurostat, IWF, BIZ und OECD.
Anmerkung: Bei „G5“ handelt es sich um die einfache Summe der weit gefassten Geldmengenaggregate in den Vereinigten Staaten, im Euro-Währungsgebiet, in Japan, im Vereinigten Königreich und in Kanada, die auf der Grundlage von kaufkraftparitätischen Wechselkursen in Euro umgerechnet wurden. Bei „Welt“ handelt es sich um die einfache Summe der weit gefassten Geldmengenaggregate in 164 Ländern, die auf der Grundlage von kaufkraftparitätischen Wechselkursen in Euro umgerechnet wurden.

¹ Die Zeitreihe für das Euro-Währungsgebiet für den Zeitraum vor 1999 beruht auf unwiderruflich festgelegten Umrechnungskursen. Denkbar wäre die Konstruktion eines globalen Aggregats anhand fester Wechselkurse zwischen den Währungen der berücksichtigten Volkswirtschaften.

räumen explizit berücksichtigen.² Herrschen in den betrachteten Volkswirtschaften weitgehend gleichartige monetäre Bedingungen vor, so ist der Beitrag dieser Methode zu einem globalen Aggregat in der Regel weniger volatil als bei der Verwendung von Marktwechselkursen.³ Der Grund für die Konstruktion globaler Geldmengenmessgrößen anhand von kaufkraftparitätischen Wechselkursen, insbesondere bei einer Beschränkung auf die G-5-Länder, liegt darin, dass der starke Einfluss des Wechselkurses auf die Entwicklung des Aggregats gemindert werden soll.

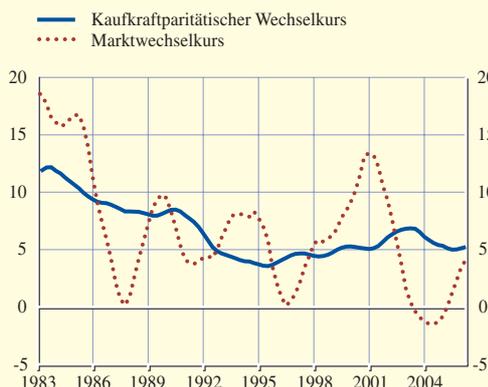
Abbildung C zeigt die Jahreswachstumsraten von Messgrößen, die anhand von Markt- sowie Kaufkraftparitätenwechselkursen konstruiert wurden. Es wird erkennbar, dass die Wachstumsrate des marktkursbasierten Geldmengenaggregats erheblich volatiler ist als jene des auf kaufkraftparitätischen Kursen basierten Aggregats. Die durchschnittliche Höhe des Wachstums ist hingegen weitgehend ähnlich.

Fazit

Messgrößen des weltweiten Geldmengenwachstums lassen sich mithilfe unterschiedlicher Konzepte für den geografischen Erfassungsgrad, die Definitionsbreite des Geldmengenaggregats bzw. die zur Umrechnung der monetären Daten in eine einheitliche Währung herangezogenen Wechselkurse konstruieren. Im vorliegenden Kasten wurde gezeigt, dass die Verwendung von eng gefassten statt weit gefassten monetären Aggregaten oder die Einbeziehung von Schwellen- neben Industrieländern zu Unterschieden in der Höhe des globalen Geldmengenwachstums führt, während der Wachstumsverlauf weitgehend ähnlich bleibt. Umgekehrt ergibt die Verwendung von Marktwechselkursen statt Kaufkraftparitätenkursen eine höhere Volatilität der weltweiten Geldmengenentwicklung, während die durchschnittliche Wachstumshöhe im Wesentlichen unverändert bleibt. Insgesamt kann daher das weit gefasste, anhand der Daten der G-5-Volkswirtschaften und Kaufkraftparitätenkurse konstruierte Geldmengenaggregat als eine stabile Näherungsgröße bei der Analyse der allgemeinen Ausrichtung der weltweiten Geldmengenentwicklung betrachtet werden.

Abbildung C Weltweites Wachstum der weit gefassten Geldmenge auf Grundlage unterschiedlicher Wechselkurse

(Veränderung gegen Vorjahr in %; gleitender Zweijahresdurchschnitt; Quartalswerte)



Quellen: EZB, Eurostat, BIZ und OECD.

Anmerkung: Bei den weltweiten Geldmengenaggregaten handelt es sich um die einfache Summe der entsprechenden Geldmengenaggregate in den Vereinigten Staaten, im Euro-Währungsgebiet, in Japan, im Vereinigten Königreich und in Kanada, die auf der Grundlage von kaufkraftparitätischen Wechselkursen oder von Marktwechselkursen in Euro umgerechnet wurden.

² Siehe auch EZB, Messung des Wachstums der Weltwirtschaft: Zur Rolle der Gewichtung, Kasten 1, Monatsbericht Juni 2006.

³ Ein Gegenbeispiel wäre der Fall, dass in den Volkswirtschaften Phasen einer hohen Inflation oder gar einer Hyperinflation mit entsprechend starken Abwertungen ihrer Währungen und hohen Geldmengenbeständen aufgetreten sind. Der Beitrag dieser hohen Geldmenge zur weltweiten Geldmengenentwicklung würde durch eine Umrechnung zu Marktwechselkursen automatisch geschmälert, durch eine kaufkraftbasierte Umrechnung hingegen überzeichnet.

2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

Die jährliche Zuwachsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen war im August 2006 weiterhin robust. Dieser Entwicklung lag ein verhältnismäßig kräftiges Jahreswachstum der von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften und – in geringerem Umfang – der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen zugrunde. Gleichzeitig blieb die Jahreswachstumsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten Schuldverschreibungen auf dem relativ niedrigen Niveau der letzten Monate. Die jährliche Zuwachsrate börsennotierter, von Ansässigen im Euroraum begebener Aktien blieb auf moderatem Niveau stabil.

SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Nach einem Stand von 7,1 % im Juli 2006 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen im August auf 7,3 % (siehe Tabelle 3). Dabei übertraf diese Rate bei den variabel verzinslichen langfristigen Schuldverschreibungen mit 15,6 % im August auch weiterhin deutlich diejenige bei den festverzinslichen Schuldverschreibungen (3,9 %). Etwas längerfristig betrachtet hat sich die Jahreswachstumsrate der variabel verzinslichen langfristigen Schuldverschreibungen jedoch gegenüber ihrem im Juni 2005 erreichten Höchststand von 22,1 % abgeschwächt. Im gleichen Zeitraum stieg die Vorjahrsrate der kurzfristigen Schuldverschreibungen, ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau, tendenziell an und erreichte im August 2006 einen Stand von 5,4 %. Insgesamt ergibt sich aus dieser Entwicklung, dass sich der Anteil variabel verzinslicher kurz- und langfristiger Emissionen am Nettoumsatz der Schuldverschreibungen von Januar bis August 2006 leicht auf 16 % bzw. 36 % erhöht hat; demgegenüber betrug der Anteil langfristiger Emissionen zu festen Zinssätzen im selben Zeitraum 41 %.

Die Aufgliederung nach Emittentengruppen zeigt, dass die Jahreswachstumsrate der Schuldverschreibungen, die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begeben wurden, im August auf

Tabelle 3 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet

Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €) 2006 Aug.	Jahreswachstumsraten ¹⁾					
		2005 Q3	2005 Q4	2006 Q1	2006 Q2	2006 Juli	2006 Aug.
Schuldverschreibungen	10 817	7,6	7,5	7,5	7,4	7,1	7,3
MFIs	4 396	10,0	9,2	8,9	9,2	8,3	8,5
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	1 058	19,4	21,7	25,6	26,7	26,6	28,2
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	630	2,3	3,5	3,4	3,7	5,1	3,9
Öffentliche Haushalte	4 733	4,5	4,3	3,7	3,0	2,7	3,1
<i>Darunter:</i>							
Zentralstaaten	4 434	4,0	3,8	3,2	2,5	2,2	2,5
Sonstige öffentliche Haushalte	300	12,2	12,3	11,8	11,4	11,6	12,0
Börsennotierte Aktien	5 536	1,1	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2
MFIs	959	2,7	2,2	1,2	1,5	1,9	1,6
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	594	2,5	3,1	3,4	2,2	1,5	1,5
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	3 983	0,6	0,7	0,9	0,9	1,0	1,1

Quelle: EZB.

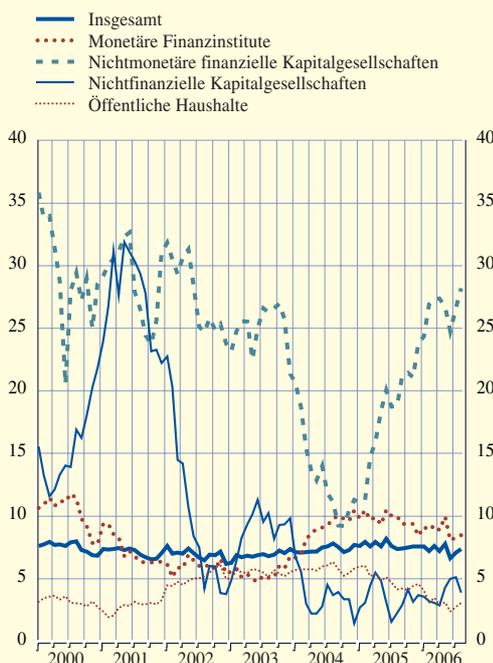
1) Einzelheiten finden sich im „Technischen Hinweis“ zu den Abschnitten 4.3 und 4.4 unter „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.

3,9 % abnahm (siehe Abbildung 7). Das in letzter Zeit beobachtete relativ moderate Wachstum – moderat insbesondere im Vergleich zur kräftigen Zunahme der von monetären Finanzinstituten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften vergebenen Kredite – dürfte zum Teil durch eine Umschichtung in der Außenfinanzierung im Zusammenhang mit einem erhöhten Angebot an Bankkrediten bedingt sein. Dies könnte insbesondere darauf zurückzuführen sein, dass Fusions- und Übernahmeaktivitäten eher durch Konsortialkredite von Banken als durch die Begebung von Unternehmensanleihen finanziert werden, wie es bereits bei der früheren, um die Jahrhundertwende zu beobachtenden Fusions- und Übernahmewelle festzustellen war. Im August betrug die Jahreswachstumsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten kurzfristigen Schuldverschreibungen -4,5 %, und bei den langfristigen Schuldverschreibungen ging sie auf 5,5 % zurück.

Die Jahreswachstumsrate der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen nahm weiter zu, und zwar von 8,3% im Juli auf 8,5% im Berichtsmonat. Blickt man weiter zurück, so hat sich das Wachstum der festverzinslichen Emissionen seit Mitte 2005 tendenziell etwas verstärkt, während sich die Dynamik bei den variabel verzinslichen Begebungen abgeschwächt hat. Die Jahreswachstumsrate der festverzinslichen Papiere bleibt jedoch niedriger als die der variabel verzinslichen Emissionen. Die jährliche Wachstumsrate der kurzfristigen Schuldverschreibungen ging zwar weiter zurück, blieb aber mit 13,7 % auf einem relativ hohen Niveau. Insgesamt dürfte das kräftige Wachstum der Begebung von Schuldtiteln durch den MFI-Sektor einen beträchtlichen

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

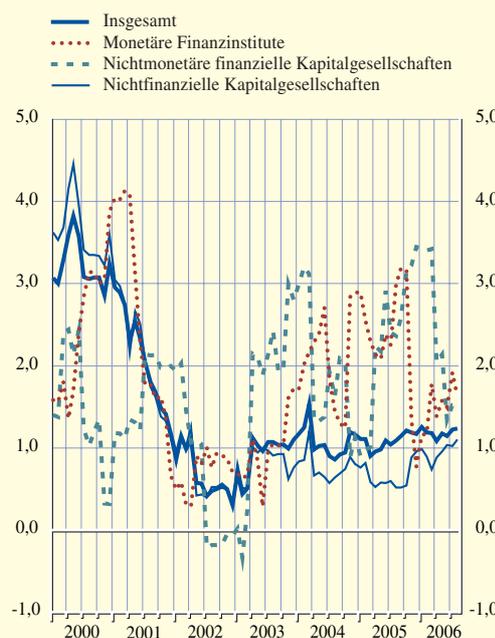
(Jahreswachstumsraten)



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.

Mittelbedarf widerspiegeln, der auf die robuste Zunahme der MFI-Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen ist.

Im August 2006 blieb die Jahreswachstumsrate der von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen mit 28,2 % sehr hoch. Dieses kräftige Wachstum ist zum Großteil darauf zurückzuführen, dass nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, MFIs und sonstige Finanzintermediäre ihre Fremdfinanzierung indirekt über nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften wie Finanzierungstöchter und Zweckgesellschaften absichern. Daher kann es sich bei der regen Emissionstätigkeit nichtmonetärer finanzieller Kapitalgesellschaften auch um Emissionen in Zusammenhang mit kreditfinanzierten Unternehmensübernahmen handeln, die sich im Verlauf des Jahres 2006 sehr stark entwickelten.

Die Jahreswachstumsrate der von öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen, die sich von 2,7 % im Juli leicht auf 3,1 % im August 2006 erhöhte, scheint ihren Abwärtstrend beendet und sich in etwa auf dem Anfang 2001 verzeichneten historischen Tiefstand eingependelt zu haben. Diese Entwicklung spiegelt im Wesentlichen den Verlauf des Jahreswachstums der von den Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen wider; dieses betrug im August 2,5 %. Die Emissionstätigkeit der sonstigen öffentlichen Haushalte nimmt nach wie vor bedeutend kräftiger zu; die Zwölfmonatsrate belief sich im August 2006 auf 12,0 %.

BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien blieb im August mit 1,2 % stabil. Eine Aufgliederung nach Emittentengruppen zeigt, dass die Vorjahrsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten börsennotierten Aktien, auf die rund drei Viertel des Umlaufs an börsennotierten Aktien entfallen, im Berichtsmonat gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert bei 1,1 % lag (siehe Abbildung 7). Die Jahreswachstumsrate der von MFIs begebenen börsennotierten Aktien verringerte sich nach einem Stand von 1,9 % im Juli auf 1,6 % im August.

2.3 GELDMARKTSÄTZE

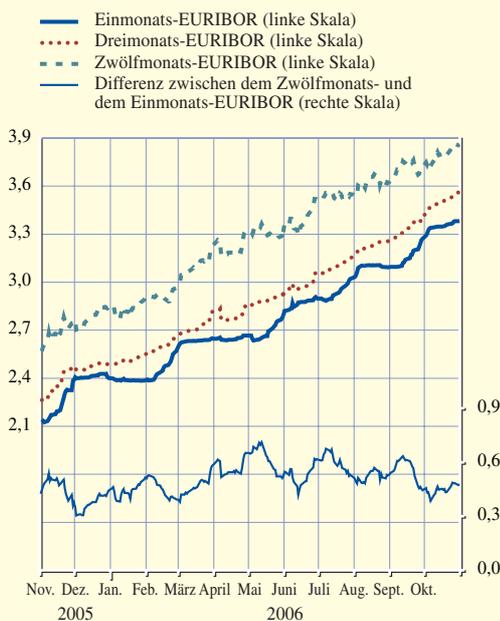
Im Oktober 2006 stiegen die Geldmarktsätze über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg, wobei sie im längerfristigen Bereich am stärksten zulegten. Infolgedessen nahm die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt im Berichtsmonat einen etwas steileren Verlauf an.

Im Zeitraum von Ende September bis zum 31. Oktober 2006 erhöhten sich die Zinssätze für Ein-, Drei-, Sechs- und Zwölfmonatsgeld, wobei die Zinsen am langen Ende des Laufzeitenspektrums am stärksten anzogen. Gegenüber Ende September nahmen die Zinssätze um 11, 15 bzw. jeweils 14 Basispunkte zu und lagen am 31. Oktober bei 3,38 %, 3,56 %, 3,70 % bzw. 3,86 %. Infolgedessen verlief die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt im Berichtszeitraum etwas steiler. Die Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR vergrößerte sich von Ende September bis zum 31. Oktober von 44 Basispunkten auf 48 Basispunkte (siehe Abbildung 8).

Die aus den Preisen der Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2006, März 2007 und Juni 2007 abgeleiteten Zinssätze lagen am 31. Oktober bei 3,71 %, 3,85 % bzw. 3,88 %. Gegenüber dem jeweiligen Stand von Ende August stiegen sie um 3, 6 bzw. 8 Basispunkte.

Abbildung 8 Geldmarktsätze

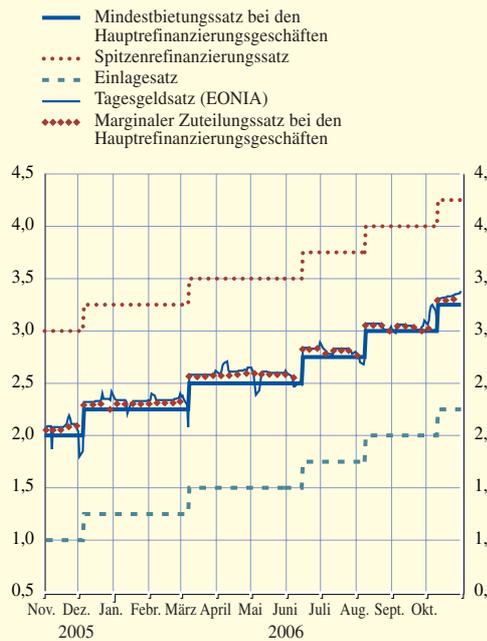
(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 9 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

Am Anfang der Erfüllungsperiode, die am 6. September begann, lag der EONIA bei 3,06 %, d. h. 6 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz. Zu Beginn der zweiten Woche dieser Erfüllungsperiode ging er dann jedoch zurück und lag am 22. September nur noch 1 Basispunkt über dem Mindestbietungssatz. Angesichts der Ergebnisse, die bei der Verringerung des Spreads zwischen dem EONIA und dem Mindestbietungssatz während der letzten Monate erzielt wurden, und um das Risiko einer Unterbietung bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems zu verringern, beschloss die EZB, ihre Zuteilungsbeträge ab dem am 26. September durchgeführten wöchentlichen Tendergeschäft wieder mit dem Benchmark-Betrag in Einklang zu bringen. In den folgenden Tagen stieg der EONIA und erreichte am 6. Oktober einen Höchststand von 3,25 %. Am 10. Oktober, dem letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, ging er auf 3,09 % zurück, nachdem die EZB die Durchführung einer Feinsteuerungsoperation beschlossen hatte, durch die ein Betrag von 9,5 Mrd € zur Wiederherstellung einer ausgeglicheneren Liquiditätslage am Geldmarkt zur Verfügung gestellt wurde. Zu Beginn der folgenden Reserveerfüllungsperiode stieg der EONIA auf 3,31 % und lag damit 6 Basispunkte über dem neuen, nach der Leitzinserhöhung des EZB-Rats festgelegten Mindestbietungssatz. Ab der zweiten Woche begann der EONIA zu steigen und erreichte am 31. Oktober aufgrund des Ultimoeffekts 3,38 %.

Bei den ersten beiden Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems der am 11. Oktober beginnenden Erfüllungsperiode beliefen sich der marginale Zuteilungssatz und der gewichtete Durchschnittssatz auf 3,29 % bzw. 3,30 %; sie lagen damit 4 bzw. 5 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz. Bei dem am 25. Oktober durchgeführten Geschäft stiegen diese beiden Sätze um jeweils 1 Basispunkt. Beim Hauptrefinanzierungsgeschäft vom 31. Oktober, also dem letzten Ge-

schäft der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, erhöhten sich die beiden Sätze um jeweils einen weiteren Basispunkt auf 3,31 % bzw. 3,32 %.

Bei dem längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems, das am 25. Oktober abgewickelt wurde, betragen der marginale Zuteilungssatz und der gewichtete Durchschnittssatz 3,48 % bzw. 3,50 %. Diese Tendersätze lagen somit 6 bzw. 4 Basispunkte unter dem zu diesem Zeitpunkt geltenden Dreimonats-EURIBOR.

2.4 ANLEIHEMÄRKTE

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten blieben im Oktober weitgehend unverändert, obwohl im Laufe des Monats relativ große Schwankungen verzeichnet wurden. Gleichzeitig veränderten sich die Inflationserwartungen und die damit verbundenen Risikoprämien – gemessen an den langfristigen Breakeven-Inflationsraten – kaum. Die jüngste Entwicklung der Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten, die offenbar vor allem von einer geänderten Einschätzung der Marktteilnehmer bezüglich der künftigen Konjunkturentwicklung bestimmt war, beeinflusste auch die Anleiherenditen im Euroraum.

Trotz relativ großer Schwankungen im Laufe des Monats Oktober blieben die Renditen langfristiger Staatsanleihen beiderseits des Atlantiks weitgehend unverändert, was den seit Anfang Juli beobachteten Trend sinkender nominaler und realer Renditen bei den langfristigen Anleihen zum Erliegen brachte (siehe Abbildung 10). Was die Vereinigten Staaten betrifft, so schienen sich die Bedenken der Anleger im Hinblick auf eine Konjunkturabschwächung in den ersten beiden Oktoberwochen abzuschwächen, wobei dies möglicherweise eine Reaktion auf die deutliche Aufwärtskorrektur der US-amerikanischen Beschäftigungszahlen war. Doch gegen Ende des Monats keimte die Besorgnis aufgrund der Veröffentlichung von Daten über das Wirtschaftswachstum, die hinter den Erwartungen der Marktteilnehmer zurückblieben, erneut auf. Im Eurogebiet wurde die etwas optimistischere Marktmeinung hinsichtlich der Wirtschaftsentwicklung offenbar durch die positive Entwicklung der aus Umfragen gewonnenen Indikatoren und der Daten zur Industrieproduktion in den größten Ländern des Euroraums gestützt.

Insgesamt erhöhten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet von Ende September bis zum 31. Oktober 2006 um rund 5 Basispunkte auf zuletzt 3,8 %. In den Vereinigten Staaten sanken die Renditen langfristiger Anleihen im selben Zeitraum um rund 5 Basispunkte, wobei zehnjährige Staatsanleihen am 31. Oktober mit rund 4,7 % rentierten. In Japan dagegen stiegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen gegenüber Ende September leicht an und lagen zum Ende des Berichtszeitraums bei rund 1,7 %. Die implizite Volatilität an den Anleihenmärkten deutet darauf hin, dass die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der kurzfristigen Aussichten an den Anleihenmärkten sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten abgenommen hat.

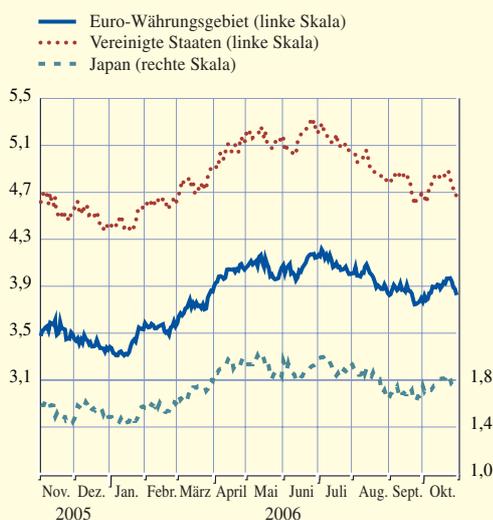
In den Vereinigten Staaten war der in den ersten beiden Oktoberwochen beobachtete Anstieg der Renditen langfristiger Staatsanleihen höheren realen Renditen zuzuschreiben, die stärker stiegen als die nominalen Renditen. Die Zunahme sowohl der realen als auch der nominalen Renditen hängt wahrscheinlich ihrerseits zu einem beträchtlichen Teil mit einer Datenveröffentlichung Anfang Oktober zusammen, die eine deutliche Korrektur der US-amerikanischen Beschäftigungszahlen nach oben beinhaltete. Am 25. Oktober beschloss der Offenmarktausschuss der US-Noten-

bank im Einklang mit den Markterwartungen, seinen Zielzinssatz für Tagesgeld unverändert zu lassen. Die begleitende Pressemitteilung führte bei den Anleiherenditen über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg zu einem leichten Rückgang. Eine Datenveröffentlichung vom 27. Oktober, der zufolge das BIP-Wachstum im dritten Quartal hinter den Markterwartungen zurückblieb, trug ebenfalls dazu bei, den zuvor verzeichneten Anstieg bei den Anleiherenditen umzukehren. Die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer und die damit verbundenen Risikoprämien gingen im Oktober, gemessen an den Breakeven-Inflationsraten, in den Vereinigten Staaten insbesondere für mittelfristige Anlagehorizonte leicht zurück, während die Renditen indexgebundener Anleihen insgesamt geringfügig zulegten.

Im Euroraum erhöhten sich die Renditen von Staatsanleihen geringfügig, was bei den zehnjährigen Anleihen zu einer leichten Abnahme des zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum bestehenden Renditeabstands führte. In dem im Eurogebiet zunächst verzeichneten Anstieg der nominalen Anleiherenditen schlug sich vor allem eine Zunahme der Realrenditen nieder, die vor dem Hintergrund solider Ergebnisse der Industrieproduktion in den größten Ländern des Euroraums zu sehen war. Aus Umfragen gewonnene Indikatoren des Geschäfts- und Verbrauchervertrauens, die etwas besser ausfielen als von den Marktteilnehmern erwartet, stützten die Aufwärtsentwicklung der Anleiherenditen ebenfalls. Darüber hinaus trug ein mäßiges Anziehen der Markterwartungen bezüglich der künftigen Kurzfristzinsen zum Aufwärtsdruck auf die Renditen langfristiger Anleihen bei. Im Gefolge der Entwicklung in den Vereinigten Staaten wurde der zuvor verzeichnete Anstieg der Anleiherenditen in der letzten Oktoberwoche jedoch nahezu vollständig ausgeglichen.

Abbildung 10 Renditen langfristiger Staatsanleihen

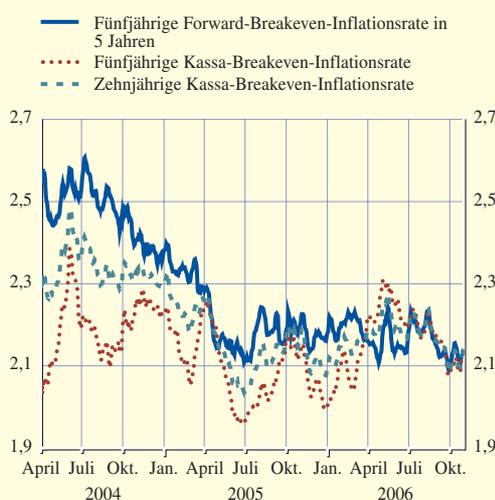
(in % p. a.; Tageswerte)



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

Abbildung 11 Nullkupon-Kassa- und Forward-Breakeven-Inflationsraten

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



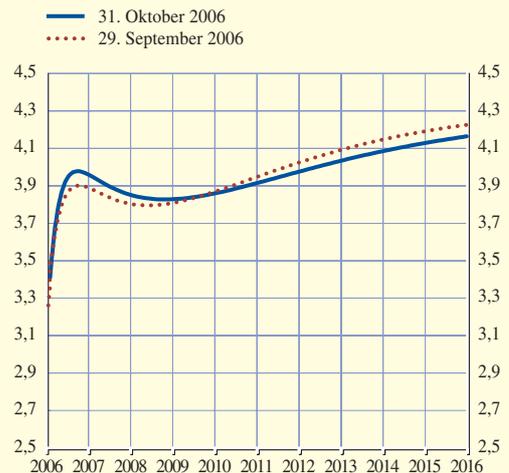
Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

Die fünfjährige Forward-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren, eine Messzahl für die längerfristigen Inflationserwartungen und die damit verbundenen Risikoprämien, blieb weitgehend unverändert und bewegte sich nach wie vor innerhalb einer engen Bandbreite von 2 % bis 2,25 % (siehe Abbildung 11). Trotz des neuerdings beobachteten Rückgangs der HVPI-Inflation im Euroraum blieb auch die fünfjährige Kassa-Breakeven-Inflationsrate weitgehend unverändert.

Die Veröffentlichung allgemein günstiger Konjunktur- und Geschäftsklimadaten im Euroraum dürfte dazu beigetragen haben, dass sich die implizite Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld bei den kurz- bis mittelfristigen Horizonten nach oben verschob (siehe Abbildung 12). Der Beschluss des EZB-Rats vom 5. Oktober, die Leitzinsen um 25 Basispunkte anzuheben, der am Markt weitgehend vorweggenommen worden war, wirkte sich dagegen nur begrenzt auf die Zinsstruktur aus.

Abbildung 12 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB-Schätzungen und Reuters.

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 in Kasten 4 des Monatsberichts vom Januar 1999 dargelegt. Die in der Schätzung verwendeten Daten sind aus Swaps ermittelte Nullkuponsätze.

2.5 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

Die meisten MFI-Zinsen setzten im August 2006 ihren Aufwärtstrend fort, wobei sie nach wie vor ein relativ niedriges Niveau aufwiesen.

Die kurzfristigen MFI-Zinsen zogen im August 2006 gegenüber dem Vormonat allgemein an. In der Mehrzahl stiegen sie in etwa derselben Größenordnung wie die vergleichbaren Geldmarktsätze (siehe Tabelle 4 und Abbildung 13). Eine Ausnahme bildeten die MFI-Zinsen für Konsumentenkredite, die im August kräftig anzogen. Indessen waren die Veränderungen der MFI-Zinsen für Überziehungskredite und täglich fällige Einlagen wie üblich weniger ausgeprägt.

Blickt man etwas weiter zurück, so haben sich die meisten kurzfristigen MFI-Zinsen in den letzten Monaten im Fahrwasser der entsprechenden Geldmarktsätze erhöht, die seit September 2005 steigen. Allerdings nahmen die kurzfristigen MFI-Zinsen in der Tendenz weniger stark als die entsprechenden Geldmarktsätze zu. So bewegte sich der Dreimonats-Geldmarktsatz im Zeitraum von September 2005 bis August 2006 um rund 110 Basispunkte nach oben. Demgegenüber erhöhten sich die MFI-Zinsen auf Einlagen privater Haushalte mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr um rund 85 Basispunkte. Die MFI-Zinssätze für Kredite mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu einem Jahr nahmen zwischen 85 und 100 Basispunkten zu.

Die meisten langfristigen MFI-Zinsen zogen im August 2006 an (siehe Tabelle 4 und Abbildung 14). In der Zeit bis August 2006 nahmen sie allgemein weniger zu als die Marktzinssätze bei vergleichbarer Laufzeit. Darin dürfte sich widerspiegeln, dass sich die Zinsen im Kundenge-

Tabelle 4 Zinssätze der MFIs im Neugeschäft

 (in % p.a.; in Basispunkten; gewichtet ¹⁾)

							Veränderung in Basispunkten bis Aug. 2006 ²⁾		
	2005 Q3	2005 Q4	2006 Q1	2006 Q2	2006 Juli	2006 Aug.	2006 Jan.	2006 April	2006 Juli
Einlagenzinsen der MFIs									
Einlagen von privaten Haushalten									
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr	1,96	2,14	2,36	2,56	2,69	2,79	59	39	10
Mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	2,02	2,18	2,43	2,57	2,79	2,82	39	35	3
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	1,98	1,97	1,98	2,03	2,08	2,23	24	23	15
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	2,29	2,30	2,37	2,52	2,57	2,63	32	21	6
Täglich fällige Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	0,97	1,03	1,15	1,23	1,25	1,32	27	16	7
Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften									
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr	2,04	2,26	2,48	2,70	2,78	2,91	64	39	13
Mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	2,98	3,55	3,34	3,23	3,90	3,56	14	-14	-34
Kreditzinsen der MFIs									
Konsumentenkredite an private Haushalte									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	6,97	6,73	6,77	7,15	7,32	7,91	84	76	59
Wohnungsbaukredite an private Haushalte									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	3,32	3,48	3,74	4,02	4,11	4,23	66	41	12
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 und bis zu 10 Jahren	4,00	4,03	4,23	4,51	4,55	4,62	50	27	7
Überziehungskredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	5,13	5,14	5,30	5,46	5,52	5,58	35	17	6
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von bis zu 1 Mio €									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	3,81	3,99	4,23	4,47	4,58	4,67	59	33	9
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren	4,06	4,10	4,19	4,40	4,45	4,52	39	33	7
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio €									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	2,97	3,24	3,50	3,74	3,84	3,96	75	45	12
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren	3,88	3,98	4,22	4,26	4,48	4,45	49	23	-3
Nachrichtlich									
Dreimonats-Geldmarktsatz	2,14	2,47	2,72	2,99	3,10	3,23	72	44	13
Rendite zweijähriger Staatsanleihen	2,21	2,80	3,22	3,47	3,58	3,59	73	22	1
Rendite fünfjähriger Staatsanleihen	2,60	3,07	3,47	3,78	3,84	3,75	65	4	-9

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. Quartalsangaben beziehen sich auf das Quartalsende.

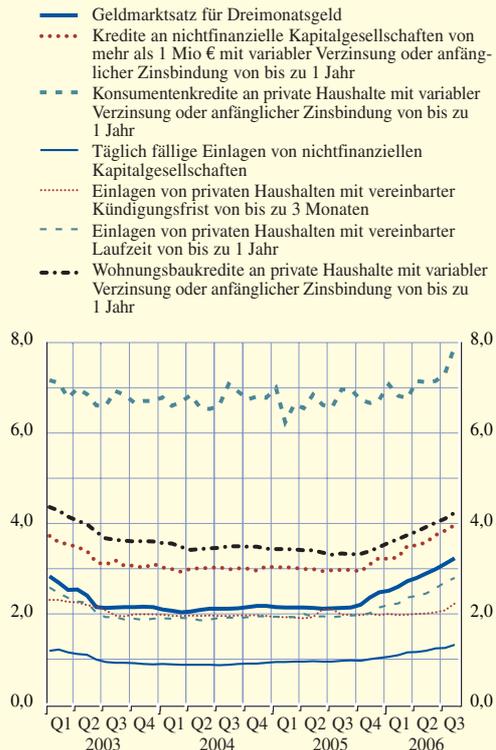
2) Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

schäft gewöhnlich mit einer gewissen Verzögerung an die Marktzinsen anpassen. Zugleich sollte auch berücksichtigt werden, dass die MFI-Zinsen auf Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren in den letzten Monaten beträchtlich geschwankt und mittlerweile ein Niveau erreicht haben, das mit jenem im Schlussquartal 2005 vergleichbar ist.

Über einen etwas längeren Zeitraum betrachtet sind die langfristigen MFI-Zinsen seit September 2005 in ihrer Mehrzahl dem Aufwärtstrend der entsprechenden Marktzinssätze gefolgt. Diese Zunahmen fielen allerdings mit einer Bandbreite von rund 50 bis 60 Basispunkten weiter deutlich

Abbildung 13 Kurzfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Geldmarktsatz

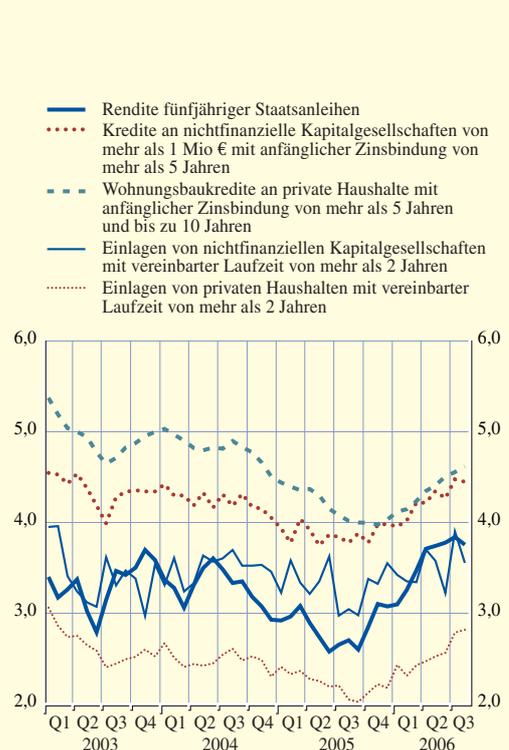
(in % p.a.; Zinssätze im Neugeschäft; gewichtet¹⁾)



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 2003 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; gewichtet¹⁾)



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 2003 bis November 2003) berechnet wurden. Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Analyse der Zinssätze der MFIs im Euro-Währungsgebiet, Kasten 3, Monatsbericht August 2004.

niedriger als bei den Kapitalmarktsätzen aus, was sich in geringeren Zinsmargen der Banken niedergeschlagen hat. Die Rendite fünfjähriger Staatsanleihen im Euroraum erhöhte sich beispielsweise von September 2005 bis August 2006 um 115 Basispunkte. Dagegen nahmen die MFI-Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren und bis zu zehn Jahren im gleichen Zeitraum lediglich um rund 65 Basispunkte zu. Was die Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit einer anfänglichen Zinsbindungsfrist von mehr als fünf Jahren betrifft, so stiegen die MFI-Zinsen für Kredite über mehr als 1 Mio € von September 2005 bis August 2006 stärker (um rund 60 Basispunkte) als für Kredite von bis zu 1 Mio € (um etwa 50 Basispunkte). Dies bedeutet, dass gegenwärtig keine signifikante Zinsdifferenz mehr zwischen langfristigen Krediten unterschiedlicher Höhe besteht. Bei den meisten langfristigen Einlagenzinsen fiel der Anstieg zwischen September 2005 und August 2006 deutlich geringer aus als bei den langfristigen Kreditzinsen. Einzige Ausnahme waren die MFI-Zinsen auf Einlagen privater Haushalte mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren, die im genannten Zeitraum um 80 Basispunkte anzogen.

2.6 AKTIENMÄRKTE

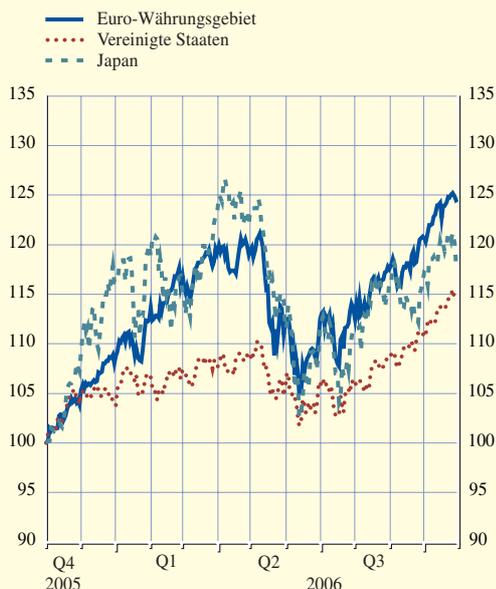
Im Oktober stiegen die Aktienkurse an den wichtigsten Märkten weiter an. Die jüngsten Gewinnmeldungen und anhaltende Fusions- und Übernahmeaktivitäten scheinen die Aktienkurse und einen weiteren Rückgang der Unsicherheit der Marktteilnehmer (gemessen an der impliziten Aktienkursvolatilität) begünstigt zu haben. Gegen Ende Oktober hatten Datenveröffentlichungen, die auf ein schwächeres Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten hindeuteten, offenbar einen gegenläufigen Einfluss und setzten die Aktienkurse unter Druck.

Die marktbreiten Aktienkursindizes an den wichtigsten Märkten stiegen im Oktober weiter an (siehe Abbildung 15). Ein anhaltend robustes Gewinnwachstum, fortgesetzte Fusions- und Übernahmeaktivitäten sowie weiter rückläufige Energiepreise trugen allesamt zu dieser Entwicklung bei. Die Aktienkurse im Euroraum und in den Vereinigten Staaten legten von Ende September bis zum 31. Oktober gemessen am Dow Jones Euro STOXX und am Standard & Poor's 500 um jeweils rund 3 % zu. Auch in Japan bewegten sich die Aktienkurse gemessen am Nikkei 225 leicht nach oben. Zugleich ging die Unsicherheit am Aktienmarkt, gemessen an der aus Aktienoptionen abgeleiteten impliziten Volatilität, von ihren im Juni beobachteten Höchstständen an den wichtigsten Märkten noch etwas weiter zurück und lag schließlich auf einem relativ niedrigen Niveau (siehe Abbildung 16).

In den Vereinigten Staaten zogen die Aktienkurse im Oktober weiter an. Wie die bislang für das dritte Quartal veröffentlichten Ertragszahlen der großen US-Unternehmen zeigen, ist das Gewinn-

Abbildung 15 Aktienindizes

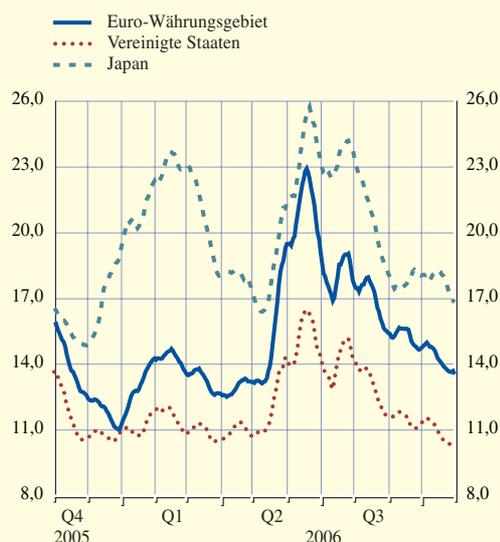
(Index: 1. November 2005 = 100; Tageswerte)



Quellen: Reuters und Thomson Financial Datastream.
Anmerkung: Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet, Standard-&-Poor's-500-Index für die Vereinigten Staaten und Nikkei-225-Index 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 Veränderung der Aktienkurse in einem Zeitraum von bis zu drei Monaten dar, wie sie in den Preisen von Optionen auf Aktienindizes zum Ausdruck kommt. Die implizite Volatilität bezieht sich auf die folgenden Aktienindizes: Dow Jones Euro STOXX 50 für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

wachstum nach wie vor robust, wobei die Erwartungen der Analysten allgemein übertroffen wurden. Das Gewinnwachstum pro Aktie liegt, obgleich es nicht mehr ganz so hoch ist wie ein Jahr zuvor, weiterhin im zweistelligen Bereich. Auftrieb erhielten die Aktienkurse darüber hinaus durch die allgemein günstige Energiepreisentwicklung. Indessen wirkten sich die schwächer werdenden Hoffnungen der Marktteilnehmer auf eine in naher Zukunft erfolgende Lockerung der geldpolitischen Zügel in den USA im Oktober gegenläufig aus, was die Aktienkurse zeitweilig unter Druck geraten ließ.

Auch im Eurogebiet stiegen die Aktienkurse im Berichtszeitraum weiter an und übertrafen am 31. Oktober deutlich die vor den Marktturbulenzen vom Mai und Juni verzeichneten Kursniveaus. Angetrieben wurden die Aktienkurse durch Datenveröffentlichungen, die auf ein anhaltend kräftiges Wirtschaftswachstum im dritten Quartal hindeuteten, sowie durch fortgesetzte umfangreiche Fusions- und Übernahmeaktivitäten. Für die Unternehmen im Dow-Jones-Euro-STOXX-Index gingen die Aktienmarktanalysten im Oktober davon aus, dass das jährliche Gewinnwachstum pro Aktie in den kommenden zwölf Monaten mit einer Rate von rund 10 % und in den kommenden drei bis fünf Jahren mit rund 8 % weiter robust bleiben wird. Zugleich ließ die implizite Volatilität weiter nach, worin sich eine gesunkene Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Aktienkursentwicklung widerspiegelt; dies könnte zu einer gewissen Verringerung der von den Anlegern geforderten Risikoprämien geführt haben. Teilweise aus denselben Gründen verminderten sich in den zurückliegenden Monaten – nach den Ausschlägen im Mai und Juni – die Renditeabstände für Anleihen von Unternehmen mit einem BBB-Rating und die Kreditausfallswap-Spreads im Euro-Währungsgebiet (siehe Kasten 4).

Kasten 4

AUSBLICK: ENTWICKLUNG DER RENDITEABSTÄNDE VON UNTERNEHMENSANLEIHEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Renditeabstände (Kreditspreads) sind eine Messzahl für die Risikoprämie, die Unternehmen Anlegern als Ausgleich für eine Reihe von Risiken im Zusammenhang mit der Unternehmensverschuldung bezahlen müssen. Mit an vorderster Stelle steht dabei das Ausfallrisiko, das dann eintritt, wenn die Emittenten Zins- und Tilgungsleistungen nicht mehr pünktlich erbringen können. Inwieweit die Unternehmen in der Lage sind, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, hängt im Wesentlichen von ihrem Reinvermögen und ihren Ertragsaussichten ab, die durch das aktuelle Stadium des Konjunkturzyklus und die Erwartungen der Anleger in Bezug auf die künftige Konjunkturdynamik beeinflusst werden. Aus Kreditspreads abgeleitete Informationen können daher dazu beitragen, die Einschätzung der wirtschaftlichen Situation der Unternehmen durch den Markt zu verstehen. Ferner wird das Kreditrisiko durch verschiedene finanzielle Einflussgrößen bestimmt, die sich in den Kreditspreads widerspiegeln.

So ist bei Firmen mit einer höheren Vermögensvolatilität die Wahrscheinlichkeit, zahlungsunfähig zu werden, größer. Daher verlangen Käufer von Anleihen dieser Unternehmen eine zusätzliche Kompensation in Form eines höheren Renditeabstands zur risikolosen Verzinsung. Folglich sollte ein enger positiver Zusammenhang zwischen den Kreditspreads und der impliziten Volatilität am Aktienmarkt zu erwarten sein. Die Renditespreads von Unternehmensanleihen mit BBB-Rating gegenüber vergleichbaren Staatsanleihen und die aus dem Euro-STOXX-50-Index abgeleitete implizite Volatilität scheinen gemeinsame Trends aufzuweisen

(siehe Abbildung A). Nimmt die implizite Volatilität ab, dann verringern sich die Kreditspreads und umgekehrt.¹

Im Mai 2006 war bei der Risikoneigung der Anleger ein Wandel zu beobachten, und vor dem Hintergrund einer deutlich zunehmenden impliziten Volatilität an den Aktienmärkten wurden die Märkte für Unternehmensanleihen äußerst anfällig für Risikoneubewertungen. Die Spreads der Unternehmensanleihen und der Kreditausfallswaps weiteten sich beträchtlich aus. Ab Juli begannen sich die Renditeabstände jedoch wieder zu verringern und die Aktienkursvolatilität ließ parallel dazu deutlich nach.

Ein weiterer Grund für die geringeren Kreditspreads ist das starke Gewinnwachstum, das die Rentabilität der Unternehmen an allen großen Märkten mehrfach auf neue Höchststände steigen ließ. So legen die September-Daten der Unternehmen im Dow Jones Euro STOXX ein jährliches Gewinnwachstum pro Aktie von rund 10 % für die nächsten zwölf Monate nahe. Zusammen mit der niedrigen Aktienkursvolatilität kann dies derzeit als Hauptursache für die nach wie vor relativ moderaten Kreditspreads gelten. Zwar deutet die Entwicklung der Ausfallwahrscheinlichkeiten² auf einen nach wie vor günstigen Ausblick für das Kreditrisiko hin, doch für

1 Siehe auch EZB, Gründe für die jüngste Verringerung des Renditeabstands bei Unternehmensanleihen, Kasten 2, Monatsbericht Januar 2005.
2 Die Ausfallwahrscheinlichkeiten (erwarteten Ausfallraten) sind definiert als die bedingte Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen innerhalb eines bestimmten Zeithorizonts (gewöhnlich ein Jahr) die für seine ausstehenden Schulden fälligen Zins- oder Tilgungszahlungen nicht mehr leisten kann.

Abbildung A Kreditspreads und implizite Aktienkursvolatilität

(Kreditspreads in Basispunkten; implizite Volatilität in %)



Quellen: Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen.

Abbildung B Ausfallwahrscheinlichkeit nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

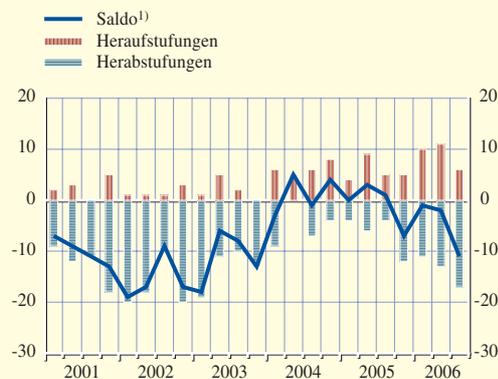
(Ausfallwahrscheinlichkeit in den nächsten 12 Monaten in %)



Quelle: Moody's KMV.

Abbildung C Rating-Änderungen im nichtfinanziellen Sektor

(Anzahl der Herauf- und Herabstufungen)



Quelle: Moody's Credit Trends.
1) Saldo aus Heraufstufungen und Herabstufungen der Bonität.

weniger kreditwürdige Unternehmen (abzulesen an der Ausfallwahrscheinlichkeit des 75. Perzentils) hat sich die erwartete Ausfallrate in den letzten vier Monaten leicht erhöht (siehe Abbildung B).

Allerdings sind trotz der relativ günstigen Entwicklung in den letzten drei Monaten und des niedrigeren Niveaus der Renditeabstände im allgemeinen Umfeld der Unternehmen und Kreditmärkte Anzeichen auszumachen, die auf eine leichte Verschlechterung der Situation hindeuten könnten. Bei der Bonitätsbeurteilung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften war der Saldo aus Herauf- und Herabstufungen in den letzten vier Quartalen negativ, womit sich der bis zum dritten Quartal 2005 beobachtete positive Trend umgekehrt hat (siehe Abbildung C). Angesichts der zunehmenden fremdfinanzierten Fusions- und Übernahmeaktivitäten und Leveraged Buy-Outs, Aktienrückkäufen und Sonderdividenden, die sich häufig ungünstig auf den Verschuldungsgrad der beteiligten Unternehmen auswirken, ist die Möglichkeit nicht auszuschließen, dass sich die Bonität etwas verschlechtern wird. Ein Anstieg der Verschuldung der Unternehmen manifestiert sich ferner in der zunehmenden Nachfrage nach Buchkrediten durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den letzten Quartalen, was auch in der Umfrage zum Kreditgeschäft vom Oktober 2006 zutage tritt.

Alles in allem liefert die geringe implizite Aktienkursvolatilität zusammen mit der anhaltend hohen Unternehmensrentabilität Anhaltspunkte, dass die Kreditspreads in naher Zukunft weiter auf einem niedrigen Niveau verharren könnten. Obgleich der Bonitätsausblick für die Unternehmen günstig bleibt, sprechen einige Anzeichen dafür, dass es mit der Zeit aufgrund zunehmender Verschuldung zu einer gewissen Anpassung kommen könnte.

3 PREISE UND KOSTEN

Die am HVPI gemessene Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet ging im September vor allem infolge von Basiseffekten und des Ölpreisrückgangs auf unter 2 % zurück und blieb Schätzungen zufolge auch im Oktober unter dieser Marke. Ohne Energie gerechnet entwickelten sich die Verbraucherpreise weitgehend im Einklang mit den Basisprognosen in den aktuellen von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für den Euroraum (September 2006). Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich die HVPI-Inflation im Eurogebiet angesichts der derzeitigen Preise für Öl-Terminkontrakte in den kommenden Monaten aufgrund von Basiseffekten und der Anhebung indirekter Steuern wieder erhöhen. Außerdem wird erwartet, dass von den verzögerten Auswirkungen früherer Preisanstiege bei Öl und anderen Rohstoffen weiterhin ein Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausgeht, obwohl der Preisauftrieb im Inland – insbesondere seitens der Arbeitskosten – moderat geblieben ist. Die Entwicklung der Erzeugerpreise deutet vor allem bei den Vorleistungsgütern darauf hin, dass die Preise weiterhin steigen dürften. Insgesamt ist die Preisstabilität nach wie vor deutlichen Aufwärtsrisiken ausgesetzt.

3.1 VERBRAUCHERPREISE

VORAUSSCHÄTZUNG FÜR OKTOBER 2006

Der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung zufolge betrug die am HVPI gemessene Gesamtteuerungsrate im Oktober 1,6 % nach 1,7 % im September (siehe Tabelle 5). Obwohl eine detaillierte Aufgliederung der HVPI-Komponenten erst Mitte November vorliegen wird, deuten die dem wöchentlichen Oil Bulletin der Europäischen Kommission bislang zu entnehmenden Angaben auf einen weiteren Rückgang der Jahresänderungsrate der Preise für Ölenergie hin.

HVPI-INFLATION BIS SEPTEMBER 2006

Die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet ging im September 2006 deutlich auf 1,7 % zurück, nachdem sie sich im Vormonat auf 2,3 % belaufen hatte (siehe Abbildung 17). Dieser kräftige Rückgang und die kleineren Abwärtsbewegungen in den vorangegangenen zwei Monaten waren hauptsächlich auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen. Die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie lag im September unverändert bei 1,5%.

Tabelle 5 Preisentwicklung

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

	2004	2005	2006 Mai	2006 Juni	2006 Juli	2006 Aug.	2006 Sept.	2006 Okt.
HVPI und seine Komponenten								
Gesamtindex ¹⁾	2,1	2,2	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6
Energie	4,5	10,1	12,9	11,0	9,5	8,1	1,5	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	0,6	0,8	1,5	2,1	3,2	3,9	4,6	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	3,4	2,0	2,2	2,2	2,3	2,2	1,8	.
Industrieerzeugnisse ohne Energie	0,8	0,3	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8	.
Dienstleistungen	2,6	2,3	1,8	2,0	2,1	1,9	2,0	.
Weitere Preisindikatoren								
Industrielle Erzeugerpreise	2,3	4,1	6,0	5,8	6,0	5,7	.	.
Ölpreise (in €/Barrel)	30,5	44,6	55,7	55,4	58,8	57,8	50,3	47,7
Rohstoffpreise ohne Energie	10,8	9,4	31,5	22,0	26,7	26,8	26,4	28,7

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

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im Oktober 2006 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

Die Vorjahrsrate der Energiepreise im HVPI ging im September um 6,6 Prozentpunkte auf 1,5 % zurück. Etwa die Hälfte dieses Rückgangs resultierte aus einem Basiseffekt aufgrund des kräftigen Ölpreisanstiegs im letzten Jahr (nach den Wirbelstürmen Katrina und Rita), während die andere Hälfte darauf zurückzuführen war, dass die Energiepreise im September im Vormonatsvergleich um 3,2 % sanken. Der steile Anstieg im Vorjahr und der deutliche Rückgang in diesem Jahr sind zum Teil durch die unterschiedliche Entwicklung der Rohöl- und Benzinpreise bedingt (siehe Kasten 5).

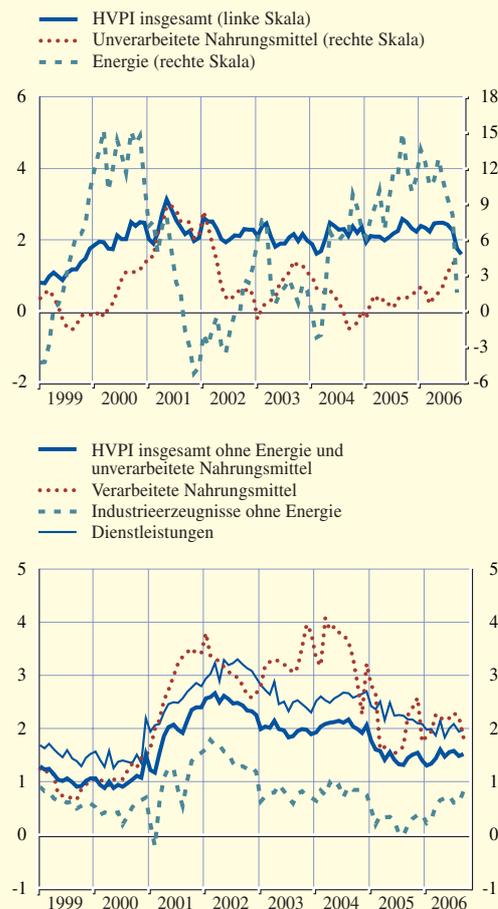
Die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel stieg im September weiter auf 4,6 % und damit deutlich stärker als zu Beginn des Jahres (die niedrigste Jahresänderungsrate bei dieser Komponente wurde im laufenden Jahr mit 0,6 % im März verzeichnet). Dieser Anstieg war hauptsächlich der Verteuerung von Gemüse und Obst – wohl infolge der in diesem Sommer zumeist vorherrschenden heißen und trockenen Witterung – und bis zu einem gewissen Grad der Verteuerung von Fleisch zuzurechnen. Die aktuelle Jahreswachstumsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel ist etwas höher als im September 2003, als sie aufgrund der extremen Witterung in jenem Sommer einen Höchststand erreichte.

Wie bereits erwähnt blieb die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie im September unverändert.

Dahinter verbergen sich jedoch gegenläufige Preisentwicklungen bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln, den Industrieerzeugnissen ohne Energie und den Dienstleistungen. Die Jahreswachstumsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel verringerte sich im September, was hauptsächlich auf einen Basiseffekt aufgrund der im September 2005 in Deutschland vorgenommenen Tabaksteuererhöhung zurückzuführen war. Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie stieg im Berichtsmonat um 0,2 Prozentpunkte auf 0,8 %. Dies war in erster Linie der Preisentwicklung bei Bekleidung und Schuhen zuzuschreiben, die durch statistische Effekte in Italien und Portugal beeinflusst wurde. Die Vorjahrsrate der Preise für Dienstleistungen erhöhte sich leicht von 1,9 % im August auf 2,0 % im September. Ausschlaggebend hierfür war die Preisentwicklung im Telekommunikationssektor und im Bereich Erziehung und Unterricht.

Abbildung 17 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Kasten 5

JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER ÖL- UND BENZINPREISE

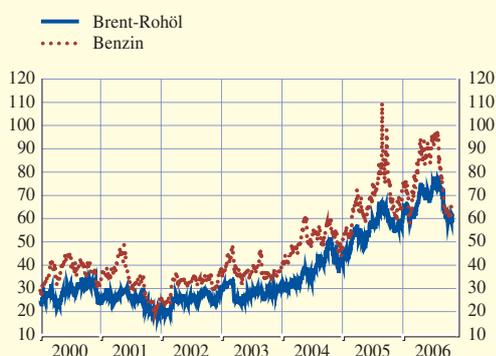
Seit Mitte August sind die Ölpreise deutlich gesunken; die Notierung für Rohöl der Sorte Brent ging von über 78 USD je Barrel auf unter 60 USD Ende Oktober zurück. Parallel dazu fielen die ölbezogenen Energiepreise auf der Verbraucherstufe. Zwar werden die Verbraucherpreise für Ölergie wesentlich von den Rohölpreisen beeinflusst, aber rückläufige Verarbeitungsmargen könnten sich in den letzten Monaten ebenfalls spürbar ausgewirkt haben. Der vorliegende Kasten liefert hierzu einige Hintergrundinformationen.¹

Gegenüber ihrem historischen Höchststand von Anfang August gingen die Rohölpreise in den letzten Monaten deutlich zurück und liegen jetzt circa 25 % unter diesem Rekordhoch (siehe Abbildung A). Bei den Benzinpreisen fiel dieser Rückgang mit rund 35 % sogar noch stärker aus. Infolgedessen hat sich die Differenz zwischen den Preisen für Benzin und für Brent-Rohöl (die Verarbeitungsmarge) beträchtlich verringert; Anfang August betrug sie rund 20 USD je Barrel, und Mitte Oktober war sie auf nahezu null gesunken (siehe Abbildung B). Die Verringerung dieser Marge ist vor allem auf die kürzliche Entspannung am Benzinmarkt in den Vereinigten Staaten zurückzuführen, wodurch die Benzinpreise stärker sinken konnten als die Notierungen für Rohöl. Der Kasten vom letzten Jahr (siehe Fußnote 1) zeigt, dass wesentliche Entwicklungen am US-Markt die Preise weltweit beeinflussen können. Ausschlaggebend für die jüngste Senkung der Benzinpreise waren auch die relativ gemäßigte Wirbelsturm-Saison im Golf von Mexiko und ein reibungsloser Übergang zu neuen Produkten (wie Benzin-Ethanol-Gemische) in den Vereinigten Staaten; dadurch konnte der Zeitraum mit dem höchsten Verkehrsaufkommen in den USA – der üblicherweise von einer starken Benzinnachfrage gekennzeichnet ist – ohne größere Störungen seitens der Verarbeitung beendet werden. Darüber hinaus

1 Zum Verhältnis zwischen den Preisen für Rohöl und für Benzin siehe EZB, Jüngste Entwicklung der Öl- und Benzinpreise, Kasten 4, Monatsbericht Oktober 2005.

Abbildung A Ölpreise

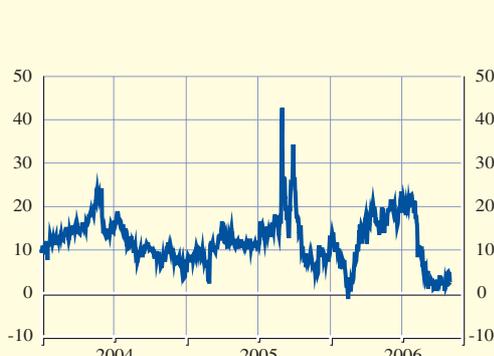
(USD/Barrel; Tageswerte)



Quelle: Bloomberg.
Anmerkung: Die Zahlen geben den Preis für Rohöl der Marke Brent an, das an der Internationalen Rohölbörse gehandelt wird, sowie für bleifreies Benzin, das an der New York Mercantile Exchange gehandelt wird (Lieferung fob New York Harbour). Der letzte Wert bezieht sich auf den 31. Oktober 2006.

Abbildung B Preisdifferenz zwischen Benzin und Brent-Rohöl

(USD/Barrel; Tageswerte)



Quelle: Bloomberg.
Anmerkung: Die Zahlen geben die Preisdifferenz zwischen Rohöl der Marke Brent, das an der Internationalen Rohölbörse gehandelt wird, und bleifreiem Benzin, das an der New York Mercantile Exchange gehandelt wird (Lieferung fob New York Harbour), an. Der letzte Wert bezieht sich auf den 31. Oktober 2006.

sanken die Benzinpreise auch infolge der für die Jahreszeit ungewöhnlich hohen Benzinlagerbestände in den Vereinigten Staaten. Die Verringerung der Verarbeitungsmarge steht insbesondere im Gegensatz zur Situation im August und September 2005, als die durch die Wirbelstürme Katrina und Rita aufgetretenen Schäden an der Energie-Infrastruktur im Golf von Mexiko die Benzinpreise in die Höhe trieben und zu einer starken Ausweitung der Differenz zwischen den Preisen für Rohöl und für Benzin führten.

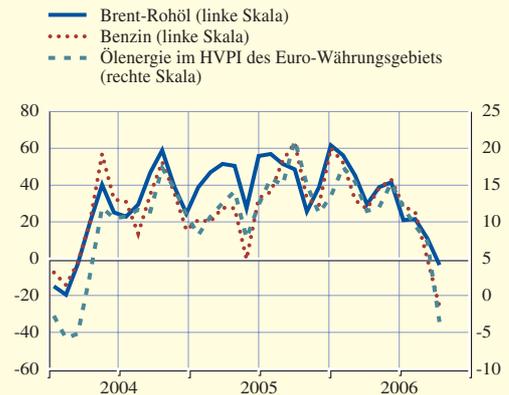
Im Durchschnitt der Jahre 2004 bis 2006 schwankte die Verarbeitungsmarge allgemein stärker als in der vorangegangenen Zeit ab 1990. Daher wirkten sich Veränderungen der Verarbeitungsmarge wesentlich auf die Entwicklung der ölbezogenen Energiepreise² auf der Verbraucherebene aus (siehe Abbildung C). Dieser Zusammenhang trat im September 2005 am deutlichsten zutage; damals war die Jahresänderungsrate der Rohölpreise rückläufig, während die entsprechenden Raten der Preise für Benzin und Ölergie im HVPI anstiegen. In ähnlicher Weise gingen im September 2006 die Jahresänderungsraten der Preise für Benzin und Ölergie im HVPI stärker zurück als die Rate für Rohöl.

Was die zukünftige Entwicklung betrifft, so ist zu beachten, dass die aktuelle Differenz zwischen den Benzin- und den Rohölpreisen in längerfristiger Betrachtung relativ gering erscheint. Seit 1990 beträgt der Unterschied durchschnittlich 7,7 USD. Betrachtet man nur den Zeitraum seit Anfang 2004, so ist die Differenz mit 12,2 USD im Durchschnitt höher. Da nicht auszuschließen ist, dass diese – derzeit geringe – Marge wieder ansteigt, besteht das Risiko eines möglichen Preisaufriffs bei ölbezogener Energie auf der Verbraucherebene.

² Die ölbezogenen Energiepreise beziehen sich auf Flüssigbrennstoffe sowie Kraft- und Schmierstoffe für private Verkehrsmittel im HVPI.

Abbildung C Ölpreise und Verbraucherpreise für Ölergie

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



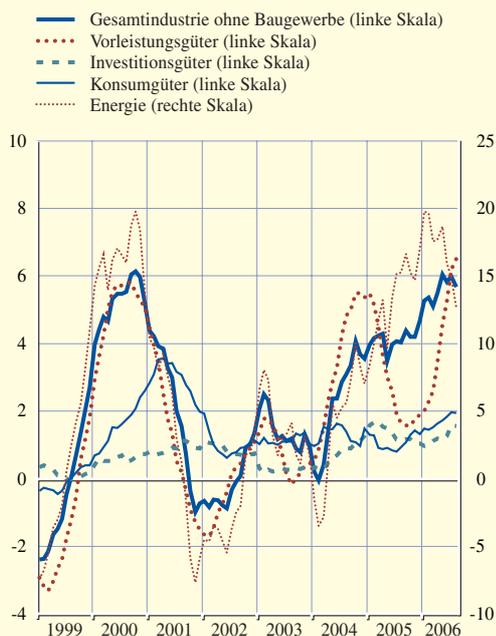
Quellen: Bloomberg, Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Zahlen geben den Preis für Rohöl der Marke Brent an, das an der Internationalen Rohölbörse gehandelt wird, sowie für bleifreies Benzin, das an der New York Mercantile Exchange gehandelt wird (Lieferung fob New York Harbour), jeweils in Euro gerechnet. Die Preise für Ölergie im HVPI beziehen sich auf Flüssigbrennstoffe sowie Kraft- und Schmierstoffe für private Verkehrsmittel im HVPI.

3.2 INDUSTRIELLE ERZEUGERPREISE

Seit der Veröffentlichung des letzten Monatsberichts stehen keine neuen Angaben zu den industriellen Erzeugerpreisen im Euro-Währungsgebiet zur Verfügung. Obwohl sich die Jahresänderungsrate der industriellen Erzeugerpreise (ohne Baugewerbe) im August um 0,3 Prozentpunkte auf 5,7 % verringerte (siehe Abbildung 18), blieb die Entwicklung der Erzeugerpreise ohne Energie aufwärts gerichtet. Ausschlaggebend hierfür waren in erster Linie die Vorleistungsgüterpreise, die ihre höchste Jahreswachstumsrate seit mehr als zehn Jahren verzeichneten. In den vergangenen zwölf Monaten erhöhten sich auch die Vorjahresraten der Erzeugerpreise für Konsumgüter, wenn auch in geringerem Maße.

Abbildung 18 Industrielle Erzeugerpreise

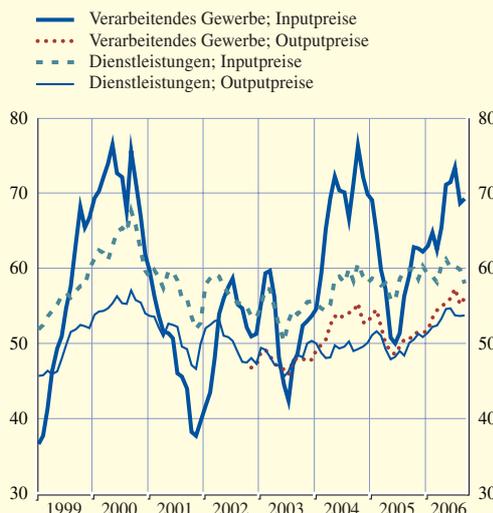
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



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.

Die verfügbaren Länderangaben zu den Erzeugerpreisen im September zeichnen wohl alles in allem ein ähnliches Bild wie im August. Dies bedeutet, dass die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise insgesamt aufgrund der Energiepreisentwicklung weiter sinken dürfte, während die Zwölfmonatsrate der Erzeugerpreise ohne Energie wohl nach wie vor weitgehend unverändert auf hohem Niveau liegen wird.

Die für September vorliegenden preisbezogenen Umfrageindikatoren (bei Redaktionsschluss waren keine Angaben für Oktober verfügbar) deuteten auf einen starken Preisauftrieb bei den Vorleistungsgütern sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungsbereich hin, doch scheint sich bei den Dienstleistungen die Lage etwas entspannt zu haben (siehe Abbildung 19). Auch der Indikator der Outputpreise blieb in beiden Sektoren auf hohem Niveau, was darauf schließen lässt, dass die Unternehmen die höheren Vorleistungskosten zum Teil an die Kunden weitergeben konnten.

3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Nach der Veröffentlichung der Daten zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer für das zweite Quartal 2006 stehen nunmehr Angaben zu den drei wichtigsten Arbeitskostenindikatoren im Euro-Währungsgebiet (zu denen auch die Tarifverdienste und die Arbeitskosten pro Stunde zählen) für dieses Quartal zur Verfügung. Gegenüber den durchschnittlichen Ergebnissen des Jahres 2005 haben sich alle Indikatoren erhöht (siehe Tabelle 6 und Abbildung 20). Im zweiten Jahresviertel 2006 belief sich die Jahresänderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Eurogebiet

Tabelle 6 Arbeitskostenindikatoren

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

	2004	2005	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4	2006 Q1	2006 Q2
Tarifverdienste	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,4
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	2,3	2,2	2,3	1,8	2,0	2,2	2,4
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,1	1,6	1,4	1,5	1,9	1,9	2,1
<i>Nachrichtlich:</i>							
Arbeitsproduktivität	1,0	0,7	0,5	0,9	1,0	1,2	1,4
Lohnstückkosten	1,1	0,9	0,9	0,5	0,8	0,8	0,6

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

auf 2,1 % nach 1,9 % im Vorquartal. Trotz des allgemeinen Anstiegs der Arbeitskostenindikatoren ist zu beachten, dass jeder der Indikatoren in gewissem Maße von länderspezifischen vorübergehenden Faktoren im Zusammenhang mit Einmalzahlungen beeinflusst wurde. Ungeachtet der jüngsten Zunahme und unter der Voraussetzung, dass sich diese nicht weiter beschleunigt, dürften sich die Arbeitskosten im Euroraum in der ersten Hälfte des Jahres 2006 weiterhin relativ moderat entwickelt haben.

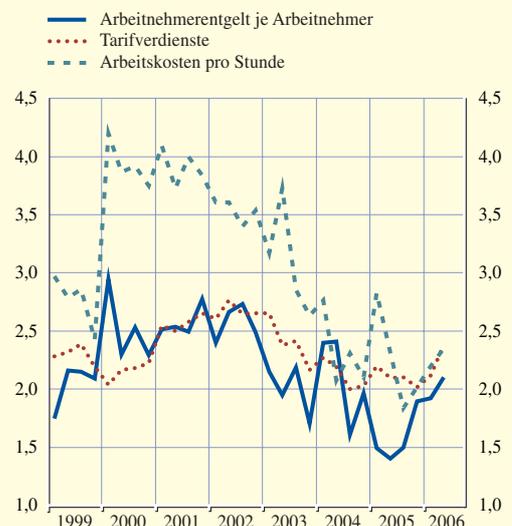
Diese Einschätzung wird durch die Entwicklung der Lohnstückkosten bestätigt: Hier trugen die im Einklang mit der Wirtschaftstätigkeit stehende Zunahme des Wachstums der Arbeitsproduktivität und eine gemäßigte Lohnentwicklung dazu bei, die Jahreswachstumsraten im zweiten Quartal auf niedrigem Niveau (0,6 %) zu halten.

Betrachtet man die Entwicklung der Arbeitskosten in den einzelnen Sektoren, so ist zu bedenken, dass sie aufgrund ihrer Volatilität und möglicher Revisionen mit Vorsicht zu interpretieren ist. In der Industrie nahm das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer seit Anfang 2005 stetig zu (siehe Abbildung 21). Dieser Anstieg könnte jedoch zum Teil auf die konjunkturbedingte Zunahme der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden in der Industrie zurückzuführen sein. Dafür spricht auch die zugrunde liegende Entwicklung der Arbeitskosten pro Stunde in der Industrie. Diese Datenreihe lässt einen starken, aber volatilen saisonalen Verlauf erkennen, und besondere Einmalzahlungen sind höchstwahrscheinlich für die Spitze im zweiten Quartal 2006 verantwortlich. Was die Arbeitskosten bei den marktbestimmten Dienstleistungen betrifft, so war die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer stabiler und lag in den vergangenen drei Jahren bei knapp unter 2 %. Dies wird weitgehend durch die Daten zum Arbeitskostenindex auf Stundenbasis bestätigt.

Insgesamt lässt sich der vom Arbeitsmarkt ausgehende Inflationsdruck trotz des allgemein stärkeren Wachstums der Arbeitskosten im

Abbildung 20 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren

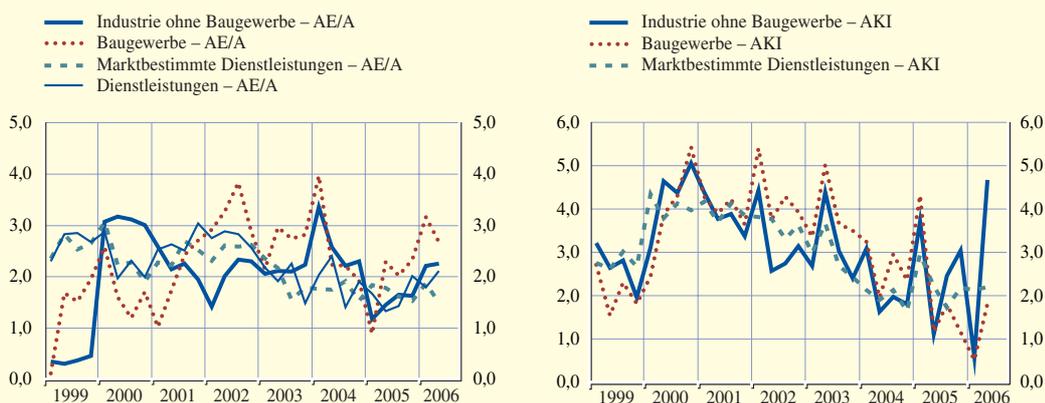
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Abbildung 21 Entwicklung der Arbeitskosten nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

zweiten Vierteljahr als weiterhin gemäßigt einstufen. Die Entwicklung im dritten Quartal muss jedoch genau beobachtet werden, um beurteilen zu können, ob der Anstieg im zweiten Vierteljahr tatsächlich nur vorübergehender Natur war.

3.4 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Der seit August zu beobachtende Ölpreistrückgang führte im Euro-Währungsgebiet zu einem deutlichen Rückgang der HVPI-Inflation auf unter 2 %. Angesichts der aktuellen Preise für Öl-Terminkontrakte, der Basiseffekte aufgrund des Ölpreistrückgangs gegen Ende des Jahres 2005 und der möglichen Auswirkungen der Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland im Januar 2007 wird erwartet, dass die Teuerung nach dem HVPI im Euroraum in den kommenden Monaten wieder ansteigen wird. Diese Einschätzung wird allgemein von den Prognostikern des privaten Sektors geteilt, die für 2007 eine Inflationsrate von 2,1 % erwarten (siehe Kasten 6).

Was den zugrunde liegenden Inflationsdruck betrifft, so dürfte der jüngste Rückgang der Ölpreise angesichts der langen Verzögerungen, mit denen indirekte Effekte auf die Produktionskette durchwirken, diesen Druck nur in geringem Maße dämpfen. Zudem gibt es sowohl auf der Erzeuger- als auch auf der Verbraucherebene Hinweise für einen Preisauftrieb infolge der indirekten Auswirkungen früherer Verteuerungen von Öl und anderen Rohstoffen. Ansonsten dürfte sich der binnenwirtschaftliche Preisdruck, insbesondere seitens der Arbeitskosten, nur langsam verstärken, da von einer anhaltenden Lohnzurückhaltung ausgegangen wird.

Diese Aussichten sind nach wie vor mit einer Reihe deutlicher Aufwärtsrisiken behaftet. Dazu gehören weiterhin ein stärker als derzeit erwartetes Überwälzen früherer Ölpreiserhöhungen auf die Verbraucherpreise. Außerdem birgt die Entwicklung bei den administrierten Preisen und indirekten Steuern unverändert Aufwärtsrisiken. Auch können erneute Ölpreissteigerungen nicht ausgeschlossen werden. Von grundsätzlicherer Bedeutung ist, dass ein die derzeitigen Erwartungen übertreffender Lohnanstieg angesichts der günstigen Wachstumsentwicklung und einer sich verbessernden Arbeitsmarktlage ein erhebliches Aufwärtsrisiko für die Preisentwicklung darstellen würde.

Kasten 6

ERGEBNISSE DES SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS DER EZB FÜR DAS VIERTE QUARTAL 2006

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse des vom 17. bis 23. Oktober 2006 durchgeführten Survey of Professional Forecasters der EZB (SPF) für das vierte Quartal 2006 dargestellt. Im Rahmen dieser Umfrage werden die Erwartungen von Fachleuten aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Instituten in der EU in Bezug auf Inflation, Wachstum des BIP und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ermittelt. Dabei soll sich die Prognose auf das gesamte Eurogebiet beziehen, das ab 2007 auch Slowenien umfasst. Es ist zu berücksichtigen, dass die aggregierten Ergebnisse des SPF angesichts des breiten Spektrums der Umfrageteilnehmer relativ heterogene und subjektive Meinungen und Annahmen widerspiegeln können.

Inflationserwartungen für die Jahre 2006, 2007 und 2008

Insgesamt senkten die SPF-Teilnehmer ihre Inflationserwartungen für 2006 leicht. Sie gehen für 2006 nun von einer HVPI-Inflation von 2,2 % aus, das bedeutet eine Abnahme um 0,1 Prozentpunkte gegenüber der SPF-Umfrage für das dritte Quartal 2006 (siehe Tabelle).¹ Ausschlaggebend für diese Korrektur ist der starke Rückgang der Ölpreise im August und September, der auch dazu geführt hat, dass die Inflation in den zurückliegenden Monaten niedriger als erwartet ausfiel. Trotz des jüngsten Rückgangs der Ölpreise lagen die sich aus dem SPF ergebenden durchschnittlichen Inflationserwartungen für 2007 unverändert bei 2,1 %, was höhere Erwartungen der Teilnehmer hinsichtlich des Wirtschaftswachstums, aber auch ihre im Vergleich zu anderen verfügbaren Prognosen zuvor niedrigeren Inflationserwartungen widerspiegeln scheint. Die SPF-Prognose für 2007 liegt nach wie vor 0,1 Prozentpunkte unter den jüngst veröffentlichten Vorhersagen von Consensus Economics und dem Euro Zone Barometer.

1 Weitere Daten finden sich auf der Website der EZB unter www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

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

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

	Prognosezeitraum					
	2006	Sept. 2007	2007	Sept. 2008	2008	Längerfristig ²⁾
Teuerung nach dem HVPI	2006	Sept. 2007	2007	Sept. 2008	2008	Längerfristig²⁾
Jüngste Erhebung (SPF Q4 2006)	2,2	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9
Vorherige Erhebung (SPF Q3 2006)	2,3	-	2,1	-	1,9	1,9
Consensus Economics (Okt. 2006)	2,3	-	2,2	-	1,9	1,9
Euro Zone Barometer (Okt. 2006)	2,2	-	2,2	-	1,9	1,9
Reales BIP-Wachstum	2006	Q2 2007	2007	Q2 2008	2008	Längerfristig²⁾
Jüngste Erhebung (SPF Q4 2006)	2,6	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Vorherige Erhebung (SPF Q3 2006)	2,2	-	1,8	-	2,0	2,1
Consensus Economics (Okt. 2006)	2,6	-	1,9	-	1,9	1,9
Euro Zone Barometer (Okt. 2006)	2,5	-	1,8	-	1,9	1,9
Arbeitslosenquote¹⁾	2006	Aug. 2007	2007	Aug. 2008	2008	Längerfristig²⁾
Jüngste Erhebung (SPF Q4 2006)	7,9	7,6	7,6	7,4	7,4	7,0
Vorherige Erhebung (SPF Q3 2006)	7,9	-	7,7	-	7,5	7,0
Consensus Economics (Okt. 2006)	7,9	-	7,6	-	-	-
Euro Zone Barometer (Okt. 2006)	7,9	-	7,7	-	7,6	7,1

1) In Prozent der Erwerbspersonen.

2) Die längerfristigen Erwartungen beziehen sich in der SPF-Umfrage auf das Jahr 2011, beim Euro Zone Barometer auf das Jahr 2010 und beim Consensus Economics auf den Zeitraum von 2012 bis 2016.

Die SPF-Teilnehmer erwarten für 2008 einen Rückgang der Inflation auf durchschnittlich 1,9 %; dieser Wert ist gegenüber der letzten Umfrage unverändert und steht im Einklang mit den Ergebnissen der aktuellen Prognosen von Consensus Economics und dem Euro Zone Barometer. Wie für 2007 wird auch für das Folgejahr ein Aufwärtsdruck aufgrund der robusten Inlandsnachfrage erwartet, dem allerdings eine Abkühlung der Weltwirtschaft entgegenwirken könnte.

Die SPF-Teilnehmer wurden auch gebeten, ihre Prognosen mit einer Wahrscheinlichkeitsverteilung zu versehen. Dabei handelt es sich um die Zuordnung der Wahrscheinlichkeit, mit welcher der künftige Wert in ein bestimmtes Intervall fällt. Anhand der sich aus der Aggregation der Antworten ergebenden Wahrscheinlichkeitsverteilung lässt sich einschätzen, wie hoch die Umfrageteilnehmer im Durchschnitt das Risiko beurteilen, dass das tatsächliche Ergebnis über bzw. unter dem wahrscheinlichsten Intervall liegt. Abbildung A zeigt die aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilungen der letzten drei SPF-Erhebungen für die erwartete jahresdurchschnittliche HVPI-Inflationsrate im Jahr 2007. Sie veranschaulicht, dass es im Vergleich zur vorherigen Umfrage zu einer leichten Verschiebung der Wahrscheinlichkeitsverteilung in Richtung niedrigerer Werte gekommen ist. Es scheinen auch gewisse Abwärtsrisiken zu bestehen, denn ein größerer Teil der Verteilung liegt in einem Bereich unterhalb des wahrscheinlichsten Intervalls. Hinsichtlich der expliziten Risikoeinschätzung gehen die SPF-Teilnehmer jedoch zumeist von Aufwärtsrisiken aus, die insbesondere mit der künftigen Ölpreisentwicklung sowie staatlichen Maßnahmen mit Auswirkungen auf die Inflation zusammenhängen. Die Lohnentwicklung wird den Erwartungen zufolge weitgehend im Rahmen bleiben, da sich die Globalisierung dämpfend auf das Lohnwachstum auswirken dürfte. Allerdings sehen einige Prognostiker vor dem Hintergrund eines robusten Wachstums das Risiko von Lohnsteigerungen infolge von Zweitrundeneffekten. Die Risiken für die Inflationsaussichten im Jahr 2008 werden als klar nach oben gerichtet eingeschätzt.

Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen

Mit 1,9 % blieben die längerfristigen Inflationserwartungen (in fünf Jahren) in der 20. Umfrage in Folge unverändert. Diese Erwartungen stehen auch im Einklang mit den zuvor im Oktober veröffentlichten Ergebnissen von Consensus Economics für die Inflation in sechs bis zehn Jahren und den vom Euro Zone Barometer ausgewiesenen Inflationserwartungen für 2010. Allerdings zeigt Abbildung B, dass die Wahrscheinlichkeit, dass die längerfristige Inflationsrate bei 2,0 % oder darüber liegt, erneut etwas gestiegen ist, was darauf hindeutet, dass die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität als etwas stärker wahrgenommen werden. Die Rate blieb jedoch unter dem im zweiten Quartal 2006 verzeichneten Spitzenwert.

Abbildung A Bei den letzten drei SPF-Umfragen ermittelte Wahrscheinlichkeitsverteilung der durchschnittlichen Inflation im Jahr 2007¹⁾

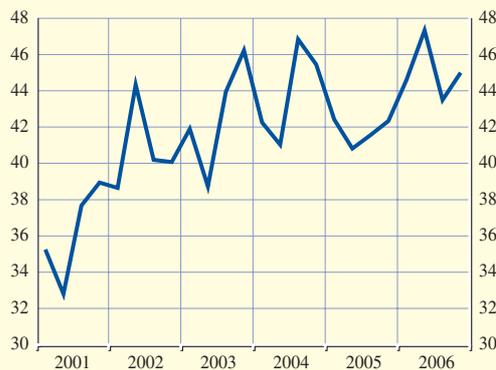


Quelle: EZB.

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

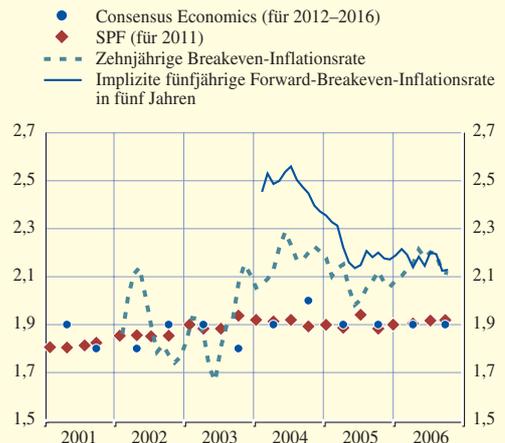
(in %)



Quelle: EZB.

Abbildung C Aus Umfragen und Breakeven-Inflationsraten gewonnene längerfristige Inflationserwartungen

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Consensus Economics, EZB, Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate beruht bis März 2005 auf Anleihen mit Fälligkeit 2012 und anschließend auf Anleihen mit Fälligkeit 2015.

Die SPF-Umfrageergebnisse können auch mit der Breakeven-Inflationsrate verglichen werden, die als Indikator der längerfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer dient und als Renditedifferenz zwischen nominalen und inflationsindexierten Anleihen berechnet wird.² Die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate, die anhand französischer, an den HVPI (ohne Tabakwaren) des Euroraums gebundener Staatsanleihen mit Fälligkeit 2015 ermittelt wird, nimmt seit August 2006 ab (siehe Abbildung C). Auch die implizite fünfjährige Forward-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren ist seit Mitte 2006 allgemein rückläufig. Allerdings sollten Breakeven-Inflationsraten nicht als direkte Messgröße für die Inflationserwartungen angesehen werden, da sie auch verschiedene Risikoprämien (wie Inflationsrisiko- und Liquiditätsprämien) abbilden können. Daher kann ihre Entwicklung teilweise auch eine gestiegene Unsicherheit der Anleger bezüglich der zukünftigen Teuerung sowie ihre daraus resultierende Bereitschaft widerspiegeln, eine Prämie für ein Absicherungsgeschäft zu zahlen.

Erwartungen für das Wachstum des realen BIP

Verglichen mit der vorherigen SPF-Umfragerunde wurden die Erwartungen für das Wachstum des realen BIP für 2006 um 0,4 Prozentpunkte nach oben revidiert und liegen jetzt bei 2,6 %. Diese Aufwärtskorrektur ist hauptsächlich auf das die Erwartungen übertreffende stärkere Wachstum in der ersten Jahreshälfte 2006 zurückzuführen, aber auch auf gestiegene Erwartungen bezüglich des Wachstums der Inlandsnachfrage (insbesondere beim privaten Verbrauch und den Investitionen). Zudem wurden auch die Erwartungen hinsichtlich der Auslandsnachfrage nach oben korrigiert, was vor allem das fortgesetzt kräftige Wachstum der Weltwirtschaft widerspiegelt. Für 2007 und 2008 wird erwartet, dass sich das Wachstum des realen BIP hauptsächlich infolge einer Abkühlung der Weltkonjunktur auf rund 2,0 % verlangsamen wird. Für alle drei Kalenderjahre gelten die Risiken hinsichtlich der Wachstumsaussichten als nach unten

² Siehe auch EZB, Messung der Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Juli 2006.

gerichtet. Die sich aus dem SPF ergebenden Wachstumserwartungen für 2006, 2007 und 2008 stehen weitgehend im Einklang mit den von Consensus Economics und vom Euro Zone Barometer veröffentlichten Ergebnissen. Die längerfristigen Wachstumserwartungen (für 2011) wurden um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert und liegen jetzt bei 2,0 %. Nach Ansicht der meisten Prognostiker hängen diese Aussichten größtenteils von weiteren Strukturreformen der Arbeitsmärkte und der Sozialversicherungssysteme ab. Die Experten weisen allgemein darauf hin, dass flexiblere und effizientere Märkte zu einer gesteigerten Arbeitsproduktivität und höherem Wirtschaftswachstum führen werden.

Erwartete Entwicklung der Arbeitslosigkeit im Euroraum

Die Erwartungen in Bezug auf die Arbeitslosenquote für 2006 liegen unverändert bei 7,9 %, während jene für 2007 und 2008 um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert wurden und sich nunmehr auf 7,6 % bzw. 7,4 % belaufen. Den Umfrageteilnehmern zufolge dürfte die Arbeitslosigkeit während des Prognosezeitraums vom starken Wirtschaftsaufschwung und einer Verbesserung am Arbeitsmarkt profitieren. Für 2006 sehen die SPF-Teilnehmer Abwärtsrisiken, während für 2007 und 2008 Aufwärtsrisiken dominieren. Den qualitativen Angaben der Befragten zufolge hängen die Aufwärtsrisiken, mit denen die Prognosen der Arbeitslosenquote für die Jahre 2007 und 2008 behaftet sind, vor allem mit den Abwärtsrisiken hinsichtlich des wirtschaftlichen Wachstumstempos sowie mit der Möglichkeit zusammen, dass sich der Prozess der Abwanderung von Unternehmen aus dem Euroraum in Niedriglohnländer verstärken könnte. Wie bereits in der vorangegangenen Umfrage beläuft sich die für 2011 erwartete Arbeitslosenquote auf 7,0 %. Die sich aus der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilung ergebenden Risiken werden als deutlich nach oben gerichtet eingeschätzt. Die Teilnehmer betonten, dass ein Rückgang der Arbeitslosenquote auf längere Sicht hauptsächlich von weiteren Arbeitsmarktreformen sowie von demografischen Faktoren abhängt.

4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Die zweite von Eurostat veröffentlichte Schätzung zum Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) für das zweite Quartal 2006 bestätigte, dass sich die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet in der ersten Jahreshälfte sehr dynamisch entwickelt hat. Überdies zeigt eine sektorale Aufschlüsselung der Beschäftigungs- und Produktionsentwicklung, dass das Wirtschaftswachstum breit angelegt ist. Haupttriebfeder des Aufschwungs ist die inländische Nachfrage und insbesondere die Investitionstätigkeit. Förderlich wirkt sich auch die Besserung am Arbeitsmarkt aus. Die zuletzt verfügbaren Konjunkturindikatoren einschließlich der Angaben zur industriellen Erzeugung und der Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal 2006 weiterhin kräftig war, wenngleich es geringfügig hinter den im ersten Halbjahr verzeichneten Wachstumsraten zurückgeblieben sein dürfte. Diese Entwicklung wurde sowohl von binnen- wie auch von außenwirtschaftlichen Faktoren getragen. Die Risiken, mit denen die Konjunkturaussichten behaftet sind, halten sich auf kurze Sicht weitgehend die Waage. Längerfristig ergeben sich Abwärtsrisiken aus einer unkontrollierten Korrektur der weltweiten Ungleichgewichte, Protektionismusbestrebungen und möglicherweise erneut anziehenden Ölpreisen.

4.1 PRODUKTION UND NACHFRAGE

DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

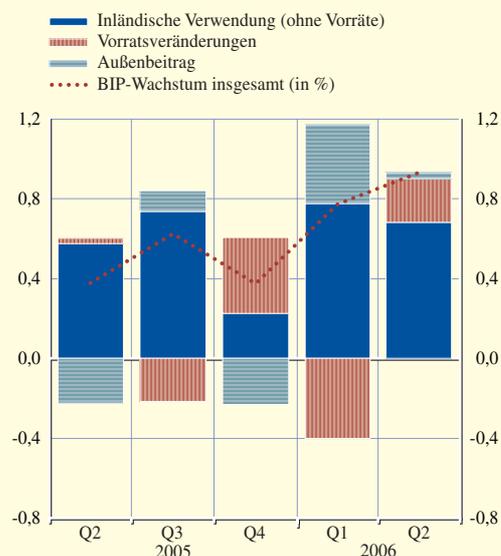
Die zweiten von Eurostat veröffentlichten Daten zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen bestätigten, dass sich das reale BIP des Euroraums im zweiten Jahresviertel 2006 um 0,9 % gegenüber dem Vorquartal erhöht hat, verglichen mit 0,8 % im Anfangsquartal 2006 (siehe Abbildung 22). Im Vorjahrsvergleich stieg das Euroraum-BIP im zweiten Vierteljahr um 2,7 %. Diese Zahl ist gegenüber der ersten Schätzung um 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert worden. Mit der zweiten Schätzung wurden zwar einige geringfügige Korrekturen an den Verwendungskomponenten vorgenommen, doch bestätigt sie, dass die inländische Verwendung (ohne Vorräte) der Hauptmotor der Wirtschaftstätigkeit im zweiten Jahresviertel war und – wie bereits der ersten Schätzung zufolge – 0,7 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum beitrug.

Die Investitionstätigkeit entwickelte sich im zweiten Jahresviertel mit einer Quartalsrate von 2,1 % äußerst dynamisch. Wie in Kasten 7 erläutert, weist die Aufgliederung der Investitionen nach Sektoren auf eine im gesamten Euroraum breit angelegte Ausweitung der Investitionen hin. Dagegen ging das Wachstum der privaten Konsumausgaben und der Konsumausgaben des Staates um 0,3 % bzw. 0,5 % gegenüber dem Vorquartal zurück. Die Angaben zum Staatsverbrauch wurden in der zweiten Schätzung geringfügig nach oben korrigiert, und zwar um jeweils 0,1 Prozentpunkte für die ersten beiden Quartale des laufenden Jahres.

Vom Außenbeitrag ging im zweiten Jahresviertel fast kein Wachstumsimpuls aus, nachdem er

Abbildung 22 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

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



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

im Vorquartal noch bei 0,4 Prozentpunkten gelegen hatte. Diese Entwicklung war dem Umstand zuzuschreiben, dass sich das Exportgeschäft stärker abschwächte als das Importgeschäft. Der Beitrag des Außenhandels wurde gegenüber der ersten Schätzung für das zweite Quartal um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert, während der Beitrag der Vorratsveränderungen im gleichen Umfang nach oben revidiert wurde.

Kasten 7

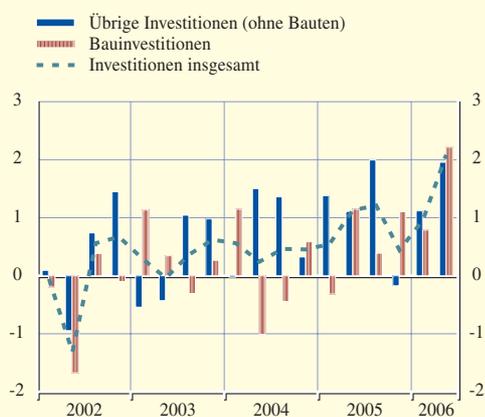
JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER INVESTITIONEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

In der ersten Jahreshälfte 2006 nahm die Investitionstätigkeit im Euroraum gegenüber dem vorangegangenen Sechsmonatszeitraum um 2,2 % zu, nachdem sie im zweiten Halbjahr 2005 um 2,0 % zugelegt hatte. Damit wurde die höchste halbjährliche Wachstumsrate seit der zweiten Jahreshälfte 2000 erreicht, als die Investitionen um 3,0 % gestiegen waren. Die Investitionstätigkeit war daher eine der Haupttriebfedern der günstigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum in den ersten sechs Monaten des Jahres 2006. In diesem Kasten wird die Investitionsentwicklung im Euro-Währungsgebiet bis zum zweiten Quartal des laufenden Jahres näher beleuchtet.

Die Beschleunigung des Investitionswachstums im ersten Halbjahr 2006 war breit angelegt. Dahinter verbargen sich kräftige Wachstumsraten bei den Bauinvestitionen und den übrigen Investitionen, auf die ungefähr je die Hälfte aller Investitionen entfallen (siehe Abbildung A). Die halbjährlichen Wachstumsraten in diesen Bereichen lagen bei 2,5 % bzw. 2,0 %. Damit fielen sie im Baugewerbe 1,0 Prozentpunkte höher, bei den übrigen Investitionen jedoch 0,5 % geringer aus als in der zweiten Jahreshälfte 2005. Die dynamische Investitionstätigkeit im ersten Halbjahr 2006 war auch länderübergreifend breit fundiert.

Abbildung A Investitionen insgesamt, Bauinvestitionen und übrige Investitionen

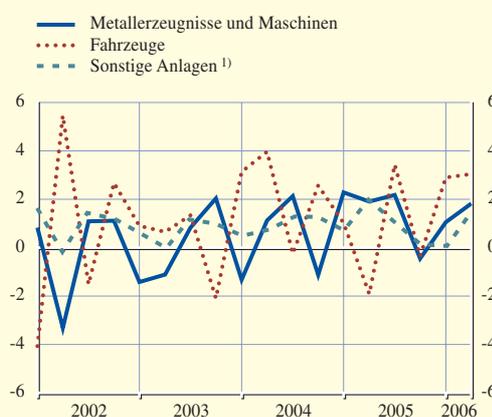
(Veränderung gegen Vorquartal; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Abbildung B Aufschlüsselung der übrigen Investitionen (ohne Bauten)

(Veränderung gegen Vorquartal; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.
1) Einschließlich Landwirtschaft.

Investitionen ohne Bauten

Die im ersten Halbjahr 2006 leicht rückläufige Entwicklung bei den Investitionen ohne Bauten ist zum Großteil darauf zurückzuführen, dass sich das halbjährliche Investitionswachstum bei den Metallserzeugnissen und Maschinen (die 60 % der Investitionen ohne Bauten ausmachen) um 1,2 Prozentpunkte auf 1,7 % und bei den sonstigen Anlagen (auf die weitere 20 % entfallen) um 1,3 Prozentpunkte auf 0,8 % abschwächte. Dagegen wurden die Investitionen in Fahrzeuge (die ebenfalls 20 % der Investitionen ohne Bauten ausmachen) mit einer Zuwachsrate von 4,3 % kräftig ausgeweitet. Die Rate fiel damit 2,1 Prozentpunkte höher aus als in der zweiten Jahreshälfte 2005. Alle drei Komponenten der übrigen Investitionen (ohne Bauten) profitierten merklich von der positiven Entwicklung in Deutschland, wo sich der bis 2004 zu beobachtende Abwärtstrend umkehrte.

Bauinvestitionen

Die Bauinvestitionen im Euro-Währungsgebiet kletterten in der ersten Jahreshälfte 2006 auf eine Wachstumsrate von 2,5 % und damit auf den höchsten Stand seit etwa fünf Jahren. Dabei wiesen die Investitionen in Wohnbauten und Nichtwohnbauten (die beide je die Hälfte der gesamten Bauinvestitionen ausmachen) in diesem Zeitraum mit Zuwachsraten von 2,1 % bzw. 2,9 % eine recht ähnliche Entwicklung auf. Spanien und Frankreich leisteten mit rund 0,6 Prozentpunkten bzw. rund 0,4 Prozentpunkten den größten Beitrag zur Zunahme der Bauinvestitionen im ersten Halbjahr. Erwähnenswert ist auch die Entwicklung in Deutschland, wo die Bauinvestitionen im ersten Quartal 2006 um 2,9 % schrumpften, im zweiten Quartal jedoch um 4,6 % ausgeweitet wurden, sodass sich für die erste Jahreshälfte insgesamt ein relativ geringer Wachstumsbeitrag von +0,1 Prozentpunkten ergibt.

Die anhaltende Zunahme der Wohnungsbauinvestitionen steht im Einklang mit dem allgemeinen Boom und den damit einhergehenden Preissteigerungen an den Immobilienmärkten in mehreren Euro-Ländern. Darüber hinaus profitierten die Bauinvestitionen wie auch die übrigen Investitionen von der guten Ertragslage der Unternehmen, den günstigen Finanzierungsbedingungen und den hohen Erwartungen hinsichtlich der künftigen Konjunktur- und Nachfrageentwicklung. Der Bruttobetriebsüberschuss der Unternehmen im Euroraum, der als Indikator für das Gewinnwachstum herangezogen werden kann und eine bedeutende Innenfinanzierungsquelle für Unternehmensinvestitionen darstellt, erhöhte sich im ersten Vierteljahr 2006 um 1,3 % und im zweiten Vierteljahr um 1,8 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Abbildung C). Diese beiden vierteljährlichen Wachstumsraten sind die höchsten aufeinanderfolgenden Werte des Indikators seit dem zweiten Halbjahr 2001. Das Gewinnwachstum, das sich 2005 und in den ersten sechs Monaten des Jahres 2006 in engem Gleichlauf mit den Sachinvestitionen entwickelte, wird durch die Lohnzurückhaltung und die anhaltende Belebung der Nachfrage gestützt. Das Zusammenwirken

Abbildung C Investitionen insgesamt und Bruttobetriebsüberschuss

(Veränderung gegen Vorquartal; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Der Bruttobetriebsüberschuss ist definiert als BIP abzüglich Arbeitnehmerentgelt und Gütersteuern (ohne Gütersubventionen).

dieser Faktoren in Verbindung mit den äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen hat es den Unternehmen des Euro-Währungsgebiets ermöglicht, trotz des starken außenwirtschaftlichen Preis- und Kostendrucks Investitionen zu tätigen. In der näheren Zukunft dürften diese Einflüsse dem Investitionsklima im Euroraum weiterhin förderlich sein.

Im Rahmen der Umfrage zum Kreditgeschäft für das dritte Quartal 2006 berichteten die Banken über eine per saldo äußerst rege Nachfrage nach Unternehmenskrediten, die zu einem großen Teil für Anlageinvestitionen verwendet werden. Von dieser Kreditnachfrage könnte ein weiteres positives Signal für das Investitionswachstum im zweiten Halbjahr 2006 ausgehen.¹ Überdies lassen die Erhebungen der Europäischen Kommission zur aktuellen Kapazitätsauslastung und zu den aktuellen Produktionskapazitäten in der Industrie, die eng mit der Jahreswachstumsrate der Investitionstätigkeit korreliert sind, für das dritte Quartal 2006 auf eine weitere Beschleunigung des Investitionswachstums schließen.

¹ Eine ausführliche Analyse der Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum findet sich in Kasten 2.

SEKTORALE WERTSCHÖPFUNG UND INDUSTRIEPRODUKTION

Eine sektorale Aufschlüsselung zeigt, dass der Konjunkturaufschwung in der ersten Jahreshälfte 2006 breit angelegt war. Das Wertschöpfungswachstum im Dienstleistungssektor beschleunigte sich im zweiten Quartal weiter, wofür zum Großteil die dynamische Entwicklung der marktbestimmten Dienstleistungen ausschlaggebend war. Auch in der Industrie ohne Baugewerbe blieb es kräftig und wies so hohe Zuwachsraten auf wie seit Mitte 2000 nicht mehr. Das Baugewerbe konnte im zweiten Quartal eine erhebliche Zunahme der Wertschöpfung verzeichnen, die teilweise mit einer Erholung nach der witterungsbedingten Bauflaute im ersten Jahresviertel zusammenhing.

Die Erzeugung in der Industrie (ohne Baugewerbe) wurde im August um 1,8 % ausgeweitet, nachdem sie im Juli um 0,5 % gesunken war. Im gleitenden Dreimonatsdurchschnitt verlangsamte sie sich zwar etwas, erhöhte sich aber von Juni bis August verglichen mit dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum um 1,4 % (siehe Abbildung 23). Die Produktionszunahme im August war in allen Sektoren mit Ausnahme der Energiebranche zu beobachten, in der die Erzeugung rückläufig war. Dabei erhöhte sich die Vorleistungsgüterproduktion am stärksten, gefolgt von der Investitions- und der Konsumgütererzeugung. Hinter dem Anstieg der Konsumgüterproduktion verbargen sich eine spürbare Zunahme in der Gebrauchsgüterbranche und eine geringere Ausweitung in der Verbrauchsgüterindustrie.

Abbildung 23 Beiträge zum Wachstum der Industrieproduktion

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



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

Die Auftragseingänge deuten ebenfalls auf eine positive Entwicklung in der Industrie hin. Die Bestellungen im verarbeitenden Gewerbe erhöhten sich gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt im August um 2,0 %, verglichen mit 1,4 % im Juli. Dieser Anstieg ist auch in bereinigter Betrachtung, das heißt nach Ausschaltung des besonders schwankungsfälligen Auftragseingangs im sonstigen Fahrzeugbau (der den Wasser-, Schienen- und Luftfahrzeugbau umfasst), festzustellen.

Insgesamt stützen die Angaben für August tendenziell die Einschätzung, dass sich die kräftige Konjunktorentwicklung in der Industrie im dritten Quartal fortgesetzt hat.

UMFRAGEN IN DER INDUSTRIE UND IM DIENSTLEISTUNGSSEKTOR

Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie stieg im Oktober 2006 leicht an, während der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe, zu dem nur Angaben bis September vorliegen, keine Veränderung aufwies (siehe Abbildung 24). Im Durchschnitt des dritten Jahresviertels blieben beide Indikatoren weitgehend unverändert gegenüber den im historischen Vergleich hohen Werten des Vorquartals.

Der im Oktober beobachtete Anstieg des Vertrauensindicators der Kommission war auf eine bessere Beurteilung der Auftragslage und optimistischere Produktionserwartungen zurückzuführen. Bei der Bewertung der Lagerbestände ergab sich indessen keine Veränderung gegenüber dem Vormonat.

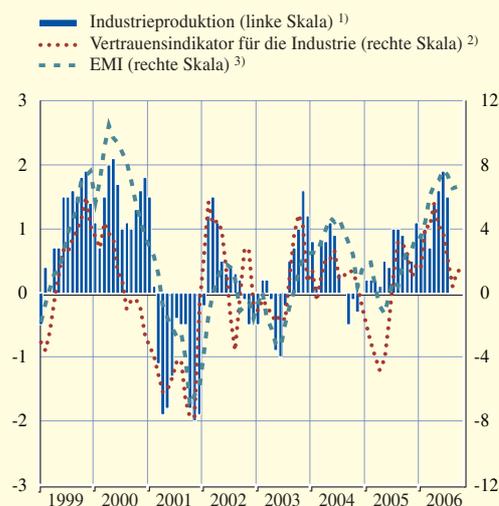
Mit Blick auf den Dienstleistungssektor stieg der Vertrauensindikator der Kommission im Oktober an und glich damit den Rückgang vom September wieder vollständig aus. Insgesamt hellte sich im dritten Quartal die Stimmung in der Dienstleistungsbranche verglichen mit dem Vorquartal auf. Der jüngste Anstieg des Vertrauensindicators spiegelte sich in allen drei Indexkomponenten wider: Die gegenwärtige und zukünftige Nachfrageentwicklung wie auch das Geschäftsklima wurden optimistischer beurteilt. Der EMI-Teilindex für die Konjunktorentwicklung im Dienstleistungssektor, der zuvor einen äußerst hohen Stand erreicht hatte, ging sowohl im September als auch im dritten Quartal insgesamt weiter zurück. Die jüngste Entwicklung dieses Indicators stützt jedoch nach wie vor den Eindruck eines anhaltend kräftigen Wachstums in der Dienstleistungsbranche des Euro-Währungsgebiets.

INDIKATOREN DER PRIVATEN KONSUMAUSGABEN

Nachdem die privaten Konsumausgaben im ersten Quartal 2006 noch um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal zugenommen hatten, stiegen sie im zweiten Vierteljahr um 0,3 %. Grund hierfür war ein geringerer Beitrag der nicht dem Einzelhandel zuzuordnenden Ausgabenkomponenten. Das Umsatzvolumen im Einzelhandel erhöhte sich im August dieses Jahres um 0,7 % gegenüber dem

Abbildung 24 Industrieproduktion, Vertrauensindikator für die Industrie und EMI

(Monatswerte; saisonbereinigt)



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

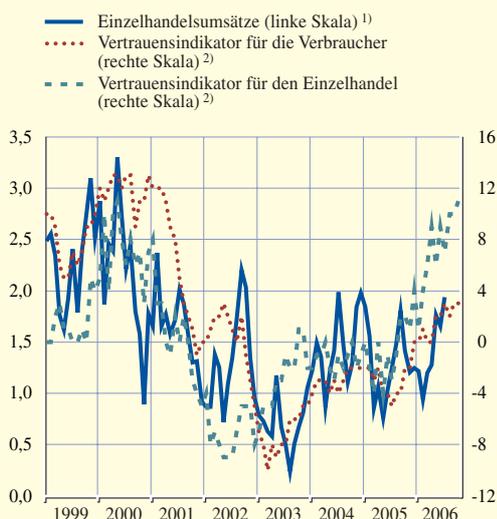
1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %.

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 Verbrauchenumfragen 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.

Vormonat, verglichen mit 0,3 % im Juli. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt stieg das Umsatzwachstum damit im Juli auf 1,0 %. Die PKW-Neuzulassungen, die sich im Juli deutlich verringert hatten, erhöhten sich im August und September wieder. Im gesamten dritten Quartal sanken die PKW-Neuzulassungen um 2,3 %, nachdem sie im Vorquartal noch um 1,2 % gestiegen waren.

Nach einer leichten Zunahme im September blieb das Verbrauchervertrauen im Oktober unverändert (siehe Abbildung 25). Eine optimistischere Beurteilung der künftigen allgemeinen Wirtschaftsentwicklung sowie der Arbeitsmarktlage wurde durch einen Rückgang der Sparerwartungen ausgeglichen. Die Einschätzung der zukünftigen finanziellen Situation blieb unverändert.

Alles in allem ergeben sich aus den jüngsten Angaben zu den Einzelhandelsumsätzen in Verbindung mit den PKW-Neuzulassungen und anderen Umfragen zum Verbrauchervertrauen positive Signale für die Entwicklung der privaten Konsumausgaben im dritten Quartal 2006.

4.2 ARBEITSMARKT

Die zuletzt verfügbaren Informationen bestätigen, dass sich die Arbeitsmarktlage im Euro-Währungsgebiet im Jahresverlauf 2006 verbessert hat. So hat sich das Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal über alle Sektoren hinweg beschleunigt. Von den Beschäftigungserwartungen gingen zwar in jüngster Zeit gemischte Signale aus, doch stützen auch sie den Eindruck eines auf kurze Sicht anhaltenden Beschäftigungswachstums.

ARBEITSLOSIGKEIT

Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet erhöhte sich im August 2006 geringfügig auf 7,9 %, verglichen mit 7,8 % im Vormonat (siehe Abbildung 26). Damit ist die Arbeitslosenquote zwar nach wie vor niedriger als in der ersten Jahreshälfte, doch hat sich der monatliche Rückgang der Arbeitslosenzahl in den vergangenen Monaten nach und nach abgeschwächt.

BESCHÄFTIGUNG

Die zuletzt verfügbaren Daten bestätigen die allmähliche Beschleunigung des Beschäftigungswachstums seit Jahresbeginn 2005. Dabei stieg die Beschäftigung im Quartalsvergleich von 0,1 % im ersten Vierteljahr 2005 auf 0,4 % im zweiten Quartal des laufenden Jahres (siehe Tabelle 7). Aus der sektoralen Aufschlüsselung, die im Verlauf des Monats Oktober veröffentlicht wurde, geht hervor, dass der Beschäftigungszuwachs im zweiten Quartal breit angelegt war. Im Dienstleis-

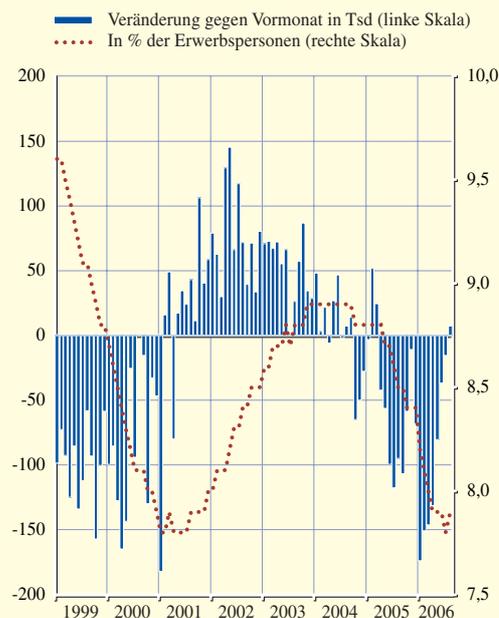
tungssektor wurden dabei – wie bereits in den Vorquartalen – die höchsten Wachstumsraten im Bereich „Finanzierung und Unternehmensdienstleister“ verzeichnet. (Ein Überblick über die Bestimmungsfaktoren für den Beschäftigungsanteil des Dienstleistungssektors im Euro-Währungsgebiet findet sich in Kasten 8.) Auch im Baugewerbe kam es zu einem Beschäftigungsaufbau, und in der Industrie ohne Baugewerbe blieb die Beschäftigung stabil, nachdem sie seit Mitte 2001 rückläufig gewesen war.

Das jährliche Wachstum der Arbeitsproduktivität beschleunigte sich weiter von 1,2 % im ersten Quartal auf 1,4 % im zweiten Jahresviertel 2006 und liegt damit über dem seit 1992 verzeichneten Durchschnitt. Grund hierfür waren ein höherer Produktivitätszuwachs in der Industrie ohne Baugewerbe, im Baugewerbe und in der Landwirtschaft, dem ein Wachstumsrückgang im Dienstleistungssektor gegenüberstand.

Den Branchenumfragen der Europäischen Kommission zufolge stiegen die Beschäftigungserwartungen in der Industrie im dritten Quartal an, während sie im Dienstleistungssektor etwas sanken. Der EMI hingegen verzeichnete leicht rückläufige Erwartungen sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor. Im Oktober blieben die aus den Branchenumfragen der Kommission abgeleiteten Erwartungen zur Beschäftigung in der Industrie unverändert und nahmen im Dienstleistungssektor geringfügig zu. Insgesamt sind die Beschäftigungserwartungen nach wie vor hoch und decken sich mit der Einschätzung, dass sich die Arbeitsmarktlage im Eurogebiet im Einklang mit der konjunkturellen Belebung allmählich verbessert.

Abbildung 26 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Tabelle 7 Beschäftigungswachstum

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

	Vorjahrsraten		Quartalsraten				
	2004	2005	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4	2006 Q1	2006 Q2
Gesamtwirtschaft	0,7	0,8	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
<i>Darunter:</i>							
Landwirtschaft und Fischerei	-1,7	-1,7	0,1	0,0	0,1	-0,6	0,9
Industrie	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,0	0,2
Ohne Baugewerbe	-1,4	-1,2	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	0,0
Baugewerbe	1,4	2,5	0,6	0,0	1,1	0,6	0,7
Dienstleistungen	1,4	1,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5
Handel und Verkehr	0,9	0,8	-0,1	0,0	0,4	0,3	0,4
Finanzierung und Unternehmensdienstleister	1,9	2,1	0,4	0,7	1,1	0,6	1,0
Öffentliche Verwaltung	1,5	1,2	0,4	0,4	0,1	0,6	0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Kasten 8

BESTIMMUNGSFAKTOREN FÜR DEN BESCHÄFTIGUNGSANTEIL DES DIENSTLEISTUNGSSEKTORS IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

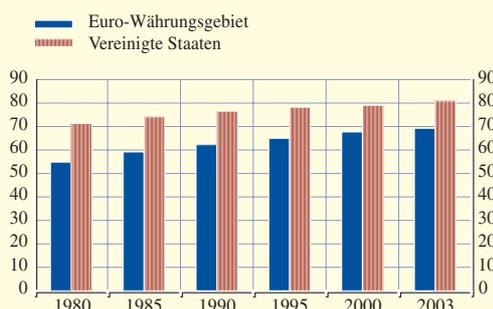
In den vergangenen 20 Jahren kam es in den Ländern des Euroraums zu einem signifikanten Wandel der Beschäftigungsstruktur, wobei die Größe des Dienstleistungssektors im Verhältnis zum verarbeitenden Gewerbe zugenommen hat.¹ Im Eurogebiet erhöhte sich der Anteil der Beschäftigten im Dienstleistungssektor zwischen 1980 und 2003² um rund 14 Prozentpunkte auf 69 %. Der entsprechende Anteil in den Vereinigten Staaten war im selben Zeitraum durchweg höher als im Euroraum und stieg um 10 Prozentpunkte auf 81 % (siehe Abbildung).

Maßgeblich für den gestiegenen Anteil des Dienstleistungssektors an der Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet waren vor allem die Beschäftigungszuwächse in den Teilsektoren „Kredit- und Versicherungsgewerbe, Grundstücks- und Wohnungswesen, Unternehmensdienstleister“ sowie „öffentliche und persönliche Dienstleistungen“ (siehe Tabelle). Der jeweilige Beschäftigungsanteil ist in den einzelnen Euro-Ländern sehr uneinheitlich; er lag für den Dienstleistungssektor insgesamt im Jahr 2003 zwischen 60 % in Portugal und 78 % in den Niederlanden. Die Kenntnis der Hauptgründe sowohl für die unterschiedlichen Beschäftigungsanteile des Dienstleistungssektors im Euroraum und in den Vereinigten Staaten als auch für die Differenzen zwischen den einzelnen Euro-Ländern ist wichtig, um feststellen zu können, welche grundlegenden politischen Anpassungsmaßnahmen zur Anhebung des Beschäftigungsniveaus im Euroraum notwendig sind.

In wissenschaftlichen Analysen werden eine Reihe von Erklärungen für den zunehmenden Beschäftigungsanteil des Dienstleistungssektors angeführt. Hierzu zählen die höhere Nachfrage nach Dienstleistungen aufgrund eines steigenden Pro-Kopf-Einkommens und einer Verschiebung der Ausgabenstruktur von grundlegenden materiellen Bedürfnissen hin zu Dienstleistungen, der gestiegene Anteil der in die Dienstleistungsbranche vermittelten Erwerbspersonen (weil dort das Arbeitsproduktivitätswachstum geringer ist als im verarbeitenden Gewerbe), die höhere Erwerbsbeteiligung von Frauen (was beispielsweise zur Substitution unbezahlter durch bezahlte haushaltsnahe Dienstleistungen führt) und speziell die höhere Frauenbeschäftigungsquote im Dienstleistungssektor, die zunehmende Nachfrage nach Dienstleistungen im Zuge des demografischen Wandels (da ältere Menschen in der Regel proportional mehr Dienstleistungen in Anspruch nehmen als jüngere Jahrgänge) und schließlich die gestiegene Nachfrage nach Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Urbanisierungsprozess (da die Stadtbevölkerung

Beschäftigungsanteil der Dienstleistungssektoren

(in % der Gesamtbeschäftigung)



Quelle: STAN-Datenbank der OECD.

¹ Siehe auch EZB, Competition, productivity and prices in the euro area services sector, Occasional Paper Nr. 44, April 2006, und EZB, Die Rolle des Wettbewerbs bei der Entwicklung der Arbeitsproduktivität und der Preise im Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets, Kasten 4, Monatsbericht April 2006.

² In der STAN-Datenbank der OECD sind derzeit nur Angaben bis 2003 verfügbar.

Beschäftigungsanteil des Dienstleistungssektors sowie seiner Teilsektoren

(in % der Gesamtbeschäftigung)

	Dienstleistungssektor insgesamt		Handel und Gastgewerbe		Verkehr und Nachrichtenübermittlung		Kredit- und Versicherungsgewerbe, Grundstücks- und Wohnungswesen, Unternehmensdienstleister		Öffentliche und persönliche Dienstleistungen	
	1980	2003	1980	2003	1980	2003	1980	2003	1980	2003
Belgien	64	77	19	18	7	6	10	17	28	35
Deutschland ¹⁾	54	70	18	20	6	5	8	16	22	29
Griechenland ²⁾	56	61	20	22	7	7	7	9	22	23
Spanien	49	65	18	21	6	6	6	10	19	28
Frankreich ³⁾	58	74	16	17	6	6	10	17	26	34
Irland	50	66	16	21	6	6	6	13	21	26
Italien	49	67	17	20	5	5	5	14	21	28
Luxemburg ⁴⁾	63	77	22	19	7	8	12	28	22	22
Niederlande	66	78	18	20	6	6	11	19	31	33
Österreich	49	64	17	20	6	6	7	14	18	25
Portugal	43	60	17	21	4	3	4	9	18	27
Finnland	53	69	16	16	7	7	6	12	24	34
Euro-Währungsgebiet	55	69	17	20	6	6	8	14	24	29
Vereinigte Staaten	71	81	22	22	5	5	13	18	32	35

Quelle: EZB-Berechnungen anhand der STAN-Datenbank der OECD.

- 1) Die Angaben bis 1990 beziehen sich nur auf Westdeutschland.
- 2) Die Angaben unter „1980“ beziehen sich auf 1995.
- 3) Die Angaben unter „2003“ beziehen sich auf 2002.
- 4) Die Angaben unter „1980“ beziehen sich auf 1985.

in der Regel verhältnismäßig mehr Dienstleistungen in Anspruch nimmt als die Landbevölkerung).³

Gleichzeitig wird angeführt, dass unterschiedliche Beschäftigungsanteile des Dienstleistungssektors in Ländern mit ähnlichem Entwicklungsstand auch von Unterschieden im institutionellen Rahmen, der den Flexibilitätsgrad der Arbeits- und Gütermärkte beeinflusst, herrühren können. Eine Untersuchung dieser Hypothese anhand einer Stichprobe von OECD-Ländern hat ergeben, dass der Beschäftigungsanteil des Dienstleistungssektors wesentlich davon abhängt, wie streng die Kündigungsschutzbestimmungen und wie hoch der Anteil der gewerkschaftlich organisierten bzw. zentralisierten Lohnfindung sowie der Verwaltungsaufwand bei der Gründung neuer Unternehmen sind.⁴

Forschungsarbeiten jüngerer Datums stützen die Hypothese, dass Hemmnisse bei der Anpassung des Arbeitsmarktes in der EU die kontinuierliche Verschiebung von Arbeitskräften aus dem verarbeitenden Gewerbe in den Dienstleistungssektor erschwert haben.⁵ Die Analyse von Paneldaten aus 13 EU-Ländern für den Zeitraum von 1970 bis 2001 hat ergeben, dass eine Reihe von Indikatoren, die verschiedene Aspekte der Arbeitsmarktflexibilität erfassen, den Beschäftigungsanteil des Dienstleistungssektors erklären. So geht eine höhere strukturelle Rigidität mit einem niedrigeren Beschäftigungsanteil des Dienstleistungssektors einher. Die Un-

3 Nähere Einzelheiten und ein Überblick über diese Fachliteratur finden sich bei R. Schettkat und L. Yocarini, The Shift to services, a review of the literature, Diskussionspapier Nr. 964 des IZA, 2003.

4 OECD, Employment in the service economy: a reassessment, Employment Outlook 2000, Kapitel 3, 2000; J. Messina, Institutions and service employment: a panel study for OECD countries, Working Paper Nr. 320 der EZB, 2004.

5 A. D'Agostino, R. Serafini und M. Ward-Warmedinger, Sectoral explanations of employment in Europe: the role of services, Working Paper Nr. 625 der EZB, 2006.

tersuchungsergebnisse stützen ferner die Hypothese, dass die relativ schlechte Anpassung der Qualifikationen – d. h. des Qualifikationsgrads und des Bildungsstands – der Erwerbsbevölkerung an sich verändernde Arbeitsanforderungen in den EU-Ländern der Verschiebung zugunsten des Dienstleistungssektors entgegengestanden und möglicherweise eine stärkere Angleichung zwischen den Beschäftigungsanteilen des Dienstleistungssektors in der EU und den Vereinigten Staaten verhindert hat.

Die bildungs- und arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen, die in einzelnen Ländern im Rahmen der europäischen Beschäftigungsstrategie über das vergangene Jahrzehnt hinweg umgesetzt wurden, haben zu einer Zunahme der Beschäftigung insgesamt wie auch im Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets beigetragen. Trotz dieser Anstrengungen sind jedoch eine weitere Steigerung des Arbeitseinsatzes und eine größere Arbeitsmarktflexibilität wichtige Voraussetzungen für die Euro-Länder, um den Herausforderungen des technologischen Wandels, der Bevölkerungsalterung und der Globalisierung begegnen zu können. Darüber hinaus sollten weitere Strukturreformen in diesen Bereichen dazu beitragen, dass sich die Arbeitsmärkte des Euroraums an lokale Schocks anpassen, Arbeitnehmer und offene Stellen effizienter zusammengebracht werden und Arbeitsuchende im Zuge der sektoralen Anpassung wieder ins Erwerbsleben zurückkehren können.

4.3 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Die jüngsten Indikatoren für die Konjunktorentwicklung im Euro-Währungsgebiet liefern weitere Belege dafür, dass das Wirtschaftswachstum inzwischen stärker von der Inlandsnachfrage getragen wird und sektorübergreifend an Breite gewonnen hat. Insgesamt lassen die zuletzt verfügbaren Daten und Umfrageergebnisse für die zweite Jahreshälfte 2006 auf ein weiterhin robustes Wirtschaftswachstum schließen, wenngleich die im ersten Halbjahr verzeichneten Zuwachsraten nicht mehr ganz erreicht werden dürften. Diese Analyse wird auch durch die Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB zum realen BIP-Wachstum bestätigt, denen zufolge die Erwartungen bezüglich der Inlandsnachfrage gestiegen sind (siehe Kasten 6). Binnenwirtschaftlich betrachtet zeigen die anhaltende Zunahme des Unternehmensvertrauens und die kräftige Dynamik der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, dass die kurzfristigen Investitionsaussichten gut bleiben. Darüber hinaus werden die Konsumausgaben in den kommenden Quartalen im Einklang mit der Aufhellung am Arbeitsmarkt und dem gestiegenen Verbrauchertrauen voraussichtlich an Dynamik gewinnen. Die Risiken, mit denen diese Aussichten behaftet sind, dürften einander auf kurze Sicht die Waage halten. Längerfristig ergeben sich Abwärtsrisiken vor allem aus einer unkontrollierten Korrektur der weltweiten Ungleichgewichte, Protektionismusbestrebungen und einem erneuten Anziehen der Ölpreise.

5 WECHSELKURS- UND ZAHLUNGSBILANZ-ENTWICKLUNG

5.1 WECHSELKURSE

Nach einer Phase relativer Stabilität wies der Euro im Oktober 2006 in nominaler effektiver Rechnung eine gewisse Tendenz zur Abwertung auf und wurde gut einen halben Prozentpunkt unter seinem Stand von Ende Juli gehandelt. In den vergangenen drei Monaten verlor er gegenüber den meisten wichtigen Währungen mit Ausnahme des japanischen Yen, der weiterhin eine breit angelegte Abschwächung aufwies, etwas an Boden.

US-DOLLAR/EURO

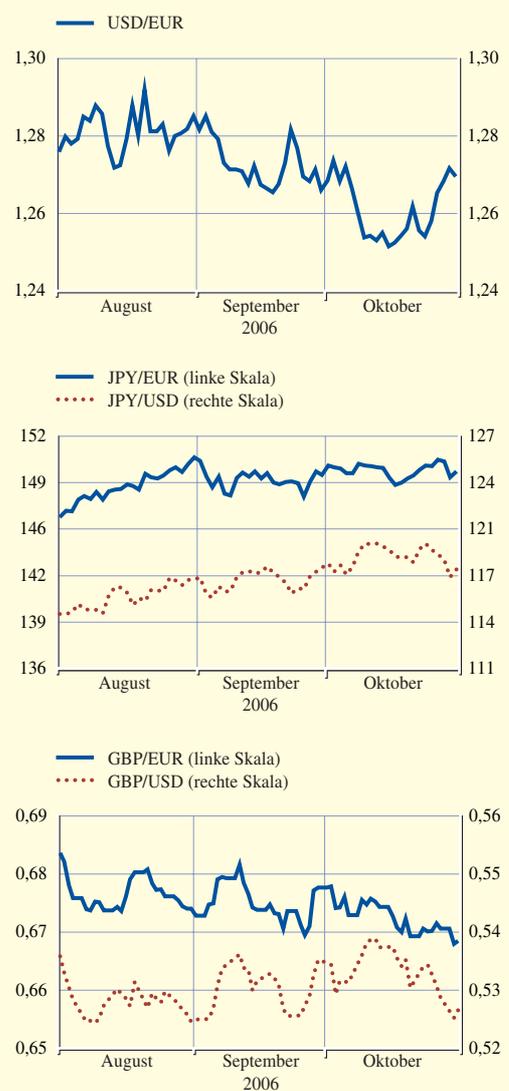
Nachdem der Euro am 21. August 2006 mit 1,29 USD einen Höchststand gegenüber dem US-Dollar erreicht hatte, wertete er in der Folgezeit allmählich ab. Dieser Trend kehrte sich Ende Oktober 2006 nur teilweise um (siehe Abbildung 27). Der Rückgang der Ölpreise im September könnte ein ausschlaggebender Faktor für die Aufwertung des US-Dollar gewesen sein, da er möglicherweise dazu beigetragen hat, die am Markt herrschenden Bedenken hinsichtlich der US-Konjunkturaussichten zu mildern. Der Kursanstieg des US-Dollar dürfte im Oktober durch eine Reihe positiver Wirtschaftsdaten für die Vereinigten Staaten verstärkt worden sein. Diese führten dazu, dass die Marktteilnehmer einen starken Abschwung der US-Konjunktur im Jahr 2007 für weniger wahrscheinlich hielten. Allerdings könnten danach die niedriger als erwartet ausgefallenen Daten zum BIP-Wachstum der Vereinigten Staaten für das dritte Quartal 2006, die gegen Ende des Monats veröffentlicht wurden, die US-Währung unter Druck gesetzt haben. Der Euro notierte am 31. Oktober 2006 bei 1,27 USD und lag 0,6 % unter seinem Stand von Ende Juli und 2,1 % über dem Durchschnitt des Jahres 2005 (siehe Abbildung 27).

JAPANISCHER YEN/EURO

Vor dem Hintergrund einer anhaltenden breit angelegten Kursschwäche des japanischen Yen wertete der Euro in den letzten drei Monaten gegenüber der japanischen Währung relativ deutlich auf. Im August 2006 stieg der Euro in Relation zum Yen besonders stark an und erreichte am 1. September einen historischen Höchststand von 150,6 JPY. Danach scheint sich der Kurs des Euro auf einem Niveau etwas unterhalb dieses Stands eingependelt zu haben. Die Abwertung des Yen gegenüber dem Euro

Abbildung 27 Wechselkursentwicklung

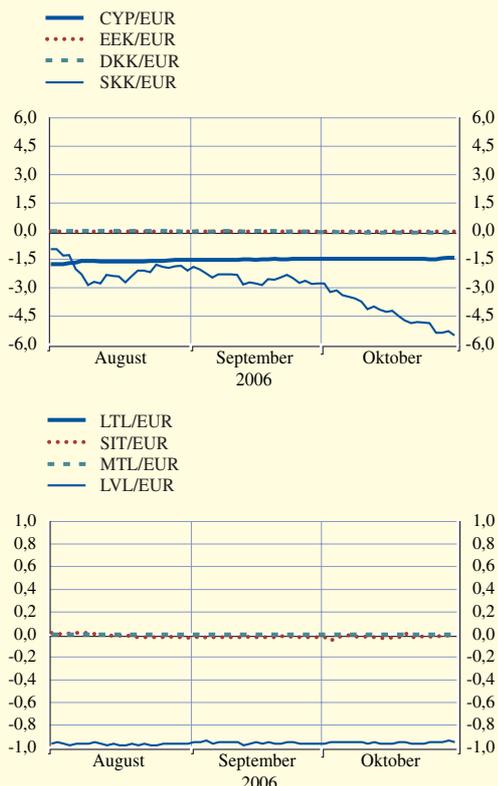
(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Abbildung 28 Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte; Abweichung vom Leitkurs in Prozentpunkten)



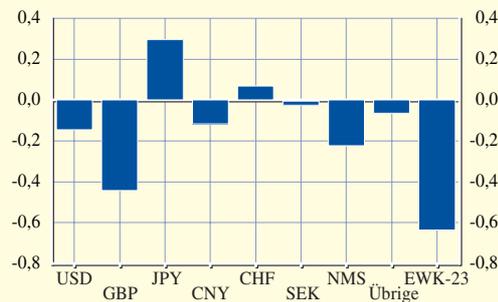
Quelle: EZB.
 Anmerkung: Eine positive/negative Abweichung vom Euro-Leitkurs bedeutet, dass die Währung innerhalb des Kursbandes schwach/stark notiert. Für die dänische Krone gilt eine Schwankungsbreite von $\pm 2,25\%$, für alle anderen Währungen die Standardschwankungsbreite von $\pm 15\%$.

Abbildung 29 Effektiver Wechselkurs des Euro und seine Zusammensetzung¹⁾

(Tageswerte)



Beiträge zur Veränderung des effektiven Wechselkurses²⁾
 31. Juli bis 31. Oktober 2006
 (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 beitraten. Die Kategorie „Übrige“ bezieht sich auf den aggregierten Beitrag der restlichen sieben Handelspartner des Euro-Währungsgebiets im EWK-23-Index. Die Veränderungen werden unter Verwendung der entsprechenden Außenhandelsgewichte im EWK-23-Index berechnet.

im August könnte mit Einschätzungen der Marktteilnehmer, dass die japanische Geldpolitik langsamer als erwartet gestrafft wird, zusammenhängen; die darauf folgende Phase der Wechselkursstabilisierung scheint mit dem Ausbleiben von deutlichen Veränderungen der kurzfristigen Wachstumsperspektiven in beiden Wirtschaftsräumen im Einklang zu stehen. Am 31. Oktober notierte der Euro bei 150 JPY und lag 2,6 % über seinem Stand von Ende Juli und 9,3 % über seinem Durchschnitt des Jahres 2005 (siehe Abbildung 27).

WÄHRUNGEN DER EU-MITGLIEDSTAATEN

Seit Ende Juli 2006 sind die meisten am WKM II teilnehmenden Währungen stabil und werden zu oder nahe bei ihrem jeweiligen Leitkurs gehandelt (siehe Abbildung 28). Nach einer Schwächephase im Juli erholte sich die slowakische Krone im Oktober und lag am 31. Oktober 5,5 %

über ihrem WKM-II-Leitkurs. Was die Währungen der anderen EU-Mitgliedstaaten angeht, so wertete der Euro gegenüber dem Pfund Sterling ab. Am 31. Oktober notierte er bei 0,67 GBP und damit 2,3 % unter seinem Stand von Ende Juli und 2,2 % unter seinem Durchschnitt des Jahres 2005. Im Verhältnis zur schwedischen Krone blieb er hingegen weitgehend stabil. Die Schwäche des Euro gegenüber dem Pfund Sterling könnte auf die Reaktion der Marktteilnehmer auf positive Wirtschafts- und Umfragedaten im Vereinigten Königreich zurückzuführen sein, aufgrund deren sie ihre Konjunkturerwartungen nach oben revidierten. Der Euro wertete auch gegenüber der tschechischen Krone (um 1,1 %) und dem polnischen Zloty (um 1,6 %) ab. Trotz politischer Spannungen und der negativen Einschätzung des für Ungarn bestehenden Ausblicks durch eine Ratingagentur vom September verlor der Euro in Relation zum ungarischen Forint sogar noch deutlicher an Wert (um 4,4 %). Einige der Währungen der neuen EU-Mitgliedstaaten dürften durch eine Straffung der Geldpolitik in den jeweiligen Ländern gestützt worden sein.

ANDERE WÄHRUNGEN

Im Zeitraum von Ende Juli bis zum 31. Oktober 2006 wertete der Euro gegenüber dem chinesischen Renminbi (um 1,7 %) und den meisten an den US-Dollar gekoppelten asiatischen Währungen ab und blieb in Relation zum kanadischen Dollar stabil. Im Verhältnis zum Schweizer Franken gewann er hingegen geringfügig (1,1 %) und gegenüber der norwegischen Krone stärker (6 %) an Wert. Auf die Entwicklung der Krone hat sich wahrscheinlich der Rückgang der Ölpreise negativ ausgewirkt.

EFFEKTIVER WECHSELKURS DES EURO

Aufgrund der Bewegung der bilateralen Wechselkurse des Euro lag der nominale effektive Wechselkurs – gemessen an den Währungen der 23 wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – am 31. Oktober 2006 gut einen halben Prozentpunkt unter seinem Stand von Ende Juli und in der Nähe seines 2005 verzeichneten Durchschnittswerts (siehe Abbildung 29).

5.2 ZAHLUNGSBILANZ

Die neuesten Zahlungsbilanzangaben bis August 2006 zeigen, dass die Ausfuhren in den letzten Monaten weiterhin moderat angestiegen sind, während sich die Einfuhren belebten. Zugleich wies die über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanz im August 2006 ein Defizit von 0,5 % des BIP auf, verglichen mit einem Überschuss im Vorjahr. Dies war in erster Linie auf höhere Einfuhrpreise für Rohöl und andere Rohstoffe zurückzuführen. Im Zwölfmonatszeitraum bis August 2006 nahmen die Nettokapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammen im Vorjahresvergleich um 84 Mrd € ab, was vor allem mit einem Umschwung von Nettokapitalzuflüssen zu Nettokapitalabflüssen bei den Schuldverschreibungen zusammenhing.

WARENHANDEL, DIENSTLEISTUNGSVERKEHR UND LEISTUNGSBILANZ

Die neuesten Zahlungsbilanzangaben zeigen, dass die Ausfuhren in den letzten Monaten weiterhin moderat angestiegen sind, während sich die Einfuhren belebten. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Aus- und Einfuhren von Waren und Dienstleistungen erhöhte sich im August 2006 dem Wert nach um 1,5 % bzw. 3,3 %, während die entsprechenden Wachstumsraten für den Warenhandel bei 1,8 % bzw. 3,6 % lagen (siehe Tabelle 8 und Abbildung 30).

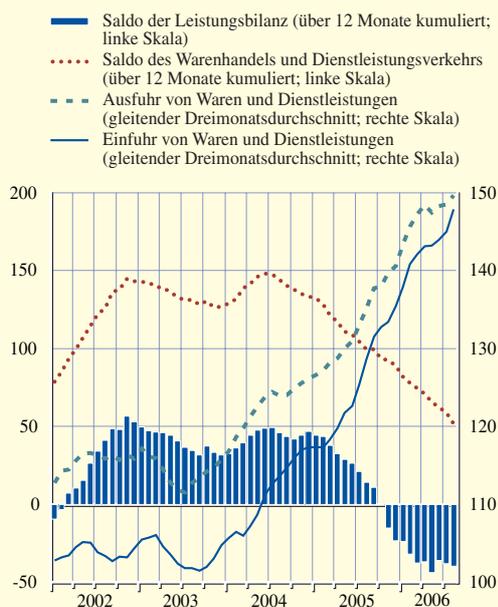
Die Aufschlüsselung des Warenhandels nach Volumen und Preisen, die bis Juli 2006 vorliegt, zeigt seit April eine Abschwächung des Wachstums sowohl der Ausfuhrpreise als auch der Volumen an, verglichen mit einem kräftigen Wachstum im ersten Quartal 2006. Die Entwicklung der

Ausfuhrvolumen könnte teilweise durch den Anstieg der Auslandsnachfrage, die sich, nachdem sie zu Jahresbeginn sehr stark gewesen war, etwas abgeschwächt zu haben scheint, erklärt werden.

Der im Juli und August höhere Wert der Importe scheint zum Teil einer Verteuerung der Einfuhren aufgrund der gestiegenen Preise für Rohöl und sonstige Rohstoffe zuzuschreiben zu sein. Was die zukünftige Entwicklung betrifft, so könnte sich dieser Aufwärtsdruck jedoch angesichts des deutlichen Rückgangs der Ölpreise in den Folgemonaten als vorübergehend erweisen. Unterdessen scheint das Wachstum der Importvolumen infolge der anhaltend kräftigen Binnenkonjunktur im Euro-Währungsgebiet zuzunehmen, während die Aufwertung des Euro in der ersten Jahreshälfte 2006 die Importnachfrage angekurbelt haben dürfte. Die Einfuhren aus Niedriglohnländern, insbesondere aus China, anderen asiatischen Schwellenländern und den neuen EU-Mitgliedstaaten, stiegen weiterhin stark an.

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

(in Mrd €; Monatswerte; saisonbereinigt)



Die über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanz wies im August 2006 ein Defizit von 39,6 Mrd € (d. h. 0,5 % des BIP) auf, verglichen mit einem Überschuss von 14,3 Mrd € im August 2005. Die Umkehr von einem Überschuss zu einem Defizit war auf einen deutlichen Rückgang des Warenhandelsüberschusses zurückzuführen; dieser Rückgang belief sich im Vorjahrsvergleich auf 54,1 Mrd € und war vor allem dem Anstieg der Preise für importierte Energieprodukte und andere Rohstoffe zuzuschreiben. Der große Einfluss, den die Verteuerung der Energieeinfuhren auf die Entwicklung der Leistungsbilanz des Euroraums hat, wird durch die neuesten Angaben zur geografischen Aufgliederung der Leistungsbilanz, die bis zum zweiten Quartal 2006 vorliegen, bestätigt. Im Vergleich zum Vorjahr weitete sich das über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanzdefizit des Euro-Währungsgebiets gegenüber der Gruppe der „anderen Staaten“, zu der auch die Erdöl exportierenden Volkswirtschaften (OPEC) gehören, um 59,5 Mrd € aus.¹

KAPITALBILANZ

Im Dreimonatszeitraum bis August 2006 verzeichnete das Euro-Währungsgebiet bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen per saldo Kapitalzuflüsse von monatsdurchschnittlich 6,0 Mrd € (siehe Tabelle 8). Den Nettozuflüssen bei den Wertpapieranlagen (15,3 Mrd €), die in erster Linie auf den Nettoerwerb von Aktien und Investmentzertifikaten des Euroraums durch Gebietsfremde zurückzuführen waren, standen Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen in Höhe von 9,4 Mrd € netto gegenüber.

¹ Die „anderen Staaten“ umfassen alle Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, die weder der EU noch der G7 angehören, mit Ausnahme der Schweiz.

Tabelle 8 Hauptposten der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

			Gleitende Dreimonatsdurchschnitte bis				Über 12 Monate kumulierte Werte bis	
	2006 Juli	2006 Aug.	2005 Nov.	2006 Febr.	2006 Mai	2006 Aug.	2005 Aug.	2006 Aug.
<i>in Mrd €</i>								
Leistungsbilanz	-3,9	-6,9	-6,8	-2,3	-3,5	-0,6	14,3	-39,6
Saldo des Warenhandels	-1,6	-3,5	2,9	1,2	1,5	-0,6	69,1	15,0
Ausfuhr	114,2	115,2	105,1	110,3	112,5	114,5	1 172,8	1 327,2
Einfuhr	115,9	118,7	102,2	109,0	111,0	115,1	1 103,7	1 312,2
Saldo der Dienstleistungen	3,7	0,5	3,4	3,7	2,8	2,4	30,6	36,7
Einnahmen	35,0	34,8	34,6	35,4	34,9	35,2	380,9	420,5
Ausgaben	31,3	34,2	31,2	31,8	32,2	32,8	350,3	383,7
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	0,3	2,4	-7,2	-1,3	-1,5	2,6	-25,7	-22,2
Saldo der laufenden Übertragungen	-6,2	-6,4	-5,9	-5,9	-6,2	-5,1	-59,7	-69,1
Kapitalbilanz¹⁾	12,3	-3,9	7,5	1,0	35,5	0,8	73,7	134,6
Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen	-8,4	-18,3	-10,6	-19,6	26,8	6,0	91,6	7,5
Nettodirektinvestitionen	-9,4	-2,8	-4,1	-13,4	1,3	-9,4	-156,6	-76,6
Nettowertpapieranlagen	1,0	-15,5	-6,5	-6,2	25,4	15,3	248,1	84,2
Aktien und Investmentzertifikate	39,6	-12,6	-6,4	10,9	5,7	29,3	206,4	118,7
Schuldverschreibungen	-38,6	-2,9	-0,2	-17,1	19,7	-13,9	41,8	-34,5
Anleihen	-13,6	-9,5	-6,7	-16,7	25,5	-3,1	21,0	-3,0
Geldmarktpapiere	-24,9	6,7	6,5	-0,4	-5,8	-10,8	20,8	-31,5
<i>Veränderungen gegenüber der Vorperiode in %</i>								
Waren und Dienstleistungen								
Ausfuhr	-0,5	0,5	3,4	4,3	1,2	1,5	7,9	12,5
Einfuhr	2,5	4,0	3,7	5,6	1,7	3,3	12,3	16,6
Waren								
Ausfuhr	0,2	0,9	3,1	4,9	2,0	1,8	7,6	13,2
Einfuhr	4,7	2,5	4,2	6,7	1,8	3,6	13,5	18,9
Dienstleistungen								
Einnahmen	-2,5	-0,7	4,2	2,5	-1,5	0,8	8,9	10,4
Ausgaben	-4,9	9,5	2,2	1,9	1,3	1,9	8,5	9,5

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

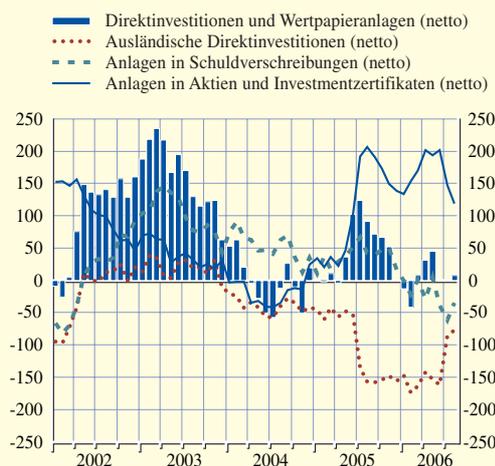
Im Zwölfmonatszeitraum bis August 2006 nahmen die Nettokapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen im Vorjahresvergleich um 84 Mrd € ab (siehe Abbildung 31). Ausschlaggebend hierfür war ein Rückgang der Nettokapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen von 248 Mrd € auf 84 Mrd €, der nur zum Teil durch eine Verringerung der Nettokapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen von 157 Mrd € auf 77 Mrd € ausgeglichen wurde. Dabei nahmen sowohl die Nettokapitalzuflüsse bei Anlagen in Aktien und Investmentzertifikaten als auch die Nettokapitalabflüsse bei Direktinvestitionen gleichermaßen deutlich ab, was durch eine außergewöhnlich umfangreiche Sondertransaktion bedingt war, aufgrund deren sich diese Kapitalströme im Vorjahr stark erhöht hatten. Dementsprechend ist die im Zwölfmonatszeitraum bis August 2006 verzeichnete Verringerung bei den Wertpapieranlagen und Direktinvestitionen zusammengenommen in erster Linie auf einen Rückgang der Wertpapieranlagen zurückzuführen. Dies hängt damit zusammen, dass es bei den Schuldverschreibungen vor allem aufgrund geringerer Nettokäufe von Papieren des Euroraums durch Gebietsfremde nach Nettokapitalzuflüssen (41,8 Mrd €) nunmehr zu Nettokapitalabflüssen (34,5 Mrd €) kam. Bei Aktien und Investment-

zertifikaten wurden hingegen weiterhin kräftige Nettokapitalzuflüsse (118,7 Mrd €) verzeichnet, die zu einem großen Teil darauf zurückzuführen waren, dass sich die Unternehmensgewinne im Euroraum im Jahr 2006 bis dato günstiger entwickelten als in den Vereinigten Staaten.

Die geografische Aufgliederung zeigt, dass für die bis zum zweiten Quartal 2006 über zwölf Monate kumulierten Nettokapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen Transaktionen Gebietsansässiger mit dem Vereinigten Königreich, den zehn neuen EU-Mitgliedstaaten, den Vereinigten Staaten sowie der Gruppe der „anderen Staaten“ ausschlaggebend waren.² Auf der Aktivseite der Wertpapieranlagen waren die größten Nettokäufe von Auslandsaktiva durch Gebietsansässige auf Transaktionen mit dem Vereinigten Königreich, den Vereinigten Staaten, Offshore-Finanzzentren und den „anderen Staaten“ zurückzuführen. Der Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets wies Ende des zweiten Quartals 2006 Nettoverbindlichkeiten in Höhe von 955,0 Mrd € (rund 12 % des BIP) auf und lag damit geringfügig unter seinem Stand am Ende des Vorquartals (960,3 Mrd €). Dies war in erster Linie auf Neubewertungen infolge von Wechselkurs- und Vermögenspreisänderungen zurückzuführen, die sich vor allem auf die Anlagen in Aktien und Investmentzertifikaten und die übrigen Anlagen auswirkten.

Abbildung 31 Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets zusammengenommen

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



Quelle: EZB.

2 Hierbei ist zu berücksichtigen, dass sich in den Ergebnissen für Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen in Aktien und Investmentzertifikaten im Handel des Euroraums mit dem Vereinigten Königreich während des Zwölfmonatszeitraums bis Juni 2006 ein im Juni 2005 durchgeführtes Finanzgeschäft außergewöhnlichen Umfangs widerspiegelt. Das Ergebnis für die Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen blieb von dieser Transaktion unberührt. Siehe hierzu auch EZB, Monatsbericht Oktober 2006, Seite 50.

AUFsätze

GELDPOLITISCHER AKTIVISMUS



Zwar gibt es keine allgemein akzeptierte Abgrenzung des Begriffs „geldpolitischer Aktivismus“, doch sollten bei einer sinnvollen Beurteilung von „Aktivismus“ sowohl die Entschlossenheit, mit der eine Zentralbank ihr satzungsmäßiges Ziel in der täglichen Praxis umzusetzen bestrebt ist, als auch die Merkmale des gesamtwirtschaftlichen Umfelds, in dem sie tätig ist, berücksichtigt werden. Denn die Komplexität der gesamtwirtschaftlichen Situation und die Unsicherheit, mit der die Wirtschaftsaussichten behaftet sind, stehen in einem Wirkungszusammenhang mit dem geldpolitischen Mandat sowie der Entschlossenheit der Zentralbank zur Erfüllung dieses Mandats. Es ist deshalb möglich, dass sich Zentralbanken, die sich in demselben Maß ihrem Ziel verpflichtet fühlen und gleichermaßen zu seiner Umsetzung entschlossen sind, dennoch im Verlauf des Konjunkturzyklus unterschiedlich verhalten. Im Einklang mit dieser Auffassung wird daher im vorliegenden Aufsatz der Standpunkt vertreten, dass die feste Verankerung der Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet, das Ausmaß an Rigidität, das in der Volkswirtschaft besteht, und die ungünstige Mischung makroökonomischer Schocks, die den Euroraum getroffen haben, den Schlüssel zum Verständnis der Geldpolitik der EZB in den vergangenen acht Jahren bilden.

I EINLEITUNG

Zentralbanken müssen ihre geldpolitischen Beschlüsse laufend an ihre Beurteilung der jeweiligen Verfassung der Volkswirtschaft anpassen und dabei auch die erwarteten Auswirkungen der durch ihre Geldpolitik in der Vergangenheit gesetzten Impulse berücksichtigen. Entsprechend beurteilen externe Beobachter fortlaufend die Angemessenheit des von der Währungsbehörde verfolgten geldpolitischen Kurses und insbesondere die Rechtzeitigkeit der von dieser Instanz gefassten Beschlüsse. Der Nachdruck und die Rechtzeitigkeit (also die Entschlossenheit), mit denen die Zentralbank geldpolitische Maßnahmen ergreift bzw. diese in der Wahrnehmung der Öffentlichkeit ergriffen werden, stehen daher in enger Beziehung mit ihrem Erfolg bei der Erreichung ihres geldpolitischen Ziels. Gleichwohl hängen sie – zumindest was die Wahrnehmung der Öffentlichkeit betrifft – nicht vollständig von diesem Erfolg ab. So wurde trotz des Erfolgs, mit dem die EZB die mittelfristige Ausrichtung der Inflationsentwicklung an dem von ihr gesetzten Ziel im Großen und Ganzen betrieb, das Ausmaß an geldpolitischem Aktivismus gelegentlich infrage gestellt, vor allem während des langen Zeitraums stabiler Leitzinsen von Juni 2003 bis Dezember 2005.

In dieser Diskussion spiegeln sich zum Teil unterschiedliche Beurteilungen der Wirtschafts-

lage und der Angemessenheit geldpolitischer Maßnahmen wider. Sie scheint aber auch daher zu rühren, dass kein Konsens über die Bedeutung von „Aktivismus“ besteht, und dass manchmal allzu einfache Begriffe zu seiner Beurteilung herangezogen werden. Der vorliegende Artikel befasst sich mit einigen Konzepten von Aktivismus und vertritt den Standpunkt, dass eine sinnvolle Beurteilung des Grads an Aktivismus zumindest die Entschlossenheit, mit der eine Zentralbank die Umsetzung ihres satzungsmäßigen Ziels verfolgt, und die Merkmale des gesamtwirtschaftlichen Umfelds, in dem die Zentralbank tätig ist, in Rechnung stellen sollte.

Im folgenden Abschnitt werden einige Konzepte von Aktivismus erörtert, und es wird erklärt, inwiefern die einfachsten Definitionen, die sich lediglich auf die Häufigkeit und die Größenordnung von Kurswechseln in einem bestimmten Zeitraum stützen, den Charakter wirtschaftlicher Schocks und die Struktur der Volkswirtschaft vernachlässigen. Gegenstand des dritten Abschnitts sind einige Probleme im Zusammenhang mit Beurteilungen des Aktivismus von Zentralbanken, die auf empirischen Schätzungen geldpolitischer Regeln oder Reaktionsfunktionen basieren. Abschnitt 4 veranschaulicht, wie sich Flexibilität bzw. Rigidität der Preise und Inflationspersistenz verbinden, mit der Glaubwürdigkeit von Zentralbanken und der konkreten Durchführung der

Geldpolitik in Wechselwirkung treten und dabei auch deren Verlaufsmuster beeinflussen können. Der fünfte Abschnitt enthält Ergebnisse zum Euro-Währungsgebiet: Die Verankerung der Inflationserwartungen, die Preisrigidität und die ungünstige Mischung von Schocks im Eurogebiet sind wesentliche Elemente für das Verständnis des geldpolitischen Kurses der EZB. Welchen Beitrag die Geldpolitik der EZB unter diesen Bedingungen zur Wahrung von Preisstabilität leistet, wird dann im Schlussteil von Abschnitt 5 erörtert. Abschließend wird ein Fazit gezogen.

2 KONZEPTE DES BEGRIFFS „AKTIVISMUS“

Es gibt keine allgemeingültige Abgrenzung für den Begriff Aktivismus; dies wird besonders augenscheinlich, wenn man das Verlaufsmuster der Geldpolitik verschiedener Zentralbanken vergleicht. Eine häufig verwendete, aber zu stark vereinfachende Methode der Messung von Aktivismus besteht darin, die Häufigkeit und das Ausmaß geldpolitischer Maßnahmen in einem bestimmten Zeitraum etwa anhand der Volatilität des Leitzinssatzes zu vergleichen. Legt man solche Maßstäbe an, wird eine Zentralbank als umso „aktivistischer“ (zielstrebig) betrachtet, je häufiger und umfangreicher die Änderungen der geldpolitischen Instrumente sind. Beispielsweise hat die EZB seit 1999 ihren Leitzins (den Zinssatz für ihre Hauptrefinanzierungsgeschäfte) 22-mal geändert. In der 2001 begonnenen Phase der geldpolitischen Lockerung wurde der Leitzins in sieben Schritten insgesamt um 275 Basispunkte gesenkt. Im Dezember 2005 begann die EZB, diesen Kurs umzukehren, und hat seither ihren Leitzins in fünf Schritten erhöht. Andere Wirtschaftsräume, z. B. die Vereinigten Staaten, haben im gleichen Zeitraum sowohl hinsichtlich der Häufigkeit als auch bezüglich des Umfangs der geldpolitischen Maßnahmen bei der Lockerung wie bei der Straffung energischer Schritte verzeichnet (siehe Abbildung 1).

Ist aus diesen Daten abzuleiten, dass die EZB verglichen mit anderen Zentralbanken nicht

Abbildung 1 Leitzinsen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(in % p.a.)



Quellen: EZB und Federal Reserve System.

Anmerkung: Für das Euro-Währungsgebiet ist als Leitzins bis zum 28. Juni 2000 der Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte und danach der Mindestbietungssatz angegeben. Für die Vereinigten Staaten ist der Zielzinssatz für Tagesgeld ausgewiesen. Die letzten Angaben beziehen sich auf den 11. Oktober 2006.

„aktiv“ genug – im Sinne von effektiv bzw. effizient bei der Umsetzung ihres Mandats – war? Die Antwort auf diese Frage lautet Nein. Eine sinnvolle Beurteilung von geldpolitischem Aktivismus sollte zumindest die beiden folgenden Elemente umfassen.

In erster Linie sollte sich die Beurteilung auf den Nachdruck und die Rechtzeitigkeit der Beschlüsse stützen, mit denen eine Zentralbank ihr satzungsmäßiges Ziel in der täglichen Gestaltung der Geldpolitik umzusetzen bestrebt ist. Die rechtlichen Befugnisse, die Klarheit und umfassende Reichweite der Satzung einer Zentralbank und ihre geldpolitische Strategie entscheiden wesentlich darüber, wie sehr sie sich der Erreichung ihres Ziels verpflichtet fühlt.

Im Verlauf der letzten Jahrzehnte war bei den Zentralbanken verschiedener Länder eine Annäherung der Satzungen und Ziele zu beobachten. Im Zuge einer weltweiten Welle institutioneller Reformen haben die geldpolitischen Entscheidungsträger in vielen Ländern Unabhängigkeit gewonnen; sie erhielten den klaren Auftrag, der Wirtschaft einen nominalen Anker zur Gewährleistung einer niedrigen und stabilen Inflationsrate zu bieten. Auch wird das Ziel der Zentralbank häufiger in einer genau definierten, von der Zentralbank explizit bekannt gegebenen geldpolitischen Strategie ausgedrückt. Daher gibt es in vielen Ländern weit reichende Übereinstimmungen bei den aus den Mandaten und Strategien der Zentralbanken resultierenden Bestimmungsfaktoren der Geldpolitik. Trotz dieser Annäherung schlagen die Zentralbanken jedoch nach wie vor in der Geldpolitik recht unterschiedliche Wege ein, und die geldpolitische Praxis ist im Konjunkturzyklus nicht zwangsläufig vergleichbar. Was sind die Gründe für die weiterhin unterschiedlichen Muster der Geldpolitik?

Um diese Frage beantworten zu können, muss auf ein weiteres Element Bezug genommen werden: die Merkmale des gesamtwirtschaftlichen Umfelds. Die Häufigkeit von Leitzinsänderungen reicht als Statistik zur Beurteilung der Angemessenheit des „Aktivismus“ einer Zentralbank nicht aus, wenn exogene Faktoren die gesamtwirtschaftlichen Aussichten verändern. Unter ansonsten gleich bleibenden Bedingungen könnte in einer Volkswirtschaft, in der sich die Inflation und die Wirtschaftstätigkeit rasch entwickeln und somit exogene Schocks stärker ausfallen und sich schneller ausbreiten, ein energischeres Eingreifen der Zentralbank erforderlich sein.

Differenziertere Messgrößen für Aktivismus gehen zumindest einen Schritt über den bloßen Vergleich des geldpolitischen Kurses auf der Basis von Häufigkeit und Umfang von Zinsänderungen hinaus. Die einfachsten schätzen dabei die Stärke der statistischen Korrelation zwischen dem geldpolitischen Instrument und einer gegebenen Reihe makroökonomischer Schlüs-

selgrößen. Zur Beurteilung des Grads an geldpolitischem Aktivismus gehen externe Beobachter in diesem Zusammenhang dann häufig von der Größe der Reaktionsparameter in geschätzten geldpolitischen Reaktionsfunktionen aus.¹

Eine gängige Spezifikation einer solchen Reaktionsfunktion ist eine Regel des Taylor-Typs² in folgender Form:

$$i_t = \rho i_{t-1} + (1-\rho)\{r^* + \pi^* + \beta E_t(\pi_{t+h} - \pi^*) + \gamma(y_t - y_t^*)\} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Dabei sei i_t der aktuelle kurzfristige Nominalzinssatz. Die Entwicklung des Zinssatzes im Zeitverlauf wird anhand von drei Termen erklärt:

- Der erste stellt einen Trägheitsterm dar, wobei postuliert wird, dass der aktuelle Zinssatz von seinem verzögerten Wert i_{t-1} beeinflusst wird und der Parameter ρ den Grad bestimmt, in dem der aktuelle Zinssatz von seinen früheren Werten abhängt. Die möglichen Erklärungen für das beträchtliche Maß an Trägheit, das man häufig in empirischen Schätzungen der Reaktionsfunktionen von Zentralbanken findet, werden im Kasten näher erörtert.
- Der zweite Term besteht aus den Elementen in geschweiften Klammern und stellt das Niveau der Kurzfristzinsen dar, auf das die Zentralbank gemäß Gleichung 1 den tatsächlichen Zinssatz in Reaktion auf die aktuellen wirtschaftlichen Bedingungen langfristig bringen wird. Dieser Term setzt sich aus der Summe des langfristigen Gleichgewichtswerts des kurzfristigen Realzinses r^* , des langfristigen Inflationsziels der Zentral-

1 Eine ausführliche Erörterung geldpolitischer Regeln, die sich auch mit solchen Reaktionsfunktionen befasst, findet sich in: EZB, Fragen im Zusammenhang mit geldpolitischen Regeln, Monatsbericht Oktober 2001.

2 Dieser Term ist abgeleitet aus dem Forschungspapier von John Taylor, Discretion versus policy rules in practice, in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 1993, S. 195–214.

bank π^* sowie der Indikatoren des Inflationsdrucks ($\pi_{t+h} - \pi^*$) und ($y_t - y_t^*$) zusammen. Sofern keine Schocks mit Auswirkungen auf Inflation und Nachfrage auftreten, gibt $r^* + \pi^*$ den Gleichgewichts-Nominalzinssatz an, zu dem hin der Leitzins der Zentralbank im Laufe der Zeit konvergiert. Kommt es jedoch zu Schocks, wird für den Kurzfristzinssatz ein Niveau angestrebt werden müssen, das – je nach der Reaktion der Zentralbank auf Abweichungen der erwarteten Inflationsrate in mehreren künftigen Zeiträumen π_{t+h} vom Inflationsziel π^* sowie auf die Abweichung der aktuellen Produktion y_t von ihrem Potenzial y_t^* – über oder unter $r^* + \pi^*$ läge. Die Parameter β bzw. γ messen jeweils die Stärke dieser Reaktionen.

- Der dritte Term ε_t schließlich stellt die Differenz zwischen dem tatsächlichen Kurzfristzinssatz und dem systematischen Muster der Geldpolitik dar, wie sie von den beiden anderen Termen der Regel erfasst wird.

Beobachter, die solche Reaktionsfunktionen als eine angemessene Darstellung der geldpolitischen Ausrichtung einer Zentralbank bei der Verfolgung ihres Ziels und somit den Term ε_t als stets zu vernachlässigen bzw. schlicht als „weißes Rauschen“ betrachten, würden eine Zentralbank als vergleichsweise „aktiver“ einstufen, wenn eine bezüglich deren geldpolitischer Praxis in der Vergangenheit geschätzte Reaktionsfunktion folgende Merkmale aufwiese: 1) relativ größere Reaktionskoeffizienten bei ($\pi_{t+h} - \pi^*$) und ($y_t - y_t^*$) sowie 2) einen in Relation kleineren Trägheitskoeffizienten beim verzögerten Zinssatz, was sich in einer rascheren Anpassung des tatsächlichen Nominalzinssatzes i_t an sein gewünschtes längerfristiges Niveau niederschlägt.

Eine solche Schlussfolgerung mag zwar aus den nachstehenden Gründen voreilig sein, doch lassen sich mit einem „Reaktionsfunktionsansatz“ bei der Analyse von geldpolitischem Aktivismus gut die Trugschlüsse verdeutlichen,

zu denen einfachere, auf Häufigkeit und Ausmaß von Zinsänderungen gestützte Vergleiche zwischen Zentralbanken führen können. Am besten veranschaulicht dies der hypothetische Fall zweier Zentralbanken, deren Reaktionsfunktionen – in Volkswirtschaften mit ähnlichen Wirtschaftsstrukturen – identisch sind, die aber mit völlig unterschiedlichen wirtschaftlichen Schocks konfrontiert sind. Die geldpolitische Reaktionsfunktion schreibe häufige, kräftige Leitzinsänderungen vor, wenn die Zentralbank in der ersten Volkswirtschaft vor allem Nachfrageschocks bewältigen müsste, d. h. Schocks, die zu anhaltenden Abweichungen vom Trendwachstum sowie zu gleichgerichteten, symmetrischen und nachhaltigen Auswirkungen auf die Produktion und die Inflation führen. Hingegen verlangte dieselbe Reaktionsfunktion bei der zweiten Volkswirtschaft ein anderes Muster, wenn diese häufigen Angebotschocks ausgesetzt wäre, d. h. Schocks, die vorübergehend starke Sprünge in der Inflationsentwicklung auslösen, auf die – bei ausbleibenden geldpolitischen Gegenmaßnahmen – kleinere Zweitrundeeffekte sowie dem Preisauftrieb entgegengesetzte realwirtschaftliche Begleiterscheinungen folgen. In solchen Fällen würde die Zentralbank aufgrund des vorübergehenden Charakters der ursprünglichen Inflationsreaktion bei der unmittelbaren Störung nicht einschreiten und ihren Kurs nur in dem Ausmaß ändern, das zum Ausgleich der erwarteten dauerhaften Effekte des Schocks auf die Inflationsentwicklung in den folgenden Quartalen erforderlich ist.

Somit neigen die beiden hypothetischen Zentralbanken in diesem stilisierten Beispiel systematisch zwar zur selben Reaktion auf dieselben gesamtwirtschaftlichen Bedingungen, sind also gleichermaßen „aktiv“. Dennoch würden sie die Leitzinsen in unterschiedlichem Tempo und in unterschiedlichem Umfang ändern. Insbesondere würde – fest verankerte Inflationserwartungen vorausgesetzt – der geldpolitische Kurs der überwiegend mit Angebotschocks konfrontierten Zentralbank ruhiger und weniger volatil verlaufen. Der Grund dafür hätte nichts mit den Strategien dieser Zentralbanken

oder dem Nachdruck und der Rechtzeitigkeit in der Beschlussfassung zu tun, sondern wäre auf das unterschiedliche makroökonomische Umfeld zurückzuführen.

Kasten

THEORETISCHE ARGUMENTE FÜR DIE ZINSGLÄTTUNG DURCH ZENTRALBANKEN

Zentralbanken erhalten ständig neue Informationen, die ihre Einschätzung der Wirtschaftslage und der Perspektiven beeinflussen. Bei vielen Zentralbanken führt dies allerdings nicht zu großen Zinssprüngen oder häufigen zinspolitischen Kehrtwenden. Die Zinsen werden oft in kleinen Schritten verändert, und in empirischen Studien wurden deutliche Hinweise auf gewisse Trägheitselemente im Anpassungsprozess gefunden. Die Wissenschaft hat versucht, theoretische Argumente zu finden, mit denen sich diese offensichtliche Bereitschaft der Zentralbanken, den Zinsverlauf zu glätten, erklären lässt. In diesem Kasten wird ein Überblick über die bekanntesten Erklärungen gegeben.

1. Lernprozesse

Brainard (1967) kam in seiner klassischen Studie zu dem Ergebnis, dass die Unsicherheit bezüglich der tatsächlichen Werte der Parameter einer Modellökonomie bewirkt, dass die Reaktion des geldpolitischen Instruments auf Schocks gedämpft wird, da die Zentralbank versucht, die Varianz der makroökonomischen Ergebnisse zu minimieren („attenuation result“). Der Zusammenhang zwischen makroökonomischer Unsicherheit und optimaler Geldpolitik wurde auch von Sack (1998) im Sinne von Brainards Ergebnissen untersucht. In seinem volkswirtschaftlichen Modell sind die geldpolitischen Entscheidungsträger mit Unsicherheit hinsichtlich der Wirkungen geldpolitischer Maßnahmen konfrontiert, und dies begrenzt die optimalen geldpolitischen Zinsanpassungen auf einen Zinssatz in der Nähe desjenigen Niveaus, bei dem die Zentralbank hinsichtlich des Ergebnisses ihrer Entscheidung zuversichtlicher ist. Änderungen der Leitzinsen liefern neue Informationen über die Parameter des Modells, was zu weiteren Zinsanpassungen führt und damit ein gewisses Trägheitsmoment in der Geldpolitik erzeugt.¹

2. Glaubwürdigkeitsverluste

In engem Zusammenhang mit dem zuvor genannten Argument haben Ellis und Lowe (1997) diese traditionelle Erklärung für die beobachtete Trägheit der Geldpolitik im Kontext der Informationsasymmetrie zwischen Zentralbank und Öffentlichkeit formalisiert. Wenn das Wissen der Zentralbank über die Details des Modells, nach dem die Volkswirtschaft funktioniert, nur unvollständig ist und/oder wenn die Öffentlichkeit denkt, die Zentralbank sei nicht vollständig über die laufende wirtschaftliche Entwicklung informiert, könnten häufige Änderungen des geldpolitischen Zinspfads gewisse Zweifel an der Fähigkeit der Zentralbank wecken, die Funktionsweise der Wirtschaft zu verstehen. Darauf hat auch Williams (2003) hingewiesen, dem zufolge die geldpolitischen Entscheidungsträger gewillt sein können, Zinswenden zu ver-

¹ W. Brainard, Uncertainty and the effectiveness of policy, in: American Economic Review, Papers and Proceedings 57, 1967, S. 411–425. B. Sack, Uncertainty, learning and gradual monetary policy, FEDS Working Paper 1998-34, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1998.

meiden, da sie befürchten, dass diese als politische „Fehler“ missverstanden werden und letztlich das Ansehen der Zentralbank bezüglich ihrer Qualifikation beeinträchtigen könnten.²

3. Störungen an den Kapitalmärkten

Cukierman (1989) hat darauf hingewiesen, dass Standard-Kreditverträge von Geschäftsbanken durch lange Laufzeiten und vorgegebene Zinssätze gekennzeichnet sind. Allerdings haben Standard-Einlagenverträge in der Regel kurze Laufzeiten und reagieren daher schnell auf Änderungen der nominalen Zinsen und unvorhergesehene Kredit- oder Geldnachfrageschocks. Aus diesem Grund schützt die Trägheit der Zinssätze das Bankensystem bis zu einem gewissen Grad vor negativen Schocks hinsichtlich der Zahlungsströme im Passivgeschäft der Banken. Dieser Mechanismus könnte das Risiko begrenzen, dass es zu weit verbreiteten Bankinsolvenzen kommt, und verhindern helfen, dass geldpolitische Entscheidungen übermäßige Spannungen auf den Finanzmärkten auslösen.³

4. Bewältigung des „stabilisation bias“

Dieses Argument wurde von Woodford (2003) entwickelt. In einem vorausschauenden Umfeld kann die Zentralbank möglicherweise erfolgreicher die Wirtschaft stabilisieren, indem sie sich selbst verpflichtet, die Zinsen mit einer gewissen Trägheit anzupassen. Diese Verpflichtung würde die Fähigkeit der Zentralbank stärken, die Erwartungen bezüglich der zukünftigen Zinssätze zu beeinflussen und damit die Inflation und die Produktion wirksamer zu stabilisieren. Nehmen wir beispielsweise an, dass die Wirtschaft von einem Inflationsschock beeinträchtigt wird. Wenn die Akteure davon ausgehen, dass die Zentralbank darauf unter anderem mit einer längerfristigen Anhebung der Leitzinsen reagiert, würde die Erwartung dauerhaft höherer kurzfristiger Zinsen zu einem Anstieg der Marktzinsen für langfristige Wertpapiere führen, da man sich Letztere grob als Durchschnitte der kurzfristigen Zinssätze vorstellen kann, mit denen bis zur Fälligkeit dieser Wertpapiere gerechnet werden kann. Da die mittel- und langfristigen Zinsen als wichtigere Bestimmungsfaktoren der Bedingungen betrachtet werden, zu denen der private Sektor Kredite aufnehmen kann, um seine Ausgaben zu finanzieren (Goodfriend, 1991; Tinsley, 1999), kann davon ausgegangen werden, dass höhere Zinsen für Instrumente mit längeren Laufzeiten eine dämpfende Wirkung auf die aggregierte Nachfrage haben. Folglich würden auch die Inflationserwartungen gedämpft, und die preistreibenden Wirkungen der anfänglichen Störung würden durch das Fehlen von Zweitrundeneffekten gemildert. Anders ausgedrückt unterbindet die Trägheitsregel einen temporären Anstieg der Inflation über zwei Kanäle: über einen Anstieg der aktuellen Leitzinsen und über niedrigere Inflationserwartungen aufgrund der Antizipation höherer künftiger Leitzinsen. Daher würde eine Geldpolitik, die in der Lage ist, einen „optimalen Grad“ an Trägheit umzusetzen, einen besseren Ausgleich zwischen Inflationsstabilisierung und Produktionslückenstabilisierung erzielen, da die Notwendigkeit, umfangreiche Anpassungen der Zinsen vorzunehmen, geringer wäre.⁴

2 L. Ellis und P. Lowe, The smoothing of official interest rates, in: P. Lowe (Hrsg.), Monetary and inflation targeting, Reserve Bank of Australia, 1997. J. C. Williams, Simple rules for monetary policy, in: Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review, 2003, S. 1–12.

3 A. Cukierman, Why does the Fed smooth interest rates?, in: Economic Policy Conference 14, 1989, S. 111–157. Siehe auch A. S. Blinder, Critical issues for modern major central bankers, in: Europäische Zentralbank und Center for Financial Studies (Hrsg.), Modern monetary policy-making under uncertainty, 2000, S. 64–74.

4 M. Woodford, Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy, Princeton University Press, 2003. M. S. Goodfriend, Interest rates and the conduct of monetary policy, in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 34, 1991, S. 7–30. P. A. Tinsley, Short rate expectations, term premiums, and central bank use of derivatives to reduce policy uncertainty, FEDS Working Paper 1999-14, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1999.

5. Untergrenze von null bei den nominalen Zinssätzen

Rotemberg und Woodford (1999) haben darauf hingewiesen, dass in einem vorausschauenden Modellansatz die Untergrenze von null bei den nominalen Zinssätzen zusätzliche Anreize schafft, die Varianz der Leitzinsen gering zu halten, insbesondere in einem Umfeld niedriger Inflationsraten. Die Trägheit der nominalen Zinssätze würde eine Bewältigung des Untergrenzenproblems erleichtern, da – wie oben erwähnt – eine träge Geldpolitik relativ große Änderungen der Leitzinsen in einem Umfeld, in dem sich die Akteure hinreichend vorausschauend verhalten, unnötig macht. Darauf aufbauend haben Reifschneider und Williams (2000) sowie Wolman (2005) herausgearbeitet, dass man davon ausgehen kann, dass, sobald die Leitzinsen die Untergrenze erreicht haben, eine anhaltend träge Geldpolitik – über die Erwartungstheorie hinsichtlich der Zinsstrukturentwicklung – einen Abwärtsdruck auf die längerfristigen Zinsen ausübt und so die negativen Effekte der Untergrenze von null bei den kurzfristigen nominalen Zinssätzen entscheidend reduzieren könnte.⁵

⁵ J. J. Rotemberg und M. Woodford, Interest-rate rules in an estimated sticky price model, in: J. B. Taylor (Hrsg.), Monetary policy rules, University of Chicago Press, 1999, S. 57–119. D. Reifschneider und J. C. Williams, Three lessons for monetary policy in a low inflation era, in: Journal of Money, Credit and Banking 32, 2000, S. 936–966. A. L. Wolman, Real implications of the zero bound on nominal interest rates, in: Journal of Money, Credit and Banking 37, 2005, S. 273–296.

3 GRENZEN DER REAKTIONSFUNKTIONEN ALS EMPIRISCHE MESSGRÖSSEN FÜR AKTIVISMUS

Wie bereits im vorhergehenden Abschnitt erwähnt, sind geschätzte Reaktionsfunktionen grundsätzlich ein komplexerer Ansatz zur Feststellung des Grads an Aktivismus, mit dem eine Zentralbank auf die tatsächliche oder erwartete Abweichung der Wirtschaftsentwicklung von ihrem Ziel reagiert. Die Reaktionsfunktionen weisen jedoch drei wichtige Nachteile auf.

Der erste und wichtigste besteht darin, dass sich die Entschlossenheit und die Rechtzeitigkeit, mit denen eine Zentralbank ihr geldpolitisches Ziel umsetzt, im Allgemeinen nicht ohne Kenntnis der wichtigen strukturellen Triebkräfte und wirtschaftlichen Beziehungen quantifizieren lassen, die für die Funktionsfähigkeit der Volkswirtschaft, in der die Zentralbank operiert, maßgeblich sind (siehe auch Abschnitt 4). Zentralbanken stimmen ihre geldpolitischen Entscheidungen auf die Strukturmerkmale ab, die den Transmissionsmechanismus der exogenen Störungen und der Geldpolitik selbst im Zeitablauf bestimmen. Infolgedessen spiegeln die bezüglich geldpoli-

tischer Regelmäßigkeiten in der Vergangenheit geschätzten Reaktionskoeffizienten eine komplexe Mischung aus dem gewünschten Grad an Aktivismus der Zentralbank und den Strukturbedingungen der Volkswirtschaft, in der die Zentralbank operiert, wider.

Zweitens – und damit zusammenhängend – ist jede stereotype geldpolitische Reaktionsfunktion zwar hinreichend präzise, um als didaktisches Mittel zur Verfolgung geldpolitischer Verlaufsmuster und zu Modellzwecken zu dienen, aber eine nur unvollständige und unzureichende Beschreibung der Geldpolitik von Zentralbanken. Was die EZB betrifft, so erfassen solche empirischen Instrumente die Zwei-Säulen-Strategie nicht in ihrem Kern. Diese Strategie gründet darauf, ein breites Spektrum von Indikatoren, die in eine zweigeteilte Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität innerhalb verschiedener Zeithorizonte gegliedert sind, umfassend und zustandsabhängig miteinander in Einklang zu bringen. Die wirtschaftliche Analyse konzentriert sich auf die Beurteilung der Inflationsentwicklung auf kurze bis mittlere Sicht. Bei der monetären Analyse wird eine Gegenprüfung der Hinweise aus der wirt-

schaftlichen Analyse vorgenommen, und zwar auf der Grundlage von Daten, die sich aus den langfristigen Schwankungen monetärer Indikatoren ergeben. Diese Gegenprüfung trägt wesentlich dazu bei, dass die Geldpolitik nicht von den kurzfristigen Einflüssen dominiert wird, die von allzu volatilen und nicht ausreichend verlässlichen Indikatoren ausgehen. Sie stellt deshalb ein strategisches Schlüsselement dar, das die mittelfristige Ausrichtung der EZB abstützt. Die komplexe und gründliche Gegenprüfung lässt sich nicht auf eine stabile, mechanistische Funktion komprimieren, die den Leitzinssatz mit einigen wenigen gesamtwirtschaftlichen Indikatoren verknüpft. Wie die EZB in ihren zeitnahen Erläuterungen geldpolitischer Beschlüsse wiederholt klargestellt hat, ist die Geldpolitik das Ergebnis eines synthetischen Beurteilungsprozesses, der den wirtschaftlichen Eventualitäten des Euroraums und den sich wandelnden Wirtschaftsstrukturen Rechnung trägt.

Drittens sind Schätzungen der Koeffizienten herkömmlicher Reaktionsfunktionen mit einem hohen Maß an statistischer Unsicherheit behaftet. Empirische Schätzungen von Reaktionsfunktionen führen, je nach der konkreten Spezifizierung der Gleichung, zu sehr unterschiedlichen Koeffizientenwerten. Beispielsweise werden in der Fachliteratur dem Inflationsdruck Koeffizienten zugeordnet, die von negativen oder nahe null liegenden Werten bis zu recht hohen Schätzungen reichen.³ Diese Unsicherheit wird noch weiter durch jene verstärkt, mit der die Messung der makroökonomischen Indikatoren in der Reaktionsfunktion behaftet ist. Dies wird in Abbildung 2 deutlich, die die Unsicherheit veranschaulicht, mit der geldpolitische „Rezepte“ behaftet sind, die man aus der Standard-Kalibrierung einer Taylor-Regel ableiten könnte, wenn die Abweichungen der Inflationsentwicklung vom Ziel der Zentralbank mit 1,5 und die Abweichung der Produktion vom Potenzial mit 0,5 gewichtet werden. Dabei wird der in der Taylor-Regel benutzte statistische Messwert für die Produktionslücke und die Inflation variiert, und die sich daraus ergebenden Werte für den kurzfristigen Nominal-

Abbildung 2 Leitzinsen im Euro-Währungsgebiet gemäß der Taylor-Regel



Quelle: EZB.
 Anmerkung: Der schattierte Bereich stellt die maximalen und minimalen Werte des nominalen Zinssatzes dar, der von der Taylor-Regel unter Verwendung verschiedener statistischer Messgrößen der Produktionslücke und der Inflation impliziert wird. Die fette Linie zeigt das arithmetische Mittel der Zinssätze. Bei der Berechnung werden, wie in Taylors ursprünglicher Formulierung vorgeschlagen, die Standard-Parameterwerte von 1,5 für die Abweichungen der Inflation vom Ziel der Zentralbank und von 0,5 für die Produktionslücke verwendet. Für den Leitzinssatz wurde ein konstanter Term einbezogen, der dem durchschnittlichen, aus einer Reihe von geschätzten Regeln des Taylor-Typs für den Zeitraum Januar 1999 bis März 2006 abgeleiteten Wert entspricht. Wie im Hauptteil erörtert, hat diese Messgröße aufgrund der Schätzung der Regel in reduzierter Form konzeptionelle Grenzen. Bei den Daten handelt es sich um Monatsangaben. Quartalswerte werden mithilfe einer Cubic-Spline-Interpolation ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2006.

zinssatz werden als (schattierte) Bandbreite von Werten dargestellt. Die für die Analyse herangezogenen alternativen Messgrößen umfassen vier verschiedene Indikatoren für die Produktionslücke und drei in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur häufig benutzte Messgrößen für Inflation bzw. Inflationserwar-

3 Solche Schätzungen finden sich unter anderem bei K. Carstensen, Estimating the ECB policy reaction function, in: German Economic Review 7, Nr. 1, 2006, S. 1–34; D. Gerdesmeier und B. Roffia, Empirical estimates of reaction functions for the euro area, in: Swiss Journal of Economics and Statistics 140, Nr. 1, 2004, S. 37–66; B. Hayo und B. Hofmann, Comparing monetary policy reaction functions: ECB vs. Bundesbank, in: Empirical Economics, 2006 (im Erscheinen); F. Heinemann und F. Hüfner, Is the view from the Eurotower purely European? – National Divergence and ECB Interest Rate Policy, in: Scottish Journal of Political Economy 51, Nr. 4, 2004, S. 544–558; S. Sauer und J.-E. Sturm, Using Taylor rules to understand ECB monetary policy, in: German Economic Review, 2006 (im Erscheinen).

tungen.⁴ Aus der Grafik wird deutlich, dass die Wahl des Indikators, auf den die Geldpolitik gemäß der Annahme im Kontext einer Regel des Taylor-Typs reagieren soll, den implizierten Zinssatz wesentlich beeinflusst. Die maximale Bandbreite der über den Beobachtungszeitraum hinweg vorhergesagten kurzfristigen Nominalzinsen beträgt immerhin 400 Basispunkte. Bei dieser Bandbreite überrascht es nicht, dass die Fähigkeit der verschiedenen Spezifikationen, die tatsächliche Geldpolitik nachzubilden, sehr unterschiedlich ausfällt. So implizieren einige Spezifikationen Zinsregeln, die bis Mitte 2003 recht nahe beim tatsächlichen EZB-Leitzins liegen. Danach allerdings wurde die Geldpolitik der EZB akkommodierender, als es der Standard der meisten aus einer einfachen Taylor-Regel abgeleiteten Zinssätze unterstellt hätte. Dies deutet darauf hin, dass einfache Taylor-Regeln im Allgemeinen eine unzureichende Beschreibung der Geldpolitik darstellen, d. h., der Term ε_t in Gleichung 1 kann nicht immer als vernachlässigbar bzw. lediglich als „weißes Rauschen“ betrachtet werden, sondern beispielsweise auch eine bewusste Absicht der Zentralbank widerspiegeln.

Die Unsicherheit, mit der diese Schätzergebnisse behaftet sind, beschränkt sich nicht auf das Euro-Währungsgebiet. Es liegen zahlreiche auf längere Beobachtungszeiträume gestützte Untersuchungen über die amerikanische Notenbank vor. Punktschätzungen der Parameter der Reaktion auf Inflations- und Produktionsentwicklung fallen dennoch – je nach Beobachtungszeitraum und zugrunde liegenden wirtschaftlichen Messgrößen – sehr unterschiedlich aus. So kommt man dabei je nachdem, ob man zeitnahe oder Ex-post-Messgrößen für die Produktionslücke heranzieht, zu stark voneinander abweichenden Interpretationen der amerikanischen Geldpolitik in der Vergangenheit.⁵

4 WIRTSCHAFTSSTRUKTUREN UND GELDPOLITIK

Ein wichtiger struktureller Aspekt, der sich stark auf das Ausmaß des Aktivismus einer Zentralbank auswirkt, ist der Grad der Flexibi-

lität bzw. Rigidität, mit der Preise und Löhne auf Schocks reagieren. Die für die Festlegung von Preisen und Löhnen Verantwortlichen sind aufgrund verschiedener Friktionen möglicherweise mehr oder weniger zurückhaltend bei der Verarbeitung neuer Informationen zur wirtschaftlichen Entwicklung – auch was Veränderungen des geldpolitischen Kurses betrifft – sowie bei der Einbeziehung solcher Informationen in die tatsächlichen Preise und Löhne.

Eine langsame Anpassung der Preise und Löhne hat zwei wichtige Konsequenzen. Erstens spiegeln Preise und Löhne Veränderungen der Fundamentaldaten in Volkswirtschaften, in denen erhebliche nominale Friktionen bestehen, erst mit beträchtlicher Verzögerung wider. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass die Belastung durch die Anpassung an die durch wirtschaftliche Störungen verursachten Ungleichgewichte zu unerwünschten Schwankungen von Produktion und Beschäftigung führt. Eine flexiblere Volkswirtschaft könnte hingegen die allgemeine mittel- bis langfristige Widerstandsfähigkeit gegenüber exogenen Störungen stärken, indem sie die Anpassung zum Großteil auf die zu einem neuen Gleichgewicht führende Veränderung von Preisen und Löhnen verlagert. Zweitens kann infolgedessen unter ansonsten gleich bleibenden Bedingungen die nominale Rigidität den Grad der Inflationspersistenz beeinflussen. Veränderungen der Kostenbedingungen werden tendenziell über einen längeren

- 4 Zu den Messgrößen für die Produktionslücke gehören Abweichungen der Industrieproduktion von einem linear-quadratischen Trend und einem nach Hodrick-Prescott gefilterten Trend, die Abweichung des BIP von einem nach Hodrick-Prescott gefilterten Trend und die OECD-Produktionslücke. Inflationsmessgrößen sind die tatsächliche Inflation und die Inflationserwartungen für den kommenden Zwölfmonatszeitraum, die aus dem Survey of Professional Forecasters und von Consensus Economics stammen. Die Zinssätze werden für alle zwölf Kombinationen dieser Messgrößen bezüglich Produktionslücke und Inflation berechnet.
- 5 Siehe unter anderem W. B. English, W. R. Nelson und B. P. Sack, Interpreting the significance of the lagged interest rate in estimated monetary policy rules, in: Contributions to Macroeconomics 3, 2003, Artikel 5; S. Kozicki, How useful are Taylor rules for monetary policy?, in: Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review 2, 1999, S. 5–33; A. Orphanides, Monetary policy rules based on real-time data, in: American Economic Review 91, 2001, S. 964–985; G. D. Rudebusch, Is the Fed too timid? Monetary policy in an uncertain world, in: Review of Economics and Statistics 83, 2001, S. 203–217.

Zeitraum verteilt, da sich die Preise in einer eher starren Wirtschaft nur langsam an Veränderungen der grundlegenden Bedingungen anpassen. Deshalb haben nominale Rigiditäten die Tendenz, den Einfluss eines Schocks sowohl abzufedern als auch zu verlängern.

Aufgrund dieser beiden Effekte beeinflussen Rigiditäten der Preisanpassung den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik und die angemessene geldpolitische Reaktion auf wirtschaftliche Störungen in hohem Maße. Was den Transmissionsmechanismus betrifft, so bedeutet eine größere Starrheit bei den Preisen, dass sich eine Veränderung des nominalen Leitzinssatzes in einer bestimmten Höhe stärker auf den Realzins auswirkt, der letztlich zu den Bestimmungsfaktoren der Gesamtnachfrage gehört. So unterstützt in diesem Umfeld eine bestimmte Senkung des nominalen Leitzinses – vorgenommen in einer Weise, die die Gewährleistung der Preisstabilität auf mittlere Sicht nicht gefährdet – gleichzeitig die Realwirtschaft viel mehr, als dies in einer flexibleren Volkswirtschaft der Fall wäre.

Was die geeignete Reaktion auf wirtschaftliche Störungen angeht, so dürfte die Geldpolitik – vorausgesetzt, dass eine Zentralbank wirklich glaubwürdig ist und die Inflationserwartungen fest in der Nähe der quantitativen Definition von Preisstabilität der Zentralbank verankert sind (eine Einschränkung, auf die im Folgenden näher eingegangen wird) – gut beraten sein, einen stetigen Kurs zu verfolgen und bei kurzfristigen Inflationserwartungen nicht einzugreifen. Das liegt daran, dass in einer von starken nominalen Friktionen gekennzeichneten Volkswirtschaft die Inflation tendenziell weniger stark auf einen Schock reagiert, da die Preissetzer die entsprechende neue Information nicht so rasch in ihre Entscheidungsfindung einbeziehen. Darüber hinaus führt eine hohe Glaubwürdigkeit der Zentralbank bei den Preissetzern zu der Annahme, dass die Zentralbank letztlich den Preisauftrieb auf das vor dem Schock verzeichnete Niveau zurückführen werde. Trotz starker Friktionen, die den durch Schocks vorangetriebenen Inflationsprozess im

Laufe der Zeit tendenziell verlangsamen, könnte sich die Inflation also insgesamt als weniger persistent erweisen, während die Schocks selbst möglicherweise rascher abklingen.

Unter diesen Umständen könnten allzu energische Reaktionen auf kurzfristige Entwicklungen eine unnötige Volatilität an den Märkten und in der Wirtschaft zur Folge haben. Die scheinbare „Geduld“ jedoch, d. h. die geringere Schwankung der Leitzinsen und die damit verbundene Abweichung von „Rezepten“, wie sie einfache Reaktionsfunktionen nahelegen, wäre kein Anzeichen für eine ungerechtfertigte geldpolitische Trägheit, Passivität oder Vernachlässigung makroökonomischer Bedingungen. Vielmehr wäre sie das Ergebnis einer sorgfältigen Abstimmung des geldpolitischen Kurses auf die strukturellen Eigenheiten der zugrunde liegenden Volkswirtschaft, die zu einer moderateren Reaktion der Geldpolitik führt.

Mit der einfachen Beschreibung, wie die Geldpolitik in einer stärker von Rigiditäten gekennzeichneten Volkswirtschaft auf Schocks reagieren würde, werden jedoch nicht alle Herausforderungen erfasst, denen eine Zentralbank in der Praxis gegenübersteht. Erstens müssen bei der Reaktion der Zentralbank auf Schocks mögliche Unsicherheiten bezüglich der Funktionsfähigkeit der Wirtschaft, insbesondere im Hinblick auf das Ausmaß von nominalen Rigiditäten und Inflationpersistenz, berücksichtigt werden. Dies verlangt von der Zentralbank eine gewisse Robustheit ihrer Maßnahmen, wobei die Geldpolitik jeden Versuch der Feinsteuerung der wirtschaftlichen Entwicklung vermeidet und vielmehr das mittelfristige Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität verfolgt.

Zweitens würde die Zentralbank gegenüber angebots- und nachfragebedingten Inflationsschocks nur dann abwartend reagieren, wenn sie mit einiger Sicherheit annehmen kann, dass die Inflationserwartungen angesichts kurzfristiger Inflationsschwankungen fest verankert bleiben. Szenarien, in denen die Akteure nur langsam und/oder allmählich etwas über die makroökonomischen Bedingungen – ein-

schließlich der Entschlossenheit der Zentralbank zur Gewährleistung der Preisstabilität und der Rechtzeitigkeit der entsprechenden Maßnahmen – lernen, sind leicht vorstellbar. Unter diesen Umständen reagieren die Inflationserwartungen vielleicht sensibel auf vorübergehende Störungen, da die Wirtschaftsakteure dazu neigen könnten, aktuelle und jüngst vergangene Entwicklungen in die Zukunft fortzuschreiben. In einer solchen Situation könnte es zu Wechselwirkungen zwischen den Preis- und Lohnrigiditäten sowie den dann orientierungslosen Inflationserwartungen kommen, die dem Inflationsschock eine große Nachhaltigkeit verleihen könnten. Wäre dies der Fall, müsste sogar eine Zentralbank, die in einem Umfeld mit erheblichen nominalen Friktionen operiert, eher stärker als weniger stark auf die Entwicklung reagieren, um dem Risiko entgegenzuwirken, dass sich aktuelle und jüngst vergangene Schocks in den Inflationserwartungen der Akteure verfestigen.⁶

5 GESAMTWIRTSCHAFTLICHES UMFELD UND GELDPOLITIK IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Die obigen Erläuterungen machen deutlich, dass geldpolitische Maßnahmen sorgfältig auf die aktuelle Konjunkturlage und die Aussichten abgestimmt werden müssen, wobei das Augenmerk auf der Gewährleistung von Preisstabilität auf mittlere Sicht liegt. Die Konjunkturlage und die Aussichten wiederum werden von exogenen Schocks, welche die Wirtschaft von Zeit zu Zeit treffen, sowie durch die strukturellen Kanäle, über welche die Schocks weitergeleitet werden, bestimmt. Zum Verständnis der Geldpolitik im Euroraum ist es daher erforderlich, die zugrunde liegenden gesamtwirtschaftlichen Störungen, die das Eurogebiet in jüngster Vergangenheit beeinflusst haben, sowie die Verbreitungsmechanismen derartiger Schocks in der Wirtschaft im Zeitverlauf zu analysieren. Dabei sind der Grad der nominalen Rigidität und die Verankerung der Erwartungen besonders zu berücksichtigen.

GESAMTWIRTSCHAFTLICHE SCHOCKS

Das gesamtwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets war hauptsächlich durch eine ungünstige Mischung verschiedener Schocks gekennzeichnet, wobei negative Entwicklungen auf der Angebotsseite eine besondere Rolle gespielt haben. Das ungünstige Zusammenspiel von Schocks war dabei eher ein Wesensmerkmal des Euroraums als ein globales Phänomen. In den vergangenen zehn Jahren scheint sich dieses Missverhältnis offenbar trotz Globalisierung und eines allgemeinen Übergangs zu einer engeren internationalen Wirtschaftsintegration sogar noch verstärkt zu haben.⁷ Besonders augenfällig wird dies, wenn man die Entwicklungen der Angebotsseite im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten während der Zeiten des Börsenbooms und des Börsencrashes im letzten Jahrzehnt miteinander vergleicht.

Im Euro-Währungsgebiet war während der Hausse und des Einbruchs am Aktienmarkt ein kontinuierlicher Rückgang des Trendwachstums der Arbeitsproduktivität (gemessen an der Wachstumsrate des Verhältnisses zwischen dem BIP und den geleisteten Arbeitsstunden) zu beobachten. Dies wiederum beeinflusste das nachhaltige Produktionspotenzial im Eurogebiet negativ. Anhand einer Wachstumszerlegung betrachtet dürfte der deutliche Rückgang der Arbeitsproduktivität im Eurogebiet in etwa zu gleichen Teilen von einer geringeren Kapitalintensivierung (also dem Einsatz von Kapital je Arbeitnehmer) und einer niedrigeren totalen Faktorproduktivität (also dem Effizienzgrad, der aus der Kombination von Produktionsfaktoren entsteht) herrühren; allerdings ist dabei zu berücksichtigen, dass die Messgrößen mit

6 Siehe A. Orphanides und J. C. Williams, Imperfect knowledge, inflation expectations and monetary policy, in: B. Bernanke und M. Woodford (Hrsg.), *The Inflation Targeting Debate*, University of Chicago Press, 2002; V. Gaspar, F. Smets und D. Vestin, Adaptive learning, persistence and optimal monetary policy, in: *Journal of the European Economic Association* 4, 2006, S. 376–385.

7 Siehe beispielsweise J. Stock und M. Watson, Has the business cycle changed? Evidence and explanations. Dieses Papier wurde auf dem Symposium „Monetary Policy and Uncertainty“ der Federal Reserve Bank of Kansas City am 28.–30. August 2003 in Jackson Hole/Wyoming vorgestellt.

hoher Unsicherheit behaftet sind. In den Vereinigten Staaten dagegen wirkten sich die durch den boomenden Aktienmarkt bedingten lebhaften Unternehmensinvestitionen, deren Umfang jenen im Euroraum entsprachen, sehr günstig auf die Angebotsseite der Wirtschaft aus. Im Verlauf der Neunzigerjahre verdoppelte sich in den USA der Beitrag, den die Kapitalintensivierung zum Wachstum der Arbeitsproduktivität leistete. Anschließend stabilisierte sich dieser Beitrag trotz des ungewöhnlich starken Rückgangs der Unternehmensinvestitionen nach dem Einbruch am Aktienmarkt im Jahr 2000 auf dem erhöhten Niveau, das er um die Jahrtausendwende erreicht hatte. Seither wurde die Kapitalintensivierung als Haupttriebfeder des Wachstums der Produktion je Stunde durch eine deutlich höhere totale Faktorproduktivität abgelöst.⁸

Diese gegenläufigen Entwicklungen auf der Angebotsseite der beiden Wirtschaftsräume hatten spürbare Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Leistung. Im Euroraum war der Rückgang der totalen Faktorproduktivität eine wichtige Bestimmungsgröße für das schwache Wirtschaftswachstum und verstärkte die Auswirkungen der Schocks, die für den Anfang des neuen Jahrtausends zu beobachtenden Konjunkturabschwung verantwortlich und in beiden Währungsräumen weitgehend gleichartig waren. In den Vereinigten Staaten wurden diese nachteiligen Faktoren hingegen teilweise durch die günstige angebotsseitige Entwicklung ausgeglichen.

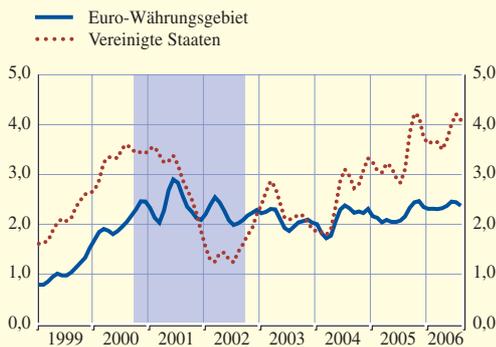
Die Auswirkungen der Schocks zu Beginn des neuen Jahrtausends, die hauptsächlich aus dem Platzen der Aktienblase resultierten und sich negativ auf die Investitionen auswirkten sowie das Verbrauchervertrauen schwächten, machten sich auf der Nachfrageseite bemerkbar und übten damit typischerweise einen Abwärtsdruck sowohl auf die Produktion als auch auf die Inflation aus. Die ungünstige Produktivitätsentwicklung im Eurogebiet verschärfte den Abwärtstrend der realwirtschaftlichen Aktivität und verhinderte gleichzeitig einen Rückgang der Inflation. Diese Entwicklungen verschlech-

terten die Aussichten für das Einkommenswachstum und verringerten die zu erwartende Eigenkapitalrentabilität; sie führten damit zu einem weiteren Rückgang der Konsumausgaben und der Unternehmensinvestitionen. Die ungünstige Grunddynamik bei der totalen Faktorproduktivität erschwerte es den Unternehmen darüber hinaus, die Volatilität der seit 1999 auftretenden zahlreichen Störungen bei den Lohnnebenkosten auszugleichen. Die Inflation im Euro-Währungsgebiet war somit anfälliger für unerwartete Schocks, wie etwa die Ölpreiserhöhungen von 1999 bis 2000 und im Jahr 2004, den Anstieg der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel vor dem Hintergrund des Ausbruchs von BSE und der Maul- und Klauenseuche im Jahr 2001 sowie die Ende 2004 angekündigte Anhebung der administrierten Preise und der Tabaksteuer. Wenngleich die Inflation in jüngster Zeit widerstandsfähiger gegen solche Schocks geworden ist, stieg sie während der 2001 einsetzenden Konjunkturabschwächung an und verharrte danach auf einem erhöhten Niveau – zu einer Zeit also, als die sich vergrößernden ungenutzten Kapazitäten in der Wirtschaft eigentlich einen Rückgang des Preisdrucks hätten erwarten lassen (siehe Abbildung 3). In den Vereinigten Staaten hingegen verringerte sich die Inflation in den ersten Jahren des neuen Jahrtausends, als die Kapazitätsauslastung in der Wirtschaft rasch abnahm, deutlich.

⁸ Bei der Arbeitsproduktivität im Euro-Währungsgebiet wurde in der ersten Hälfte der Neunzigerjahre ein Wachstum von durchschnittlich 2,3 % pro Jahr verzeichnet, in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts lag es bei 1,7 % und in den ersten Jahren des neuen Jahrtausends (2001–2005) bei 0,7 %. Der Beitrag der Kapitalintensivierung belief sich in diesen Zeiträumen auf 1,0 %, 0,5 % bzw. 0,5 % und der Beitrag der totalen Faktorproduktivität auf 1,2 %, 1,2 % bzw. 0,3 %. In den Vereinigten Staaten war die Entwicklung hingegen positiv: Der Beitrag der Kapitalintensivierung betrug in den genannten Zeiträumen 0,6 %, 1,1 % bzw. 1,1 % und der Beitrag der totalen Faktorproduktivität 0,5 %, 1,0 % bzw. 1,9 %. Siehe G. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker und J. Turunen, Labour productivity developments in the euro area, Occasional Paper der EZB (im Erscheinen). Siehe auch EZB, Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euro-Währungsgebiet, Kasten 9, Monatsbericht März 2005, und EZB, Vergleich der Beschäftigungsentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten seit 1995, Kasten 6, Monatsbericht April 2006.

Abbildung 3 Verbraucherpreis-inflation im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: EZB und BIZ.

Anmerkung: Der schattierte Bereich markiert einen Zweijahreszeitraum, der durch den Rückgang des S&P 500 gekennzeichnet war.

Anhand dieser Informationen lassen sich zwei Feststellungen treffen: Erstens scheint – wenn gleich die Vollauslastung der Arbeits- und Produktionsfaktoren nicht direkt beobachtet werden kann und die Verbindung zwischen Faktorauslastung und Inflation schwer zu messen ist – diese Verbindung in Euroraum nur schwach ausgebildet zu sein. Eine geringere Kapazitätsauslastung führt damit nicht zwangsläufig zu einer niedrigeren Inflation und kann zur Folge haben, dass sich Produktion und Preise asynchron bewegen. Zweitens hat die größere Rolle, die als „Angebotsschocks“ bezeichnete negative Störungen im Euroraum spielen (dies wurde durch vergleichende Analysen auf Basis von Strukturmodellen zwischen der Wirtschaft des Euroraums und den Vereinigten Staaten⁹ bestätigt), erhebliche Auswirkungen auf die Geldpolitik. Da ungünstige Angebotsschocks tendenziell dazu führen, dass sich die Inflation während einer Konjunkturschwäche antizyklisch verhält, impliziert die Mischung der Schocks, die den Euroraum in den vergangenen Jahren getroffen haben, dass das gesamtwirtschaftliche Umfeld die Geldpolitik vor große Herausforderungen gestellt hat.

STRUKTURMERKMALE DER WIRTSCHAFT

Die strukturellen Merkmale der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets, in erster Linie der

Rigiditätsgrad der Güter- und Arbeitsmärkte und die Art der Erwartungsbildung des privaten Sektors, beeinflussen den Übertragungsmechanismus von Störungen in der Wirtschaft stark.

Die in jüngster Zeit entstandenen umfangreichen Forschungsarbeiten des Inflation Persistence Network, eines gemeinsamen Projekts von Mitarbeitern der EZB und der NZBen des Eurosystems, bestätigen die weit verbreitete Meinung, dass sich die Preise im Euroraum eher zögerlich an geänderte Wirtschaftsverhältnisse anpassen.¹⁰ Dies wird bei einem Vergleich mit den Vereinigten Staaten besonders augenfällig. Im Euro-Währungsgebiet dauert es durchschnittlich 13 Monate (siehe Tabelle), bis ein Einzelhändler die Preise für seine Produkte neu festlegt. Umfragen zufolge liegt die durchschnittliche Dauer bei Erzeugerpreisen bei 11 Monaten. Entsprechende Messgrößen für die Vereinigten Staaten zeigen, dass diese Zeiträume dort viel kürzer sind als im Euroraum, nämlich weniger als 7 Monate bei Verbraucherpreisen und knapp über 8 Monate bei Erzeugerpreisen.¹¹

9 Auf Strukturmodellen basierende vergleichende Studien weisen darauf hin, dass das Eurogebiet gegenüber den Vereinigten Staaten zwar Nachfrageschocks von geringerem Ausmaß ausgesetzt ist, aber häufiger von Angebotsschocks getroffen wird. Siehe beispielsweise F. Smets und R. Wouters, Comparing shocks and frictions in US and euro area business cycles: a Bayesian DSGE approach, in: Journal of Applied Econometrics 20, Nr. 1, 2005, S. 161–183.

10 Siehe EZB, Das Preissetzungsverhalten im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht November 2005.

11 Für das Euro-Währungsgebiet siehe E. Dhyne, L. Alvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünne-mann, F. Rumler und J. Vilmunen, Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual consumer price data, Working Paper Nr. 524 der EZB, 2005; P. Vermeulen, D. Dias, I. Hernando, R. Sabbatini, P. Sevestre und H. Stahl, Price setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data and producer surveys, 2005; S. Fabiani, M. Druant, I. Hernando, C. Kwapil, 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; J. Gali, M. Gertler und D. Lopez-Salido, European inflation dynamics, in: European Economic Review 45, Nr. 7, 2001, S. 1237–1270; J. Gali, M. Gertler und D. Lopez-Salido, Erratum, in: European Economic Review 47, Nr. 4, 2003, S. 759–760. Für die Vereinigten Staaten siehe M. Bils und P. Klenow, Some evidence on the importance of sticky prices, in: Journal of Political Economy 112, 2004, S. 947–985; A. S. Blinder, E. Canetti, D. E. Lebow und J. B. Rudd, Asking about prices: a new approach to understanding price stickiness, Russel Sage Foundation, 1998.

Messgrößen der Preisstarrheit für das Euro-Währungsgebiet und die Vereinigten Staaten

Index	Statistik	Euro-Währungsgebiet	Vereinigte Staaten
VPI	Umfang der Preisanpassung ¹⁾	15,1	24,8
	Durchschnittliche Dauer (in Monaten)	13,0	6,7
	Mittlere Dauer (in Monaten)	10,6	4,6
EPI	Umfang der Preisanpassung ¹⁾	20,0	–
EPI (Umfrageergebnisse)	Umfang der Preisanpassung ¹⁾	15,9	20,8
	Durchschnittliche Dauer (in Monaten)	10,8	8,3
Neu-keynesianische Phillips-Kurve	Durchschnittliche Dauer (in Monaten)	13,5–19,2	7,2–8,4

Quellen: VPI: Dhyne et al. (2005) für das Euro-Währungsgebiet, Bils und Klenow (2004) für die Vereinigten Staaten; EPI: Vermeulen et al. (2005); Umfrageergebnisse: Fabiani et al. (2005) für das Euro-Währungsgebiet, Blinder et al. (1998) für die Vereinigten Staaten; Neu-keynesianische Phillips-Kurve: Schätzungen in Galí et al. (2001, 2003), die sich auf den BIP-Deflator beziehen, werden anhand von ursprünglich vierteljährlichen Angaben umgerechnet. Genauere Angaben finden sich in Fußnote 11 im Haupttext.

1) Der Umfang der Preisanpassung bezieht sich auf den durchschnittlichen Prozentsatz der Preise, die in jedem Monat geändert werden.

Diese Ergebnisse schließen zwar an sich die Möglichkeit nicht aus, dass die Preise im Euro-Raum starrer sind, weil die Schocks im Eurogebiet schwächer und weniger volatil ausfallen und sich damit die Notwendigkeit von Preis-anpassungen von vornherein verringert. Allerdings deuten die oben aufgeführten Belege und Schätzungen aus Strukturmodellen, in denen die Volatilität der grundlegenden Antriebskräfte der Inflation berücksichtigt wird, darauf hin, dass die lange Zeit, in welcher ein Preis im Eurogebiet nicht geändert wird, in der Tat Ausdruck einer langsameren Anpassung der Preise und Löhne an Wirtschaftsdaten ist.

Weitere strukturelle Elemente, die den Übertragungsmechanismus gesamtwirtschaftlicher Störungen bestimmen, hängen damit zusammen, wie der private Sektor seine Erwartungen bildet – vor allem damit, wie vorausschauend die für die Preissetzung und die Lohnabschlüsse Verantwortlichen handeln; auch das Zusammenspiel zwischen den Maßnahmen und der Kommunikation der Zentralbank einerseits und der Art und Weise, wie diese vom privaten Sektor wahrgenommen werden, andererseits ist von Bedeutung. Wenngleich es hinsichtlich der Erwartungsbildung noch viel zu lernen gibt, deuten die verfügbaren Belege darauf hin, dass die quantitative Definition von Preisstabilität der EZB eine gute Richtschnur für die Inflationserwartungen im Eurogebiet darstellt, und zwar ungeachtet der Tatsache, dass die am

HVPI gemessene Teuerung im Euroraum seit Ende 2000 bei oder über 2 % liegt. Erstens blieben die umfragebasierten Messgrößen der Inflationserwartungen unter oder nahe bei 2 %; dies zeigt, dass der Einfluss der EZB auf die Erwartungen seit Einführung des Euro stärker geworden ist.¹² Zweitens belegen Messgrößen der Vorhersagbarkeit der EZB-Politik, dass die Märkte ein recht gutes Gespür dafür entwickelt haben, wie die Entwicklung der Wirtschaftslage in geldpolitischen Entscheidungen ihren Niederschlag findet, wobei das Ziel ist, die (quantitativ definierte) Preisstabilität mittelfristig zu gewährleisten.¹³ Drittens liefern gesamtwirtschaftliche Strukturmodelle einige Anhaltspunkte dafür, dass die im Euroraum für die Preis- und Lohnsetzung Verantwortlichen ihre Erwartungen bilden, indem sie sich stark am quantitativen Ziel der Zentralbank orientieren.¹⁴ Dies impliziert, dass die quantitative Definition von Preisstabilität der EZB die Entwicklung der Inflation im Zeitverlauf beeinflussen und die Auswirkungen vergangener Schocks ausgleichen kann. Ein Inflationsschock klingt im

12 Ein weitgehend ähnliches Bild ergibt sich aus den langfristigen, von Finanzinstrumenten abgeleiteten Inflationserwartungen, wenn man die Inflationsrisikoprämie berücksichtigt. Siehe EZB, Messung der Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Juli 2006.

13 Siehe EZB, Die Berechenbarkeit der Geldpolitik der EZB, Monatsbericht Januar 2006.

14 Siehe L. Christiano, R. Motto und M. Rostagno, Shocks, Structures or Policies? A Comparison of the Euro Area and the US, in: Journal of Economic Dynamics and Control, 2006 (im Erscheinen).

Euroraum trotz der hohen Preisrigidität rasch ab, und die Inflation tendiert dazu, relativ schnell auf ihr langfristiges Niveau zurückzukehren.

Diese Erkenntnisse erklären auch zum Teil, weshalb die Inflationspersistenz im Eurogebiet trotz des zögerlichen Preissetzungsmechanismus dem Niveau in anderen Wirtschaftsräumen entspricht. Die Halbwertszeit der Auswirkungen eines Schocks auf die Inflation ist deutlich kürzer als ein Jahr¹⁵ und liegt damit nahe bei dem Wert, der etwa für die Vereinigten Staaten verzeichnet wird. Diese Ähnlichkeit ist bemerkenswert, wenn man bedenkt, wie groß die Unterschiede bei den Preisanpassungspraktiken in beiden Gebieten sind. Das lässt darauf schließen, dass die aus der schleppenden Preisanpassung resultierende Persistenz des Inflationsprozesses, durch die ein früherer Inflationsdruck tendenziell auch auf die Zukunft übertragen wird, teilweise dadurch ausgeglichen werden kann, dass die Erwartungen der für die Preis- und Lohnsetzung Verantwortlichen fest am Ziel der Zentralbank verankert bleiben. Dadurch kann die größere Trägheit einer stärker von Rigiditäten gekennzeichneten Wirtschaftsstruktur teilweise kompensiert werden.

AUSWIRKUNGEN AUF DIE GELDPOLITIK

Die Zentralbank benötigt für ihre Maßnahmen im Idealfall eine präzise und zeitnahe Deutung der Wirtschaftslage und der Perspektiven, insbesondere eine genaue Kenntnis der Strukturmerkmale der Wirtschaft, der Störungen, die sich auf sie auswirken, und von deren Potenzial, die Inflationserwartungen zu destabilisieren. Die Zentralbank verfügt jedoch lediglich über sehr unpräzise Schätzungen, und auch bei nachträglicher Betrachtung liefern unterschiedliche Schätzmethode sehr verschiedene Ergebnisse. Diese allgegenwärtige Unsicherheit legt nahe, dass die Notenbank alle relevanten Informationen gebührend berücksichtigen, die Analyse der Risiken auf die Preisstabilität ausweiten und einen geldpolitischen Kurs einschlagen muss, der „robust“ ist, d. h. auch unter unerwarteten oder sehr ungünstigen Umständen

zu einem zufrieden stellenden Ergebnis führt. Dies ist das wesentliche Merkmal der Zwei-Säulen-Strategie der EZB.

Im Rückblick hat die geldpolitische Strategie der EZB gut funktioniert und einen „Kompass“ bereitgestellt, der fest auf das Ziel der Gewährleistung der mittelfristigen Preisstabilität ausgerichtet ist. Sie hat insbesondere dazu beigetragen, dass die EZB ihre geldpolitischen Maßnahmen sorgfältig auf die strukturellen Merkmale des Euroraums abstimmen und – was am wichtigsten ist – die langfristigen Inflationserwartungen verankern konnte.

Die Inflationserwartungen fest zu verankern und sie auf einem Niveau zu halten, das sehr stark in Einklang mit der Definition von Preisstabilität der EZB steht, sowie das Auftreten von Zweitrundeneffekten zu verhindern ist für die EZB von wesentlicher Bedeutung. Zum einen ist es in einer recht starren Volkswirtschaft wie dem Euro-Währungsgebiet gut möglich, dass zeitweilige Ungleichgewichte zwischen Nachfrage und möglichem Angebot sich nur zögerlich in der Inflation niederschlagen. Aber wenn sie das schließlich tun, dürfte es, was das Ausmaß der gesamtwirtschaftlichen Störung anbelangt, kostspieliger sein, sie zu korrigieren. Die Geldpolitik sollte daher dauerhaft „wachsam“ gegenüber allen Risiken für die Preisstabilitätsaussichten sein, damit sie nicht zu spät und dadurch mit geringeren Erfolgsaussichten auf Trends reagiert, die sich schon lange abgezeichnet haben. Zum anderen ermöglicht die Erwartung, dass die Inflation fest verankert bleibt, eine gewisse kurzfristige Flexibilität, um auf wirtschaftliche Störungen reagieren zu können und damit auf längere Sicht ausgewogenere gesamtwirtschaftliche Bedingungen zu gewährleisten. Eine solche Flexibilität hat aber nur so lange Bestand, wie die Verankerung der Inflationserwartungen nicht gefährdet ist.

Die EZB hat ihre Zinssätze in nominaler und realer Rechnung auf den im ersten Halb-

¹⁵ Siehe F. Altissimo, M. Ehrmann und F. Smets, Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area, Occasional Paper Nr. 46 der EZB, Juni 2006.

jahr 2003 erreichten sehr niedrigen Stand gesenkt, obwohl die tatsächliche Teuerung nach dem HVPI seit mehr als zwei Jahren bei oder über 2 % liegt. Sie hätte dies sicher nicht getan und die Zinssätze auch nicht auf diesem Niveau gehalten, wenn es nicht durchweg Anzeichen dafür gegeben hätte, dass die Erwartungen fest verankert waren und Inflationsschocks schnell absorbiert wurden. Während dieses Zeitraums stimmten die Inflationserwartungen zumeist mit der quantitativen Definition von Preisstabilität der EZB überein, ohne dass geldpolitische Maßnahmen erforderlich gewesen wären. Wenn gelegentlich in den Erwartungen Anzeichen für eine Überreaktion auf Entwicklungen, etwa auf den starken Anstieg der Ölpreise, zu erkennen waren, dann stellte die erneute Betonung seitens der EZB, dass sie bezüglich des Preisstabilitätsziels wachsam sein und es entschlossen durchsetzen werde und dass sie in ihrer ständigen „Achtsamkeit“ nicht nachlassen werde, einen wirksamen Schutz vor einer ausufernden Entwicklung dar.

Vor dem Hintergrund der Verbreitung ungünstiger „angebotsseitiger“ Schocks im Eurogebiet und der Einschätzung, dass eine Zentralbank, die in einer relativ starren Volkswirtschaft operiert, die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen genauso stark unterstützen kann, wie es in einer flexibleren Volkswirtschaft der Fall wäre, indem sie ihr geldpolitisches Instrumentarium in moderateren Schritten anpasst, war der von der EZB ausgehende geldpolitische Impuls in den ersten Jahren des neuen Jahrtausends beträchtlich.

Im Dezember 2005 hat die EZB damit begonnen, ihre akkommodierende geldpolitische Ausrichtung zurückzunehmen, um zu vermeiden, dass sich Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität bilden, die sowohl bei der wirtschaftlichen als auch bei der monetären Analyse identifiziert wurden.

Dieser Prozess wurde und wird auch künftig von dem in der geldpolitischen Strategie der EZB fest etablierten Grundsatz geleitet, dass der wirksamste Beitrag, den eine Zentralbank

mittel- bis langfristig zur Verbesserung der Wachstumsaussichten und des Lebensstandards leisten kann, die Gewährleistung von Preisstabilität und einer stabilen und sicheren Währung ist.

6 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Seit der Einführung der Einheitswährung hat die Geldpolitik ausufernde Entwicklungen der mittel- und langfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet verhindert. Darüber hinaus hat sie ein Maß an Berechenbarkeit erreicht, das mit der Geldpolitik anderer wichtiger Zentralbanken vergleichbar ist. Dies wäre nicht möglich gewesen, hätte sich die Geldpolitik nicht als glaubwürdig sowie als beständig und regelgebunden in der Zinsgestaltung erwiesen und hätten die Finanzmärkte sowie die breite Öffentlichkeit kein Verständnis der Beweggründe der Geldpolitik entwickelt. Dennoch kam es in diesem Zusammenhang zu lebhaften Diskussionen über die Durchführung der Geldpolitik der EZB, bei denen die Frage aufgeworfen wurde, ob die EZB ausreichend „aktiv“ sei.

In diesem Aufsatz wird die Auffassung vertreten, dass eine sinnvolle Beurteilung eines geldpolitischen Aktivismus nicht abstrakt erfolgen kann, sondern die Entschlossenheit und Rechtzeitigkeit berücksichtigen sollte, mit der eine Zentralbank in ihren Beschlüssen ihr satzungsmäßiges Ziel angesichts der jeweiligen Gegebenheiten im makroökonomischen Umfeld umzusetzen bestrebt ist. In dieser Hinsicht können Beurteilungen, die sich ausschließlich auf die Häufigkeit und den Umfang der geldpolitischen Maßnahmen in einem bestimmten Zeitraum stützen, ausgesprochen irreführend sein. Der angemessene Grad an Aktivismus einer Zentralbank richtet sich danach, wie viel Anpassung an externe Störungen das Ziel der Zentralbank erfordert. Das damit verbundene Verlaufsmuster der Geldpolitik hängt von den Strukturmerkmalen der Volkswirtschaft sowie der Abfolge, dem Charakter und dem Umfang der Schocks ab, auf die die Zentralbank reagieren muss.

Vergleicht man das im Euro-Währungsgebiet zu beobachtende Verlaufsmuster der Leitzinsen mit dem anderer Zentralbanken, so schlägt sich darin nicht unangemessenes, mangelhaftes Engagement seitens der EZB bei der Verfolgung ihres Ziels nieder, sondern es sind dabei vielmehr die stabilen langfristigen Inflationserwartungen, die wiederum die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik widerspiegeln und mit ihr in Wechselwirkung treten, eine ungünstige Mischung von Schocks, die den Euroraum vor allem in Form von enttäuschenden angebotsseitigen Entwicklungen getroffen haben, und das hohe Maß an nominaler Rigidität in dieser Volkswirtschaft zu berücksichtigen.

Infolge der Entschlossenheit der EZB, Preisstabilität mittelfristig zu gewährleisten und für die Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen zu sorgen, ist ein Umfeld entstanden, das dem Produktionswachstum und der Schaffung von Arbeitsplätzen im Eurogebiet eher zuträglich ist.

Vorausblickend liegt die Herausforderung für den Euroraum darin, die Umsetzung der zur Förderung von Wettbewerb und Flexibilität an den Güter- und Arbeitsmärkten erforderlichen strukturellen Reformen zu beschleunigen, was das Produktivitätswachstum begünstigen und die angebotsseitige Entwicklung verbessern würde. Diese Reformen würden nicht nur den Boden für ein solides Wirtschaftswachstum bereiten, sondern auch das gesamtwirtschaftliche Umfeld für die Geldpolitik verbessern.

DIE ERFAHRUNGEN DES EUROSYSTEMS MIT FEINSTEUERUNGSOPERATIONEN AM ENDE DER MINDESTRESERVE-ERFÜLLUNGSPERIODE



Durch die am geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems im März 2004 vorgenommenen Änderungen hat sich die durchschnittliche Zeitspanne zwischen dem letzten Hauptrefinanzierungsgeschäft einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode und dem letzten Tag dieser Reserveperiode verlängert. Ein Nebeneffekt dieser Maßnahme waren gelegentliche große Liquiditätsungleichgewichte am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperioden. Seit Herbst 2004 wirkt die EZB diesen Ungleichgewichten aktiver entgegen, indem sie am Ende der Erfüllungsperioden Feinsteuerungsoperationen durchführt. Dieser Aufsatz beschreibt Ziel und Funktionsweise dieser Feinsteuerungsoperationen und nimmt eine erste Beurteilung ihrer stabilisierenden Wirkung auf die kurzfristigen Geldmarktzinsen vor. Es werden ferner Belege dafür angeführt, dass die Durchführung von Feinsteuerungsoperationen am Ende der Mindestreserveperiode die Schwankungen der kurzfristigen Zinssätze und zugleich die Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten am letzten Tag der Erfüllungsperiode verringert hat. Darüber hinaus analysiert der Aufsatz die Einflussgrößen für das individuelle Bietungsverhalten der Geschäftspartner; dazu werden die Entscheidungen für eine Teilnahme an den Feinsteuerungsoperationen am Ende der Reserveperiode untersucht. Schließlich wird erörtert, welche Rolle die Feinsteuerungsoperationen für die Verringerung der Abstände zwischen den kurzfristigen Geldmarktsätzen und dem Mindestbietungssatz spielen.

I EINLEITUNG

Feinsteuerungsoperationen sind eine Kategorie der Offenmarktgeschäfte, die dem Eurosystem als Bestandteil seines geldpolitischen Handlungsrahmens zur Verfügung stehen. Sie werden aber nicht als regelmäßiges Instrument eingesetzt, um dem Markt Liquidität zuzuführen oder zu entziehen, sondern nur bei Bedarf durchgeführt. Während die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und in geringerem Maße auch die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) der systematischen Versorgung des Bankensektors mit Liquidität dienen, werden Feinsteuerungsoperationen mit einer anderen Zielsetzung und flexibler eingesetzt. Sie werden in ganz bestimmten Situationen „zur Steuerung der Marktliquidität und der Zinssätze durchgeführt, und zwar insbesondere, um die Auswirkungen unerwarteter marktmäßiger Liquiditätsschwankungen auf die Zinssätze auszugleichen.“¹ Um eine schnelle Reaktion zu ermöglichen, sind Laufzeit und Häufigkeit der Feinsteuerungsmaßnahmen nicht standardisiert, sondern können flexibel an jede beliebige Situation angepasst werden. In der Regel erfolgen diese Operationen in Form von Schnelltendern, die innerhalb von 90 Minuten nach Ankündigung des Geschäfts ausgeführt werden. Da es bei diesen Tendersgeschäften auf die rasche Umsetzung ankommt, kann nur eine

begrenzte Anzahl von Banken an den Feinsteuerungsoperationen teilnehmen. Die nationalen Zentralbanken (NZBen) wählen die Geschäftspartner auf der Grundlage einiger quantitativer Kriterien und einer Beurteilung ihrer Beteiligung am Geldmarkt aus. Derzeit sind 129 Geschäftspartner zur Teilnahme an den Feinsteuerungsoperationen zugelassen.

Zwischen Januar 1999 und September 2006 wurden 29 Feinsteuerungsoperationen durchgeführt, davon sieben vor dem Herbst 2004 auf unregelmäßiger Basis, zumeist im Zusammenhang mit besonderen Ereignissen. Ziel war es z. B., die Turbulenzen auf dem Geldmarkt nach den Terroranschlägen im September 2001 abzufedern oder eine angespannte Liquiditätslage im Zusammenhang mit der Bargeldumstellung im Januar 2002 zu vermeiden. Seit Herbst 2004 werden häufiger Feinsteuerungsoperationen am letzten Tag einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode durchgeführt. Im Blickpunkt des Aufsatzes steht diese letztere Kategorie von Feinsteuerungsmaßnahmen. Abschnitt 2 erläutert, warum die Feinsteuerungsoperationen am Ende der Reserveperiode stattfinden. Abschnitt 3 analysiert die Teilnahme der Geschäftspartner an diesen Operationen. In Abschnitt 4 erfolgt

¹ EZB, Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems, September 2006.

eine Einschätzung auf Grundlage der Erfahrungen der letzten eineinhalb Jahre und in Abschnitt 5 wird ein Fazit gezogen.

2 FEINSTEUERUNGSOPERATIONEN AM ENDE DER MINDESTRESERVE-ERFÜLLUNGSPERIODE

Im März 2004 wurde das geldpolitische Instrumentarium des Eurosystems einer Reihe von Änderungen unterzogen. So ist die zeitliche Lage der Mindestreserve-Erfüllungsperiode modifiziert worden. Vor der Reform endete die Reserveperiode stets am 23. Kalendertag eines Monats und damit an unterschiedlichen Wochentagen. Zugleich waren die HRGs auf wöchentlicher Basis, gewöhnlich dienstags, durchgeführt worden. Infolgedessen variierte die Anzahl der Tage zwischen der letzten HRG-Zuteilung und dem letzten Tag einer Erfüllungsperiode zwischen einem und sechs Geschäftstagen. Nach der neuen Regelung erfolgen HRGs zwar weiterhin dienstags, allerdings endet die Mindestreserve-Erfüllungsperiode nunmehr in der Woche nach einer EZB-Ratssitzung, in der Regel an einem Dienstag.

Mit dieser Änderung hat sich die Zeitspanne zwischen der letzten Zuteilung und dem Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode von durchschnittlich vier auf sechs Geschäftstage ausgeweitet. In diesem längeren Zeitraum können sich folglich größere Liquiditätsungleichgewichte im Bankensektor aufbauen, die im Wesentlichen aus Fehlern in der Prognose der autonomen Liquiditätsfaktoren durch das Eurosystem resultieren (siehe Kasten). Werden solche Ungleichgewichte – unabhängig davon, ob eine reichliche oder knappe Liquiditätsausstattung vorherrscht – vom Markt antizipiert, kann es zu heftigen Reaktionen der Marktzinsen kommen, insbesondere an den letzten Tagen vor dem Reserveultimo, wenn die Banken ihre Reservebestände genau steuern müssen, um die Mindestreserveanforderungen zu erfüllen. So waren während der Monate nach den Änderungen am geldpolitischen Handlungsrahmen gelegentlich große Ausschläge der Marktzinsen an den letzten Tagen der Mindestreserveperiode

zu beobachten. Diese Schwankungen könnten zugleich zu der beobachteten Ausweitung der Spreads zwischen dem marginalen Tendersatz und dem Mindestbietungssatz bzw. zwischen dem EONIA – dem durchschnittlichen Euro-Tagesgeldsatz (Euro Overnight Index Average) – und dem Mindestbietungssatz geführt haben. Während sich beispielsweise der marginale Zuteilungssatz in den ersten Monaten nach Implementierung der Änderung am Handlungsrahmen mit dem Mindestbietungssatz deckte, stieg er im zweiten Halbjahr 2004 langsam an und pendelte sich Anfang 2005 für einen gewissen Zeitraum bei rund 5 Basispunkten über dem Mindestbietungssatz ein.

Mit den im März 2004 am geldpolitischen Handlungsrahmen vorgenommenen Änderungen weiteten sich die vorher überwiegend auf den Reserveultimo beschränkten gelegentlichen Ausschläge der kurzfristigen Geldmarktsätze allmählich auf die anderen Tage der letzten Woche der Reserveperiode aus. Diese Zunahme der Ausschläge zum Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode veranlasste die EZB, die Durchführung von Feinsteuerungsoperationen am letzten Tag der Reserveperiode in Erwägung zu ziehen. Alternative Maßnahmen wie eine Verbesserung der Qualität der Liquiditätsprognosen galten zu diesem Zeitpunkt als nicht realisierbar. Folglich führt die EZB seit Ende 2004 häufiger Feinsteuerungsoperationen mit dem Ziel durch, ausgeglichene Liquiditätsbedingungen am letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode herzustellen.

Durch Feinsteuerungsoperationen kann Liquidität entweder bereitgestellt oder abgeschöpft werden. Liquiditätszuführende Geschäfte erfolgen gewöhnlich in Form von Zinstendern mit einem Mindestbietungssatz, der dem in den Hauptrefinanzierungsgeschäften angewandten Satz entspricht. Liquiditätsabschöpfende Operationen erfolgen dagegen in der Regel als Mengentender, bei denen die Geschäftspartner darauf bieten können, zum Mindestbietungssatz verzinsliche Guthaben beim Eurosystem einzulegen. Die Laufzeit der liquiditätszuführenden

wie der liquiditätsabsorbierenden Geschäfte betrug bisher in allen Fällen einen Tag; dabei handelte es sich immer um den letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode.

Bei einer unverzerrten Prognose der Entwicklung der autonomen Faktoren sollte die dann resultierende ausgeglichene Liquiditätslage den Tagesgeldsatz in die Nähe der Mitte des von den Zinssätzen der ständigen Fazilitäten der EZB vorgegebenen Korridors lenken. Bei einem symmetrischen Korridor entspräche dies dem Mindestbietungssatz.² Darüber hinaus sollte es mittels Feinsteuerungsoperationen möglich sein, bei Antizipation durch die Marktteilnehmer nicht nur die Marktsätze am Tag der Durchführung zu beeinflussen, sondern die Sätze auch in der vorausgehenden Woche durchgehend stabil zu halten: Wenn die Marktteilnehmer darauf vertrauen, dass die EZB für die Wie-

derherstellung ausgeglichener Liquiditätsbedingungen am letzten Tag der Reserveperiode sorgen wird, dann können sie für diesen Tag von einem EONIA nahe der Mitte des durch die beiden ständigen Fazilitäten abgegrenzten Korridors ausgehen. Ist dieses Vertrauen vorhanden, so ist zu erwarten, dass die Zinssätze bereits an den Tagen vor diesem Geschäft auf dem genannten Niveau liegen werden. Damit dürfte die Durchführung von Feinsteuerungsoperationen dazu beitragen, große Schwankungen der Marktzinsen auch an den Tagen vor dem Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode und sogar während der gesamten Reserveperiode zu vermeiden.

2 Siehe z. B. G. Pérez Quirós und H. Rodríguez Mendizábal, *The Daily Market for Funds in Europe: What Has Changed with the EMU?*, in: *Journal of Money, Credit and Banking* 38(1), 91-118, 2006.

Kasten

LIQUIDITÄTSANGEBOT UND PROGNOSEFEHLER

Die EZB deckt den größten Teil des Liquiditätsbedarfs im Bankensektor durch ihre Hauptfinanzierungsgeschäfte ab. Diese einmal wöchentlich durchgeführten Tender haben eine Laufzeit von einer Woche und derzeit ein Volumen von rund 300 Mrd €.¹

Am Zuteilungstag errechnet und veröffentlicht die EZB den Benchmark-Betrag, der auf einer Prognose des durchschnittlichen Liquiditätsbedarfes des Bankensektors basiert. Die Benchmark-Zuteilung ist definiert als die geschätzte Liquiditätsmenge, die den Banken eine reibungslose Erfüllung ihres Mindestreserve-Solls² bis zur Abwicklung des nächsten HRGs erlaubt. Dabei wird angenommen, dass sich die aggregierte Nettoinanspruchnahme der ständigen Fazilitäten auf null beläuft. Der Liquiditätsbedarf der Banken kann in autonome Faktoren (z. B. Banknotenumlauf und Einlagen öffentlicher Haushalte bei der Zentralbank), das Mindestreserve-Soll und Überschussreserven (über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Guthaben auf den Zentralbankkonten der Geschäftsbanken) untergliedert werden.³ Während das Mindestreserve-Soll normalerweise bis zum Ablauf einer Erfüllungsperiode unverändert bleibt, müssen die Entwicklungen der autonomen Faktoren und der Überschussreserven vor der Zuteilung des nächsten HRGs prognostiziert werden.

1 Zusätzlich werden monatlich LRGs mit einem Gesamtvolumen von derzeit 120 Mrd € und einer Laufzeit von drei Monaten durchgeführt.

2 Das Mindestreservesystem des Eurosystems erlaubt den Geschäftspartnern die Durchschnittserfüllung der Mindestreserve; dies bedeutet, dass sich die Erfüllung der Mindestreservepflicht unter Zugrundelegung der durchschnittlichen Kalendertagesendguthaben auf den Mindestreservekonten der Geschäftspartner innerhalb einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode bemisst. Die Durchschnittserfüllung ermöglicht es den Instituten, sich Liquiditätsschocks innerhalb einer Reserveerfüllungsperiode anzupassen. Dadurch stabilisieren sich die Geldmarktzinsen.

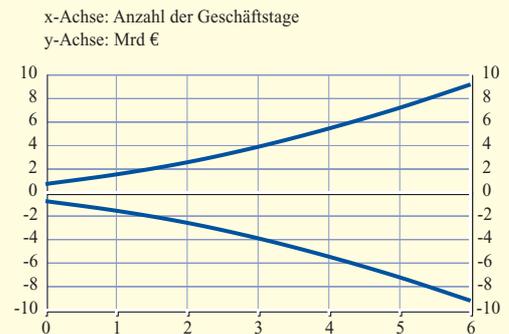
3 Siehe auch EZB, Überschussreserven und die Durchführung der Geldpolitik der EZB, Kasten 3, Monatsbericht Oktober 2005.

Tatsächlich können nämlich die autonomen Faktoren und die Überschussreserven an den Tagen nach der HRG-Zuteilung von ihren prognostizierten Werten abweichen. Die häufigsten Fälle für Korrekturen der Prognose sind unvorhergesehene Entwicklungen im Banknoten- und Einlagenumlauf und bei Einlagen öffentlicher Haushalte bei der Zentralbank. Folglich kann es im Bankensektor zu Liquiditätsungleichgewichten kommen, die entweder eine entspannte oder angespannte Liquiditätslage zur Folge haben.

Die durch den im März 2004 veränderten geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems entstandene größere Anzahl an Tagen zwischen der letzten HRG-Zuteilung und dem Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode führte unweigerlich zu einem Anstieg der Prognosefehler. Die Standardabweichung der kumulierten Prognosefehler stieg von 5,5 Mrd € bei einem Prognosezeitraum von vier Geschäftstagen auf 9,2 Mrd € bei sechs Geschäftstagen (siehe Abbildung). Infolgedessen erhöhte sich die Wahrscheinlichkeit, dass die Mindestreserve-Erfüllungsperiode mit größeren Liquiditätsungleichgewichten endet und dass möglicherweise auch Ausschläge bei den kurzfristigen Geldmarktsätzen auftreten.

Eine Feinsteuerungsoperation am letzten Tag der Reserveperiode kann die Liquiditätsungleichgewichte zumindest zu einem großen Teil korrigieren. Die Feinsteuerungsoperation basiert auf aktualisierten Daten für die Entwicklung der autonomen Faktoren und der Überschussreserven, welche die EZB kurz vor Durchführung des Geschäfts erhält.³ Diese Zahlen sind in der Regel recht genau, da die Unsicherheit bezüglich ihrer Entwicklung lediglich einen Tag betrifft. Tatsächlich beträgt die Standardabweichung der einen Tag betreffenden Prognosefehler bei den autonomen Faktoren nur 0,7 Mrd € (siehe Abbildung).

Abbildung Standardabweichung der kumulierten Prognosefehler bei den autonomen Faktoren



Quelle: EZB.

3 BETEILIGUNG AN DEN FEINSTEUERUNGSOPERATIONEN

Von den 20 Feinsteuerungsoperationen, die zwischen November 2004 und September 2006 am Ende einer Erfüllungsperiode durchgeführt wurden, waren sieben liquiditätszuführende und 13 liquiditätsabschöpfende Geschäfte (siehe Tabelle 1). Lediglich drei Mindestreserve-Erfüllungsperioden gingen ohne eine Feinsteuerungsoperation zu Ende.

Bei den liquiditätsbereitstellenden Operationen beteiligten sich durchschnittlich 31 Geschäftspartner mit Geboten. Das durchschnittliche Volumen dieser Geschäfte betrug 9,43 Mrd €, und

die EZB war in der Lage, den jeweils beabsichtigten Betrag erfolgreich zuzuteilen. Das Verhältnis zwischen dem Gebotsvolumen und dem Zuteilungsbetrag, die so genannte Bid-to-cover ratio, lag bei diesen Geschäften bei 4,5 und war damit deutlich höher als bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften der EZB, wo sich das Verhältnis im Durchschnitt desselben Zeitraums lediglich auf 1,27 belief. Der marginale Zuteilungssatz und der gewichtete Durchschnittssatz lagen um durchschnittlich 5 bzw. 6 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz. Diese Tendersätze wichen zwar häufig von den Tendersätzen der vorangegangenen HRG-Zuteilungen ab, lagen im Durchschnitt aber in derselben Größenordnung wie die HRG-Tendersätze.

Tabelle 1 Überblick über die Feinsteuerungsoperationen am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode

Geschäftsart	Art des Tenders	Anzahl der durchgeführten Geschäfte	Durchschnittliches beabsichtigtes Zuteilungsvolumen ¹⁾	Durchschnittlicher Gesamtbetrag der Gebote ¹⁾	Durchschnittliches Zuteilungsvolumen ¹⁾	Durchschnittliche Bid-to-cover ratio	Durchschnittlicher Anteil der zugeteilten Gebote	Durchschnittliche Anzahl der teilnehmenden Geschäftspartner
Liquiditätszuführend	Zinstender	7	9,43	33,67	9,43	4,49	26,00 %	31
Liquiditätsabschöpfend	Mengentender	13	-9,08	-11,33	-8,10	1,22	82,80 %	12

Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von November 2004 bis September 2006. Negative Vorzeichen zeigen Liquiditätsabschöpfungen an.

1) In Mrd €.

Bei den liquiditätsabschöpfenden Operationen entsprach der Bietungssatz dem Mindestbietungssatz, der in der betreffenden Periode zwischen 2 % und 3 % betrug. Die EZB versuchte, durchschnittlich 9,08 Mrd € abzuschöpfen. Bei acht dieser Operationen gelang es der EZB, den erwünschten Betrag vom Markt zu nehmen. Bei den restlichen fünf Geschäften kam es zu einer gewissen Unterbietung, d. h., der Gesamtbetrag der von den Geschäftspartnern des Eurosystems eingereichten Gebote – und somit der abgeschöpfte Betrag – lag unter dem von der EZB beabsichtigten Abschöpfungsvolumen (siehe auch Abbildung 1). Drei Fälle von größeren Unterbietungen ereigneten sich im Juni 2005, im August 2005 und im März 2006. Das bei liquiditätsabschöpfenden Geschäften vorsichtigere Bietungsverhalten spiegelt sich auch in dem recht niedrigen Verhältnis zwischen Gebots- und Zuteilungsvolumen (Bid-to-cover ratio) von 1,22 sowie in der geringen Anzahl der Bieter (12) wider. Beide Zahlen liegen deutlich unter den entsprechenden Werten bei den liquiditätszuführenden Operationen.

UNTERBIETUNGEN

Es ist kein Zufall, dass Unterbietungen ausnahmslos bei liquiditätsabschöpfenden Feinsteuerungsoperationen zu verzeichnen waren. Der bei diesen Tenders geltende Festzinssatz – der Mindestbietungssatz – liegt in der Mitte des Korridors, der durch die beiden ständigen Fazilitäten abgesteckt wird, und deckt sich daher mit dem hypothetischen Wert der Liquidität,

wenn die Wahrscheinlichkeit des Rückgriffs auf eine der beiden Fazilitäten 50 % beträgt und gleichermaßen kostspielig ist. Die Geschäftspartner dürften jedoch die Möglichkeit, die Reserveperiode mit einem Liquiditätsüberschuss oder einem Liquiditätsdefizit abzuschließen, etwas unterschiedlich bewerten, da z. B. die beiden Fälle mit unterschiedlichen Kosten verbunden sind. Zum einen werden sie sich bei einem Liquiditätsüberschuss veranlassen, diesen in der Einlagefazilität unterzubringen. Zum anderen führt ein Liquiditätsdefizit zur Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität bzw. zur Nichteinhaltung der Mindestreservepflicht, was Sanktionen nach sich zieht. In diesem Fall kann die Bewertung der Liquidität durch den Markt höher ausfallen als der Mindestbietungssatz, und die Geschäftspartner können sich dazu entschließen, die Einlagefazilität des Eurosystems nicht vollständig in Höhe der überschüssigen Liquidität in Anspruch zu nehmen.

Zugleich spielen die Marktbedingungen eine wichtige Rolle für die Entscheidung einer Geschäftsbank, bei einer liquiditätsabschöpfenden Feinsteuerungsoperation mitzubieten. Wenn der Markt die Liquiditätsausstattung als großzügig einschätzt, gerät der Tagesgeldsatz unter Druck, auf ein Niveau unter dem Mindestbietungssatz nachzugeben. In einem solchen Fall lohnt es sich für die Marktteilnehmer, ihre überschüssige Liquidität im Wege der Feinsteuerungsoperation beim Eurosystem als Guthaben einzulegen, da eine Verzinsung zum Mindest-

Abbildung 1 Zuteilungsvolumen bei Feinsteuerungsoperationen und Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

bietungssatz attraktiver ist als der am Geldmarkt erzielbare Satz. Dies ist nicht der Fall, wenn die Marktzinsen auf gleicher Höhe mit dem Mindestbietungssatz liegen oder diesen sogar übersteigen. Tatsächlich ist die Bid-to-cover ratio bei einem geringeren Abstand zwischen Tagesgeld- und Mindestbietungssatz am Morgen einer Feinsteuerungsoperation tendenziell höher.

Unterbietungen kommen auch vor, wenn die Marktteilnehmer unter dem Eindruck stehen, dass die Liquiditätssituation angespannter ist als von der EZB vorausgeschätzt. Dies kann z. B. eintreten, wenn die EZB mit einer Verringerung der liquiditätsabsorbierenden autonomen Faktoren am letzten Tag der Reserveperiode rechnet (dem Markt erschließt sich eine solche Erwartung nicht unmittelbar, sie spiegelt sich nur in dem veröffentlichten Durchschnittswert für die Gesamtwoche wider). Ganz ähnlich könnte eine ungleichmäßige Verteilung der Liquidität unter den Marktteilnehmern den falschen Eindruck einer angespannten Liquiditätslage entstehen lassen. Dann würde eine Abschöpfung der Liquidität im vollen Umfang in der Feinsteuerungsoperation eine Nettoinanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität am letzten Tag bewirken. Dagegen würde sich bei einer gleichmäßigen Liquiditätsverteilung der aufgrund einer Unterbietung nicht ab-

geschöpfte Betrag in einer Nettoinanspruchnahme der Einlagefazilität niederschlagen. Tatsächlich ist der positive Zusammenhang zwischen der Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten und dem Unterbietungsvolumen recht ausgeprägt; im Durchschnitt liegen diese beiden Variablen lediglich um 200 Mio € auseinander. Abbildung 1 verdeutlicht, dass in der Tat jede Nettoinanspruchnahme der Einlagefazilität (angezeigt durch eine negative Nettoinanspruchnahme der ständigen Fazilitäten) von mehr als 1 Mrd € im Kontext einer Unterbietungsepisode stattfand.

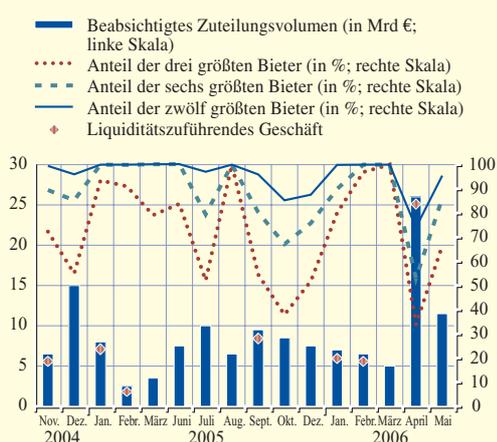
EINFLUSSFAKTOREN FÜR DIE BETEILIGUNG AN DEN FEINSTEUERUNGSOPERATIONEN

Während gegenwärtig 129 Geschäftspartner an den Feinsteuerungsoperationen der EZB teilnehmen dürfen, gaben im Durchschnitt lediglich 19 Banken bei den Feinsteuerungstendern am Ende der Erfüllungsperiode Gebote ab. Fast die Hälfte der berechtigten Institute haben im Untersuchungszeitraum nie an einer Feinsteuerungsoperation teilgenommen. Im Durchschnitt bot ein teilnahmeberechtigter Geschäftspartner weniger als zweimal mit.

Allgemein korreliert die Beteiligung der Banken bei beiden Geschäftsarten positiv mit ihrer Größe, d. h., tendenziell gaben größere Banken häufiger als kleinere Banken Gebote ab. So nehmen im Durchschnitt die größtenmäßig auf den vordersten Rängen rangierenden 20 % der Banken mehr als dreimal so häufig wie die unteren 50 % teil. In diesem Befund schlägt sich die Tatsache nieder, dass größere Banken tendenziell aktiver am Interbankenmarkt involviert sind.

Ein weiterer Beweggrund für die Teilnahme an Feinsteuerungsoperationen kann eine noch fehlende Mindestreserveverfüllung eines Geschäftspartners am vorletzten Tag der Erfüllungsperiode sein. Allerdings scheint es überraschenderweise für die Entscheidung über eine Tenderbeteiligung keine Rolle zu spielen, zu welchem Prozentsatz die Mindestreservepflicht erfüllt war.

Abbildung 2 Auf die größten Bieter entfallender Anteil am Zuteilungsvolumen



Im Durchschnitt entfielen bei diesen Feinsteuerungsgeschäften 72 % des zugeteilten Volumens auf die drei größten Bieter, die sechs größten Teilnehmer vereinigten 88 % des Zuteilungsvolumens auf sich und die 12 größten Bieter erhielten 96 % des Zuteilungsvolumens. Aus Abbildung 2 geht hervor, dass die Konzentration der Gebote immer dann besonders hoch war, wenn das Zuteilungsvolumen – unabhängig davon, ob mit dem Geschäft Liquidität absorbiert oder bereitgestellt wurde – niedrig ausfiel. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass sich die Geschäftspartner nur dann zur Einreichung eines Gebots entschieden, wenn sie mit einer Zuteilung über einer bestimmten Größe rechnen durften, was möglicherweise an den Kosten im Zusammenhang mit der Gebotsabgabe liegt.

Alles in allem scheint der Hauptfaktor für eine Beteiligung an den Feinsteuerungsoperationen am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperioden eher die Rolle der Geschäftspartner am Interbankenmarkt als ihre individuelle Liquiditätslage zum Zeitpunkt der Feinsteuerungsmaßnahme zu sein.

4 ERSTE EINSCHÄTZUNG

INANSPRUCHNAHME DER STÄNDIGEN FAZILITÄTEN

Wie schon in Abschnitt 2 erläutert, sollen durch die Feinsteuerungsoperationen am Ende der Reserveperiode ausgewogene Liquiditätsbedingungen geschaffen und die Geldmarktsätze stabilisiert werden. Bei ausgeglichenen Liquiditätsverhältnissen sollte sich an den Märkten definitionsgemäß weder eine Liquiditätsknappheit noch ein Liquiditätsüberschuss ergeben. Liquiditätsüberschüsse oder -defizite im Bankensektor insgesamt sollten am letzten Tag der Reserveperiode ihren Niederschlag in der Inanspruchnahme einer der ständigen Fazilitäten der EZB finden. Aus Tabelle 2 geht hervor, dass die Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten am Reserveultimo seit November 2004 zurückgegangen ist: Die Netto-Inanspruchnahme der Fazilitäten sank absolut von 4,2 Mrd € auf 1,2 Mrd €. Während die Inanspruchnahme der Einlagefazilität recht stabil blieb, ist der Rückgang insgesamt hauptsächlich auf die geringere Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität zurückzuführen. Letztere wurde im Durchschnitt mehr als doppelt so häufig in Anspruch genommen wie die Einlagefazilität.

Tabelle 2 Durchschnittliche Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten am letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode

(in Mrd €)

Periode	Spitzenrefinanzierungsfazilität (A)	Einlagefazilität (B)	Netto-Inanspruchnahme ständiger Fazilitäten ¹⁾	Netto-Inanspruchnahme (absolut) ²⁾
Apr.–Okt. 2004	3,5	1,6	1,9	4,2
Nov. 2004–Sept. 2006	1,0	1,4	-0,4	1,2

Quelle: EZB.

1) Durchschnittswert von [(A)-(B)].

2) Durchschnittlicher Absolutwert von [(A)-(B)].

AUSWIRKUNGEN AUF DIE GELDMARKTSÄTZE

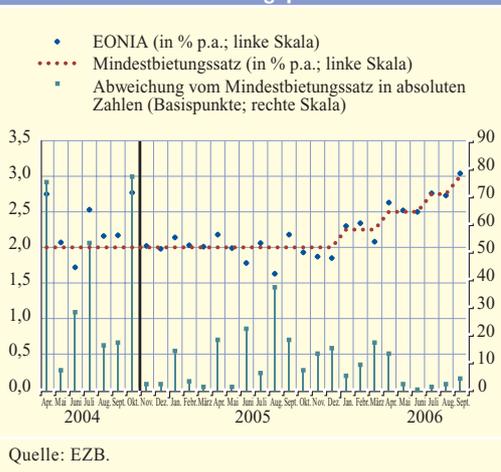
Die Auswirkungen der erhöhten Anzahl an Feinsteuerungsoperationen am Ende der Reserveperiode auf die Geldmarktsätze sind bemerkenswert. Die zuweilen großen Spitzen des EONIA-Spread am letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode sind stark zurückgegangen. Abbildung 3 zeigt die Zeitreihen des Mindestbietungssatzes und des EONIA seit März 2004, und zwar lediglich anhand von Daten für den letzten Tag jeder Reserveerfüllungsperiode. Ebenfalls dargestellt wird der absolute Unterschied zwischen den beiden Werten, der sog. EONIA-Spread. Diese Reihe verdeutlicht den bisherigen Erfolg von Feinsteuerungsoperationen am Ende der Reserveperioden. Links von der vertikalen Linie sind die zuweilen großen Spitzen des EONIA-Spread abgebildet, die am letzten Tag der Reserveperiode vor der Durchführung von Feinsteuerungsoperationen auftraten. Viermal betrug der Abstand zum Mindestbietungssatz mehr als 25 Basispunkte, dreimal davon sogar mehr als 50 Basispunkte. Seit November 2004 hat sich die Häufigkeit dieser Ausschläge deutlich reduziert: Lediglich einmal lag der EONIA-Spread über 25 Basispunkten, und zwar an einem der Tage, an dem bei einer Liquiditätsabschöpfung die Unterbietung recht groß war. Der große Liquiditätsüber-

schuss, der im Markt verblieb, führte dazu, dass der EONIA deutlich absank.

Die Entwicklung der Standardabweichung der täglichen EONIA-Veränderungen ergibt ein ähnliches Bild. Abbildung 4 verdeutlicht den sehr starken Einfluss der häufigeren Durchführung von Feinsteuerungsoperationen am Ende der Reserveperiode auf die täglichen Schwankungen des EONIA: Die durchschnittliche Standardabweichung für die Tage nach den letzten HRGs (tägliche Messwerte) ging von mehr als 12 auf 3,2 Basispunkte zurück. Obwohl die Standardabweichung in allen anderen Wochen leicht zunahm (von 1 auf 1,4 Basispunkte), spiegelte sich der Gesamteinfluss auf die Volatilität in der gesamten Erfüllungsperiode in sinkenden Standardabweichungen (von 4 auf 3,2 Basispunkte) wider.

In Abbildung 5 wird die durchschnittliche Entwicklung des EONIA-Spread, also die Spanne zwischen dem EONIA und dem Mindestbietungssatz, für die letzten sieben Kalendertage jeder Mindestreserve-Erfüllungsperiode dargestellt. Die Durchführung von Feinsteuerungsoperationen zeigte am Reserveultimo deutliche Wirkung, da die Durchschnittsabweichung des EONIA vom Mindestbietungssatz von 31 Basispunkten auf 1 Basispunkt zurückging. Auch am vorletzten Tag ging der Spread leicht zurück, obwohl kein Stabilisierungseffekt früher als zwei Kalendertage vor Ablauf der Erfüllungsperiode sichtbar ist.

Abbildung 3 Schwankungen des EONIA um den Mindestbietungssatz am letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode

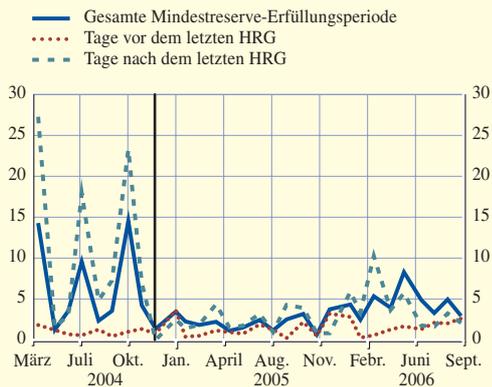


ENTWICKLUNG DER ZINSSPANNEN

Während der ersten Jahreshälfte 2005 stabilisierten sich die Abstände zwischen den kurzfristigen Geldmarktzinsen und dem Mindestbietungssatz. Höchstwahrscheinlich spiegelt diese Situation sowohl die häufiger durchgeführten Feinsteuerungsoperationen als auch die Liquiditätspolitik der EZB wider, die im Zeitraum von Oktober 2004 bis Februar 2005 bei den HRGs Zuteilungen vornahm, die über dem Benchmark-Betrag lagen. Dies wird in Abbildung 6 verdeutlicht, in der die Zeitreihen des EONIA-Spread sowie die Spanne zwischen

Abbildung 4 Standardabweichung des EONIA pro Mindestreserve-Erfüllungsperiode

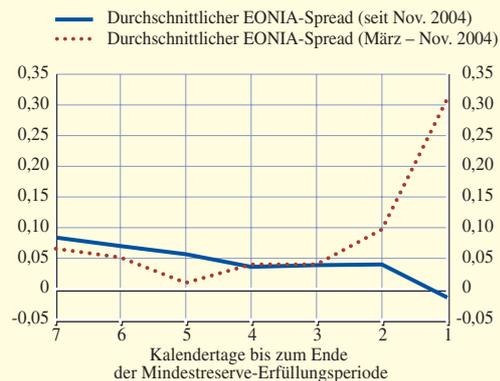
(Basispunkte; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Abbildung 5 Durchschnittlicher EONIA-Spread während der letzten Woche einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

dem Zinssatz für einwöchige Repogeschäfte und dem Mindestbietungssatz dargestellt werden. Anfang 2005 war der Aufwärtstrend beider Abstände zum Stillstand gekommen. Gegen Ende des Jahres 2005 vergrößerten sich jedoch die Abstände wieder, obwohl Spitzen bei den Zinssätzen weitgehend vermieden wurden. Die Ursachen für die zunehmenden Abstände schienen demzufolge nicht mit der Liquiditätslage gegen Ende der Mindestreserveperiode zusammenzuhängen. Daher ergriff die EZB zusätzliche Maßnahmen, um den Spreads entgegenzuwirken. Im Zeitraum von Mai bis September 2006 lag die Zuteilung der EZB bei allen HRGs, einschließlich des letzten Hauptfinanzierungsgeschäfts jeder Mindestreserve-Erfüllungsperiode, über dem veröffentlichten Benchmark-Betrag. Diese Maßnahme hat tatsächlich mit zunehmendem Erfolg dem Anstieg des Spreads zwischen Geldmarktsätzen und dem Mindestbietungssatz entgegengewirkt.

Außerdem veränderte sich durch diese Maßnahme zeitweise die Rolle der Feinsteuerungsoperationen. Die Zuteilung eines über dem Benchmark-Volumen liegenden Betrags im letzten HRG einer Erfüllungsperiode bedeutete gleichzeitig, dass während der letzten Woche der Mindestreserveperiode ein Liquiditätsüberschuss angestrebt wurde. Da die EZB aber nach

wie vor ausgewogene Liquiditätsbedingungen am Reserveultimo anstrebte, konnte mit hoher Wahrscheinlichkeit am letzten Tag der Reserveperiode mit liquiditätsabschöpfenden Feinsteuerungsoperationen gerechnet werden. Tatsächlich waren von Mai bis September 2006 alle Feinsteuerungsoperationen liquiditätsabschöpfend (siehe auch Abbildung 1).

5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Seit Herbst 2004 führt die EZB häufiger Feinsteuerungsoperationen durch, um für ausgewogene Liquiditätsbedingungen am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperioden zu sorgen.

Die Analyse deutet darauf hin, dass es durch diese Maßnahme generell gelungen ist, die Zinssätze in den letzten Tagen der Erfüllungsperiode zu stabilisieren. Große Spitzen bei den Tagesgeldsätzen gegen Ende der Reserveperiode konnten größtenteils vermieden werden. Überdies wurden die täglichen Schwankungen des EONIA deutlich reduziert. Die häufigere Durchführung von Feinsteuerungsoperationen entfaltete ihre stabilisierende Wirkung hauptsächlich an den letzten beiden Tagen einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode – an den vorangehenden Tagen war der Effekt nur relativ ge-

Abbildung 6 Wochendurchschnitte des EONIA-Spread und des Spread bei einwöchigen Repogeschäften¹⁾

(in Prozentpunkten)



Quellen: Reuters und EZB.

1) In den Angaben sind die Zahlen für die letzte Woche der Mindestreserve-Erfüllungsperiode nicht berücksichtigt.

ring. Damit ist das Ziel, die kurzfristigen Geldmarktsätze gegen Ende der Reserveperiode zu stabilisieren, klar erreicht worden.

Gleichzeitig stabilisierten sich zeitweise die Spreads zwischen den kurzfristigen Geldmarktsätzen und dem Mindestbietungssatz. Als jedoch Ende 2005 andere Faktoren zum Anstieg der Abstände beitrugen, musste die EZB weitere Gegenmaßnahmen einleiten.



ENTWICKLUNG DER FINANZMÄRKTE IN MITTEL-, OST- UND SÜDOSTEUROPA

In einer Reihe von mittel-, ost- und südosteuropäischen Ländern war in den letzten Jahren ein kräftiges Wachstum der Finanzsektoren zu beobachten, das mit einer starken Zunahme von Krediten an den privaten Sektor einherging. Dieser Beitrag beleuchtet die wichtigsten an dieser Entwicklung beteiligten Faktoren, so etwa den Übergang von der Plan- zur Marktwirtschaft, die Makro- und Finanzmarktpolitik sowie das konjunkturelle Geschehen. Er gibt einen Überblick über die wichtigsten Merkmale der Finanzsektoren, untersucht die Determinanten des jüngsten Wachstums inländischer Bankkredite und geht auf die Implikationen für die Makro- und Finanzstabilität ein. Die Letztere könnte angesichts der voranschreitenden Finanzmarktintegration zwischen dem Eurogebiet und den Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas besondere Bedeutung erlangen. Finanzmarktentwicklung und Kreditwachstum in der Region erfordern weiterhin eine genaue Beobachtung. Gleichzeitig ist zu erwarten, dass die fortschreitende Entwicklung der Finanzsysteme produktivere Investitionen anregt und das Wirtschaftswachstum in der Region fördert.

I EINLEITUNG

In den vergangenen Jahren ist die Entwicklung der Finanzsektoren in Mittel-, Ost- und Südosteuropa rasch vorangeschritten. Maßgeblich beteiligt daran waren tief greifende Veränderungen der Eigentumsstrukturen und der Rahmenbedingungen für die Kreditvergabe des Bankensektors, die Finanzmarkt- und Makropolitik sowie das konjunkturelle Umfeld.¹ In der Folge erhielten Unternehmen und Verbraucher besseren Zugang zu einer breiten Palette von Finanzprodukten, insbesondere in den Bereichen Konsumenten- und Hypothekarkredite. Ausländische Banken bauen ihre Präsenz in der Region weiter aus, und Nichtbank-Finanzinstitute, etwa Investment- und Pensionsfonds, siedeln sich neu an. Diese Entwicklungen sind großteils auf die in der Region erzielten Fortschritte beim Übergang von plan- zu marktwirtschaftlichen Systemen zurückzuführen. Im Finanzsektor der Türkei, des einzigen Landes der Region ohne planwirtschaftliche Vergangenheit, sind ebenfalls weit reichende Veränderungen eingetreten, da nach der Krise der Jahre 2000/2001 Umstrukturierungsmaßnahmen ergriffen wurden.

Wie im Folgenden dargelegt, haben die Länder der Region im Laufe ihres gesamtwirtschaftlichen Transformationsprozesses seit den Neunzigerjahren weit reichende Veränderungen der Struktur ihrer Finanzmärkte sowie ihrer Regulierungs- und Aufsichtsbehörden verzeichnet.

Die Hauptursachen für diese Veränderungen werden in Abschnitt 2 genauer untersucht, während Abschnitt 3 eine Momentaufnahme der derzeitigen Finanzmarktentwicklung in der Region bietet. Abschnitt 4 befasst sich mit der Entwicklung der Finanzsektoren im Zeitverlauf mit besonderem Augenmerk auf das Wachstum der Kredite an den privaten Sektor. In Abschnitt 5 wird die Analyse in einen größeren Zusammenhang gestellt, indem die Implikationen der Finanzentwicklung für die Makro- und Finanzstabilität aufgezeigt werden, und Abschnitt 6 liefert eine Zusammenfassung.

2 HAUPTURSACHEN FÜR DIE FINANZMARKT-ENTWICKLUNG IN DER REGION

Die Finanzsektoren der Region wurden durch das Zusammenwirken einer Vielzahl strukturel-

¹ Für die Zwecke dieses Beitrags umfasst die Region Mittel-, Ost- und Südosteuropa folgende Länder: die früheren Planwirtschaften, die der Europäischen Union 2004 beigetreten sind, d. h. die Tschechische Republik (CZ), Estland (EE), Lettland (LV), Litauen (LT), Ungarn (HU), Polen (PL), Slowakei (SK) und Slowenien (SI); die beitretenden Staaten, d. h. Bulgarien (BG) und Rumänien (RO); die vom Europäischen Rat offiziell als Kandidaten für den Beitritt zur EU anerkannten Länder, also Kroatien (HR), die ehemalige jugoslawische Republik Mazedonien (MK) und die Türkei (TR); sowie die potenziellen Kandidatenländer Albanien (AL), Bosnien-Herzegowina (BA) sowie Serbien und Montenegro (CS). Montenegro wurde von der Europäischen Union im Juni 2006 als souveräner Staat anerkannt. Malta und Zypern wurden nicht berücksichtigt, da die Entwicklung in diesen Ländern anders verlaufen ist; ihre Finanzmärkte sind weiter entwickelt, das Verhältnis von Krediten zum BIP entspricht beinahe dem des Euro-Währungsgebiets und das Kreditwachstum ist gemäßiger.

ler Faktoren beeinflusst (die meist in Zusammenhang mit dem Transformationsprozess von der Plan- zur Marktwirtschaft standen), durch die Makro- und Finanzmarktpolitik sowie durch konjunkturelle Entwicklungen. Da sich die Auswirkungen der einzelnen Determinanten nicht gänzlich voneinander trennen lassen, sollten sie bei der Einschätzung der Finanzmarktentwicklung in der Region auch gemeinsam berücksichtigt werden.

In den vergangenen Jahren durchliefen die Finanzsektoren in den Ländern der Region – mit Ausnahme der Türkei – mehrere Entwicklungsphasen. In der frühen Phase der Transformation war eine grundlegende Restrukturierung des Finanzsektors notwendig, als staatseigene Banken umstrukturiert werden mussten und die Praxis der staatlich gelenkten Kreditvergabe („directed lending“) endete. Im Anschluss daran kam es zu einer mitunter raschen Privatisierung des Bankensektors und zu einem Ausbau der Finanzmärkte, die allerdings oft erst neu etabliert werden mussten. Die institutionellen und rechtlichen Rahmenbedingungen waren jedoch häufig unzureichend: Es kam zu Fällen von „connected lending“ (Kreditvergabe an verbundene Unternehmen) und zur Schaffung so genannter „pocket banks“, die sich in der Praxis als Finanzierungsstellen bestimmter Großbetriebe oder Konglomerate verstanden und ihre Kreditvergabe entsprechend stark konzentrierten. Des Weiteren ergaben sich in den noch wenig entwickelten Bankensystemen Probleme aufgrund von unzureichender Regulierung, Missbrauch und mangelnder Erfahrung der beteiligten Akteure.² All diese Faktoren führten in den Anfangsjahren des Transformationsprozesses zu mehreren Kreditbooms. Wegen der mangelhaften Qualität dieser Ausleihungen folgten auf Phasen der Kreditexpansion häufig Zeiten der Kreditverknappung. In der Folge kam es in einigen Ländern der Region während der Neunzigerjahre zu offenen Banken Krisen.

In der letzten Zeit war vor allem der Markteintritt ausländischer Banken, in erster Linie aus der EU, der wichtigste strukturelle Faktor, der die Entwicklung der Finanzsysteme in der Re-

gion bestimmte. Er führte zu einer substantiellen Ausweitung des Kreditangebots sowie der Palette verfügbarer Finanzprodukte in den Volkswirtschaften der Region, die einen Import von Kapital, Reputation, Wissen und Erfahrung widerspiegelt. Während die Finanzsektoren der Region durch die Internationalisierung, genauer gesagt durch ihr Zusammenwachsen mit den Finanzmärkten der EU, leichter Zugriff auf ausländische Mittel erhielten (hauptsächlich durch die Mutterbanken), profitierte die Entwicklung der Bankeinlagen im Inland von dem gestiegenen Vertrauen in den heimischen Bankensektor. Darüber hinaus erhöhte sich die Kreditnachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte aufgrund günstiger Einkommensperspektiven. Schließlich kam es zu einer Verschärfung des Wettbewerbs in den Bankensektoren, da ausländische Banken ihre Präsenz in den Märkten ausweiten wollten, die höhere Eigenkapitalrenditen verhiessen als ihre Herkunftsländer. Diese Entwicklung ging in einigen Ländern der Region mit einer Konsolidierung des Bankensektors einher.

Die Verbesserung der Rechtssysteme war ein weiterer wichtiger struktureller Faktor für die Finanzmarktentwicklung. Wesentlich in dieser Hinsicht war die Einführung von Standards und Bestimmungen, die im Einklang mit dem aufsichtsrechtlichen Rahmen der EU stehen.

Neben den oben genannten Faktoren, die Kreditangebot und -nachfrage beeinflussen, ist die Dynamik des Kreditwachstums in der Region auch auf einige politikbedingte Faktoren zurückzuführen. Hier ist in erster Linie die Fi-

² Weitere Erörterungen dieser Themen in der wissenschaftlichen Literatur finden sich in E. Berglöf und P. Bolton, *The great divide and beyond: Financial architecture in transition*, *Journal of Economic Perspectives* 16 (1), S. 77–100, 2002. Weiteres zu den Banken- und Finanzsektoren einiger in diesem Beitrag behandelte Länder siehe auch EZB, *Banking structures in the new EU Member States*, Januar 2005, EZB, *EU Banking Structures*, Oktober 2006 und EZB, *EU Banking Sector Stability*, November 2006. Mit den Herausforderungen für die Stabilität der Gesamtwirtschaft und der Finanzmärkte in den beitretenden Staaten und Kandidatenländern befasst sich das von der Task Force on Enlargement des Ausschusses für internationale Beziehungen verfasste Occasional Paper Nr. 48 der EZB, *Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries*, Juli 2006.

nanzmarktpolitik zu nennen, und damit das Herangehen der Behörden an die Deregulierung, Privatisierung und Liberalisierung des Finanzsektors. Die makroökonomische Politik hat ebenfalls eine Rolle gespielt. Auch die Geldpolitik, die durch Änderungen von Leitzinsen oder Mindestreserveanforderungen direkten Einfluss auf die Konditionen im Finanzsektor ausübt, sowie die Wechselkurspolitik können von erheblicher Bedeutung gewesen sein. Zum Beispiel wurde festgestellt, dass die Länder mit festeren Wechselkursregelungen im Allgemeinen eine raschere Kreditexpansion aufweisen. Da dies oft mit einem hohen Anteil von Devisenkrediten verbunden ist, könnte sich dabei die Vermutung eines geringeren Wechselkursrisikos in Ländern mit festen Wechselkurssystemen oder sogar Currency-Board-Regelungen stimulierend ausgewirkt haben. In einigen Ländern der Region hat auch die Fiskalpolitik die Finanzmarktentwicklung beeinflusst, am unmittelbarsten über Maßnahmen im Zusammenhang mit dem Wohnungsmarkt, wie etwa die steuerliche Absetzbarkeit von Tilgungsraten für Hypothekarkredite oder die staatliche Förderung von Hypothekarkrediten. Die Maßnahmen zur Privatisierung und zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen in einigen Ländern der Region haben ebenfalls Raum für eine weitere Kreditexpansion geschaffen.³

Auch konjunkturelle Faktoren waren in den letzten Jahren für die Entwicklung des Finanzwesens maßgeblich – in den meisten Ländern der Region war ein kräftiges Wachstum des realen BIP zu verzeichnen. Die Kreditnachfrage wurde zudem durch sinkende Finanzierungskosten stimuliert; diese spiegeln Fortschritte bei der gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung in den Ländern der Region wider sowie niedrige Zinssätze an den internationalen Finanzmärkten und steigende Vermögenspreise (insbesondere für Wohnimmobilien) bei weltweit reichlich vorhandener Liquidität. Diese zyklischen Effekte wurden durch Faktoren verstärkt, die auf den Transformationsprozess zurückzuführen sind. Hierzu zählen beispielsweise die Gründung neuer Firmen, von denen

eine lebhafte Kreditnachfrage ausging, und die – angesichts aktueller und erwarteter Einkommenszuwächse – zunehmende Aufnahme von Konsumenten- und Hypothekarkrediten durch die privaten Haushalte. Die Dominanz ausländischen Eigentums in den Bankensektoren der Region impliziert, dass für die Finanzmarktentwicklung nicht nur Einschätzungen im jeweiligen Land von Bedeutung sind, sondern auch die Konjunkturlage im Herkunftsland der Mutterbank sowie deren finanzielle Lage. Generell ist bei einer Konjunkturschwäche im Herkunftsland der Mutterbank mit einer Lockerung der Vergaberichtlinien durch die Tochterbanken vor Ort zu rechnen, während sich eine Verschlechterung der finanziellen Lage der Mutterbank im Allgemeinen dämpfend auf die Kreditvergabe im jeweiligen Gastland auswirken wird.⁴

Neben den zuvor genannten Mechanismen, die zu einer Zunahme von Kreditnachfrage und -angebot führen, sollte auch der natürliche ökonomische Aufholprozess berücksichtigt werden. Ausgehend von einer relativ niedrigen Relation der Kredite des privaten Sektors zum BIP sowie der wirtschaftlichen Entwicklung (gemessen am BIP pro Kopf), führte er in diesen Ländern zu einer wesentlichen Vertiefung der Finanzbeziehungen. Gemäß der Literatur über den Zusammenhang zwischen Wachstum und Finanzierung geht das Wirtschaftswachstum im Zuge dieses Aufholprozesses grundsätzlich mit einer Kreditexpansion einher. Dieser Zusammenhang wird im folgenden Abschnitt näher beleuchtet.

3 Vgl. P. Backé und T. Zumer, Developments in credit to the private sector in Central and Eastern European EU Member States: Emerging from financial repression – a comparative overview, Focus on European Economic Integration 2/05, Oesterreichische Nationalbank, Oktober 2005.

4 R. de Haas und I. Naaborg, Internal Capital Markets in Multinational Banks: Implications for European Transition Countries, Working Paper Nr. 51 der De Nederlandsche Bank, 2005, sowie R. De Haas und I. van Lelyveld, Internal Capital Markets and Lending by Multinational Bank Subsidiaries, Working Paper Nr. 101 der De Nederlandsche Bank, 2005.

3 STAND DER FINANZMARKTENTWICKLUNG IN DER REGION

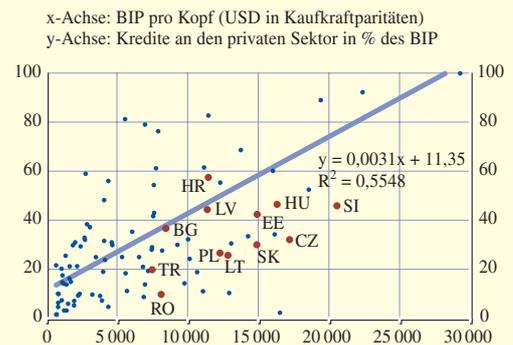
In den meisten Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas bleibt die Entwicklung des Finanzsektors nach wie vor sowohl hinter weiter entwickelten Volkswirtschaften als auch hinter Ländern mit vergleichbarem Pro-Kopf-Einkommen zurück. Wie Abbildung 1 zeigt, lagen im Jahr 2004 alle Länder der Region (mit Ausnahme von Kroatien) unterhalb einer Regressionslinie, welche die Korrelation zwischen dem Verhältnis von Bankkrediten an den privaten Sektor zum BIP sowie dem Pro-Kopf-Einkommen abbildet. Die Regressionslinie basiert auf 118 Ländern, für die Daten verfügbar waren. Dieses relativ niedrige Niveau der am Pro-Kopf-Einkommen gemessenen Finanzintermediation ist auch ein Ergebnis der – wie eingangs erwähnt – häufig turbulenten Anfangsphasen des Transformationsprozesses. Insgesamt waren die Bankensektoren der Region nicht nur klein, sondern wiesen eine Struktur ihrer Aktiva auf, in der Krediten an den privaten Sektor kein großes Gewicht zukam.

Ein weiteres wesentliches Merkmal der Finanzsektoren dieser Region ist, dass sie sich nach wie vor hauptsächlich auf Banken stützen. Zwar ist die Zahl der Finanzinstitute aus dem Nichtbankenbereich in einer Reihe von Ländern gestiegen, doch entfällt auf sie weiterhin nur ein kleiner Teil des Gesamtbestands an Finanzaktiva (siehe Tabelle 1).

Bezüglich des beim Transformationsprozess erzielten Fortschritts unterscheiden sich die einzelnen Länder der Region voneinander. Dieser Fortschritt ist beispielsweise an dem von der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBWE) regelmäßig erstellten Index für den Reformfortschritt im Bankensektor abzulesen. Seine Werte und die anderer ausgewählter Indikatoren für den Bankensektor finden sich in Tabelle 2. Der Transformationsindikator der EBWE kann Werte zwischen 1 und 4,3 annehmen, wobei 1 als geringer Fortschritt bei der Reform des Bankensektors definiert ist; der Wert 4,3 steht dagegen für die vollständige

Abbildung 1 Inländische Bankkredite an den privaten Sektor in % des BIP in Relation zum BIP pro Kopf (2004)

(118 Länder)



Konvergenz der Gesetze und Vorschriften im Bankenbereich mit den Standards der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und für die Verfügbarkeit der gesamten Palette bankbezogener Dienstleistungen. Für die EU-Mitgliedstaaten der Region sowie Bulgarien und Kroatien weist der Indikator der EBWE aus, dass die Reform des Bankensektors beinahe abgeschlossen ist.

In anderen Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas bedarf es jedoch noch weiterer Maßnahmen, bevor der Transformationsprozess abgeschlossen ist. In der Türkei, für die kein Transformationsindikator der EBWE vorliegt, wurde die Umstrukturierung des Bankensektors nach der Bankenkrise 2001 mit Unterstützung des Internationalen Währungsfonds und der Weltbank in Angriff genommen.

Mit Ausnahme der Türkei ist die Privatisierung staatlicher Banken in der Region weitgehend abgeschlossen. Jüngsten von der EBWE ermittelten Daten zufolge entfallen innerhalb der neuen EU-Mitgliedstaaten nur in Polen und Slowenien mehr als 10 % der gesamten Bankaktiva auf staatseigene Banken. In den Nicht-EU-Ländern der Region wurden ebenfalls Fortschritte auf dem Gebiet der Privatisierung erzielt. Lediglich in Serbien halten staatliche

Banken nach wie vor mehr als 10 % der gesamten Aktiva des Bankensektors.

In vielen Fällen wurde die Privatisierung von einem zunehmenden Engagement ausländischer Banken in der Region begleitet. In der Tschechischen Republik, Estland, Litauen, der Slowakei, Kroatien und Albanien entfallen auf Tochtergesellschaften oder Filialen ausländischer Banken mehr als 90 % der gesamten Aktiva des Bankensektors, in Bulgarien und Bosnien-Herzegowina immerhin über 80 %. In Rumänien wird der Anteil der Kreditinstitute in ausländischem Besitz an den gesamten Bankaktiva nach dem (Ende 2005 angekündigten und erst im August 2006 abgeschlossenen) Verkauf einer großen Bank an einen ausländischen Käufer auf knapp 90 % geschätzt. In der Türkei sind ausländische Beteiligungen im Bankensektor zwar weiterhin relativ selten, doch erst kürzlich erwarben ausländische Banken Mehrheitsbeteiligungen an einigen türkischen Banken.

Die Bankensysteme in den Ländern der Region weisen zwar einige Gemeinsamkeiten auf, unterscheiden sich aber in mancher Hinsicht auch voneinander. So variiert etwa der Konzentrationsgrad im Bankensektor stark, gemessen an dem von den fünf größten Banken eines Landes gehaltenen Anteil an den gesamten Aktiva des Sektors; dies ist teilweise auf die unterschiedliche Größe der Bankenmärkte zurückzuführen. In einigen Ländern mit kleineren Bankensektoren, etwa in Estland, Litauen, Albanien und der ehemaligen jugoslawischen Republik Mazedonien, ist der Konzentrationsgrad tendenziell höher. Unter den EU-Ländern der Region belaufen sich die Aktiva des Bankensektors nur in der Tschechischen Republik, Ungarn und Polen auf über 50 Mrd €, während dies bei den Nicht-EU-Ländern nur in der Türkei der Fall ist, deren Bankenmarkt bei weitem der größte der Region ist.

Die große Bandbreite bezüglich der Tiefe der Finanzintermediation (siehe Abbildung 1) er-

Tabelle I Aktiva der Banken und Nichtbank-Finanzinstitute in mittel-, ost- und südost-europäischen Ländern (2005)

	Aktiva insgesamt (in Mrd €)	Aktiva insgesamt in % des BIP	Bankaktiva in % der gesamten Aktiva
EU-Mitgliedstaaten			
Tschechische Republik	119,3	121,2	88,0
Estland	13,2	125,5	89,5
Lettland	16,0	125,1	97,3
Litauen	13,9	67,3	94,6
Ungarn	96,1	109,4	77,7
Polen	212,9	87,5	71,4
Slowenien	35,7	130,5	84,2
Slowakei	43,3	113,5	84,1
Beitretende Staaten			
Bulgarien	19,6	91,3	85,8
Rumänien	42,1	53,2	84,1
Kandidatenländer			
Kroatien	44,5	144,0	81,0
Ehemalige jugoslawische Republik Mazedonien	2,5	62,5	92,0
Türkei	294,9	102,7	86,8
Potenzielle Kandidatenländer			
Albanien	4,2	62,3	78,6
Bosnien-Herzegowina	7,5	98,4	81,3
Serbien	10,5	57,9	88,6
Nachrichtlich:			
Euro-Währungsgebiet	28 550,7	371,0	71,5

Quellen: EZB (für Daten zum Bankensektor der EU-Mitgliedstaaten), EBWE, IWF und nationale Quellen.
 Anmerkung: Die Daten für Nicht-EU-Länder sind nicht harmonisiert.

Tabelle 2 Ausgewählte Indikatoren für die Bankensektoren in mittel-, ost- und südost-europäischen Ländern (2005)

	Anzahl der Kreditinstitute ¹⁾	Filialen pro 100 000 Einwohner	Anteil staatlicher Banken an den gesamten Aktiva des Bankensektors ²⁾ (in %)	Anteil ausländischer Banken an den gesamten Aktiva des Bankensektors ³⁾ (in %)	Anteil der fünf größten Banken an den gesamten Aktiva des Bankensektors ⁴⁾ (in %)	Geamtkapitalrentabilität	Eigenkapitalrentabilität (in %)	EBWE-Index für die Reform im Bankensektor ⁶⁾
EU-Mitgliedstaaten								
Tschechische Republik	56	18	3	96	65	1,3	17,7	4,0
Estland	11	17	0	99	98	2,6	8,6	4,0
Lettland	23	25	4	48	67	1,9	27,2	3,7
Litauen	78	24	0	92	81	0,8	12,3	3,7
Ungarn	215	31	7	63	53	2,7	35,4	4,0
Polen	739	13	19	67	49	1,4	18,7	3,7
Slowenien	25	35	13	19	63	0,8	16,2	3,3
Slowakei	23	21	1	93	68	1,4	9,5	3,7
Beitretende Staaten								
Bulgarien	34	9	2	80	51	2,0	21,6	3,7
Rumänien	33	14	6	62	60	1,7	12,9	3,0
Kandidatenländer								
Kroatien	34	24	3	91	74	1,7	15,6	4,0
Ehemalige jugoslawische Republik Mazedonien	20	14	2	53	68	1,3	8,1	2,7
Türkei	47	9	35	6	63	1,1	8,6	k.A.
Potenzielle Kandidatenländer								
Albanien	16	3	3	94	83	1,3	21,1	2,7
Bosnien-Herzegowina	33	18 ⁵⁾	4	81	64	0,7	6,4	2,7
Serbien	40	4	24	66	50	0,9	5,8	2,7
Nachrichtlich:								
Euro-Währungsgebiet	6 403	54	k.A.	16	41	0,5	13,9	k.A.

Quellen: EZB (für Daten zum Bankensektor der EU-Mitgliedstaaten), EBWE, IWF und nationale Quellen.

Anmerkung: Die Daten für Nicht-EU-Länder sind nicht harmonisiert.

1) Bezieht sich auf Banken in Nicht-EU-Ländern.

2) Daten für 2004 von der EBWE.

3) Daten für 2004 von der EZB („EU Banking Sector Stability“, Oktober 2005).

4) Bezieht sich in Kroatien auf die vier größten Banken, in der ehemaligen jugoslawischen Republik Mazedonien auf die drei größten Banken.

5) Bezieht sich ausschließlich auf die Föderation Bosnien-Herzegowina.

6) Der Index kann Werte zwischen 1 und 4,3 annehmen, wobei 4,3 für die vollständige Konvergenz der Gesetze und Vorschriften im Bankenbereich mit den Standards der BIZ steht und für die Verfügbarkeit der gesamten Palette bankbezogener Dienstleistungen.

klärt zum Teil auch die Unterschiede im Ausbau der Filialnetze der Region. Mit Ausnahme von Kroatien verfügen die EU-Kandidatenländer und potenziellen Kandidatenländer über weniger Filialen pro 100 000 Einwohner sowie über niedrigere Aktiva pro Bankangestelltem als die EU-Mitgliedstaaten der Region.

Bei einer Interpretation von Angaben zur Ertragslage müssen all diese länderspezifischen Gegebenheiten berücksichtigt werden. Beispielsweise gibt es empirische Hinweise, die zumindest für die neuen EU-Mitgliedsländer auf einen positiven Zusammenhang zwischen ausländischem Eigentum und Rentabilität hindeuten.

Darüber hinaus ist das Zusammenspiel von Konzentration und Zinsmargen komplex, denn es gibt – wiederum zumindest für die EU-Mitgliedstaaten – Hinweise darauf, dass sich die niedrigsten Margen in Märkten mit starker Konzentration finden und die höchsten Margen in Märkten mit niedrigerer Konzentration.⁵ Bei fortschreitender Entwicklung des Bankensektors kommt es zu einer Konsolidierung, was im Gegenzug den Grad der Konzentration erhöht. Gleichzeitig verringern sich die hohen Margen

5 Weitere Erörterungen über den Zusammenhang zwischen Eigentumsverhältnissen, Konzentration und Rentabilität siehe EZB, Banking structures in the new EU Member States, Januar 2005.

der anfänglichen und volatilen Transformationsphase und nähern sich dem Niveau an, das in weiter entwickelten Bankensektoren zu beobachten ist.

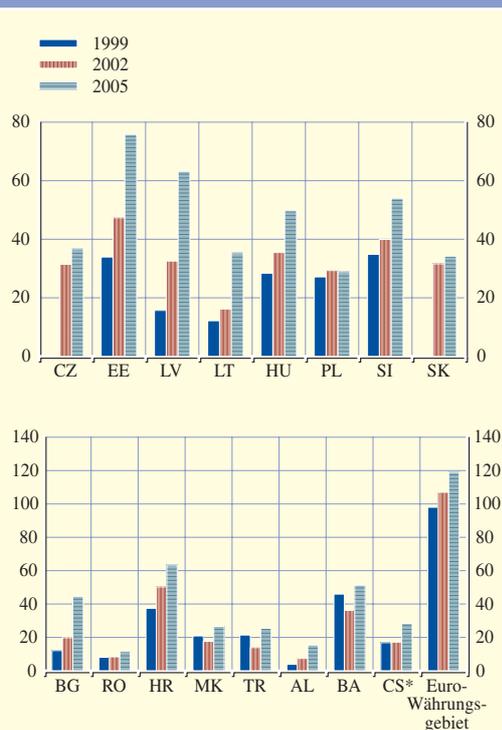
4 WACHSTUM INLÄNDISCHER BANKKREDITE AN DEN PRIVATEN SEKTOR

Im Zuge des Transformationsprozesses durchliefen die Finanzsektoren in der Region mehrere verschiedene Entwicklungsphasen. Jedoch absolvierten weder alle hier betrachteten Länder sämtliche Phasen, noch verliefen diese Phasen mit der gleichen Geschwindigkeit.⁶ Darüber hinaus fanden die Länder einen unterschiedlichen Umgang mit den Erblasten, die durch die geringere Kreditqualität in den Anfangsphasen der Transformation entstanden waren. Demzufolge gestalten sich länderübergreifende Vergleiche naturgemäß schwierig, und eine Analyse der jüngsten Entwicklungen ist zwangsläufig davon beeinflusst, wie der Beginn des Beobachtungszeitraums gewählt wird.

Insgesamt aber hat sich der Prozess der Vertiefung der Finanzbeziehungen in den letzten drei bis vier Jahren stark beschleunigt, besonders im Bereich der Bankkredite an den privaten Sektor. Im Zeitraum von 2002 bis 2005 hat sich die Relation der Kredite an den privaten Sektor gegenüber dem BIP in Estland, Lettland und Bulgarien um mindestens 25 Prozentpunkte erhöht, in Litauen, Ungarn, Slowenien, Bosnien-Herzegowina, Kroatien, Serbien und der Türkei um über 10 Prozentpunkte (siehe Abbildung 2).

Tabelle 3 zeigt ein detaillierteres und inflationsbereinigtes Bild vom Wachstum der Bankkredite an den privaten Sektor während der letzten drei Jahre. Die ebenfalls angegebenen Werte für Kredite an die privaten Haushalte – eine durch besonders rasches Wachstum gekennzeichnete Komponente der Kreditvergabe an den privaten Sektor – belegen neuerlich, dass dieses Geschäftsfeld eine wichtige Triebfeder für das Kreditwachstum in der Region gewesen ist.

Abbildung 2 Kredite an den privaten Sektor in % des BIP



Quellen: EZB (für Mitgliedsländer der EU und des Euro-Währungsgebiets), IWF (für Nicht-EU-Länder, ausgenommen Serbien), nationale Quellen (Serbien).
Anmerkung: * Bezieht sich auf Serbien. Die Daten für Nicht-EU-Länder basieren auf Angaben aus dem Monetary Survey der International Financial Statistics (IFS) zu Forderungen gegenüber dem privaten Sektor.

In den vergangenen drei Jahren erhöhten sich die Kredite an den privaten Sektor in realer Rechnung in den meisten Ländern der Region mit zweistelligen Wachstumsraten. Dies ist bis zu einem gewissen Grad auf Basiseffekte zurückzuführen, da das Ausgangsniveau der Kredite an den privaten Sektor in vielen Staaten anfangs sehr niedrig oder (etwa in der Türkei) infolge von Krisen gesunken war. Daher erstaunt es nicht, dass sich das Wachstum in einigen Ländern mit weniger entwickelten Finanzsektoren, zum Beispiel Albanien oder Serbien, besonders rasch vollzog. Eine ähnliche Ein-

6 Vgl. C. Cottarelli, G. Dell’Ariccia und I. Vladkova-Hollar, Early birds, late risers, and sleeping beauties: Bank credit growth to the private sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans, *Journal of Banking and Finance*, 29 (1), S. 83–104, 2005.

Tabelle 3 Reales Wachstum der Bankkredite¹⁾

(soweit nicht anders angegeben, Veränderungen gegen Vorjahr in %; nominale Rechnung, bereinigt um Verbraucherpreisinflation)

	Nachrichtlich	Kredite an den privaten Sektor			Nachrichtlich	Kredite an die privaten Haushalte		
	Kredite an den privaten Sektor 2003 (in % des BIP)	2003	2004	2005	Kredite an die privaten Haushalte 2003 (in % des BIP) ³⁾	2003	2004	2005
EU-Mitgliedstaaten								
Tschechische Republik	32	-2	9	23	9	28	38	37
Estland	55	24	24	30	15	46	48	62
Lettland	40	23	30	38	11	56	59	77
Litauen	23	45	54	37	8	k.A.	k.A.	83
Ungarn	43	13	19	14	12	37	29	17
Polen	30	-9	0	16	12	-4	24	24
Slowenien	43	1	15	19	13	k.A.	k.A.	28
Slowakei	32	5	10	19	10	k.A.	k.A.	41
Beitretende Staaten								
Bulgarien	28	40	43	25	7	78	51	40
Rumänien	14	118	15	72	4	215	45	66
Kandidatenländer								
Kroatien	71	13	11	16	40	26	16	17
Ehemalige jugoslawische Republik Mazedonien	18	13	8	20	4	58	63	41
Türkei	15	29	43	33	10 ²⁾	56	87	56
Potenzielle Kandidatenländer								
Albanien	7	28	34	70	2	69	70	75
Bosnien-Herzegowina	31	31	32	28	16	34	33	28
Serbien	16	9	47	50	3	74	118	85
Nachrichtlich:								
Euro-Währungsgebiet	109	3	4	6	47	4	6	8

Quellen: EZB (für Daten zum Bankensektor der EU-Mitgliedstaaten), IWF und nationale Quellen (für Nicht-EU-Länder).

Anmerkung: Die Daten für Nicht-EU-Länder sind nicht harmonisiert.

1) Für die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets und der EU zeigt Tabelle 3 von monetären Finanzinstituten gewährte Kredite (Buchkredite plus Wertpapiere) an den privaten Sektor und Kredite an die privaten Haushalte. Für Nicht-EU-Länder weist die Tabelle von Banken ausgereichte Kredite an den privaten Sektor und an die privaten Haushalte aus (d. h. ohne Nichtbank-Finanzinstitute, da die Datenverfügbarkeit eingeschränkt ist).

2) Bezieht sich auf die gesamten Verbindlichkeiten der privaten Haushalte in % des BIP im Jahr 2005.

3) Die Angaben für Litauen, Slowenien und die Slowakei stammen aus 2004.

schränkung gilt auch für die Interpretation der Wachstumsraten von Krediten an die privaten Haushalte (Tabelle 3, rechte Spalte).

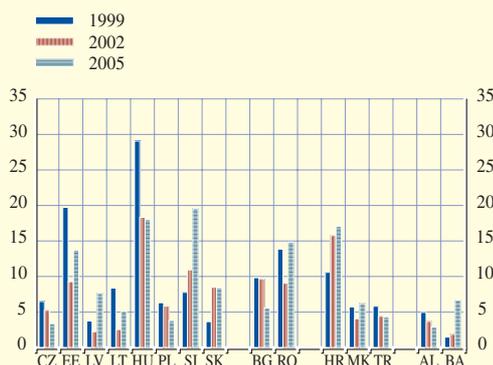
Doch auch Länder mit einem hinsichtlich der Finanzintermediation relativ hohen Ausgangsniveau verzeichneten ein starkes reales Kreditwachstum. In Kroatien beispielsweise beliefen sich im Jahr 2003 die Zuwachsraten für Kredite an den privaten Sektor in realer Rechnung auf annähernd 30 %, was die Behörden dazu veranlasste, eine Reihe von Maßnahmen zur Eindämmung dieser Entwicklung zu ergreifen.

In vielen Ländern enthält die Vermögensstruktur des Bankensektors nach wie vor beträcht-

liche Wertpapierpositionen, wie Schatzwechsel und andere liquide Bestände. So gesehen stellt die rasche Expansion von Ausleihungen an den privaten Sektor teilweise einen Trend zu dem traditionelleren Kreditgeschäft des Bankensektors dar. In einigen Fällen wurde das Kreditwachstum jedoch nicht über eine Verringerung sonstiger Aktiva finanziert, sondern über eine zunehmend negative Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland. So griffen Banken in der Region zur Finanzierung der Kreditexpansion in großem Umfang auf – häufig von ihren Mutterbanken bereitgestellte – Mittel aus dem Ausland zurück.

Abbildung 3 Internationale Forderungen von Banken aus dem Euro-Währungsgebiet gegenüber den Bankensektoren Mittel-, Ost- und Südosteuropas

(in % der gesamten Verbindlichkeiten des jeweiligen Bankensektors)



Quellen: BIZ, IWF und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Für Serbien und Montenegro sind keine Daten verfügbar.

Wie aus Abbildung 3 über die Kreditvergabe von Banken aus dem Euro-Währungsgebiet an Banken in Mittel-, Ost- und Südosteuropa hervorgeht, ist die Bedeutung dieser Finanzierungsquelle in einer Reihe von Ländern gestiegen. Da Banken dazu verpflichtet sind, ihre offene Nettofremdwährungsposition innerhalb bestimmter Grenzen zu halten, werden einem Anstieg der Auslandsverbindlichkeiten einer Bank üblicherweise inländische Kredite in Fremdwährung gegenübergestellt. Dies erklärt zum Teil den relativ hohen Anteil an Fremdwährungskrediten in der Region (siehe Tabelle 4). In der Hälfte der Länder Mittel-, Ost- und Südosteuropas machen Fremdwährungskredite über 50 Prozent aller Kredite an die privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aus. Zu diesem Phänomen

Tabelle 4 Aufschlüsselung der inländischen Bankkredite an den privaten Sektor nach Kreditnehmer, Währung und Laufzeit

(Jahresende 2005)

	Inländische Bankkredite an den privaten Sektor in % des BIP ¹⁾	Inländische Bankkredite an den privaten Sektor nach Kreditnehmern			Fremdwährungskredite in % der gesamten Kredite an die privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften	Kurzfristige Kredite in % der gesamten Kredite an die privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften
		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Private Haushalte	Sonstige Finanzinstitute		
EU-Mitgliedstaaten						
Tschechische Republik	37	51	40	9	10	26
Estland	72	42	41	17	79	9
Lettland	69	49	40	11	70	13
Litauen	41	55	32	13	65	16
Ungarn	49	52	35	13	46	25
Polen	29	44	51	4	26	28
Slowenien	56	67	28	5	56	29
Slowakei	35	54	36	11	23	30
Beitretende Staaten						
Bulgarien	45	50	29	21	47	23
Rumänien	12	62	32	6	58	36
Kandidatenländer						
Kroatien	62	40	57	3	76 ²⁾	20
Ehemalige jugoslawische Republik Mazedonien	27	63	29	8	25	45
Türkei	28	k.A.	k.A.	0	31	50
Potenzielle Kandidatenländer						
Albanien	15	68	32	1	74	28
Bosnien-Herzegowina	47	48	51	1	69 ²⁾	24
Serbien	28	69	30	0	14	45
Nachrichtlich:						
Euro-Währungsgebiet	104	41	51	8	3	18

Quellen: EZB (für die Mitgliedsländer des Euro-Währungsgebiets und der EU), IWF und nationale Quellen (für die Nicht-EU-Länder).
Anmerkung: Die Daten für Nicht-EU-Länder sind nicht harmonisiert.

- 1) Bezieht sich auf Kredite an private nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte, sonstige Finanzinstitute und private Organisationen ohne Erwerbszweck. Nicht miteinbezogen ist die Kreditaufnahme des Staates einschließlich öffentlicher Unternehmen.
- 2) Einschließlich Kredite in lokaler Währung, deren Zins- und Tilgungszahlungen fremdwährungsindexiert sind.

könnte die steigende Präsenz ausländischer Banken in der Region beigetragen haben.

In Tabelle 4 sind die Angaben für inländische Bankkredite an den privaten Sektor aufgeschlüsselt in nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und sonstige Finanzinstitute. Von den gesamten Krediten an den privaten Sektor entfällt nur ein relativ kleiner Anteil auf die privaten Haushalte; daran zeigen sich die Auswirkungen des Transformations- und Aufholprozesses sowie der nach wie vor nicht allzu hohe Entwicklungsstand bei manchen Kreditformen, wie etwa Hypothekarkrediten. So lässt sich zum Teil erklären, wie der weiterhin hohe Anteil kurzfristiger Kredite an der gesamten Kreditaufnahme privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zustande kommt.

5 IMPLIKATIONEN FÜR DIE GESAMTWIRTSCHAFTLICHE UND FINANZIELLE STABILITÄT

Die Erfahrung früherer Phasen mit rascher Finanzmarktentwicklung in reifen wie auch aufstrebenden Marktwirtschaften zeigt, dass sich eine Reihe von Implikationen für die gesamtwirtschaftliche und finanzielle Stabilität ergibt. Was zunächst die makroökonomischen Auswirkungen angeht, so korreliert die Ausweitung der Kreditvergabe in der Regel positiv mit dem Wirtschaftswachstum. Ein breiter Konsens in der Fachliteratur weist darauf hin, dass die Entwicklung des Finanzsektors mit dem Wirtschaftswachstum insofern zusammenhängt, als sie die Kapitalbildung fördert bzw. einen schnelleren Produktivitätsanstieg ermöglicht. In den Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas ging die Finanzentwicklung tatsächlich mit einem kräftigen Produktionszuwachs einher.

Zwar steht die Entwicklung des Finanzsektors im Allgemeinen in einer positiven Relation zum Wachstum, doch legen die Erfahrungen der Vergangenheit sowie wissenschaftliche Forschungsergebnisse auch nahe, dass Phasen mit einem kräftigen Kreditwachstum bisweilen erhebliche gesamtwirtschaftliche Risiken mit

sich bringen. Diese Risiken beziehen sich insbesondere auf eine Überhitzung der Konjunktur und – verbunden damit – eine Verschlechterung der Leistungsbilanz. Zu einer Überhitzung kommt es gewöhnlich aufgrund eines sprunghaften Anstiegs der Inlandsnachfrage, des Konsums und der Investitionen, der nicht von einer ähnlich stark ausgeprägten Reaktion auf der Angebotsseite begleitet wird und daher zu Inflationsdruck führt. Zunehmende Leistungsbilanzungleichgewichte können durch eine gestiegene Importnachfrage und einen inflationsbedingten Wettbewerbsverlust verursacht werden. Bei einem gleichzeitigen Anstieg der Auslandsverschuldung kann dies die Wirtschaft anfällig für eine abrupte Unterbrechung der Kapitalzuflüsse („sudden stop“) und Zahlungsbilanzkrisen machen.

Neben ihrem Einfluss auf gesamtwirtschaftliche Entwicklungen kann eine rasche Kreditexpansion erhebliche Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems haben.⁷ Vielen Banken Krisen – vor allem in aufstrebenden Volkswirtschaften – ging ein rasches oder übermäßiges Kreditwachstum voraus.⁸ Zur Erklärung des Zusammenhangs zwischen starker Kreditausweitung und einer erhöhten Anfälligkeit für Turbulenzen im Bankensektor gibt es mehrere Theorien. Einem weit verbreiteten Ansatz zufolge ist diese Beziehung der Prozyklizität des Kreditvergabeverhaltens der Banken zuzuschreiben. In den expansiven Phasen des Konjunkturzyklus werden die Risiken möglicherweise unterschätzt, was zu einer Lockerung der Kreditstandards und einer geringeren durchschnittlichen Bonität der Kreditnehmer führen würde. Bei Einsetzen des nächsten Konjunkturabschwungs kann dies wiederum höhere Kreditausfälle nach sich ziehen. Auch durch den

7 Empirische Untersuchungen haben ergeben, dass ein hohes Kreditwachstum einer der wichtigsten Indikatoren für makroökonomische und finanzielle Turbulenzen ist. Siehe IWF, *Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?*, World Economic Outlook, April 2004.

8 Siehe zum Beispiel G. Kaminsky und C. Reinhart, *Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, American Economic Review, Bd. 89(3), S. 473–500, 1999, und D. Ottens, E. Lambregts und S. Poelhelke, *Credit Booms in Emerging Market Economies: A Recipe for Banking Crises*, Working Paper Nr. 46 der De Nederlandsche Bank, 2005.

Mechanismus des „finanziellen Akzelerators“ kann es zu einer Unterschätzung der Risiken kommen.⁹ Dabei würden aufgrund allzu optimistischer Erwartungen bezüglich künftiger Renditen, ausgelöst beispielsweise durch einen positiven Produktivitätsschock, die Vermögenswerte und damit das Reinvermögen von Unternehmen überbewertet, was sich in stärkerer Investitionstätigkeit und Kreditnachfrage sowie einem weiteren Anstieg der Vermögenspreise niederschlagen würde. Eine negative Veränderung der Erwartungen würde dann unter Umständen den entgegengesetzten Prozess – geprägt von sinkenden Vermögenspreisen und Kreditverknappung – in Gang setzen. Hierdurch könnten die Tilgungsschwierigkeiten der Kreditnehmer erheblich zunehmen und die Banken letztlich höhere Kreditausfälle erleiden. Ein weiterer Faktor, der eine Lockerung der Kreditvergabepolitik mit sich bringen kann, ist der hohe Wettbewerb unter den Banken, die bestrebt sind, ihren Marktanteil an expandierenden Märkten zu stabilisieren.

Angesichts der spezifischen Merkmale des Transformationsprozesses lässt sich nur schwer feststellen, ob eine derart schnelle Vertiefung des Finanzsektors lediglich ein Anzeichen für einen Aufholprozess auf ein wesentlich höheres Gleichgewichtsniveau der am BIP gemessenen Kreditquote ist, oder ob sie auch Anlass zu Besorgnis über die gesamtwirtschaftliche und finanzielle Stabilität gibt. Diese Entwicklungen müssen daher, wie nachstehend dargelegt, genau weiterverfolgt werden.¹⁰

Kreditbooms können zwar die Wahrscheinlichkeit von Krisen im Bankgewerbe erhöhen, ein rasches Kreditwachstum gefährdet aber nicht zwangsläufig die Stabilität des Finanzsektors. Empirische Studien belegen, dass auf Zeiten mit schneller Kreditexpansion häufig keine Bankenkrise folgte.¹¹ Angesichts dieser Tatsache und des positiven Einflusses, den die Vertiefung des Finanzsektors auf das Wirtschaftswachstum ausübt, stehen die politischen Entscheidungsträger vor einem großen Dilemma. Da es im Vorfeld nur schwer möglich ist, Episoden mit rascher Kreditausweitung als vorteil-

haft oder schädlich einzustufen, bleibt die genaue Beobachtung der Kreditentwicklung im Hinblick auf die Finanzstabilität eine der wichtigsten Aufgaben der Politik.

In Phasen raschen Kreditwachstums können vor allem die Kapazitäten der Banken für die Bonitätsbeurteilung und das Risikomanagement überbeansprucht werden, was in Kombination mit zu optimistischen Zukunftserwartungen zu Fehlentscheidungen bei der Kreditvergabe führen kann. Da es in den Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas keine langen Kredithistorien der Kreditnehmer gibt, stehen die Banken dort wahrscheinlich vor einer umso größeren Herausforderung. Besonders ausgeprägt dürfte das Problem bei relativ neuen und ehemals unterentwickelten Marktsegmenten (z. B. privaten Haushalten, kleinen und mittleren Unternehmen) sein. Hier könnten sich einige Standardindikatoren für die Qualität von Vermögenswerten, wie etwa der Anteil notleidender Kredite an den Gesamtkrediten, als relativ aussageschwach erweisen, da Zahlungsrückstände bei (in Zeiten schnellen Kreditwachstums zahlreichen) Neukrediten unmittelbar nach deren Vergabe unwahrscheinlich sind. In einem Umfeld, das vermehrt durch variable Verzinsung von Hypothekarkrediten und anderen langfristigen Ausleihungen gekennzeichnet ist, kann

9 Inwieweit anfängliche Schocks durch Kreditmarktunvollkommenheiten verstärkt werden können, wurde in B. Bernanke und M. Gertler, *Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations*, *American Economic Review*, Bd. 79(1), S. 14-31, 1989, untersucht. Siehe auch N. Kiyotaki und J. Moore, *Credit Cycles*, *Journal of Political Economy*, Bd. 105(2), S. 211-248, 1997, sowie B. Bernanke, M. Gertler und S. Gilchrist, *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*, Working Paper Nr. 125 der BIZ, 1998.

10 Zu den stabilitätsrelevanten Implikationen eines raschen Kreditwachstums in der Region siehe EZB, *Financial Stability Review*, Kasten 3, *Credit developments in the new non-euro area EU Member States*, Dezember 2005; L. Papademos, *Financial structures, credit growth and house prices in the new EU Member States: Policy challenges on the road to the euro*, Redebeitrag auf einer Konferenz der Latvijas Banka, Riga, 19. September 2005, siehe Website der EZB (www.ecb.int); und *Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries*, Occasional Paper Nr. 48 der EZB, Juli 2006.

11 Siehe beispielsweise A. Tornell und F. Westermann, *Boom-Bust Cycles: Facts and Explanation*, Staff Papers des IWF, 49 (Sonderausgabe), S. 111-155, 2002.



sich das Zinsrisiko möglicherweise auf die Qualität des Kreditportfolios auswirken.

Darüber hinaus spielen auch Fremdwährungskredite eine wichtige Rolle für die Finanzstabilität. Die Banken sind grundsätzlich dazu verpflichtet, ihre offenen Devisenpositionen per saldo annähernd auszugleichen, um so potenzielle Währungsinkongruenzen zu vermeiden. Endkreditnehmer haben jedoch in der Regel weder Zugang zu Sicherungsinstrumenten, da diese häufig nicht verfügbar oder zu teuer sind, noch besitzen sie natürliche Absicherungen wie beispielsweise Deviseneinnahmen. Infolgedessen können Währungsinkongruenzen zwar auftreten, sie werden aber nicht von Banken, sondern vom realwirtschaftlichen Sektor getragen. Den Banken kann ein Kreditrisiko erwachsen, wenn Kreditnehmer aufgrund von Wechselkursänderungen ihre Schulden nicht mehr ordnungsgemäß bedienen können. Tatsächlich scheinen Kreditnehmer in vielen Ländern das Risiko von Wechselkursänderungen ihrer heimischen Währung gegenüber der Währung des Landes, in dem der Kredit gewährt wurde, zu unterschätzen.¹² In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass in allen Ländern der Region unabhängig vom jeweiligen Währungssystem bis zur Einführung des Euro ein Wechselkursrisiko gegenüber der Gemeinschaftswährung besteht.

Ungeachtet dieser potenziellen Implikationen für die Finanzstabilität ist zu betonen, dass der Bankensektor in den Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas für gewöhnlich gut kapitalisiert und – wie Tabelle 2 zeigt – profitabel ist. Wenn gleich sich der Abstand zwischen Soll- und Habenzinsen in den letzten Jahren verringert hat, ist das Bankgeschäft in diesen Ländern insgesamt nach wie vor gewinnträchtiger als an den weiter entwickelten Märkten wie dem Euroraum, was das Interesse ausländischer Banken an dieser Region erklärt. Die Präsenz von Banken in ausländischem Besitz bedeutet auch, dass die neuesten Techniken und Verfahren der Risikobeurteilung in der gesamten Region verbreitet werden. Zudem verringern sich die potenziellen Risiken für die Finanzstabilität ange-

sichts der Tatsache, dass das Kreditwachstum zum Teil auf eine Zunahme von – besicherten – Hypothekarkrediten zurückzuführen ist. Gleichzeitig bietet der Wettbewerb an den – nach wie vor verhältnismäßig profitablen und den Erwartungen zufolge auch künftig kräftig wachsenden – Bankenmärkten einen Anreiz für die Bankmanager vor Ort, ihr Kreditgeschäft rasch auszuweiten. Aufgrund der hohen Präsenz von ausländischen Banken sollte einer effektiven Koordination zwischen den Aufsichtsinstanzen des Heimat- und des Gastlandes hohe Priorität eingeräumt werden. Insbesondere sind Aufsichtsbehörden häufig mit der Situation konfrontiert, dass die in der Region getätigten Bankgeschäfte einer bestimmten in ausländischem Besitz befindlichen Bankengruppe nur einen relativ geringen Anteil an den gesamten Aktiva dieser Bankengruppe ausmachen, während sie für das Gastland zugleich von systemischer Bedeutung sind.

Die Finanzsektoren aller Länder der Region unterliegen außerdem bis zu einem gewissen Grad der Beobachtung im Rahmen des vom Internationalen Währungsfonds und der Weltbank betriebenen Programms zur Bewertung des Finanzsektors (Financial Sector Assessment Program – FSAP). Das FSAP bietet nicht nur einen Rahmen, um die Robustheit der Finanzmärkte unter verschiedenen Bedingungen anhand von Stresstests zu prüfen, sondern liefert darüber hinaus eine Agenda für Verbesserungen des institutionellen und regulatorischen Handlungsrahmens.

Die jüngsten von einem raschen Kreditwachstum geprägten Phasen haben auch die Politik zu einer Reaktion veranlasst. In einer Reihe von Ländern der Region haben die Behörden die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen verschärft und weitere politische Maßnahmen zur Eindämmung des Kreditwachstums ergriffen; hierzu zählen unter anderem die Erhöhung der Mindestreservepflicht und die Einführung von Limits für die Kreditvergabe der Banken (bzw.

¹² Zwar lauten Fremdwährungskredite überwiegend auf Euro, doch nimmt der Anteil anderer Währungen (z. B. des Schweizer Franken) kontinuierlich zu.

die Anhebung der Zinssätze). Eine eingehende Erörterung dieser Maßnahmen würde den Rahmen dieses Artikels sprengen, doch ist tendenziell festzustellen, dass viele der Maßnahmen im Zeitverlauf umgangen werden, entweder durch direkte Kreditaufnahme im Ausland oder durch verstärkte Aktivitäten von Nichtbank-Finanzinstituten. Angesichts der letztgenannten Tatsache sind die Bestrebungen der Politik zur Verbesserung der Aufsicht über die nicht dem Bankensektor angehörenden Finanzinstitute besonders wichtig, um eine mögliche Lockerung der Aufsichtsstandards durch vermehrte Inanspruchnahme dieser nicht so stark regulierten Finanzinstitute zu vermeiden.

6 ZUSAMMENFASSUNG

In den letzten Jahren hat sich die Entwicklung der Finanzsektoren in den mittel-, ost- und südosteuropäischen Ländern deutlich beschleunigt, was in erster Linie dem beim Übergang von planwirtschaftlichen zu marktwirtschaftlichen Systemen erzielten Fortschritt zuzuschreiben ist. Zum raschen Ausbau der Finanzsektoren in dieser Zeit können darüber hinaus auch die Makropolitik, die Finanzmarktpolitik und konjunkturelle Faktoren beigetragen haben. Die jüngsten Entwicklungen in diesen Sektoren sind jedoch auch vor dem Hintergrund des bei vielen Kreditarten (wie Hypothekarkrediten) niedrigen Ausgangsniveaus zu sehen. Ungeachtet des jüngsten Wachstums sind die Finanzsektoren der Region im Vergleich zu denen des Euroraums nach wie vor relativ klein.

Der in einer Reihe dieser Länder beobachtete rasche Anstieg der Kreditvergabe an den privaten Sektor könnte sowohl die Makro- als auch die Finanzstabilität gefährden. Gesamtwirtschaftliche Risiken ergeben sich insbesondere aus einer möglichen Überhitzung der Konjunktur und einer damit verbundenen Verschlechterung der Leistungsbilanz. Hinsichtlich der Risiken für die Finanzstabilität kann das Tempo des Kreditwachstums eine Belastung für die bankseitigen Kapazitäten der Risikobeurteilung und des Risikomanagements darstellen, was in

Kombination mit allzu großem Optimismus über die Zukunftsperspektiven zu Fehlentscheidungen bei der Kreditvergabe führen kann. Im Fall relativ neuer, aber schnell expandierender Marktsegmente – ausgehend zum Beispiel von privaten Haushalten sowie kleinen und mittleren Unternehmen – könnte sich das Problem als besonders schwerwiegend herausstellen. Des Weiteren können auch Fremdwährungskredite die Finanzstabilität stark beeinflussen. Gleichzeitig ist jedoch zu betonen, dass die Bankensektoren der Region generell gut kapitalisiert und profitabel sind und dass die Präsenz von ausländischen Banken zur Verbreitung der neuesten Techniken und Verfahren der Risikoeinschätzung in der gesamten Region beiträgt. Zusammenfassend sollte das Geschehen an den Finanzmärkten und das Kreditwachstum in den Ländern Mittel-, Ost- und Südosteuropas weiterhin genau beobachtet werden. Gleichzeitig kann aber auch davon ausgegangen werden, dass die Entwicklung der Finanzsysteme in diesen Ländern produktivere Investitionen anregt und das Wirtschaftswachstum fördert.

STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS



INHALT¹

ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Übersicht über volkswirtschaftliche Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet

S5

I MONETÄRE STATISTIK

1.1 Konsolidierter Ausweis des Eurosystems

S6

1.2 Schlüsselzinssätze der EZB

S7

1.3 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren)

S8

1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik

S9

2 MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

2.1 Aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet

S10

2.2 Konsolidierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet

S11

2.3 Monetäre Statistik

S12

2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung

S14

2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung

S17

2.6 Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung

S20

2.7 Neubewertung ausgewählter Bilanzpositionen der MFIs

S21

2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen

S22

2.9 Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet

S24

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

S25

3 FINANZKONTEN UND NICHTFINANZIELLE KONTEN

3.1 Wichtige Forderungen der nichtfinanziellen Sektoren

S26

3.2 Wichtige Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren

S27

3.3 Wichtige Forderungen und Verbindlichkeiten von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

S28

3.4 Jährliche Ersparnis, Investitionen und Finanzierung

S29

4 FINANZMÄRKTE

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

S30

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

S31

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

S33

4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet

S35

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

S37

4.6 Geldmarktsätze

S39

4.7 Renditen von Staatsanleihen

S40

4.8 Börsenindizes

S41

5 PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

S42

5.2 Produktion und Nachfrage

S45

5.3 Arbeitsmärkte

S49

¹ Weitere Informationen sind unter statistics@ecb.int erhältlich. Detailliertere und längere Zeiträume finden sich im statistischen Data Warehouse im Abschnitt „Statistics“ auf der Website der EZB (<http://sdw.ecb.int>).

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

In den Tabellen verwendete Abkürzungen und Zeichen

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



ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

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

1. Monetäre Entwicklung und Zinssätze

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1),2)}	Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3 ^{1),2)}	Kredite der MFIs an Ansässige im Euro-Währungs- gebiet (ohne MFIs und öffent- liche Haushalte) ¹⁾	Von nicht- finanziellen und nichtmonetären finanziellen Kapi- talgesellschaften begebene Wert- papiere ohne Aktien in Euro ¹⁾	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
2004	10,0	6,3	5,9	-	6,1	10,0	2,11	4,14
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,7	2,18	3,44
2005 Q4	10,9	8,5	7,8	-	9,0	14,8	2,34	3,42
2006 Q1	10,3	8,6	7,8	-	10,1	16,3	2,61	3,56
2006 Q2	9,9	9,2	8,7	-	11,2	16,2	2,90	4,05
2006 Q3	7,6	8,4	8,2	-	11,2	.	3,22	3,97
2006 Mai	10,2	9,1	8,8	8,6	11,4	16,4	2,89	4,06
2006 Juni	9,3	9,1	8,5	8,3	11,0	15,2	2,99	4,07
2006 Juli	7,4	8,2	7,8	8,1	11,1	15,9	3,10	4,10
2006 Aug.	7,2	8,4	8,2	8,2	11,3	15,9	3,23	3,97
2006 Sept.	7,1	8,4	8,5	.	11,4	.	3,34	3,84
2006 Okt.	.	.	.	.	.	.	3,50	3,88

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
2004	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0	81,5	0,7	8,9
2005	2,2	4,1	2,2	1,4	1,2	81,2	0,8	8,6
2005 Q4	2,3	4,4	2,0	1,8	2,1	81,5	0,7	8,4
2006 Q1	2,3	5,2	2,2	2,2	3,4	82,2	1,0	8,1
2006 Q2	2,5	5,8	2,4	2,7	3,8	83,0	1,2	7,9
2006 Q3	2,1	.	.	.	.	83,8	.	.
2006 Mai	2,5	6,0	-	-	5,2	-	-	7,9
2006 Juni	2,5	5,8	-	-	4,5	-	-	7,9
2006 Juli	2,4	6,0	-	-	3,0	83,6	-	7,8
2006 Aug.	2,3	5,7	-	-	5,4	-	-	7,9
2006 Sept.	1,7	.	-	-	.	.	-	.
2006 Okt.	1,6	.	-	-	.	83,9	-	.

3. Zahlungsbilanz, Währungsreserven und Wechselkurse

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €)

	Zahlungsbilanz (Nettotransaktionen)				Währungsreserven (Stand am Ende des Berichts- zeitraums)	Effektiver Wechselkurs des Euro: EWK-23 ³⁾ (Index, 1999 Q1 = 100)		EUR/USD- Wechselkurs
	Leistungsbilanz- und Vermögens- übertragungen	Warenhandel	Direkt- investitionen	Wertpapier- anlagen		Nominal	Real (VPI)	
2004	67,3	105,3	-41,2	60,3	280,7	103,8	105,9	1,2439
2005	-10,6	54,1	-156,3	155,4	320,3	103,0	105,2	1,2441
2005 Q4	-8,1	4,9	-20,2	-49,1	320,3	100,9	103,1	1,1884
2006 Q1	-10,8	-2,8	-31,5	22,9	327,1	101,2	103,5	1,2023
2006 Q2	-6,6	6,3	-12,1	98,9	323,8	103,5	105,8	1,2582
2006 Q3	.	.	.	.	325,0	104,3	106,6	1,2743
2006 Mai	-10,7	0,6	-4,6	44,4	333,2	103,8	106,1	1,2770
2006 Juni	11,4	5,2	-15,9	60,5	323,8	103,9	106,2	1,2650
2006 Juli	3,2	5,6	-9,4	1,0	330,1	104,3	106,6	1,2684
2006 Aug.	-2,8	-3,8	-2,8	-15,5	326,4	104,4	106,7	1,2811
2006 Sept.	.	.	.	.	325,0	104,2	106,5	1,2727
2006 Okt.	.	.	.	.	.	103,7	105,9	1,2611

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

	6. Oktober 2006	13. Oktober 2006	20. Oktober 2006	27. Oktober 2006
Gold und Goldforderungen	175 333	175 318	175 206	175 141
Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	142 991	141 593	142 008	142 403
Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	24 393	23 765	22 958	22 094
Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	10 482	9 925	10 793	10 232
Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	432 008	428 005	438 503	434 045
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	311 999	308 002	318 500	314 000
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	120 001	120 001	120 001	120 002
Feinsteuersoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Spitzenrefinanzierungsfazilität	8	2	0	43
Forderungen aus Margenausgleich	0	0	2	0
Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	9 379	9 059	8 907	10 083
Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	81 590	81 391	80 953	80 856
Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte	40 021	40 022	40 022	40 022
Sonstige Aktiva	198 406	201 088	201 931	203 860
Aktiva insgesamt	1 114 603	1 110 166	1 121 281	1 118 736

2. Passiva

	6. Oktober 2006	13. Oktober 2006	20. Oktober 2006	27. Oktober 2006
Banknotenumlauf	592 940	592 914	591 005	591 960
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	165 847	165 993	168 199	165 545
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	165 788	165 958	168 188	165 437
Einlagefazilität	59	35	10	42
Termineinlagen	0	0	0	0
Feinsteuersoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	0	0	1	66
Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	122	122	121	121
Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen	0	0	0	0
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	68 549	65 026	75 338	73 924
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	15 948	16 082	15 921	16 104
Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	196	97	99	112
Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	8 270	6 843	7 142	6 658
Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte	5 701	5 701	5 701	5 701
Sonstige Passiva	68 735	69 092	69 458	70 313
Ausgleichsposten aus Neubewertung	123 721	123 721	123 721	123 721
Kapital und Rücklagen	64 574	64 575	64 576	64 577
Passiva insgesamt	1 114 603	1 110 166	1 121 281	1 118 736

Quelle: EZB.

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

	Mit Wirkung vom ¹⁾		Einlagefazilität		Hauptrefinanzierungsgeschäfte			Spitzenrefinanzierungsfazilität		
					Mengentender Festzinssatz	Zinstender		Veränderung	Stand	Veränderung
						Stand	Mindest- bietungssatz				Stand
	1	2	3	4	5	6	7			
1999	1. Jan.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-		
	4. ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25		
	22.	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25		
	9. April	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00		
	5. Nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50		
2000	4. Febr.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25		
	17. März	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25		
	28. April	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25		
	9. Juni	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50		
	28. ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...		
	1. Sept.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25		
	6. Okt.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25		
2001	11. Mai	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25		
	31. Aug.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25		
	18. Sept.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50		
	9. Nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50		
2002	6. Dez.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50		
2003	7. März	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25		
	6. Juni	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50		
2005	6. Dez.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25		
2006	8. März	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25		
	15. Juni	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25		
	9. Aug.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25		
	11. Okt.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25		

Quelle: EZB.

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

1.3 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren) ^{1), 2)} (in Mio €; Zinssätze in % p.a.)

1. Hauptrefinanzierungsgeschäfte und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte ³⁾

Abwicklungstag	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Zinstender			Laufzeit (Tage)	
				Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungssatz ⁴⁾	Gewichteter Durchschnittssatz		
1	2	3	4	5	6	7		
Hauptrefinanzierungsgeschäfte								
2006	5. Juli	376 624	381	326 000	2,75	2,78	2,81	7
	12.	367 223	377	321 500	2,75	2,81	2,82	7
	19.	388 712	399	335 000	2,75	2,81	2,82	6
	25.	359 208	335	338 000	2,75	2,81	2,82	8
	2. Aug.	357 627	364	324 000	2,75	2,76	2,79	7
	9.	359 131	353	318 000	3,00	3,05	3,06	6
	15.	367 386	349	311 000	3,00	3,05	3,06	8
	23.	376 014	388	317 500	3,00	3,05	3,06	7
	30.	323 482	343	310 500	3,00	3,00	3,02	7
	6. Sept.	350 124	346	307 000	3,00	3,04	3,05	7
	13.	356 118	369	300 500	3,00	3,04	3,04	7
	20.	346 764	394	311 000	3,00	3,03	3,04	7
	27.	313 570	354	313 000	3,00	3,00	3,03	6
	3. Okt.	342 164	342	312 000	3,00	3,02	3,04	8
	11.	367 380	378	308 000	3,25	3,29	3,30	7
	18.	378 950	398	318 500	3,25	3,29	3,30	7
	25.	378 282	387	314 000	3,25	3,30	3,31	7
	1. Nov.	382 135	366	307 000	3,25	3,31	3,32	7
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte								
2005	1. Dez.	52 369	152	30 000	-	2,40	2,41	84
	22. ⁵⁾	89 877	165	12 500	-	2,45	2,46	98
	23. ⁵⁾	45 003	127	17 500	-	2,44	2,45	97
2006	26. Jan.	69 438	168	40 000	-	2,47	2,48	91
	23. Febr.	63 980	164	40 000	-	2,57	2,57	98
	30. März	56 708	170	40 000	-	2,73	2,75	91
	27. April	63 596	188	40 000	-	2,76	2,78	91
	1. Juni	59 771	161	40 000	-	2,87	2,88	91
	29.	57 185	167	40 000	-	3,00	3,01	91
	27. Juli	54 824	158	40 000	-	3,08	3,09	91
	31. Aug.	51 079	148	40 000	-	3,20	3,21	91
	28. Sept.	49 801	136	40 000	-	3,30	3,32	84
	26. Okt.	62 854	159	40 000	-	3,48	3,50	98

2. Sonstige Tendergeschäfte

Abwicklungstag	Art des Geschäfts	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Mengentender	Zinstender			Laufzeit (Tage)	
					Festzinssatz	Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungs- satz ⁴⁾	Gewichteter Durch- schnittssatz		
1	2	3	4	5	6	7	8	9		
2005	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
	5. Dez.	Hereinnahme von Termineinlagen	21 240	18	7 500	2,00	-	-	-	1
2006	17. Jan.	Befristete Transaktion	24 900	28	7 000	-	2,25	2,27	2,28	1
	7. Febr.	Befristete Transaktion	28 260	28	6 500	-	2,25	2,31	2,32	1
	7. März	Hereinnahme von Termineinlagen	2 600	3	2 600	2,25	-	-	-	1
	11. April	Befristete Transaktion	47 545	29	26 000	-	2,50	2,55	2,58	1
	9. Mai	Hereinnahme von Termineinlagen	15 810	16	11 500	2,50	-	-	-	1
	14. Juni	Hereinnahme von Termineinlagen	4 910	8	4 910	2,50	-	-	-	1
	11. Juli	Hereinnahme von Termineinlagen	9 000	9	8 500	2,75	-	-	-	1
	8. Aug.	Hereinnahme von Termineinlagen	19 860	21	18 000	2,75	-	-	-	1
	5. Sept.	Hereinnahme von Termineinlagen	13 635	17	11 500	3,00	-	-	-	1
	10. Okt.	Befristete Transaktion	36 120	26	9 500	-	3,00	3,05	3,06	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.
- Es wurde ein außerordentliches Geschäft in Form eines längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts (LRG) durchgeführt, da die EZB wegen eines fehlerhaften Gebots beim LRG am Vortag nicht das beabsichtigte Volumen zuteilen konnte.

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	
2004	12 415,9	6 593,7	458,1	1 565,2	913,7	2 885,3	
2005	14 040,7	7 409,5	499,2	1 753,5	1 174,9	3 203,6	
2006 Q1	14 500,2	7 604,7	550,2	1 825,1	1 241,5	3 278,8	
2006 April	14 649,5	7 740,4	563,8	1 833,0	1 231,5	3 280,7	
Mai	14 769,0	7 765,7	583,5	1 843,6	1 264,4	3 311,7	
Juni	14 712,2	7 764,5	550,9	1 877,1	1 174,4	3 345,3	
Juli	14 797,1	7 787,3	553,4	1 891,9	1 192,2	3 372,4	
Aug.	14 850,7	7 760,2	576,3	1 906,6	1 234,7	3 372,8	

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
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006 Q1	157,7	158,3	0,6	0,0	2,31
Q2	162,6	163,3	0,7	0,0	2,57
2006 11. Juli	165,6	166,3	0,8	0,0	2,81
8. Aug.	166,5	167,1	0,6	0,0	2,80
5. Sept.	165,8	166,4	0,6	0,0	3,04
10. Okt.	166,3	167,0	0,7	0,0	3,03
7. Nov.	166,2				

3. Liquidität

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode:	Liquiditätszuführende Faktoren					Liquiditätsabschöpfende Faktoren					Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Basisgeld
	Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems					Banknoten-umlauf	Einlagen von Zentralstaaten beim Eurosystem	Sonstige Faktoren (netto)				
	Nettoaktiva des Eurosystems in Gold und Devisen	Hauptrefinanzierungsgeschäfte	Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	Spitzenrefinanzierungsfazilität	Sonstige liquiditätszuführende Faktoren				Einlagefazilität	Sonstige liquiditätsabschöpfende Faktoren		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006 Q1	324,7	299,3	104,7	0,1	0,0	0,2	0,1	550,8	53,3	-34,0	158,3	709,2
Q2	336,9	287,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,1	572,0	45,5	-37,0	163,3	735,4
2006 11. Juli	334,3	316,5	120,0	0,2	0,0	0,6	0,3	578,8	67,0	-42,1	166,3	745,7
8. Aug.	327,6	329,7	120,0	0,2	0,0	0,1	0,6	588,2	73,0	-51,5	167,1	755,4
5. Sept.	327,3	314,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,4	588,7	61,4	-55,6	166,4	755,2
10. Okt.	326,7	308,7	120,0	0,1	0,3	0,2	0,0	588,5	59,1	-59,1	167,0	755,7

Quelle: EZB.

1) Stand am Ende des Berichtszeitraums.



MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

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

1. Aktiva

	Insgesamt	Kredite an Ansässige im Euro-Währungsgebiet				Wertpapiere ohne Aktien von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet				Geldmarktfondsanteile ¹⁾	Aktien und sonstige Dividendenwerte von sowie Beteiligungen an Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sachanlagen	Sonstige Aktivpositionen
		Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro-Währungsgebiet	MFIs	Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro-Währungsgebiet	MFIs					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosystem														
2004	1 197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	294,1	14,0	173,8
2005	1 404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006 Q1	1 431,3	636,9	20,7	0,6	615,6	188,2	168,0	2,3	18,0	-	15,8	348,9	14,7	226,7
2006 April	1 468,7	661,0	20,7	0,6	639,7	189,9	168,6	2,3	19,0	-	16,8	358,9	14,7	227,4
Mai	1 472,2	662,3	20,7	0,6	641,0	194,0	171,4	2,3	20,3	-	16,4	357,2	14,6	227,6
Juni	1 532,1	731,1	20,3	0,6	710,1	192,8	170,3	2,3	20,2	-	16,4	343,7	14,6	233,5
Juli	1 554,2	741,4	20,3	0,6	720,4	197,9	173,6	2,1	22,1	-	16,4	352,6	14,8	231,2
Aug.	1 529,5	709,0	20,3	0,6	688,0	204,4	179,0	2,2	23,3	-	16,4	348,9	14,8	236,0
Sept. ^(p)	1 521,8	694,5	20,3	0,6	673,5	206,5	180,0	2,2	24,3	-	16,5	348,5	14,8	241,1
MFIs ohne Eurosystem														
2004	21 355,4	12 825,3	811,9	7 555,6	4 457,8	3 188,1	1 299,9	465,5	1 422,7	72,6	945,5	2 943,4	159,6	1 220,9
2005	23 653,0	13 684,2	826,9	8 287,4	4 569,9	3 498,6	1 429,4	551,5	1 517,7	83,1	1 007,0	3 671,8	165,7	1 542,6
2006 Q1	24 358,8	14 024,2	816,3	8 551,5	4 656,4	3 584,9	1 440,5	573,5	1 570,9	83,6	1 092,3	3 850,1	166,3	1 557,6
2006 April	24 698,8	14 222,9	816,8	8 644,1	4 762,1	3 596,5	1 434,6	584,7	1 577,2	82,9	1 151,2	3 889,2	166,5	1 589,6
Mai	24 907,2	14 363,8	806,2	8 707,9	4 849,7	3 604,0	1 407,5	593,0	1 603,5	85,4	1 157,0	3 921,9	166,8	1 608,4
Juni	24 722,2	14 324,1	809,3	8 784,3	4 730,5	3 588,2	1 402,8	600,0	1 585,3	86,7	1 104,8	3 872,7	167,9	1 577,8
Juli	24 900,8	14 439,8	806,2	8 859,0	4 774,5	3 601,4	1 385,1	612,8	1 603,6	86,2	1 107,4	3 956,7	168,2	1 541,1
Aug.	24 925,8	14 447,7	800,9	8 874,1	4 772,7	3 583,6	1 361,7	609,5	1 612,4	89,4	1 111,2	3 963,3	168,4	1 562,3
Sept. ^(p)	25 370,1	14 609,1	804,1	8 979,5	4 825,5	3 601,3	1 354,4	618,3	1 628,6	88,1	1 132,0	4 105,8	168,9	1 664,9

2. Passiva

	Insgesamt	Bargeldumlauf	Einlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet				Geldmarktfondsanteile ²⁾	Begebene Schuldverschreibungen ³⁾	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sonstige Passivpositionen
			Zusammen	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte/sonstige Ansässige im Euro-Währungsgebiet	MFIs					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosystem											
2004	1 197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005	1 404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006 Q1	1 431,3	574,7	405,0	45,0	15,0	345,0	-	0,1	214,5	30,3	206,6
2006 April	1 468,7	586,6	425,9	45,8	17,4	362,6	-	0,1	218,3	28,4	209,4
Mai	1 472,2	588,8	427,8	34,8	19,4	373,6	-	0,1	217,2	31,2	207,1
Juni	1 532,1	598,2	487,4	69,3	21,5	396,5	-	0,1	206,2	30,6	209,5
Juli	1 554,2	607,7	490,1	64,7	19,3	406,1	-	0,1	214,0	31,0	211,3
Aug.	1 529,5	603,9	467,6	63,7	15,0	388,9	-	0,1	211,4	31,7	214,8
Sept. ^(p)	1 521,8	607,7	449,2	55,2	16,1	377,8	-	0,1	211,6	33,8	219,5
MFIs ohne Eurosystem											
2004	21 355,4	-	11 487,5	137,7	6 640,9	4 709,0	677,4	3 496,9	1 203,1	2 815,0	1 675,6
2005	23 653,0	-	12 214,6	149,2	7 214,2	4 851,2	698,9	3 858,3	1 310,6	3 518,0	2 052,7
2006 Q1	24 358,8	-	12 419,6	148,1	7 322,0	4 949,5	686,7	3 991,5	1 368,7	3 733,7	2 158,7
2006 April	24 698,8	-	12 615,2	136,8	7 430,4	5 048,0	696,0	4 007,5	1 368,7	3 790,2	2 221,3
Mai	24 907,2	-	12 709,5	132,5	7 455,3	5 121,8	707,0	4 060,7	1 373,8	3 812,0	2 244,2
Juni	24 722,2	-	12 708,6	138,1	7 512,7	5 057,8	703,3	4 060,8	1 376,2	3 701,3	2 171,9
Juli	24 900,8	-	12 751,2	129,6	7 517,6	5 104,0	713,7	4 095,8	1 395,5	3 779,3	2 165,3
Aug.	24 925,8	-	12 723,9	121,1	7 522,0	5 080,8	720,6	4 126,0	1 400,8	3 795,0	2 159,4
Sept. ^(p)	25 370,1	-	12 882,8	147,5	7 615,1	5 120,2	727,6	4 163,8	1 404,0	3 901,4	2 290,6

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 MFls im Euro-Währungsgebiet

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

1. Aktiva

	Insgesamt	Kredite an Nicht-MFls im Euro-Währungsgebiet			Wertpapiere ohne Aktien von Nicht-MFls im Euro-Währungsgebiet			Aktien und sonstige Dividendenwerte von sowie Beteiligungen an sonstigen Nicht-MFls im Euro-Währungsgebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sachanlagen	Sonstige Aktivpositionen
		Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFls im Euro-Währungsgebiet	Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFls im Euro-Währungsgebiet				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Bestände											
2004	15 723,6	8 389,6	833,4	7 556,3	1 907,1	1 439,9	467,2	669,9	3 237,4	173,6	1 345,9
2005	17 892,2	9 135,6	847,5	8 288,1	2 148,5	1 595,0	553,6	708,8	4 008,8	180,4	1 710,0
2006 Q1	18 475,2	9 389,1	837,0	8 552,1	2 184,2	1 608,4	575,8	780,1	4 199,0	181,0	1 741,8
2006 April	18 704,2	9 482,2	837,5	8 644,7	2 190,2	1 603,2	587,0	831,7	4 248,1	181,2	1 770,8
Mai	18 782,6	9 535,4	826,9	8 708,5	2 174,2	1 578,8	595,4	821,6	4 279,1	181,4	1 790,8
Juni	18 738,1	9 614,6	829,6	8 785,0	2 175,5	1 573,1	602,4	782,3	4 216,4	182,5	1 766,8
Juli	18 867,6	9 686,2	826,5	8 859,7	2 173,7	1 558,7	614,9	788,2	4 309,3	183,0	1 727,3
Aug.	18 884,2	9 696,0	821,2	8 874,7	2 152,4	1 540,7	611,7	787,2	4 312,1	183,2	1 753,4
Sept. ^(p)	19 261,1	9 804,6	824,5	8 980,1	2 154,9	1 534,4	620,5	802,2	4 454,3	183,7	1 861,4
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2004	1 269,9	499,7	-6,7	506,4	92,1	58,1	33,9	36,5	437,7	2,7	201,3
2005	1 606,2	711,2	12,8	698,4	152,4	72,8	79,6	48,5	450,5	1,4	242,1
2006 Q1	597,9	240,5	-10,4	250,8	54,4	28,6	25,8	65,0	206,5	-0,2	31,7
2006 April	280,2	98,1	0,7	97,4	12,4	0,2	12,2	52,2	88,6	0,2	28,7
Mai	116,7	57,0	-10,5	67,4	-8,8	-17,6	8,9	-4,8	54,6	0,3	18,5
Juni	-29,9	80,5	2,6	77,9	9,7	1,8	7,9	-37,9	-57,1	1,1	-26,2
Juli	115,6	72,5	-3,8	76,3	-4,9	-16,9	11,9	2,5	84,2	0,3	-38,9
Aug.	22,5	12,4	-5,3	17,7	-23,6	-22,5	-1,1	-3,9	10,8	0,2	26,6
Sept. ^(p)	361,9	114,3	6,0	108,3	-1,5	-9,8	8,3	18,6	123,3	0,5	106,7

2. Passiva

	Insgesamt	Bargeld- umlauf	Einlagen von Zentralstaaten	Einlagen von sonstigen öffentlichen Haushalten/ sonstigen Nicht-MFls im Euro-Wäh- rungsgebiet	Geldmarkt- fonds- anteile ¹⁾	Begebene Schuld- verschrei- bungen ²⁾	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sonstige Passiv- positionen	Überschuss der Inter- MFI-Ver- bindlich- keiten
Bestände										
2004	15 723,6	468,4	162,4	6 655,9	604,9	2 061,7	1 051,6	2 842,2	1 842,9	33,6
2005	17 892,2	532,8	173,6	7 228,8	615,8	2 322,6	1 200,6	3 545,6	2 258,9	13,6
2006 Q1	18 475,2	532,3	193,1	7 337,0	603,1	2 402,7	1 255,2	3 764,0	2 365,3	22,5
2006 April	18 704,2	540,3	182,6	7 447,8	613,1	2 411,4	1 250,7	3 818,6	2 430,7	8,9
Mai	18 782,6	543,6	167,2	7 474,7	621,6	2 437,0	1 239,3	3 843,2	2 451,3	4,7
Juni	18 738,1	553,7	207,4	7 534,2	616,7	2 455,4	1 243,5	3 731,9	2 381,4	13,8
Juli	18 867,6	562,7	194,3	7 536,9	627,4	2 470,2	1 274,0	3 810,3	2 376,7	15,1
Aug.	18 884,2	559,0	184,8	7 537,0	631,2	2 490,5	1 271,8	3 826,7	2 374,2	9,1
Sept. ^(p)	19 261,1	563,2	202,7	7 631,2	639,5	2 511,0	1 269,2	3 935,2	2 510,0	-1,0
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2004	1 269,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,2	49,6	276,9	232,1	37,8
2005	1 606,2	64,4	10,8	501,1	-3,0	213,5	88,3	445,0	337,1	-51,0
2006 Q1	597,9	-0,5	19,6	103,0	9,0	77,1	27,0	240,6	87,7	34,5
2006 April	280,2	8,1	-10,5	116,0	10,1	18,3	-5,8	95,9	52,0	-3,8
Mai	116,7	3,3	-15,4	29,2	9,9	34,7	-3,0	43,4	12,3	2,3
Juni	-29,9	10,1	41,1	59,6	-5,1	12,0	13,2	-120,0	-47,6	6,7
Juli	115,6	9,0	-13,1	2,8	12,6	16,3	21,0	79,8	-14,1	1,3
Aug.	22,5	-3,7	-9,5	0,6	2,9	24,6	-4,4	22,2	-5,9	-4,3
Sept. ^(p)	361,9	4,2	17,9	93,4	-1,9	16,6	-0,8	103,1	141,1	-11,7

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

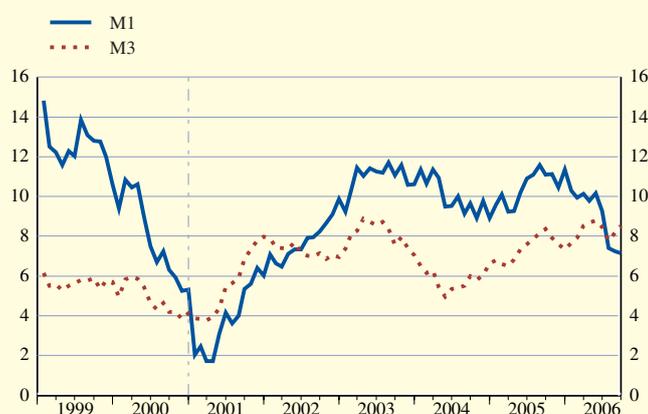
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

1. Geldmengenaggregate¹⁾ und Gegenposten

	M1		M2	M3-M2	M3	Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3	Länger- fristige finanzielle Verbind- lichkeiten	Kredite an öffentliche Haushalte	Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	Buchkredite	Nettoforde- rungen an Ansässige außerhalb des Euro- Währungs- gebiets ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Bestände										
2004	2 908,7	2 660,5	5 569,2	964,6	6 533,8	-	4 465,3	2 294,6	8 694,9	7 548,8	385,9
2005	3 423,4	2 650,6	6 074,0	993,7	7 067,6	-	5 005,8	2 468,0	9 555,1	8 281,4	455,7
2006 Q1	3 496,6	2 722,5	6 219,1	1 007,5	7 226,6	-	5 142,0	2 439,1	9 905,6	8 561,6	441,9
2006 April	3 507,6	2 762,8	6 270,4	1 013,3	7 283,7	-	5 169,5	2 430,1	10 019,3	8 643,3	446,3
Mai	3 549,0	2 743,7	6 292,7	1 035,0	7 327,7	-	5 186,5	2 388,4	10 080,7	8 703,8	461,2
Juni	3 564,3	2 779,0	6 343,3	1 028,2	7 371,6	-	5 223,6	2 391,4	10 136,4	8 755,5	481,1
Juli	3 545,9	2 805,4	6 351,3	1 036,4	7 387,6	-	5 281,9	2 378,8	10 247,8	8 836,0	500,9
Aug.	3 571,0	2 836,7	6 407,7	1 057,0	7 464,7	-	5 297,8	2 369,4	10 329,4	8 908,0	480,1
Sept. ^(p)	3 591,6	2 882,2	6 473,8	1 090,9	7 564,7	-	5 317,2	2 368,7	10 439,3	8 996,6	507,9
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2004	238,6	110,7	349,3	57,7	407,0	-	341,7	54,5	578,1	506,1	166,0
2005	338,6	138,8	477,5	6,5	483,9	-	399,8	90,1	830,0	699,4	7,3
2006 Q1	74,9	74,6	149,5	28,8	178,3	-	102,8	-13,6	334,5	267,0	-19,6
2006 April	12,8	42,6	55,4	5,7	61,1	-	37,2	-3,4	120,0	86,5	2,7
Mai	42,5	-17,4	25,1	25,5	50,6	-	31,7	-35,0	70,7	64,2	19,7
Juni	15,0	34,7	49,7	-3,3	46,4	-	37,1	10,4	59,4	53,1	34,1
Juli	-18,4	26,5	8,1	11,3	19,3	-	49,1	-15,8	108,9	82,2	9,7
Aug.	25,0	31,9	56,9	20,1	76,9	-	17,8	-13,9	83,6	74,5	-18,6
Sept. ^(p)	19,8	44,5	64,2	25,2	89,5	-	16,6	-1,4	115,9	91,5	14,3
Wachstumsraten											
2004 Dez.	8,9	4,3	6,7	6,4	6,6	6,5	8,2	2,4	7,1	7,2	166,0
2005 Dez.	11,4	5,4	8,5	0,7	7,3	7,5	8,8	3,9	9,5	9,2	7,3
2006 März	10,1	7,8	9,0	5,6	8,5	8,4	8,7	1,9	11,5	10,9	-6,2
2006 April	9,8	8,9	9,3	5,1	8,7	8,7	8,8	1,2	11,8	11,4	-17,1
Mai	10,2	8,0	9,1	6,7	8,8	8,6	8,9	0,3	11,8	11,4	37,0
Juni	9,3	8,8	9,1	4,9	8,5	8,3	8,0	0,1	11,5	11,0	-1,8
Juli	7,4	9,2	8,2	5,3	7,8	8,1	8,7	-0,7	11,8	11,1	2,8
Aug.	7,2	9,8	8,4	7,0	8,2	8,2	8,4	-1,5	11,9	11,3	-10,6
Sept. ^(p)	7,1	10,0	8,4	9,6	8,5	.	8,1	-1,6	12,2	11,4	29,9

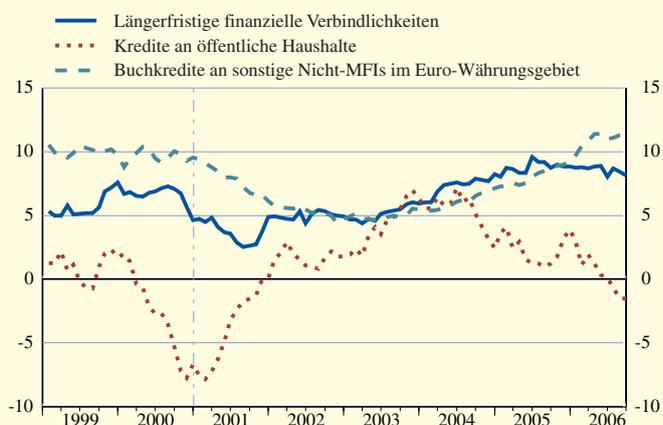
A1 Geldmengenaggregate

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



A2 Gegenposten

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

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

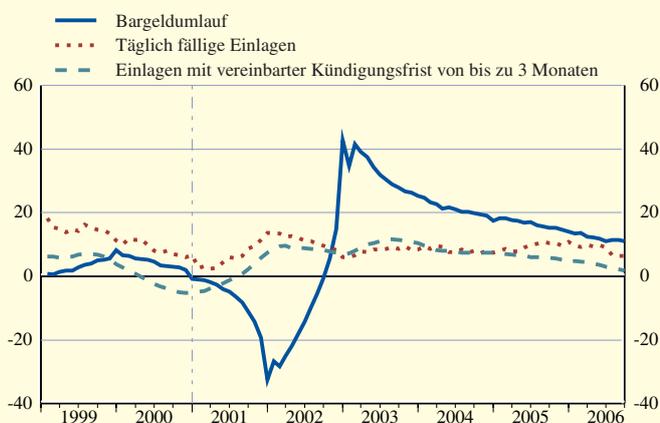
2.3 Monetäre Statistik

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

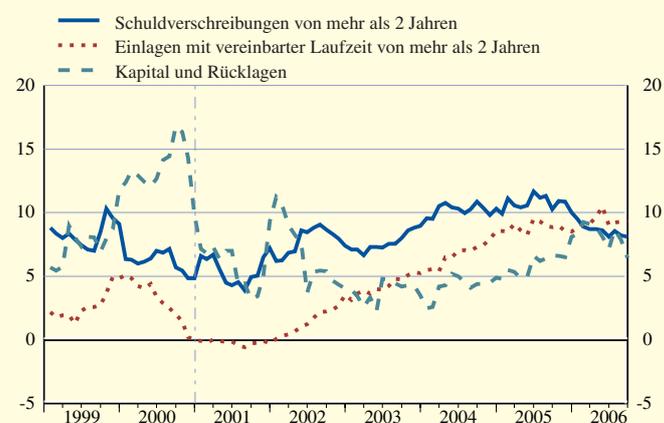
2. Komponenten der Geldmengenaggregate und längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten

	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit ver- einbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo- geschäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen bis zu 2 Jahren	Schuld- verschrei- bungen von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von mehr als 3 Monaten	Einlagen mit ver- einbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Bestände											
2004	456,4	2 452,3	1 024,5	1 636,0	242,3	620,0	102,3	1 964,8	90,2	1 359,5	1 050,8
2005	520,4	2 903,0	1 107,9	1 542,7	236,6	630,8	126,2	2 203,9	87,0	1 515,3	1 199,6
2006 Q1	535,5	2 961,1	1 159,3	1 563,3	240,9	603,5	163,1	2 240,0	88,4	1 559,7	1 253,8
2006 April	540,6	2 967,1	1 199,2	1 563,6	243,8	605,6	163,9	2 248,4	89,2	1 576,1	1 255,8
2006 Mai	544,6	3 004,3	1 174,6	1 569,1	248,0	613,3	173,7	2 259,0	90,8	1 590,8	1 246,0
2006 Juni	547,8	3 016,6	1 215,6	1 563,4	247,3	619,1	161,8	2 290,5	92,2	1 601,0	1 239,9
2006 Juli	552,3	2 993,6	1 242,7	1 562,7	252,5	623,5	160,4	2 304,6	93,8	1 611,2	1 272,3
2006 Aug.	558,7	3 012,3	1 270,0	1 566,7	255,3	622,8	178,9	2 314,4	95,7	1 617,5	1 270,2
2006 Sept. ^(p)	563,4	3 028,2	1 314,6	1 567,6	269,3	641,2	180,4	2 328,4	97,7	1 627,1	1 264,0
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2004	67,7	170,9	-2,2	112,9	24,5	21,9	11,3	185,9	-0,9	107,1	49,6
2005	64,0	274,7	69,3	69,5	-6,7	-3,2	16,4	199,2	-4,3	116,9	88,0
2006 Q1	15,2	59,8	53,8	20,8	4,3	-5,6	30,1	39,9	1,4	34,8	26,7
2006 April	5,0	7,8	42,1	0,4	3,0	2,2	0,4	18,4	0,8	17,4	0,6
2006 Mai	4,1	38,4	-23,0	5,6	3,4	9,1	12,9	16,5	1,5	14,9	-1,3
2006 Juni	3,1	11,9	40,5	-5,7	0,7	5,7	-9,8	23,1	1,4	9,7	2,8
2006 Juli	4,5	-22,9	27,2	-0,7	5,2	6,1	-0,1	14,3	1,6	10,3	22,9
2006 Aug.	6,4	18,6	27,8	4,1	2,8	-1,6	18,8	13,8	1,9	6,4	-4,3
2006 Sept. ^(p)	4,7	15,1	43,6	0,9	14,0	8,1	3,1	8,5	2,0	10,6	-4,5
Wachstumsraten											
2004 Dez.	17,4	7,5	-0,2	7,4	11,3	3,7	12,3	10,3	-1,0	8,6	4,9
2005 Dez.	14,0	10,9	6,6	4,4	-2,8	-0,5	15,7	10,0	-4,7	8,5	8,1
2006 März	12,4	9,8	12,7	4,4	3,8	-0,5	43,5	8,7	-3,2	9,1	9,1
2006 April	12,2	9,4	16,0	4,0	10,4	-1,1	26,4	8,7	-2,4	9,7	8,9
2006 Mai	11,9	9,9	14,6	3,6	6,8	-0,7	45,5	8,6	-0,5	10,4	8,1
2006 Juni	11,1	8,9	17,2	3,0	2,6	0,8	30,5	8,1	1,6	9,0	7,2
2006 Juli	11,5	6,7	19,0	2,5	4,7	0,8	29,7	8,6	4,1	9,2	8,7
2006 Aug.	11,4	6,5	20,9	2,2	5,2	0,6	42,6	8,2	7,1	9,3	7,8
2006 Sept. ^(p)	11,0	6,4	21,6	1,8	12,2	1,3	45,6	8,1	10,7	9,4	6,5

A3 Komponenten der Geldmengenaggregate (Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



A4 Komponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung ¹⁾

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

1. Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen		Sonstige Finanzintermediäre ³⁾		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					5	6	7	8
Bestände									
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3 152,2	973,8	547,3	1 631,2	
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3 409,1	1 037,8	594,0	1 777,2	
2006 Q1	81,9	57,1	661,9	412,0	3 525,1	1 060,9	626,7	1 837,5	
2006 April	88,1	62,9	677,2	428,5	3 567,8	1 080,6	634,3	1 852,9	
Mai	86,9	61,7	682,5	433,9	3 595,4	1 078,1	644,4	1 873,0	
Juni	84,7	59,6	673,5	419,6	3 640,0	1 098,6	651,0	1 890,4	
Juli	90,1	64,4	667,0	407,8	3 685,5	1 110,7	668,0	1 906,8	
Aug.	86,7	61,3	678,6	415,9	3 679,0	1 086,4	670,8	1 921,8	
Sept. ^(p)	89,5	63,4	699,4	436,6	3 729,9	1 108,2	682,6	1 939,1	
Transaktionsbedingte Veränderungen									
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	163,9	24,5	31,1	108,2	
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	57,0	54,3	151,5	
2006 Q1	17,1	15,6	46,6	45,2	108,9	26,9	35,8	46,1	
2006 April	6,2	5,9	17,0	17,7	45,4	20,5	8,6	16,2	
Mai	-1,1	-1,2	5,8	5,5	30,2	-1,6	10,9	20,9	
Juni	-2,3	-2,1	-9,0	-14,1	45,2	20,5	6,9	17,8	
Juli	5,5	4,9	-4,9	-9,6	44,1	12,3	16,1	15,6	
Aug.	-3,4	-3,2	11,8	8,2	-4,9	-24,0	3,7	15,4	
Sept. ^(p)	2,8	2,1	22,4	20,6	51,1	21,9	11,8	17,4	
Wachstumsraten									
2004 Dez.	36,9	41,5	10,5	9,1	5,4	2,6	6,0	7,0	
2005 Dez.	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3	
2006 März	40,3	44,1	17,0	16,8	10,5	7,7	14,9	10,6	
2006 April	47,6	54,5	20,7	24,0	10,9	8,8	15,1	10,8	
Mai	39,8	44,2	19,8	23,1	11,3	8,6	16,2	11,2	
Juni	32,5	36,3	16,2	16,7	11,3	8,0	17,4	11,3	
Juli	41,2	49,4	15,6	16,5	11,8	9,2	18,4	11,1	
Aug.	34,3	43,9	19,3	21,9	12,0	9,2	19,5	11,2	
Sept. ^(p)	37,1	48,6	17,2	19,1	12,7	10,5	20,6	11,4	

A5 Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2) Vor Januar 2003 wurden die Daten jährlich im März, Juni, September und Dezember erhoben. Die Monatswerte vor Januar 2003 wurden von Quartalswerten abgeleitet.

3) Hierzu gehören auch Investmentfonds.

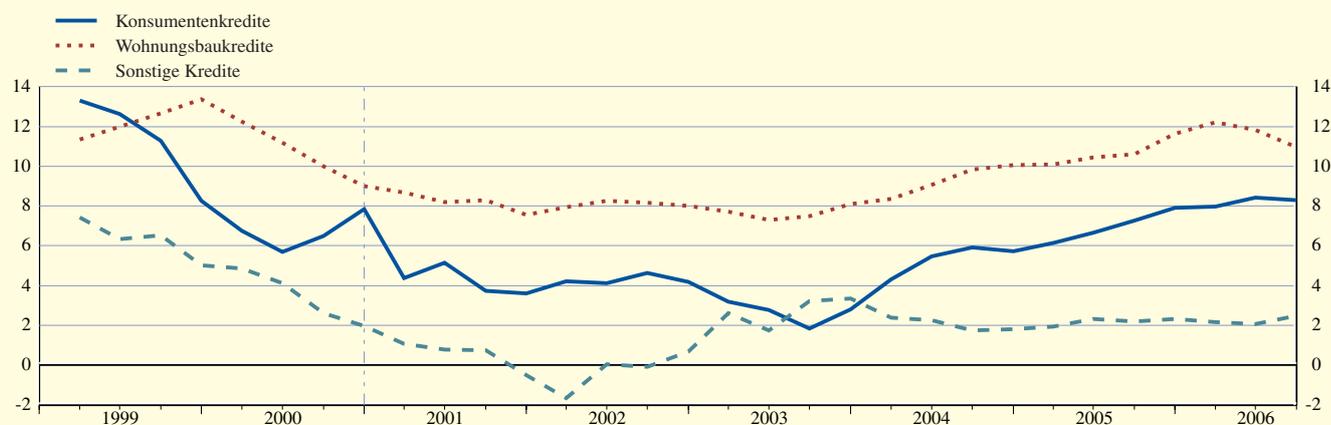
2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung ¹⁾

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

2. Kredite an private Haushalte ^{2),3)}

	Insgesamt	Konsumentenkredite				Wohnungsbaukredite				Sonstige Kredite			
		Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
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	4 193,3	554,1	129,2	200,7	224,2	2 917,6	15,2	67,5	2 834,9	721,6	147,3	99,9	474,4
2006 Q1	4 282,5	557,1	126,2	200,9	230,0	3 006,3	15,1	67,9	2 923,3	719,1	146,4	98,1	474,5
2006 April	4 311,0	561,5	127,0	202,5	232,0	3 029,5	15,0	67,7	2 946,8	720,0	146,0	97,7	476,3
2006 Mai	4 343,0	568,9	129,1	204,8	235,0	3 053,2	15,1	68,5	2 969,7	720,9	144,6	97,6	478,7
2006 Juni	4 386,2	576,1	130,6	205,5	240,0	3 081,7	15,8	70,0	2 995,8	728,4	150,7	98,3	479,4
2006 Juli	4 416,4	579,6	131,3	206,0	242,3	3 110,4	15,8	70,4	3 024,2	726,4	146,8	98,5	481,1
2006 Aug.	4 429,8	580,1	130,2	205,5	244,4	3 124,7	15,8	70,5	3 038,4	725,0	145,5	98,5	480,9
2006 Sept. ^(p)	4 460,7	582,7	131,0	206,4	245,3	3 149,3	16,5	70,9	3 061,9	728,6	146,9	99,2	482,5
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2004	277,4	27,7	6,4	8,4	12,9	237,4	0,8	2,7	233,9	12,3	-0,9	2,0	11,1
2005	359,8	40,7	9,1	11,6	20,0	302,9	0,8	4,8	297,3	16,2	3,9	1,3	11,1
2006 Q1	78,3	5,2	-2,2	1,2	6,2	71,8	0,0	0,4	71,4	1,2	-0,2	0,4	1,1
2006 April	29,0	4,6	0,8	1,3	2,4	23,4	-0,2	0,0	23,6	1,0	-0,3	-0,5	1,8
2006 Mai	32,6	7,5	2,1	2,3	3,0	23,6	0,0	0,4	23,1	1,5	-1,4	0,4	2,5
2006 Juni	43,9	7,3	1,6	0,7	5,0	28,6	0,8	1,5	26,3	8,0	6,1	0,9	1,0
2006 Juli	31,7	3,9	0,7	0,5	2,6	29,2	0,0	0,5	28,8	-1,4	-3,8	0,1	2,2
2006 Aug.	14,2	0,5	-0,8	-0,5	1,8	14,4	0,0	0,1	14,3	-0,6	-1,4	0,2	0,6
2006 Sept. ^(p)	32,0	4,3	1,0	1,0	2,2	24,8	0,7	0,4	23,7	2,9	1,4	0,7	0,9
Wachstumsraten													
2004 Dez.	7,9	5,7	5,8	4,6	6,7	10,1	5,3	4,4	10,3	1,8	-0,6	2,1	2,5
2005 Dez.	9,4	7,9	7,6	6,1	9,7	11,6	5,6	7,5	11,8	2,3	2,7	1,3	2,4
2006 März	9,8	8,0	6,0	5,8	11,1	12,2	7,3	6,0	12,4	2,2	1,6	2,1	2,4
2006 April	9,8	8,0	6,9	5,6	10,8	12,2	6,0	7,2	12,3	2,2	2,7	1,4	2,3
2006 Mai	9,8	8,4	7,4	5,7	11,5	12,1	6,5	7,5	12,2	2,0	1,7	1,0	2,3
2006 Juni	9,6	8,4	6,3	4,8	13,1	11,8	7,9	8,0	12,0	2,1	0,8	2,4	2,4
2006 Juli	9,5	8,7	8,5	4,0	13,1	11,4	7,6	7,9	11,6	2,3	1,3	2,4	2,6
2006 Aug.	9,2	8,4	6,9	4,0	13,2	11,1	9,2	7,4	11,2	2,3	1,4	2,5	2,5
2006 Sept. ^(p)	9,1	8,3	5,7	4,2	13,5	11,0	10,1	7,4	11,1	2,5	1,4	3,3	2,6

A6 Kredite an private Haushalte (Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

- 1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.
- 2) Vor Januar 2003 wurden die Daten jährlich im März, Juni, September und Dezember erhoben. Die Monatswerte vor Januar 2003 wurden von Quartalswerten abgeleitet.
- 3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung ¹⁾

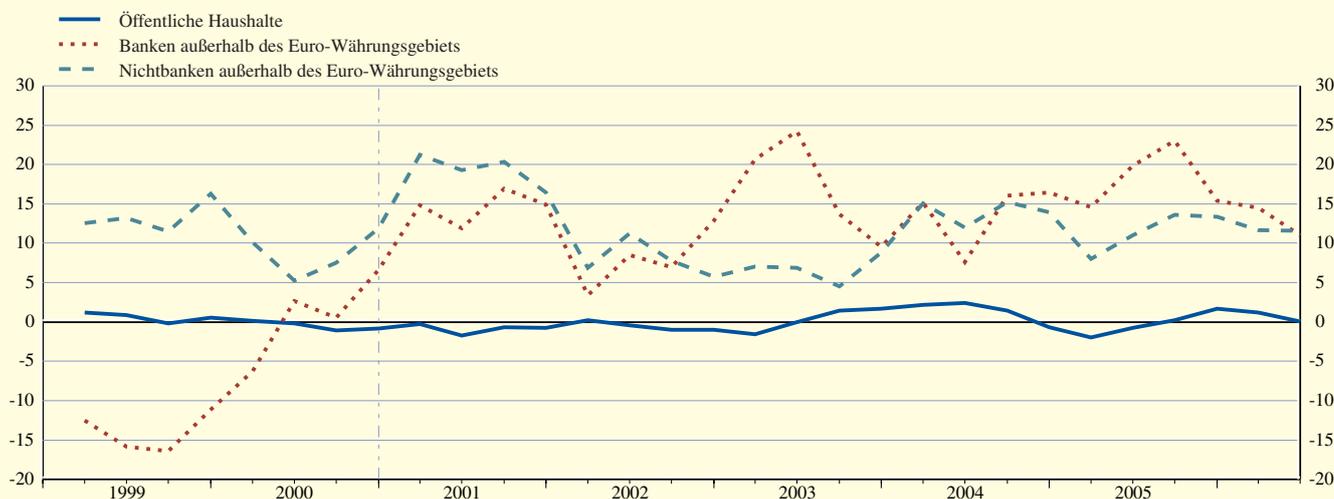
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

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

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken ²⁾	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1 974,7	1 342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2 485,0	1 723,4	761,6	66,0	695,6
2006 Q1	816,3	118,5	240,9	427,7	29,2	2 594,6	1 822,9	771,7	62,9	708,8
Q2 ^(p)	809,3	107,1	234,5	438,2	29,2	2 611,2	1 840,6	770,5	62,9	707,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,7	209,2	87,6	4,7	82,9
2006 Q1	-10,4	-6,3	-5,9	1,9	-0,1	131,2	111,6	19,6	-3,0	22,6
Q2 ^(p)	-6,8	-11,2	-6,4	10,5	0,1	56,3	42,3	14,0	0,0	14,0
Wachstumsraten										
2004 Dez.	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 Dez.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,4	13,4	7,7	14,0
2006 März	1,2	-8,0	-3,9	5,8	29,5	13,6	14,5	11,7	1,7	12,7
Juni ^(p)	0,1	-13,5	-6,3	7,9	2,4	11,2	11,0	11,6	1,5	12,5

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

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

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

2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung ¹⁾

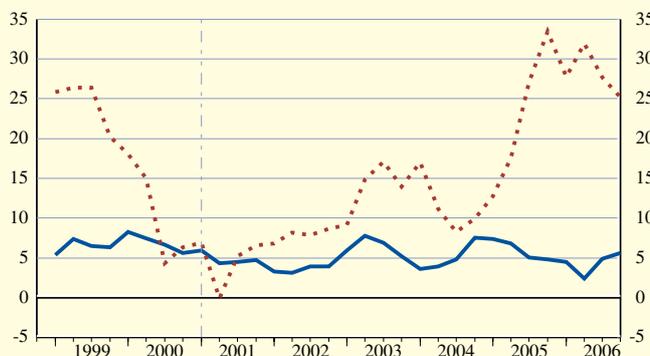
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

1. Einlagen von Finanzintermediären ²⁾

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen							Sonstige Finanzintermediäre ³⁾						
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Bestände														
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	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	882,8	233,9	185,0	332,2	10,5	0,1	121,1
2006 Q1	613,0	65,6	50,4	474,8	1,1	1,4	19,7	989,2	271,5	195,1	376,3	11,0	0,1	135,2
2006 April	628,3	67,9	50,4	479,5	1,1	1,4	28,0	1 036,9	275,4	221,3	387,2	10,5	0,1	142,5
2006 Mai	621,1	66,2	45,9	481,1	1,1	1,4	25,6	1 036,8	273,6	206,7	397,4	11,7	0,2	147,2
2006 Juni	625,7	68,6	47,9	484,7	1,0	1,4	22,1	1 048,2	278,1	213,3	407,0	10,8	0,2	138,8
2006 Juli	633,0	65,3	51,9	488,6	1,0	1,4	24,9	1 037,5	263,5	213,0	415,4	9,9	0,2	135,4
2006 Aug.	636,6	61,6	52,0	491,9	1,0	1,4	28,7	1 037,9	257,6	215,0	416,2	9,4	0,2	139,4
2006 Sept. ^(p)	637,4	66,7	51,3	492,7	1,0	1,4	24,4	1 083,8	272,2	236,2	421,0	10,2	0,3	144,0
Transaktionsbedingte Veränderungen														
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,1	0,9	5,8	43,6	4,1	0,0	17,7
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	181,4	40,1	37,3	102,2	1,5	0,0	0,4
2006 Q1	0,6	-2,0	-1,4	5,0	-0,1	0,0	-0,8	98,2	38,3	10,7	34,4	0,5	0,0	14,2
2006 April	15,5	2,3	0,1	4,8	0,0	0,0	8,3	50,0	4,6	26,9	11,6	-0,5	0,0	7,3
2006 Mai	-7,0	-1,6	-4,5	1,5	0,0	0,0	-2,5	-0,7	-1,4	-14,9	10,3	1,2	0,1	4,0
2006 Juni	4,5	2,3	2,0	3,7	0,0	0,0	-3,4	12,4	4,4	6,5	9,4	-0,8	0,0	-7,0
2006 Juli	7,3	-3,3	4,0	3,9	0,0	0,0	2,8	-10,7	-14,6	-0,3	8,5	-1,0	0,0	-3,4
2006 Aug.	3,6	-3,7	0,1	3,3	0,0	0,0	3,8	0,1	-6,4	2,1	0,9	-0,4	0,0	4,1
2006 Sept. ^(p)	0,8	5,0	-0,7	0,8	0,0	0,0	-4,3	45,0	14,4	20,9	4,5	0,7	0,1	4,5
Wachstumsraten														
2004 Dez.	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,3	67,6	-	17,1
2005 Dez.	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-0,8	27,8	22,2	25,0	50,6	14,3	-	0,4
2006 März	2,4	-1,7	2,2	3,1	11,3	0,9	-0,3	31,9	20,7	41,8	53,2	6,1	-	4,7
2006 April	4,0	1,8	-1,9	3,6	12,6	0,7	32,8	36,3	25,0	50,6	53,8	-10,8	-	11,6
2006 Mai	3,0	0,3	-9,7	4,1	-9,7	1,1	17,4	31,9	20,3	40,1	55,0	4,3	-	4,5
2006 Juni	4,9	11,8	-1,7	4,6	-8,9	0,8	7,5	27,7	18,2	43,5	43,4	-1,8	-	-1,8
2006 Juli	4,7	1,3	-0,9	5,1	-7,1	-0,7	24,0	25,0	13,5	37,0	43,2	-14,4	-	-3,5
2006 Aug.	5,2	3,9	1,3	5,5	-8,2	-3,5	13,2	25,2	14,0	36,7	43,3	-16,1	-	-2,5
2006 Sept. ^(p)	5,6	10,8	0,1	5,5	-12,0	-3,8	8,6	25,2	7,9	39,5	41,0	-3,2	-	7,3

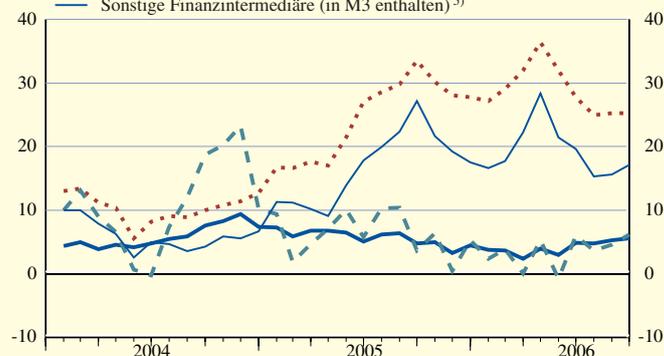
A8 Einlagen insgesamt, nach Sektoren (Jahreswachstumsraten)

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



A9 Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren (Jahreswachstumsraten)

- Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds (insgesamt)
- Sonstige Finanzintermediäre (insgesamt)
- - - Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds (in M3 enthalten) ⁴⁾
- Sonstige Finanzintermediäre (in M3 enthalten) ⁵⁾



Quelle: EZB.

- MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.
- Vor Januar 2003 wurden die Daten jährlich im März, Juni, September und Dezember erhoben. Die Monatswerte vor Januar 2003 wurden von Quartalswerten abgeleitet.
- Hierzu gehören auch Investmentfonds.
- Umfasst die in Spalten 2, 3, 5 und 7 enthaltenen Einlagen.
- Umfasst die in Spalten 9, 10, 12 und 14 enthaltenen Einlagen.

2.5 Einlagen bei MFls, Aufschlüsselung ¹⁾

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

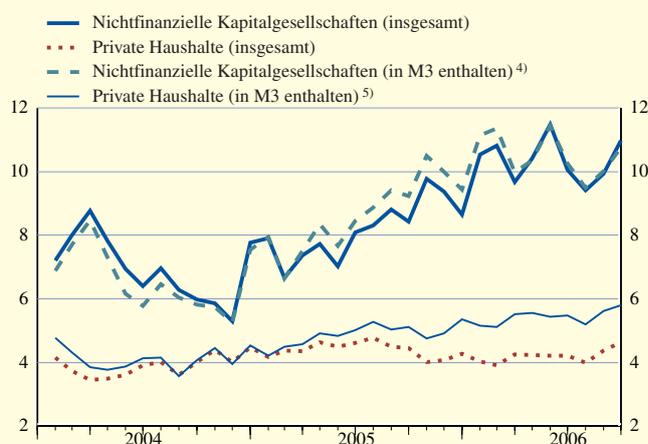
2. Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten ²⁾

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften							Private Haushalte ³⁾						
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Bestände														
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	1 211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4 343,1	1 685,9	534,0	631,7	1 354,2	84,5	52,8
2006 Q1	1 199,9	745,5	313,0	71,9	46,7	1,2	21,6	4 355,8	1 673,8	549,3	623,6	1 367,7	86,3	55,1
2006 April	1 212,2	751,3	319,8	72,5	45,8	1,3	21,4	4 384,9	1 703,9	552,7	621,1	1 366,6	86,5	54,1
Mai	1 230,4	772,4	314,2	72,7	45,5	1,4	24,3	4 390,3	1 702,1	560,5	619,0	1 364,3	87,7	56,6
Juni	1 236,7	783,6	313,1	73,2	43,6	1,2	22,0	4 423,0	1 725,6	569,4	616,5	1 363,9	89,0	58,5
Juli	1 231,1	775,3	315,8	72,4	42,8	1,3	23,5	4 434,7	1 718,3	587,3	614,0	1 361,9	90,2	63,0
Aug.	1 242,7	769,9	330,3	72,4	43,1	1,3	25,7	4 421,8	1 686,7	602,9	612,8	1 360,8	91,7	66,9
Sept. ⁴⁾	1 269,8	790,3	334,6	74,0	43,8	1,3	25,8	4 438,7	1 702,9	613,6	608,8	1 355,5	93,0	64,8
Transaktionsbedingte Veränderungen														
2004	80,8	48,5	17,1	6,6	8,0	0,7	-0,2	178,1	90,5	-29,6	31,1	85,2	-1,9	2,7
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006 Q1	-10,4	-23,0	8,9	4,8	2,0	0,0	-3,1	14,0	-11,9	16,0	-8,1	13,9	1,8	2,3
2006 April	14,2	6,6	7,7	0,8	-0,8	0,1	-0,2	30,0	30,3	4,0	-2,4	-1,1	0,2	-1,0
Mai	20,2	21,6	-4,3	0,3	-0,3	0,0	2,9	6,1	-1,6	8,2	-2,1	-2,2	1,2	2,5
Juni	5,6	11,1	-1,4	0,2	-1,9	-0,1	-2,3	32,5	23,5	8,7	-2,5	-0,4	1,3	1,9
Juli	-5,5	-8,3	2,8	-0,8	-0,8	0,0	1,5	11,8	-7,3	18,0	-2,5	-2,0	1,1	4,5
Aug.	12,1	-5,2	14,8	0,1	0,3	0,0	2,2	-12,6	-31,5	15,8	-1,2	-1,1	1,5	3,9
Sept. ⁴⁾	26,2	20,0	3,9	1,5	0,7	0,0	0,2	17,9	16,1	10,4	-2,6	-5,3	1,3	-2,1
Wachstumsraten														
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 Dez.	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 März	9,7	9,8	11,5	6,6	14,2	-27,6	-9,8	4,2	7,4	6,6	-1,7	3,2	-2,7	7,6
2006 April	10,4	10,2	12,4	12,4	10,4	-20,0	-9,9	4,2	7,4	7,1	-2,2	2,9	-1,9	6,6
Mai	11,5	11,4	12,1	13,1	7,9	-20,7	10,9	4,2	6,9	9,0	-2,1	2,5	-0,1	8,7
Juni	10,1	8,9	15,4	8,3	4,3	-19,5	1,1	4,2	6,0	11,5	-2,5	2,2	2,1	14,9
Juli	9,4	8,1	14,4	8,8	1,0	-5,6	10,1	4,0	4,6	14,5	-2,7	1,8	4,4	17,5
Aug.	9,9	7,9	16,2	9,0	2,7	1,9	13,6	4,4	4,8	17,0	-2,9	1,5	7,3	22,9
Sept. ⁴⁾	11,0	10,1	13,8	14,9	-0,5	4,1	13,9	4,6	4,8	19,1	-2,8	1,1	10,8	25,7

A10 Einlagen insgesamt, nach Sektoren (Jahreswachstumsraten)



A11 Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren (Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2) Vor Januar 2003 wurden die Daten jährlich im März, Juni, September und Dezember erhoben. Die Monatswerte vor Januar 2003 wurden von Quartalswerten abgeleitet.

3) Hierzu gehören auch Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Umfasst die in Spalten 2, 3, 5 und 7 enthaltenen Einlagen.

5) Umfasst die in Spalten 9, 10, 12 und 14 enthaltenen Einlagen.

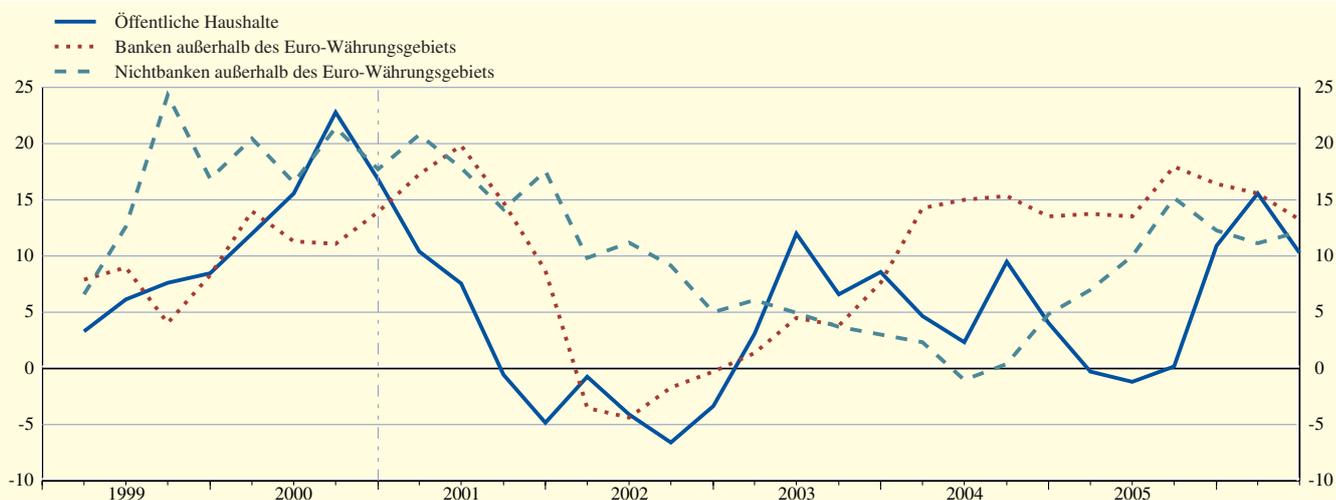
2.5 Einlagen bei MFI, Aufschlüsselung ¹⁾

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

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

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken ²⁾	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2 428,9	1 748,0	680,9	103,4	577,5
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3 050,5	2 250,5	800,0	125,8	674,2
2006 Q1	312,2	148,1	38,1	77,0	48,9	3 241,9	2 410,3	831,5	128,2	703,3
Q2 ^(p)	317,2	138,1	39,6	82,5	57,0	3 202,9	2 379,8	825,6	127,7	698,0
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,9	32,0	6,9	25,0
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	378,1	292,8	85,3	22,4	63,0
2006 Q1	-1,0	-1,1	-0,2	-3,9	4,3	210,4	171,8	39,5	2,4	37,1
Q2 ^(p)	6,0	-9,1	1,6	5,5	8,1	7,9	3,8	6,7	-0,5	7,2
Wachstumsraten										
2004 Dez.	4,0	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 Dez.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,7	15,3	16,4	12,3	21,6	10,6
2006 März	15,6	17,0	14,1	14,3	14,6	14,3	15,6	11,1	21,6	9,3
Juni ^(p)	10,3	2,7	13,1	18,6	17,8	12,9	13,3	12,2	7,7	13,0

A12 Einlagen von öffentlichen Haushalten und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets
(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

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

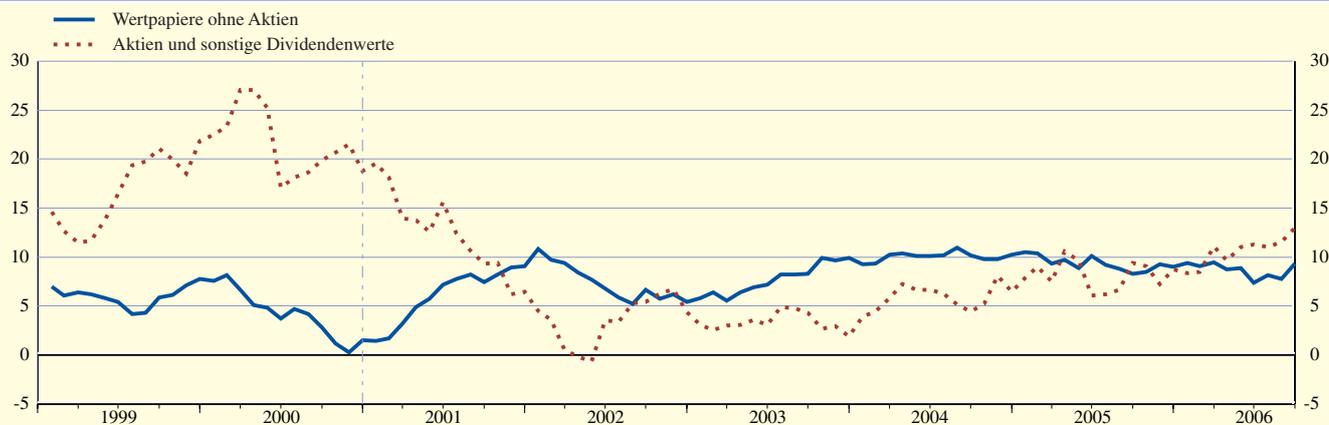
2.6 Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung ¹⁾

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

	Wertpapiere ohne Aktien							Aktien und sonstige Dividendenwerte				
	Insgesamt	MFIs		Öffentliche Haushalte		Sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet		Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Insgesamt	MFIs	Nicht-MFIs	Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets
		Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2004	3 939,9	1 362,7	59,9	1 284,1	15,8	449,2	16,3	751,8	1 161,2	285,4	660,1	215,7
2005	4 434,7	1 450,4	67,3	1 412,5	17,0	525,7	25,8	936,2	1 256,4	308,5	698,4	249,4
2006 Q1	4 567,1	1 501,6	69,3	1 423,8	16,6	544,9	28,6	982,2	1 364,4	323,6	768,7	272,1
2006 April	4 581,8	1 506,1	71,0	1 418,0	16,6	555,1	29,6	985,3	1 421,5	331,9	819,3	270,4
Mai	4 597,5	1 535,0	68,4	1 391,1	16,4	564,4	28,7	993,5	1 425,6	347,4	809,6	268,6
Juni	4 584,6	1 519,5	65,8	1 385,6	17,2	572,7	27,4	996,4	1 368,6	334,5	770,3	263,8
Juli	4 629,7	1 533,9	69,6	1 367,9	17,2	584,5	28,3	1 028,3	1 372,2	331,1	776,3	264,8
Aug.	4 624,1	1 544,6	67,7	1 344,8	17,0	580,6	28,9	1 040,5	1 381,9	336,0	775,2	270,7
Sept. ^(p)	4 682,7	1 559,1	69,5	1 337,7	16,7	589,4	28,9	1 081,4	1 414,5	341,9	790,2	282,4
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2004	368,4	148,0	4,9	40,3	1,3	34,9	-1,3	140,3	69,7	2,3	36,4	30,9
2005	358,1	85,7	2,0	48,9	-0,9	71,6	7,6	143,1	101,3	26,9	48,7	25,8
2006 Q1	171,9	59,2	3,5	23,5	0,2	22,2	3,4	60,0	91,2	10,7	64,3	16,1
2006 April	35,8	5,1	2,8	-1,7	0,3	10,5	1,6	17,1	57,8	8,2	51,2	-1,6
Mai	25,0	25,9	-2,0	-20,2	0,0	9,4	-0,5	12,5	12,2	16,5	-4,8	0,5
Juni	-7,3	-15,9	-2,8	1,4	0,7	9,3	-1,4	1,5	-53,3	-11,3	-37,9	-4,1
Juli	42,1	13,3	3,7	-19,5	-0,1	11,2	0,9	32,4	-2,2	-4,0	2,6	-0,8
Aug.	-8,1	10,0	-1,8	-27,0	-0,1	-1,8	0,7	11,9	4,3	3,7	-3,7	4,4
Sept. ^(p)	50,2	19,4	1,4	-9,9	-0,5	8,4	-0,2	31,5	31,0	2,4	18,7	10,0
Wachstumsraten												
2004 Dez.	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,5	-7,2	22,0	6,5	0,9	5,9	17,3
2005 Dez.	9,0	6,3	3,6	3,9	-4,5	15,9	43,3	18,5	8,7	9,5	7,3	11,9
2006 März	9,4	8,3	1,2	1,3	-0,4	16,4	67,6	20,9	11,1	10,0	14,2	3,7
2006 April	8,7	6,9	8,8	0,5	-9,8	16,6	64,6	20,2	9,7	6,9	12,1	6,0
Mai	8,9	9,0	5,1	-0,4	-7,8	17,3	52,9	18,8	11,0	11,1	12,0	8,3
Juni	7,4	5,9	1,0	-1,0	12,4	17,4	50,9	17,4	11,3	12,6	11,5	9,0
Juli	8,1	6,2	6,6	-2,2	8,9	20,1	48,1	20,7	11,0	10,2	12,9	6,8
Aug.	7,8	7,1	3,6	-3,5	7,2	20,4	46,3	19,5	11,6	12,1	12,3	8,7
Sept. ^(p)	9,3	8,7	5,8	-3,6	1,8	21,8	51,4	23,4	13,0	12,7	13,3	12,6

A13 Wertpapierbestände der MFIs

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

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

1. Abschreibungen/Wertberichtigungen von Krediten an private Haushalte²⁾

	Konsumentenkredite				Wohnungsbaukredite				Sonstige Kredite			
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006 Q1	-1,1	-0,4	-0,2	-0,5	-1,3	-0,1	0,0	-1,2	-2,0	-0,5	-0,3	-1,2
2006 April	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
Mai	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,6	0,0	-0,4	-0,2
Juni	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,2	-0,3
Juli	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2
Aug.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2
Sept. ^(p)	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4

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
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,5	-1,6	-0,5	-1,1
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006 Q1	-3,5	-1,2	-0,7	-1,6	-0,2	0,0	-0,2
2006 April	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Mai	-1,1	-0,3	-0,6	-0,3	0,0	0,0	0,0
Juni	-1,1	-0,2	-0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0
Juli	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Aug.	-1,0	0,0	-0,8	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
Sept. ^(p)	-0,9	-0,3	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,1

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
2004	13,5	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,9	-0,1	0,6	5,4	1,3	0,8	3,3
2005	24,8	3,4	0,5	7,5	0,7	1,6	0,3	10,7	37,4	4,6	17,4	15,4
2006 Q1	-5,1	-1,1	-0,1	-4,1	-0,1	-0,8	0,0	1,2	17,1	3,9	6,8	6,3
2006 April	-8,3	-0,4	-0,1	-4,1	-0,1	-0,3	-0,1	-3,2	-0,7	0,0	-0,6	-0,2
Mai	-1,3	0,3	-0,1	1,9	0,0	0,0	-0,1	-3,4	-10,2	-1,0	-5,0	-4,2
Juni	-3,5	0,3	0,1	-2,2	0,1	-1,0	0,0	-0,8	-3,4	-1,3	-1,4	-0,7
Juli	5,1	0,1	0,0	2,7	0,0	1,3	0,0	0,9	5,1	0,6	2,6	1,9
Aug.	3,6	0,6	0,0	1,6	0,0	0,2	0,0	1,3	4,6	0,7	2,4	1,5
Sept. ^(p)	4,8	0,8	0,0	2,7	0,0	0,5	0,0	0,8	3,9	0,9	1,2	1,8

Quelle: EZB.

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

2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen ¹⁾

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

1. Einlagen

	MFIs ²⁾							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen					
			Insgesamt	USD	JPY	CHF			GBP	Insgesamt	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet														
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	4 851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7 363,4	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006 Q1	4 949,5	89,8	10,2	6,2	0,4	1,5	1,4	7 470,1	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
Q2 ^(p)	5 057,8	90,3	9,7	5,8	0,4	1,5	1,5	7 650,8	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets														
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	2 250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006 Q1	2 410,3	47,4	52,6	34,3	2,9	2,6	9,7	831,5	51,9	48,1	32,6	1,4	2,0	9,1
Q2 ^(p)	2 379,8	47,6	52,4	33,8	2,8	2,6	10,0	825,6	53,0	47,0	30,8	1,5	2,2	9,1

2. Schuldverschreibungen der MFIs im Euro-Währungsgebiet

	Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen				
			Insgesamt	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2004	3 653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005	4 051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006 Q1	4 204,3	81,2	18,8	9,5	1,8	1,9	3,2
Q2 ^(p)	4 273,7	81,2	18,8	9,3	1,8	2,0	3,3

Quelle: EZB.

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

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

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

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

3. Kredite

	MFIs ²⁾							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen 1	Euro ³⁾ 2	Andere Währungen				Alle Währungen 8	Euro ³⁾ 9	Andere Währungen					
			Insgesamt 3	USD 4	JPY 5	CHF 6			GBP 7	Insgesamt 10	USD 11	JPY 12	CHF 13	GBP 14
An Ansässige im Euro-Währungsgebiet														
2004	4 457,8	-	-	-	-	-	8 367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005	4 569,9	-	-	-	-	-	9 114,3	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006 Q1	4 656,4	-	-	-	-	-	9 367,8	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5	
Q2 ^(p)	4 730,5	-	-	-	-	-	9 593,6	96,4	3,6	1,6	0,2	1,2	0,5	
An Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets														
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	1 723,4	48,5	51,5	30,6	4,3	2,0	10,1	761,6	38,2	61,8	43,6	1,8	4,2	8,6
2006 Q1	1 822,9	49,6	50,4	30,4	3,8	2,4	9,2	771,7	39,0	61,0	44,0	1,7	3,9	7,8
Q2 ^(p)	1 840,6	49,9	50,1	29,5	3,7	2,4	10,0	770,5	40,4	59,6	42,9	1,1	4,1	7,6

4. Wertpapiere ohne Aktien

	Von MFIs ²⁾ begeben							Von Nicht-MFIs begeben						
	Alle Währungen 1	Euro ³⁾ 2	Andere Währungen				Alle Währungen 8	Euro ³⁾ 9	Andere Währungen					
			Insgesamt 3	USD 4	JPY 5	CHF 6			GBP 7	Insgesamt 10	USD 11	JPY 12	CHF 13	GBP 14
Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet														
2004	1 422,7	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1 765,4	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005	1 517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1 980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006 Q1	1 570,9	95,6	4,4	2,0	0,2	0,4	1,5	2 014,0	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,6
Q2 ^(p)	1 585,3	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	2 002,8	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets														
2004	341,4	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,5	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005	395,5	49,4	50,6	29,7	0,8	0,6	15,9	540,7	36,2	63,8	36,3	8,6	0,8	12,6
2006 Q1	422,4	51,0	49,0	28,2	0,8	0,6	16,0	559,7	37,2	62,8	35,2	6,1	0,8	15,1
Q2 ^(p)	440,0	52,1	47,9	27,8	0,9	0,5	15,3	556,3	37,9	62,1	34,3	6,4	0,7	15,2

Quelle: EZB.

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

2.9 Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet ¹⁾

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

1. Aktiva

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien			Aktien, sonstige Dividenden- werte und Beteiligungen 6	Investment- fondsanteile 7	Sachanlagen 8	Sonstige Aktiva 9
			Zusammen 3	Bis zu 1 Jahr 4	Mehr als 1 Jahr 5				
2005 Q1	4 058,4	288,2	1 692,1	79,3	1 612,8	1 320,2	376,0	163,1	218,7
Q2	4 313,4	296,4	1 783,0	91,5	1 691,5	1 399,9	417,5	167,6	249,0
Q3	4 631,2	303,5	1 860,6	101,2	1 759,4	1 553,4	460,0	171,6	282,1
Q4	4 789,2	291,4	1 848,1	109,6	1 738,5	1 683,1	505,2	176,1	285,4
2006 Q1	5 197,1	315,9	1 905,2	139,8	1 765,3	1 896,3	569,2	177,3	333,3
Q2 ^(p)	5 135,4	316,4	1 908,1	145,2	1 762,9	1 775,8	601,8	180,3	352,9

2. Passiva

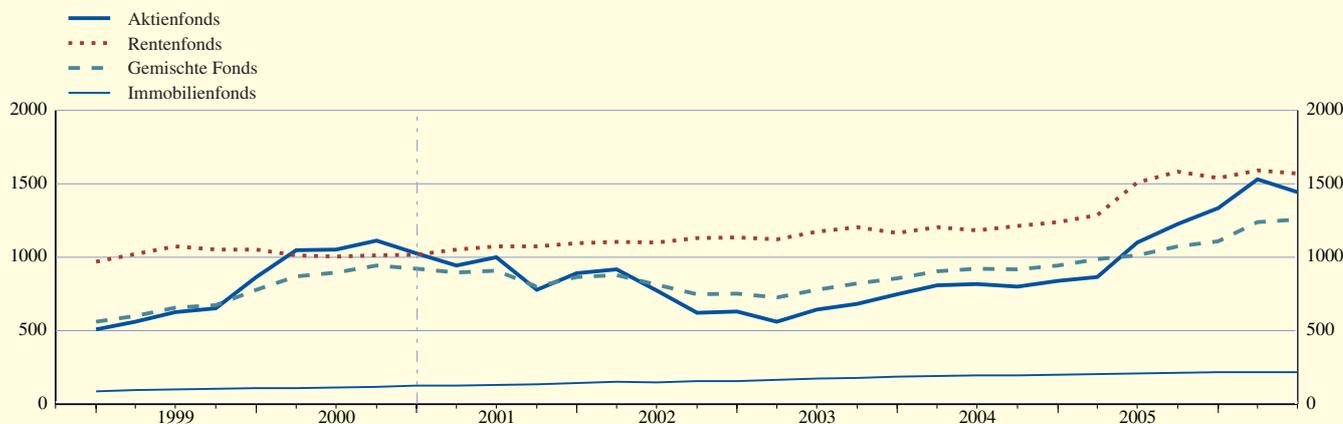
	Insgesamt 1	Einlagen und aufgenommene Kredite 2	Investmentfondsanteile 3	Sonstige Passiva 4
Q2	4 313,4	58,6	4 034,4	220,4
Q3	4 631,2	60,4	4 351,7	219,1
Q4	4 789,2	61,8	4 516,8	210,5
2006 Q1	5 197,1	73,6	4 868,9	254,6
Q2 ^(p)	5 135,4	76,4	4 787,2	271,8

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
2005 Q1	4 058,4	864,6	1 285,8	984,4	201,1	722,5	3 041,3	1 017,0
Q2	4 313,4	1 097,2	1 510,2	1 011,1	207,1	487,9	3 245,6	1 067,9
Q3	4 631,2	1 224,8	1 581,9	1 071,1	213,2	540,2	3 507,5	1 123,8
Q4	4 789,2	1 335,8	1 538,0	1 109,2	216,2	590,0	3 659,1	1 130,1
2006 Q1	5 197,1	1 530,3	1 592,6	1 238,8	214,0	621,5	3 996,6	1 200,5
Q2 ^(p)	5 135,4	1 442,1	1 569,8	1 255,8	217,4	650,2	3 911,3	1 224,1

A14 Gesamtaktiva der Investmentfonds

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Ohne Geldmarktfonds. Weitere Einzelheiten sind den „Erläuterungen“ zu entnehmen.

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

1. Fonds nach Anlageschwerpunkten

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien			Aktien, sonstige Dividenden- werte und Beteiligungen 6	Investment- fondsanteile 7	Sachanlagen 8	Sonstige Aktiva 9
			Zusammen 3	Bis zu 1 Jahr 4	Mehr als 1 Jahr 5				
Aktienfonds									
2005 Q1	864,6	33,8	37,0	4,0	33,0	729,9	33,3	-	30,6
Q2	1 097,2	45,0	41,6	4,5	37,1	936,5	40,0	-	34,1
Q3	1 224,8	48,3	43,4	4,9	38,5	1 044,8	52,4	-	35,9
Q4	1 335,8	50,8	45,8	5,7	40,2	1 145,4	60,3	-	33,5
2006 Q1	1 530,3	55,0	51,4	6,3	45,1	1 308,2	71,0	-	44,6
Q2 ^(p)	1 442,1	52,1	51,4	6,5	44,9	1 220,4	69,7	-	48,6
Rentenfonds									
2005 Q1	1 285,8	97,8	1 046,0	44,8	1 001,2	39,4	34,5	-	68,0
Q2	1 510,2	110,5	1 229,5	58,4	1 171,1	38,4	40,1	-	91,7
Q3	1 581,9	110,3	1 289,1	67,0	1 222,1	38,4	43,8	-	100,2
Q4	1 538,0	100,0	1 251,7	67,6	1 184,2	38,6	46,3	-	101,3
2006 Q1	1 592,6	108,9	1 285,4	82,6	1 202,8	41,1	49,3	-	107,9
Q2 ^(p)	1 569,8	106,5	1 264,6	87,3	1 177,3	38,5	48,2	-	112,1
Gemischte Fonds									
2005 Q1	984,4	61,1	388,4	22,5	365,9	315,0	155,3	0,2	64,5
Q2	1 011,1	65,5	418,3	21,2	397,0	277,6	170,2	0,2	79,4
Q3	1 071,1	67,0	426,0	21,7	404,3	301,2	185,5	0,2	91,3
Q4	1 109,2	60,9	440,9	26,9	413,9	315,5	202,0	0,1	89,9
2006 Q1	1 238,8	67,9	465,2	38,6	426,6	349,2	238,5	0,1	117,9
Q2 ^(p)	1 255,8	71,8	483,8	40,3	443,6	318,2	253,4	0,2	128,4
Immobilienfonds									
2005 Q1	201,1	14,3	8,4	0,7	7,7	1,1	7,5	160,8	9,0
Q2	207,1	14,0	8,2	0,8	7,5	1,1	7,6	167,1	9,0
Q3	213,2	15,2	8,8	1,2	7,6	1,3	8,1	171,0	8,7
Q4	216,2	14,5	7,8	1,5	6,3	1,4	6,9	175,1	10,4
2006 Q1	214,0	15,1	6,1	1,7	4,4	1,8	4,4	176,5	10,1
Q2 ^(p)	217,4	15,5	5,6	1,5	4,1	1,6	5,4	179,4	9,9

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
2005 Q1	3 041,3	241,7	1 134,4	1 058,3	285,7	141,1	180,1
Q2	3 245,6	247,7	1 207,1	1 125,1	313,7	144,8	207,2
Q3	3 507,5	251,6	1 261,0	1 257,9	353,3	146,5	237,3
Q4	3 659,1	242,8	1 277,5	1 371,0	381,0	150,1	236,7
2006 Q1	3 996,6	263,2	1 334,2	1 549,4	427,4	150,2	272,2
Q2 ^(p)	3 911,3	256,7	1 321,1	1 448,1	452,9	151,2	281,2
Spezialfonds							
2005 Q1	1 017,0	46,6	557,7	261,9	90,3	22,0	38,6
Q2	1 067,9	48,7	575,9	274,8	103,9	22,8	41,9
Q3	1 123,8	51,9	599,6	295,5	106,7	25,2	44,8
Q4	1 130,1	48,6	570,6	312,0	124,3	25,9	48,7
2006 Q1	1 200,5	52,7	571,0	346,9	141,7	27,1	61,1
Q2 ^(p)	1 224,1	59,7	587,0	327,7	148,9	29,1	71,7

Quelle: EZB.



FINANZKONTEN UND NICHTFINANZIELLE KONTEN

3.1 Wichtige Forderungen der nichtfinanziellen Sektoren

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

	Insgesamt		Bargeld und Einlagen								Nachrichtlich: Einlagen von Nicht-MFIs bei Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets
	Zusammen	Bargeld	Einlagen nichtfinanzieller Sektoren (ohne Zentralstaaten) bei MFIs im Euro-Währungsgebiet					Einlagen von Zentralstaaten bei MFIs im Euro-Währungsgebiet	Einlagen bei Nicht-MFIs		
			Zusammen	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit	Mit vereinbarter Kündigungsfrist	Repo-geschäfte				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Bestände											
2005 Q1	16 977,4	6 358,0	409,6	5 432,8	2 174,3	1 560,0	1 620,0	78,5	187,4	328,2	371,9
Q2	17 426,5	6 528,6	431,8	5 549,2	2 448,4	1 552,8	1 471,1	76,8	211,5	336,1	369,0
Q3	17 775,6	6 528,9	439,9	5 565,0	2 440,3	1 571,7	1 475,5	77,6	182,4	341,5	396,6
Q4	18 218,0	6 730,1	465,5	5 732,3	2 559,1	1 604,4	1 488,5	80,3	173,6	358,8	369,2
2006 Q1	18 710,2	6 751,8	459,7	5 733,7	2 517,7	1 629,2	1 505,9	80,9	193,1	365,3	376,9
Q2	18 641,8	6 906,1	478,9	5 859,2	2 619,4	1 653,9	1 501,6	84,2	207,4	360,6	373,9
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2005 Q1	146,3	13,3	-2,6	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-5,1	26,7
Q2	303,8	163,7	22,2	110,0	110,9	-10,1	10,9	-1,7	24,1	7,4	-9,5
Q3	95,0	0,5	8,1	16,7	-7,3	18,8	4,4	0,7	-29,4	5,1	14,2
Q4	297,3	204,0	25,6	170,7	119,2	34,9	14,2	2,4	-8,9	16,6	-6,7
2006 Q1	154,1	24,2	-5,8	4,2	-40,5	26,6	17,5	0,6	19,6	6,3	4,6
Q2	310,8	159,9	19,2	130,1	103,2	27,7	-4,1	3,3	15,2	-4,7	-3,4
Wachstumsraten											
2005 Q1	4,7	5,7	16,5	5,1	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	5,6	5,1
Q2	4,6	5,8	15,8	5,5	9,0	1,8	4,9	-3,2	-5,5	7,5	3,5
Q3	4,4	5,4	14,5	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	5,8	4,3
Q4	5,0	6,0	12,9	5,4	10,6	1,7	2,8	-9,3	6,7	7,1	7,4
2006 Q1	5,0	6,2	12,2	5,6	8,4	4,5	2,9	2,7	2,9	10,8	0,7
Q2	4,9	6,0	10,9	5,8	7,1	7,0	2,2	9,2	-1,6	6,9	2,4
Wertpapiere ohne Anteilsrechte											
Anteilsrechte¹⁾											
Versicherungstechnische Rückstellungen											
	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Börsennotierte Aktien	Investmentzertifikate	Geldmarktfondsanteile	Zusammen	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
Bestände											
2005 Q1	1 963,1	229,8	1 733,4	4 333,5	2 304,9	2 028,6	411,2	4 322,8	3 931,4	391,4	
Q2	2 010,8	238,1	1 772,6	4 456,0	2 370,9	2 085,0	408,5	4 431,2	4 036,5	394,7	
Q3	2 002,3	234,5	1 767,8	4 716,3	2 550,9	2 165,3	409,5	4 528,1	4 129,0	399,1	
Q4	1 992,3	220,1	1 772,2	4 851,2	2 677,6	2 173,6	399,6	4 644,3	4 242,5	401,8	
2006 Q1	2 060,7	254,5	1 806,2	5 159,5	2 940,1	2 219,3	381,1	4 738,3	4 330,2	408,0	
Q2	2 089,7	258,2	1 831,6	4 992,3	2 847,8	2 144,5	379,5	4 653,7	4 244,6	409,1	
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2005 Q1	19,8	-5,7	25,5	36,8	3,0	33,8	6,4	76,4	67,5	8,9	
Q2	29,6	9,6	20,0	36,7	20,2	16,5	-1,0	73,9	70,3	3,6	
Q3	-5,2	2,5	-7,7	24,7	-7,9	32,6	2,9	75,0	70,7	4,4	
Q4	5,6	-14,5	20,1	6,1	7,3	-1,2	-8,6	81,5	78,8	2,7	
2006 Q1	68,2	34,1	34,1	-32,3	-47,3	15,0	5,1	94,0	87,1	6,9	
Q2	40,7	6,0	34,7	41,1	45,3	-4,2	-2,7	69,0	68,0	1,1	
Wachstumsraten											
2005 Q1	3,9	15,8	2,6	1,4	1,1	1,8	-3,3	6,8	6,9	5,7	
Q2	3,5	8,2	3,0	0,7	-0,9	2,4	-3,4	7,0	7,2	5,4	
Q3	2,6	5,7	2,2	0,9	-1,7	3,6	-1,9	7,2	7,4	5,5	
Q4	2,5	-3,4	3,3	2,5	1,0	4,1	-0,1	7,3	7,5	5,1	
2006 Q1	5,0	13,8	3,8	0,8	-1,2	3,1	-0,4	7,5	7,8	4,5	
Q2	5,4	11,8	4,6	0,9	-0,1	2,0	-0,8	7,2	7,5	3,8	

Quelle: EZB.

1) Ohne nicht börsennotierte Aktien.

3.2 Wichtige Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren

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

	Insgesamt	Kredite von MFIs und sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet an											Nachrichtlich: Kredite von außerhalb des Euro-Währungs- gebiets an Nicht-MFIs
		Zusammen	Von MFIs im Euro- Währungs- gebiet	Öffentliche Haushalte (Staat)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			Private Haushalte ¹⁾			
				Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Bestände													
2005 Q1	18 251,8	9 030,9	7 877,9	925,3	77,4	847,9	3 811,7	1 190,4	2 621,3	4 293,9	292,2	4 001,8	451,3
Q2	18 805,1	9 246,5	8 110,3	926,7	82,2	844,5	3 907,7	1 239,2	2 668,5	4 412,0	302,7	4 109,3	518,3
Q3	19 266,9	9 377,0	8 240,1	930,9	87,5	843,4	3 943,1	1 226,4	2 716,7	4 503,0	300,2	4 202,8	527,8
Q4	19 525,3	9 600,9	8 450,6	937,8	79,8	858,1	4 044,7	1 266,8	2 777,9	4 618,4	306,7	4 311,7	586,0
2006 Q1	20 155,4	9 824,3	8 645,3	932,7	86,7	846,0	4 181,0	1 286,5	2 894,5	4 710,6	302,7	4 407,9	648,1
Q2	20 092,5	9 912,8	8 856,2	861,4	86,2	775,2	4 233,1	1 305,8	2 927,3	4 818,4	312,3	4 506,1	694,5
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2005 Q1	235,6	101,9	87,2	-6,2	-3,4	-2,7	43,1	5,8	37,3	64,9	0,7	64,2	7,6
Q2	342,0	199,1	187,8	0,8	4,8	-4,0	84,6	39,3	45,3	113,7	10,4	103,2	60,9
Q3	207,4	131,0	133,4	4,5	5,3	-0,9	33,4	-16,6	50,0	93,1	-2,5	95,6	23,4
Q4	281,6	268,2	227,0	14,4	-7,5	21,9	131,5	45,6	85,9	122,2	6,7	115,6	53,9
2006 Q1	302,4	204,7	176,8	-5,0	6,9	-11,9	120,8	21,7	99,1	88,8	-2,3	91,1	56,7
Q2	325,8	240,1	218,8	-7,9	-0,2	-7,7	134,1	47,2	86,8	113,9	9,8	104,0	59,8
Wachstumsraten													
2005 Q1	4,5	5,7	6,0	-1,9	-10,1	-1,0	4,8	3,1	5,6	8,3	3,9	8,7	1,7
Q2	4,8	6,2	6,6	-0,8	-10,1	0,2	5,2	4,8	5,3	8,7	4,9	9,0	16,7
Q3	5,1	6,6	7,1	0,2	-2,8	0,5	5,8	4,4	6,5	8,8	5,0	9,1	21,9
Q4	6,0	7,8	8,2	1,5	-0,9	1,7	7,7	6,2	8,4	9,3	5,2	9,6	33,5
2006 Q1	6,2	8,9	9,2	1,6	12,4	0,6	9,7	7,6	10,7	9,7	4,2	10,1	43,2
Q2	5,9	9,1	9,3	0,7	5,6	0,2	10,7	7,9	12,1	9,5	3,9	9,9	37,4

	Emission von Wertpapieren (ohne Anteilsrechte) durch							Emission von börsen- notierten Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesell- schaften	Verbindlich- keiten von öffentlichen Haushalten aus Einlagen	Pensionsrück- stellungen nichtfinan- zieller Kapital- gesellschaften
	Zusammen	Öffentliche Haushalte (Staat)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
		Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig			
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
Bestände										
2005 Q1	5 499,4	4 834,2	602,4	4 231,8	665,2	237,0	428,2	3 138,6	279,1	303,7
Q2	5 714,5	5 032,5	625,7	4 406,8	682,0	246,0	436,0	3 243,6	293,6	307,0
Q3	5 703,2	5 026,3	611,8	4 414,5	676,8	239,1	437,7	3 580,2	296,1	310,5
Q4	5 623,4	4 960,3	587,6	4 372,7	663,1	233,9	429,2	3 675,5	311,7	313,8
2006 Q1	5 611,5	4 943,6	597,1	4 346,5	668,0	245,8	422,2	4 082,8	319,6	317,1
Q2	5 605,2	4 921,3	610,7	4 310,7	683,9	250,5	433,4	3 940,1	314,1	320,2
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2005 Q1	135,6	125,6	11,1	114,5	10,0	15,3	-5,4	4,7	-9,3	2,8
Q2	123,6	112,9	24,5	88,4	10,7	9,0	1,8	1,4	14,5	3,3
Q3	-8,8	-4,1	-13,7	9,6	-4,8	-7,0	2,3	79,3	2,6	3,4
Q4	-24,7	-19,7	-24,4	4,7	-5,0	-5,2	0,2	20,5	14,4	3,3
2006 Q1	89,0	79,0	9,7	69,3	10,0	12,1	-2,1	-2,5	7,9	3,3
Q2	69,9	47,2	13,1	34,1	22,7	4,6	18,1	18,2	-5,4	3,1
Wachstumsraten										
2005 Q1	4,8	4,8	1,4	5,3	5,0	8,3	3,3	0,5	4,6	4,5
Q2	4,8	5,1	1,9	5,5	3,1	5,8	1,7	0,5	7,1	4,5
Q3	3,7	4,0	-0,4	4,7	1,1	4,3	-0,6	3,2	5,3	4,5
Q4	4,2	4,5	-0,4	5,3	1,7	5,5	-0,3	3,6	7,7	4,2
2006 Q1	3,3	3,5	-0,6	4,1	1,6	3,7	0,5	3,1	14,1	4,4
Q2	2,2	2,0	-2,4	2,7	3,4	1,8	4,2	3,6	6,6	4,2

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	Repo-geschäfte	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2005 Q1	4 373,8	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	364,7	63,1	301,6	1 765,1	82,3	1 682,9
Q2	4 509,3	595,8	61,2	511,3	2,7	20,6	360,4	64,7	295,7	1 829,9	83,8	1 746,0
Q3	4 682,9	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	367,1	70,6	296,6	1 874,9	81,8	1 793,1
Q4	4 769,2	612,6	67,8	521,6	2,6	20,6	370,6	76,6	294,0	1 898,1	84,3	1 813,8
2006 Q1	4 917,7	613,0	65,6	525,2	2,5	19,7	383,5	81,0	302,5	1 917,4	88,1	1 829,3
Q2	4 919,0	625,7	68,6	532,6	2,4	22,1	383,6	82,0	301,6	1 930,6	88,7	1 842,0
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2005 Q1	83,8	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	-2,4	0,9	-3,3	45,0	-1,8	46,8
Q2	58,8	-2,0	-5,3	2,2	0,2	0,8	-4,6	1,6	-6,2	34,2	0,6	33,6
Q3	82,1	7,1	-1,2	6,4	0,1	1,8	2,2	1,3	0,8	35,8	-2,0	37,8
Q4	71,4	8,7	7,4	3,1	0,0	-1,9	1,3	5,6	-4,3	41,4	1,8	39,5
2006 Q1	91,5	0,6	-2,0	3,6	-0,1	-0,8	12,9	4,4	8,5	39,6	3,1	36,5
Q2	66,7	12,9	3,0	7,6	0,0	2,4	0,8	1,2	-0,4	25,4	-1,0	26,5
Wachstumsraten												
2005 Q1	6,0	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-1,2	1,1	-1,7	9,6	6,9	9,7
Q2	6,4	5,1	1,8	5,7	23,8	-2,8	-2,0	2,4	-2,9	9,6	6,0	9,8
Q3	7,0	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	-1,2	5,0	-2,5	9,7	3,0	10,0
Q4	7,0	4,5	12,5	3,7	18,4	-0,8	-1,0	15,0	-4,3	9,1	-1,6	9,6
2006 Q1	6,9	2,4	-1,7	3,0	7,2	-0,3	3,2	20,4	-0,3	8,6	4,3	8,8
Q2	6,9	4,9	11,8	4,0	-3,1	7,5	4,8	19,2	1,6	7,8	2,3	8,0

	Wichtige Forderungen					Wichtige Verbindlichkeiten								
	Anteilsrechte ¹⁾				Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	Insgesamt	Kredite von MFIs und sonstigen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet		Wertpapiere ohne Anteilsrechte	Börsennotierte Aktien	Versicherungstechnische Rückstellungen			
	Zusammen	Börsennotierte Aktien	Investmentzertifikate	Geldmarktfondsanteile			Zusammen	Von MFIs im Euro-Währungsgebiet			Zusammen	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	
														13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Bestände														
2005 Q1	1 517,3	725,9	791,4	67,0	129,7	4 536,1	90,1	58,2	21,5	220,3	4 204,3	3 587,3	617,0	
Q2	1 591,4	758,1	833,3	87,0	131,9	4 654,9	92,8	63,8	21,6	223,3	4 317,2	3 702,7	614,5	
Q3	1 703,8	830,5	873,3	87,8	134,3	4 782,1	92,4	65,2	22,2	251,2	4 416,2	3 793,8	622,4	
Q4	1 751,6	853,1	898,5	80,6	136,3	4 904,0	64,9	64,6	22,2	285,9	4 530,9	3 901,8	629,0	
2006 Q1	1 864,9	911,3	953,6	79,7	138,9	5 029,0	82,4	81,9	22,1	298,7	4 625,8	3 987,1	638,7	
Q2	1 837,6	879,0	958,7	84,1	141,3	5 053,9	85,3	84,7	22,0	272,5	4 674,1	4 032,0	642,1	
Transaktionsbedingte Veränderungen														
2005 Q1	25,2	7,0	18,2	-0,3	3,4	85,6	9,7	8,6	0,6	0,0	75,3	62,7	12,7	
Q2	29,1	4,5	24,6	6,6	2,0	75,7	2,8	5,5	0,0	0,5	72,4	68,5	4,0	
Q3	34,5	16,9	17,6	0,9	2,4	78,0	-0,4	1,4	0,5	1,1	76,8	68,9	7,9	
Q4	18,6	-4,8	23,4	-8,1	1,4	85,9	-0,5	-0,6	0,1	4,0	82,3	76,7	5,6	
2006 Q1	34,6	0,8	33,7	-0,8	3,8	112,8	17,3	17,1	0,0	0,1	95,4	84,6	10,9	
Q2	24,2	6,1	18,1	3,4	3,3	76,6	3,0	2,8	0,0	0,1	73,5	70,1	3,4	
Wachstumsraten														
2005 Q1	3,5	2,0	4,8	6,2	4,2	6,3	5,4	23,7	-6,1	1,2	6,6	6,9	4,9	
Q2	5,4	3,2	7,5	17,0	4,9	6,5	3,5	17,6	-5,4	1,4	6,9	7,3	4,6	
Q3	6,9	4,4	9,2	19,7	5,1	6,8	1,1	22,8	5,7	0,9	7,2	7,6	5,0	
Q4	7,4	3,4	11,1	-1,5	7,4	7,4	14,4	30,8	6,0	2,7	7,5	7,9	5,0	
2006 Q1	7,7	2,4	12,6	-2,2	7,5	7,8	21,2	40,4	3,1	2,6	7,8	8,3	4,6	
Q2	7,0	2,5	11,1	-5,3	8,3	7,6	20,8	32,5	2,8	2,4	7,6	8,1	4,5	

Quelle: EZB.
1) Ohne nicht börsennotierte Aktien.

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

1. Alle Sektoren im Euro-Währungsgebiet

	Sachvermögensbildung					Geldvermögensbildung							
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Vorratsveränderungen ¹⁾	Nicht produzierte Vermögensgüter	Insgesamt	Währungs-gold und Sonderzie-hungsrechte (SZR)	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Kredite	Anteilsrechte	Versiche-rungstechnische Rückstellungen	Übrige Geldver-mögensbildung (netto) ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	508,0	1 353,7	-871,5	25,7	0,1	3 313,5	-1,3	566,5	499,5	879,5	1 090,1	264,7	14,4
2000	565,4	1 456,0	-927,2	36,3	0,3	3 282,1	-1,3	369,1	334,9	797,9	1 506,6	251,4	23,5
2001	517,6	1 483,0	-976,7	10,6	0,6	2 797,7	0,5	583,2	578,4	693,8	727,1	254,4	-39,6
2002	453,0	1 481,8	-1 013,9	-15,3	0,5	2 545,7	-0,9	802,0	376,5	520,7	599,7	226,2	21,5
2003	464,0	1 507,3	-1 043,4	-0,3	0,4	2 756,8	-1,7	737,8	576,0	613,6	577,0	240,9	13,2
2004	509,7	1 573,2	-1 086,0	22,6	-0,2	3 148,8	-1,6	1 007,4	647,0	710,5	520,3	257,7	7,6

	Reinvermögensänderung ⁴⁾				Nettozugang an Verbindlichkeiten						
	Insgesamt	Bruttoersparnis	Abschreibungen (-)	Empfangene Vermögenstransfers (netto)	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Kredite	Anteilsrechte	Versicherungs-technische Rückstellungen	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
1999	488,6	1 347,3	-871,5	12,8	3 333,0	842,5	554,4	773,5	894,5	268,0	
2000	505,3	1 419,7	-927,2	12,8	3 342,1	507,7	474,0	903,2	1 200,7	256,6	
2001	481,8	1 451,1	-976,7	7,4	2 833,4	614,0	512,4	673,2	773,1	260,7	
2002	517,9	1 521,3	-1 013,9	10,6	2 480,7	637,8	437,7	565,4	610,0	229,8	
2003	500,3	1 528,8	-1 043,4	14,9	2 720,5	672,9	587,1	581,0	629,1	250,4	
2004	538,9	1 608,4	-1 086,0	16,5	3 119,5	1 120,9	684,5	548,1	506,5	259,5	

2. Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

	Sachvermögensbildung			Geldvermögensbildung					Reinvermögens-änderung ⁴⁾		Nettozugang an Verbindlichkeiten			
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Kredite	Anteilsrechte	Insgesamt	Bruttoersparnis	Insgesamt	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Kredite	Anteilsrechte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	257,5	728,5	-489,2	619,9	29,9	79,6	187,4	319,4	96,6	529,8	780,8	46,8	433,4	289,7
2000	380,8	803,4	-524,2	938,4	68,2	68,5	244,2	543,7	83,4	557,3	1 235,8	70,3	632,6	521,1
2001	279,6	821,3	-554,9	623,3	106,5	45,6	183,2	234,3	95,6	587,9	807,3	104,1	381,0	310,8
2002	219,8	810,8	-576,9	408,8	24,9	22,1	65,5	256,7	123,2	639,8	505,3	17,8	268,5	206,5
2003	218,6	814,5	-592,0	378,0	91,2	-26,0	150,5	202,1	116,3	663,2	480,2	72,5	210,4	183,5
2004	254,8	850,6	-614,2	267,5	83,5	-48,6	85,2	164,9	156,0	714,6	366,3	16,8	165,9	170,5

3. Private Haushalte⁵⁾

	Sachvermögensbildung			Geldvermögensbildung					Reinvermögens-änderung ⁴⁾		Nettozugang an Verbindlichkeiten		Nachrichtlich:	
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Anteilsrechte	Versiche-rungstechnische Rückstellungen	Insgesamt	Bruttoersparnis	Insgesamt	Kredite	Verfügbares Bruttoeinkommen	Brutto-sparquote ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	199,1	427,4	-232,9	472,0	116,6	-60,7	190,4	250,0	400,9	608,5	270,3	268,8	4 230,0	14,2
2000	201,4	445,2	-245,1	422,5	78,7	28,8	119,8	245,5	392,7	612,0	231,3	229,3	4 436,0	13,7
2001	184,8	443,9	-257,6	433,2	16,8,1	59,4	35,7	234,2	435,9	675,6	182,1	180,4	4 667,4	14,3
2002	185,9	455,4	-267,9	493,2	219,6	16,2	0,1	216,3	458,1	719,0	221,0	218,9	4 824,2	14,7
2003	190,1	465,1	-278,6	531,0	217,5	-45,6	92,3	240,0	470,7	735,9	250,4	248,3	4 958,7	14,7
2004	202,5	491,4	-291,9	601,6	237,3	62,8	18,9	246,4	485,9	761,9	318,1	315,8	5 128,9	14,7

Quelle: EZB.

1) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2) Ohne Finanzderivate.

3) Finanzderivate und sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten.

4) Ergibt sich aus der Ersparnis und den empfangenen Vermögenstransfers (netto) nach Abschreibungen (-).

5) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

6) Bruttoersparnis dividiert durch verfügbares Bruttoeinkommen und Nettozunahme der Ansprüche aus Pensionsrückstellungen.



FINANZMÄRKTE

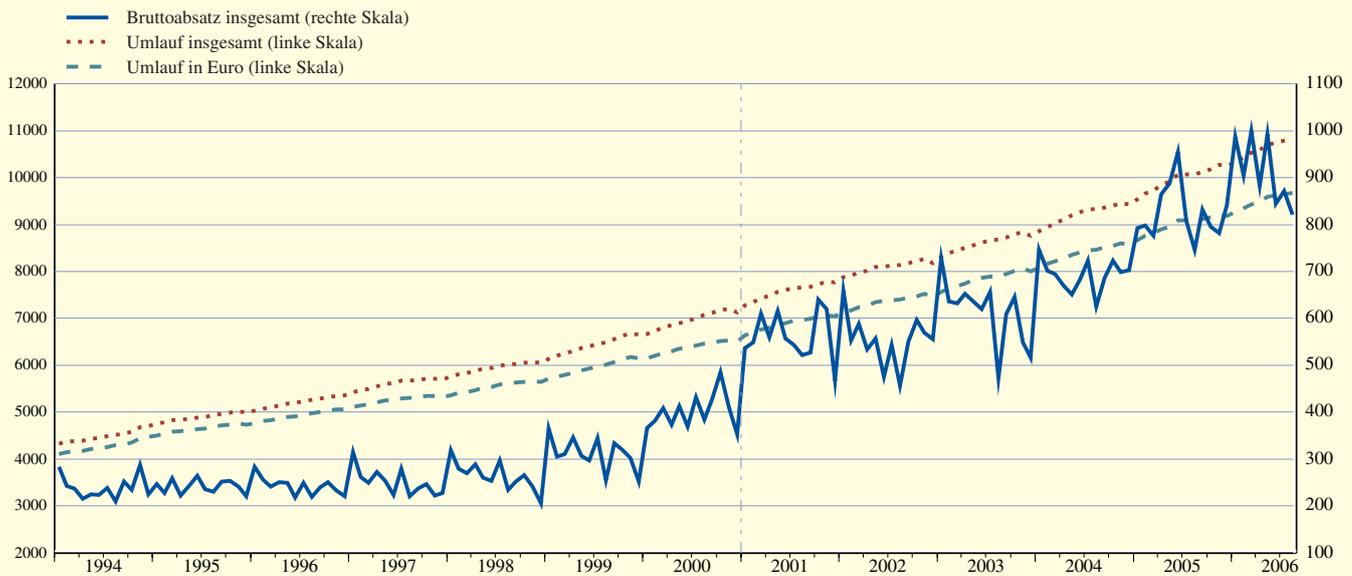
4.1 Wertpapiere ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen

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

	Euro insgesamt ¹⁾			Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet								
	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Euro			Alle Währungen					
				Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Jahreswachstumsraten	Saisonbereinigt ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Insgesamt												
2005 Aug.	10 630,4	758,3	4,0	9 077,8	705,7	-10,8	10 068,9	746,3	-3,4	7,4	38,8	6,8
Sept.	10 729,4	894,5	100,5	9 113,9	787,6	37,5	10 125,6	832,4	48,6	7,4	48,3	7,3
Okt.	10 744,4	798,4	15,3	9 150,5	745,0	36,7	10 180,2	794,9	53,8	7,5	54,3	6,4
Nov.	10 821,8	801,7	79,1	9 210,5	734,6	61,6	10 267,3	781,5	74,2	7,6	71,1	7,3
Dez.	10 836,1	871,0	12,6	9 187,8	794,8	-24,3	10 249,8	841,6	-24,9	7,6	75,8	6,1
2006 Jan.	10 885,4	972,1	55,1	9 266,7	927,6	84,7	10 332,9	987,8	103,1	7,6	61,5	7,1
Febr.	10 993,7	918,4	105,8	9 346,2	846,7	76,9	10 440,3	903,5	89,6	7,2	61,9	7,5
März	11 147,6	1 052,7	153,6	9 427,5	937,9	81,1	10 525,0	999,4	97,6	7,6	70,7	8,0
April	11 169,4	873,5	18,5	9 479,4	821,8	48,8	10 583,1	883,0	68,1	7,2	56,3	8,0
Mai	11 295,9	1 008,7	126,6	9 593,6	940,2	114,3	10 706,2	992,4	128,1	7,8	90,9	8,3
Juni	11 352,7	892,3	61,2	9 613,6	794,0	24,4	10 734,9	844,3	30,3	6,6	22,8	7,2
Juli	.	.	.	9 649,1	821,0	34,8	10 786,9	871,4	47,3	7,1	56,4	7,0
Aug.	.	.	.	9 671,0	778,8	21,3	10 817,0	821,3	24,7	7,3	74,8	7,2
Langfristig												
2005 Aug.	9 677,5	86,9	-4,9	8 222,6	63,8	-16,8	9 086,3	77,3	-9,3	8,1	28,3	7,4
Sept.	9 745,2	188,6	68,6	8 265,5	143,8	43,5	9 146,1	163,3	54,9	8,0	47,5	7,5
Okt.	9 776,7	166,5	32,5	8 283,1	137,4	18,4	9 180,6	159,3	31,6	8,0	44,8	6,8
Nov.	9 859,1	168,3	83,3	8 348,0	131,9	65,8	9 270,1	152,6	80,5	8,2	76,7	7,7
Dez.	9 903,0	178,4	41,7	8 375,2	147,2	25,2	9 302,8	166,0	27,4	8,3	72,0	6,2
2006 Jan.	9 946,1	195,9	48,3	8 414,5	173,5	44,5	9 343,2	195,4	56,9	8,1	57,3	7,3
Febr.	10 036,0	215,0	88,5	8 476,2	170,7	60,1	9 429,0	196,3	72,3	7,6	49,9	7,8
März	10 134,6	245,3	98,9	8 547,6	194,3	71,8	9 498,3	220,1	80,1	7,8	60,7	8,1
April	10 169,7	173,3	33,6	8 577,1	141,5	28,2	9 536,3	170,6	48,1	7,5	49,5	8,1
Mai	10 268,0	203,5	98,5	8 663,0	167,4	86,1	9 629,6	187,0	95,7	7,7	63,7	7,8
Juni	10 324,0	195,2	57,2	8 727,7	167,5	65,7	9 711,8	189,7	79,1	6,8	51,1	7,2
Juli	.	.	.	8 753,2	158,1	25,8	9 755,3	179,5	39,6	7,2	51,6	7,1
Aug.	.	.	.	8 764,7	71,2	11,5	9 773,6	87,5	21,0	7,6	65,9	7,4

AIS 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	
	Insgesamt											
2004	9 429	3 713	737	591	4 138	250	8 307	5 480	223	1 028	1 493	83
2005	10 250	4 109	927	610	4 322	283	9 878	6 983	325	1 032	1 444	95
2005 Q3	10 126	4 046	842	613	4 354	271	2 386	1 732	49	251	332	21
Q4	10 250	4 109	927	610	4 322	283	2 418	1 747	116	250	279	26
2006 Q1	10 525	4 260	970	619	4 387	289	2 891	2 107	83	257	421	22
Q2	10 735	4 335	1 034	636	4 432	298	2 720	1 974	108	261	355	22
2006 Mai	10 706	4 352	1 003	639	4 419	293	992	740	30	94	121	8
Juni	10 735	4 335	1 034	636	4 432	298	844	595	46	85	110	9
Juli	10 787	4 370	1 050	637	4 431	299	871	615	29	86	135	6
Aug.	10 817	4 396	1 058	630	4 434	300	821	637	17	82	80	6
	Kurzfristig											
2004	926	447	7	90	376	5	6 368	4 574	44	931	785	33
2005	947	482	7	90	363	5	7 808	6 046	45	942	741	33
2005 Q3	979	475	7	99	393	5	1 999	1 560	12	235	184	9
Q4	947	482	7	90	363	5	1 940	1 531	10	221	170	8
2006 Q1	1 027	539	7	98	377	5	2 279	1 817	13	242	199	8
Q2	1 023	531	10	101	376	5	2 172	1 739	16	229	180	8
2006 Mai	1 077	579	9	106	378	5	805	662	6	78	57	3
Juni	1 023	531	10	101	376	5	655	509	5	77	61	3
Juli	1 032	536	10	102	378	5	692	543	5	77	63	3
Aug.	1 043	557	11	96	374	5	734	593	3	80	55	2
	Langfristig ¹⁾											
2004	8 503	3 266	729	501	3 762	245	1 940	905	179	97	708	49
2005	9 303	3 627	920	519	3 959	278	2 069	937	279	89	702	61
2005 Q3	9 146	3 571	835	514	3 961	265	387	172	38	17	148	12
Q4	9 303	3 627	920	519	3 959	278	478	216	106	29	109	18
2006 Q1	9 498	3 720	963	521	4 010	285	612	290	70	15	222	15
Q2	9 712	3 804	1 024	535	4 056	293	547	234	92	32	175	14
2006 Mai	9 630	3 774	994	533	4 040	288	187	78	24	15	64	5
Juni	9 712	3 804	1 024	535	4 056	293	190	86	41	8	49	6
Juli	9 755	3 834	1 040	534	4 053	294	179	72	24	8	72	3
Aug.	9 774	3 839	1 047	533	4 059	295	87	44	14	1	25	3
	Darunter festverzinslich											
2004	6 380	1 929	416	410	3 439	186	1 193	408	70	61	620	36
2005	6 711	2 016	458	409	3 611	217	1 227	413	91	54	620	48
2005 Q3	6 671	2 014	435	412	3 603	207	235	80	8	8	133	8
Q4	6 711	2 016	458	409	3 611	217	264	95	35	16	103	14
2006 Q1	6 812	2 060	475	404	3 649	225	400	155	31	8	195	12
Q2	6 907	2 079	500	410	3 686	232	331	109	42	20	150	10
2006 Mai	6 871	2 073	482	410	3 678	227	115	38	7	10	57	3
Juni	6 907	2 079	500	410	3 686	232	114	40	21	5	41	6
Juli	6 918	2 085	501	409	3 690	233	109	29	5	6	66	2
Aug.	6 924	2 087	503	408	3 692	234	54	22	7	0	21	3
	Darunter variabel verzinslich											
2004	1 870	1 148	310	77	276	59	620	404	110	32	60	14
2005	2 258	1 343	457	94	304	60	715	429	188	28	58	12
2005 Q3	2 165	1 310	396	86	315	58	124	76	30	6	8	5
Q4	2 258	1 343	457	94	304	60	185	95	70	12	4	4
2006 Q1	2 331	1 383	484	97	307	60	172	108	39	4	18	3
Q2	2 429	1 421	520	108	319	61	174	93	50	12	15	4
2006 Mai	2 395	1 409	507	104	313	61	62	33	17	5	4	2
Juni	2 429	1 421	520	108	319	61	59	31	19	3	6	1
Juli	2 461	1 434	534	109	323	61	59	33	19	2	4	1
Aug.	2 468	1 435	539	109	324	61	25	15	7	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.

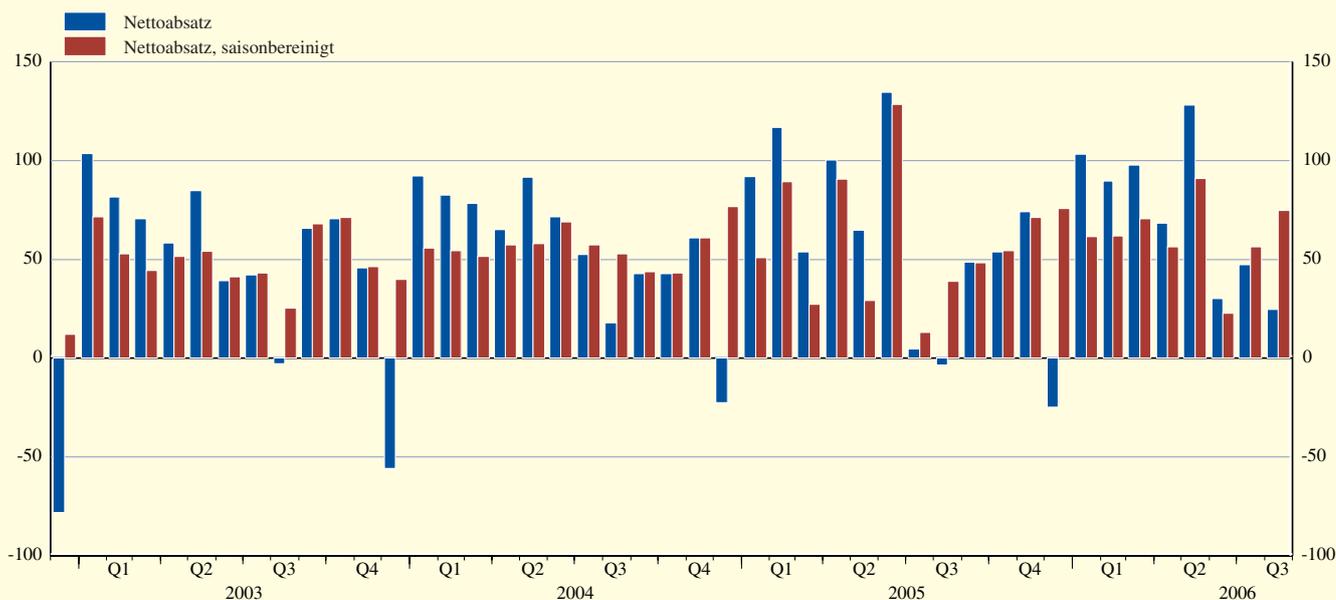
4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten (soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; während des Berichtszeitraums getätigte Transaktionen; Nominalwerte)

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
	Insgesamt											
2004	675,1	350,4	75,2	8,4	209,6	31,5	679,6	354,0	73,1	8,2	212,6	31,7
2005	715,3	315,6	177,2	21,8	168,3	32,2	716,9	319,0	173,0	22,0	170,5	32,4
2005 Q3	49,8	38,3	12,3	-0,8	-4,5	4,5	100,0	51,9	24,6	2,9	13,8	6,8
Q4	103,2	44,8	81,3	-0,2	-35,0	12,3	201,3	78,1	59,2	5,8	47,1	11,0
2006 Q1	290,4	158,7	45,3	10,6	68,7	6,9	194,1	107,0	65,4	7,3	8,4	6,1
Q2	226,5	81,8	66,4	20,9	48,5	8,9	169,9	86,2	53,9	14,2	7,2	8,4
2006 Mai	128,1	59,5	17,2	14,6	32,5	4,3	90,9	51,0	18,6	9,1	7,8	4,3
Juni	30,3	-16,8	30,6	-1,0	12,5	5,0	22,8	4,2	16,3	0,0	-1,9	4,2
Juli	47,3	30,6	15,7	0,4	-0,6	1,3	56,4	22,8	14,0	-2,0	19,4	2,1
Aug.	24,7	19,7	8,1	-6,6	3,0	0,6	74,8	36,9	24,6	-4,5	15,1	2,7
	Langfristig											
2004	615,1	297,8	73,8	12,0	201,7	29,8	617,8	299,1	71,7	12,0	205,1	30,0
2005	708,5	292,9	177,6	22,2	183,3	32,5	710,2	294,8	173,4	22,1	187,2	32,6
2005 Q3	43,3	28,1	12,7	5,8	-7,7	4,5	83,9	32,1	25,0	7,8	12,3	6,7
Q4	139,4	40,6	81,5	8,6	-3,9	12,7	193,6	68,7	59,4	7,8	45,9	11,6
2006 Q1	209,3	100,8	45,3	2,8	53,4	7,0	168,0	70,3	65,4	8,0	18,3	6,0
Q2	222,9	85,5	63,5	15,5	49,6	8,9	164,3	83,2	50,9	8,9	12,8	8,5
2006 Mai	95,7	35,3	16,8	9,2	29,9	4,5	63,7	25,7	18,1	5,8	9,7	4,6
Juni	79,1	28,1	29,4	1,5	15,0	5,0	51,1	35,8	14,7	-1,9	-1,6	4,1
Juli	39,6	26,1	15,5	-0,1	-2,7	0,9	51,6	21,0	14,0	-2,1	16,6	2,1
Aug.	21,0	6,9	7,7	-0,9	6,6	0,7	65,9	19,2	24,3	1,4	18,4	2,6

A16 Nettoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien, saisonbereinigt und nicht saisonbereinigt

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

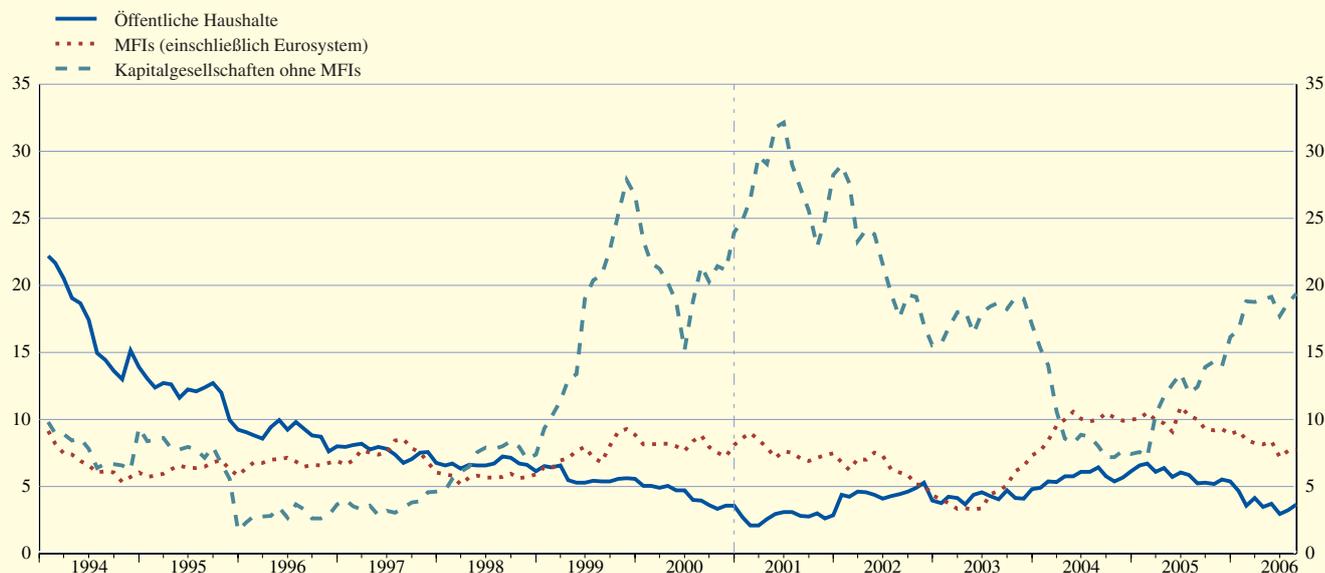


Quelle: EZB.

4.3 Wachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien ¹⁾
(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	
	Insgesamt											
2005 Aug.	7,4	10,0	18,8	2,3	3,7	12,1	6,8	9,6	22,9	1,9	2,2	9,4
Sept.	7,4	9,4	21,2	2,9	3,8	11,8	7,3	9,2	23,3	1,9	3,4	10,2
Okt.	7,5	9,4	21,4	4,1	3,6	12,2	6,4	8,4	23,5	2,0	2,2	9,0
Nov.	7,6	9,4	21,1	3,2	4,0	12,3	7,3	9,2	22,3	1,5	3,3	13,8
Dez.	7,6	8,4	23,8	3,7	4,1	12,9	6,1	6,6	21,4	2,9	2,8	13,9
2006 Jan.	7,6	9,1	24,3	3,6	3,6	11,3	7,1	7,7	26,2	4,6	3,1	12,7
Febr.	7,2	8,9	26,9	3,2	2,5	11,9	7,5	8,1	31,0	4,6	2,8	14,2
März	7,6	9,3	27,3	3,0	3,0	11,6	8,0	9,3	31,5	4,3	2,6	13,0
April	7,2	8,9	27,4	2,9	2,4	10,2	8,0	9,3	31,3	3,8	2,7	11,4
Mai	7,8	10,0	26,7	4,3	2,6	12,1	8,3	10,6	31,3	7,3	1,8	10,5
Juni	6,6	8,1	24,7	5,0	1,8	12,3	7,2	9,5	28,0	7,1	0,7	10,5
Juli	7,1	8,3	26,6	5,1	2,2	11,6	7,0	8,9	27,1	5,6	1,2	10,6
Aug.	7,3	8,5	28,2	3,9	2,5	12,0	7,2	8,8	25,7	3,2	2,3	10,0
	Langfristig											
2005 Aug.	8,1	10,0	18,8	3,5	4,8	12,4	7,4	9,3	23,5	4,5	3,0	9,9
Sept.	8,0	9,3	21,3	3,7	4,8	12,2	7,5	8,5	23,7	4,1	3,9	10,5
Okt.	8,0	9,2	21,5	4,3	4,7	12,5	6,8	8,4	24,0	5,0	2,3	9,1
Nov.	8,2	9,3	21,2	3,7	5,0	13,0	7,7	9,0	22,7	5,5	3,6	14,2
Dez.	8,3	8,9	24,1	4,4	4,9	13,2	6,2	5,8	21,8	6,3	3,0	14,6
2006 Jan.	8,1	9,1	24,6	5,1	4,2	11,8	7,3	7,3	26,5	7,4	3,2	13,1
Febr.	7,6	8,5	27,3	6,1	3,0	12,6	7,8	7,6	31,1	7,6	2,9	15,0
März	7,8	8,2	27,7	5,2	3,6	12,1	8,1	7,9	31,9	6,3	3,3	13,6
April	7,5	8,1	27,6	5,6	3,0	10,5	8,1	7,8	31,4	6,2	3,6	12,0
Mai	7,7	8,4	26,9	7,0	3,1	12,5	7,8	7,7	31,2	8,6	2,6	11,0
Juni	6,8	7,2	24,7	6,5	2,3	12,7	7,2	8,6	27,5	6,6	1,6	10,7
Juli	7,2	7,7	26,5	6,1	2,6	11,9	7,1	8,0	26,6	4,7	2,1	10,6
Aug.	7,6	7,7	28,0	5,5	3,1	12,4	7,4	7,9	25,2	3,5	3,3	9,9

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



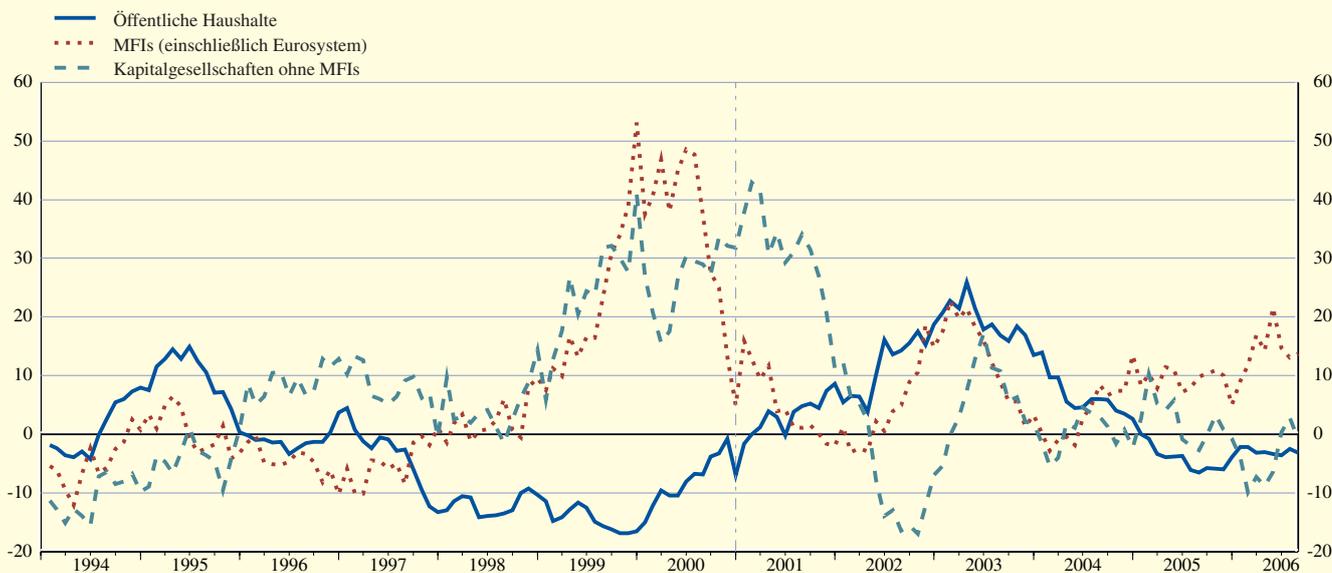
Quelle: EZB.

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 ¹⁾ (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	
	Alle Währungen											
2004	5,1	3,1	6,5	3,4	5,8	14,7	16,2	18,5	27,1	8,8	0,3	26,5
2005	4,7	3,1	5,7	0,3	5,4	15,0	19,4	18,3	35,9	22,6	9,8	4,7
2005 Q3	4,5	3,0	6,4	0,6	5,0	15,6	20,7	19,7	38,9	17,7	11,5	1,7
2005 Q4	4,7	3,9	6,4	0,5	4,8	15,9	19,1	15,3	43,9	19,6	11,7	1,9
2006 Q1	4,3	4,2	8,9	0,7	3,5	15,6	19,0	14,3	48,9	24,5	7,8	1,1
2006 Q2	4,2	4,4	11,7	1,0	3,0	13,5	16,9	11,9	46,2	28,3	3,6	5,1
2006 März	4,4	4,4	10,3	0,3	3,6	14,5	18,0	12,7	51,3	24,9	4,9	3,2
2006 April	4,1	4,3	11,5	0,5	3,1	12,3	17,1	12,3	48,9	26,8	2,0	3,4
2006 Mai	4,3	4,7	11,9	1,8	3,0	14,0	17,4	12,2	45,5	30,3	5,1	6,5
2006 Juni	3,8	4,1	13,2	1,1	2,2	14,2	14,6	9,8	38,4	30,6	2,7	7,5
2006 Juli	4,3	4,5	14,4	0,7	2,8	13,7	15,4	10,1	40,8	31,3	4,3	5,6
2006 Aug.	4,5	4,7	15,7	0,4	3,0	14,0	15,6	10,1	42,3	29,7	4,2	6,4
	Euro											
2004	4,8	1,3	10,5	2,0	5,9	14,7	15,6	17,8	27,2	9,1	0,2	25,3
2005	4,3	0,9	9,1	-0,1	5,3	15,3	18,8	17,2	35,2	22,6	10,2	5,3
2005 Q3	4,1	1,0	9,9	0,4	4,9	16,0	20,5	18,9	38,4	18,5	12,1	2,6
2005 Q4	4,2	1,9	8,5	0,6	4,6	16,2	18,3	13,9	41,6	21,2	12,2	2,2
2006 Q1	3,7	2,4	9,1	0,5	3,5	16,1	18,2	12,9	46,2	26,4	8,2	0,9
2006 Q2	3,6	2,7	10,0	0,8	3,1	13,9	15,7	10,2	42,1	31,6	3,7	4,0
2006 März	3,8	2,7	9,2	0,2	3,5	15,1	17,3	11,5	48,2	26,9	5,0	2,8
2006 April	3,5	2,5	10,3	0,3	3,1	12,7	15,8	10,6	44,6	29,8	2,1	2,8
2006 Mai	3,8	3,1	10,3	1,5	3,1	14,4	16,1	10,4	41,3	34,1	5,2	4,9
2006 Juni	3,2	2,6	9,9	0,8	2,4	14,1	12,9	7,6	34,1	34,6	2,7	5,9
2006 Juli	3,6	3,0	11,0	-0,5	2,9	13,6	13,9	8,1	35,9	35,4	4,4	4,1
2006 Aug.	3,7	3,2	11,3	-0,9	3,1	13,9	14,2	8,3	37,4	33,4	4,2	5,1

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



Quelle: EZB.

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

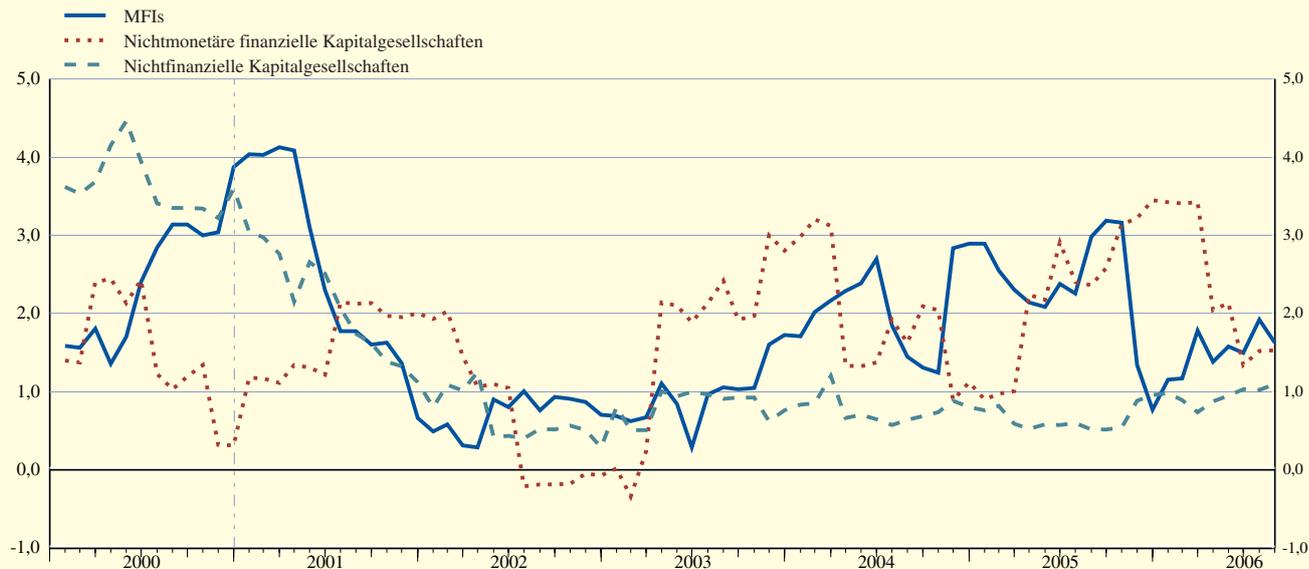
4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet ¹⁾
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Marktkurse)

1. Umlauf und Jahreswachstumsraten

(Umlauf am Ende des Berichtszeitraums)

	Insgesamt			MFIs		Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
	Umlauf	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
2004 Aug.	3 621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	355,3	1,6	2 703,4	0,6
Sept.	3 707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	364,2	2,1	2 764,1	0,7
Okt.	3 787,6	102,2	0,9	598,0	1,2	374,6	2,0	2 815,0	0,7
Nov.	3 906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	388,6	0,9	2 894,1	0,9
Dez.	4 033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	407,7	1,1	2 982,4	0,8
2005 Jan.	4 138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	414,2	0,9	3 061,3	0,8
Febr.	4 254,5	102,7	1,1	681,1	2,6	434,1	1,0	3 139,2	0,8
März	4 242,4	102,7	0,9	677,7	2,3	424,0	1,0	3 140,7	0,6
April	4 094,7	102,9	1,0	656,0	2,1	409,4	2,2	3 029,3	0,5
Mai	4 272,7	102,9	1,0	678,1	2,1	424,0	2,2	3 170,5	0,6
Juni	4 381,2	103,1	1,1	698,0	2,4	441,5	2,9	3 241,6	0,6
Juli	4 631,2	103,1	1,0	727,9	2,3	466,7	2,4	3 436,6	0,6
Aug.	4 605,9	103,1	1,1	723,4	3,0	457,1	2,4	3 425,4	0,5
Sept.	4 827,2	103,3	1,1	764,1	3,2	483,7	2,6	3 579,3	0,5
Okt.	4 659,4	103,4	1,2	752,4	3,2	480,5	3,1	3 426,6	0,5
Nov.	4 882,0	103,7	1,2	809,2	1,3	513,6	3,2	3 559,2	0,9
Dez.	5 056,2	103,8	1,2	836,4	0,8	540,8	3,4	3 679,1	1,0
2006 Jan.	5 289,1	103,9	1,3	884,8	1,2	535,8	3,4	3 868,5	1,0
Febr.	5 429,2	103,9	1,2	938,8	1,2	561,8	3,4	3 928,7	0,9
März	5 629,8	103,9	1,2	962,3	1,8	579,1	3,4	4 088,4	0,7
April	5 653,2	104,0	1,1	948,8	1,4	572,9	2,0	4 131,5	0,9
Mai	5 364,6	104,2	1,2	896,7	1,6	533,5	2,1	3 934,4	1,0
Juni	5 376,5	104,3	1,1	905,0	1,5	529,6	1,3	3 941,9	1,0
Juli	5 372,7	104,4	1,2	918,5	1,9	543,3	1,5	3 910,8	1,0
Aug.	5 536,2	104,4	1,2	958,7	1,6	594,3	1,5	3 983,3	1,1

A19 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 ¹⁾

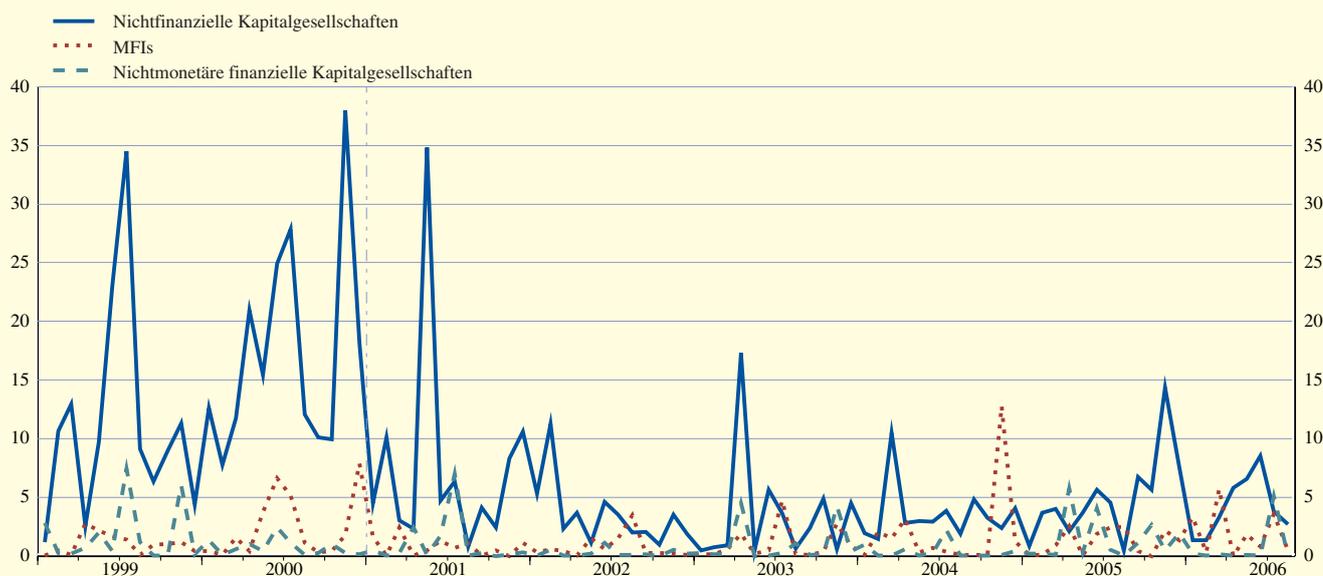
(in Mrd €; Marktkurse)

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
2004 Aug.	2,0	3,1	-1,1	0,1	2,2	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	1,0	0,9
Sept.	4,9	2,2	2,8	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
Okt.	3,3	0,7	2,6	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,2	0,7	2,5
Nov.	15,3	3,6	11,7	12,8	0,3	12,5	0,1	0,0	0,1	2,4	3,3	-0,9
Dez.	5,7	2,2	3,5	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	4,1	2,1	2,0
2005 Jan.	1,1	1,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,9	1,2	-0,3
Febr.	4,0	1,3	2,7	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	3,7	1,2	2,5
März	5,0	1,8	3,2	0,9	0,8	0,1	0,1	0,1	0,0	4,0	0,8	3,2
April	10,4	2,3	8,1	2,5	0,0	2,5	5,8	0,0	5,7	2,1	2,3	-0,2
Mai	4,0	3,2	0,7	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	-0,3	3,7	2,7	1,0
Juni	11,6	4,9	6,7	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	5,6	3,2	2,5
Juli	7,5	6,6	0,9	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,5	3,7	0,8
Aug.	2,9	2,2	0,8	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	2,0	-1,6
Sept.	8,2	2,3	5,9	0,4	0,0	0,4	1,1	0,1	1,0	6,7	2,2	4,5
Okt.	8,3	1,6	6,7	0,0	0,1	-0,1	2,6	0,0	2,6	5,6	1,4	4,2
Nov.	17,0	3,8	13,2	2,1	0,0	2,1	0,5	0,0	0,5	14,4	3,8	10,6
Dez.	10,9	7,3	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,6	2,6	5,0
2006 Jan.	4,8	0,8	4,1	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6
Febr.	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	1,3	1,6	-0,3
März	9,1	5,4	3,7	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	3,3	5,4	-2,1
April	5,8	0,4	5,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,8	0,3	5,5
Mai	8,5	2,2	6,3	1,9	0,0	1,8	0,1	0,0	0,1	6,5	2,2	4,4
Juni	9,4	2,6	6,7	0,8	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	8,5	2,4	6,2
Juli	12,5	7,1	5,3	3,6	0,4	3,2	5,1	3,5	1,6	3,8	3,2	0,6
Aug.	3,2	1,6	1,5	0,4	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,5	1,2

A20 Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen

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



Quelle: EZB.

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

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

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

1. Einlagenzinsen (Neugeschäft)

	Einlagen von privaten Haushalten						Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften				Repo- geschäfte
	Täglich fällig ¹⁾	Mit vereinbarter Laufzeit			Mit vereinbarter Kündigungsfrist ^{1), 2)}		Täglich fällig ¹⁾	Mit vereinbarter Laufzeit			
		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2005 Sept.	0,69	1,97	2,05	2,04	1,98	2,29	0,97	2,04	2,23	2,97	2,03
Okt.	0,69	1,99	2,28	2,16	1,97	2,27	0,97	2,04	2,58	3,54	2,01
Nov.	0,70	2,02	2,34	2,18	2,00	2,27	1,00	2,08	2,18	3,52	2,02
Dez.	0,71	2,15	2,25	2,21	1,97	2,30	1,02	2,25	2,48	3,55	2,22
2006 Jan.	0,73	2,21	2,47	2,56	2,00	2,32	1,05	2,27	2,40	3,52	2,25
Febr.	0,74	2,24	2,52	2,36	1,97	2,34	1,08	2,31	2,69	3,37	2,26
März	0,76	2,37	2,60	2,45	1,98	2,37	1,14	2,48	2,93	3,28	2,44
April	0,79	2,40	2,81	2,49	2,00	2,42	1,16	2,51	2,93	3,71	2,49
Mai	0,79	2,45	2,86	2,48	2,00	2,48	1,18	2,58	3,18	3,38	2,48
Juni	0,81	2,57	2,88	2,57	2,03	2,52	1,22	2,70	3,22	3,27	2,65
Juli	0,81	2,70	3,04	2,80	2,08	2,58	1,24	2,78	3,31	3,98	2,76
Aug.	0,85	2,79	2,97	2,82	2,23	2,64	1,32	2,91	3,25	3,76	2,86

2. Zinssätze für Kredite an private Haushalte (Neugeschäft)

	Über- ziehungs- kredite ¹⁾	Konsumentenkredite				Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Wohnungsbaukredite				Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Sonstige Kredite mit anfänglicher Zinsbindung			
		Mit anfänglicher Zinsbindung			Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾		Mit anfänglicher Zinsbindung					Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	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 bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 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	8	9	10	11	12	13			
2005 Sept.	9,61	7,03	6,43	7,94	7,83	3,31	3,69	3,99	3,97	3,82	3,85	4,51	4,29		
Okt.	9,65	6,82	6,43	8,01	7,74	3,33	3,68	3,99	3,96	3,81	3,88	4,50	4,33		
Nov.	9,70	6,75	6,40	7,85	7,61	3,38	3,71	3,98	3,98	3,84	4,00	4,28	4,37		
Dez.	9,67	6,76	6,36	7,43	7,45	3,49	3,85	4,03	4,01	3,98	4,06	4,57	4,40		
2006 Jan.	9,80	6,94	6,48	8,13	7,87	3,61	3,91	4,14	4,06	4,09	4,15	4,59	4,34		
Febr.	9,61	6,88	6,34	7,95	7,76	3,66	3,97	4,14	4,06	4,08	4,24	4,66	4,35		
März	9,90	6,79	6,28	7,88	7,65	3,73	3,99	4,22	4,10	4,15	4,33	4,72	4,49		
April	9,76	7,06	6,31	7,92	7,76	3,84	4,07	4,33	4,17	4,29	4,30	4,85	4,62		
Mai	9,78	7,24	6,23	7,89	7,77	3,90	4,15	4,40	4,19	4,34	4,43	5,05	4,76		
Juni	9,84	7,11	6,31	7,82	7,71	4,00	4,19	4,48	4,25	4,42	4,52	5,09	4,71		
Juli	9,86	7,33	6,33	8,02	7,87	4,11	4,23	4,52	4,34	4,52	4,55	5,24	4,74		
Aug.	9,93	7,84	6,39	8,15	8,11	4,21	4,33	4,60	4,37	4,59	4,64	5,27	4,84		

3. Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

	Über- ziehungs- kredite ¹⁾	Sonstige Kredite bis zu 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung			Sonstige Kredite von mehr als 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung			
		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	
								1	2	3	4	5	6	7
2005 Sept.		5,13	3,81	4,36	4,05	2,97	3,40	3,88
Okt.		5,11	3,88	4,43	4,04	2,94	3,58	3,80
Nov.		5,09	3,91	4,44	4,03	3,10	3,60	3,98
Dez.		5,12	3,99	4,50	4,12	3,25	3,58	3,96
2006 Jan.		5,23	4,07	4,59	4,13	3,18	3,72	3,96
Febr.		5,29	4,13	4,69	4,16	3,26	4,36	4,02
März		5,30	4,23	4,59	4,16	3,50	3,83	4,18
April		5,40	4,34	4,73	4,15	3,51	3,94	4,22
Mai		5,36	4,38	4,83	4,26	3,57	4,13	4,32
Juni		5,45	4,47	4,84	4,33	3,74	4,12	4,23
Juli		5,52	4,57	4,99	4,38	3,84	4,21	4,36
Aug.		5,57	4,69	5,09	4,53	3,97	4,33	4,42

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

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

4. Einlagenzinsen (Bestände)

	Einlagen von privaten Haushalten					Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften			Repo-geschäfte
	Täglich fällig ¹⁾	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist ^{1),2)}		Täglich fällig ¹⁾	Mit vereinbarter Laufzeit		
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 Sept.	0,69	1,92	3,19	1,98	2,29	0,97	2,12	3,56	2,01
Okt.	0,69	1,93	3,17	1,97	2,27	0,97	2,12	3,40	2,03
Nov.	0,70	1,96	3,15	2,00	2,27	1,00	2,16	3,43	2,06
Dez.	0,71	2,01	3,15	1,97	2,30	1,02	2,30	3,41	2,16
2006 Jan.	0,73	2,05	3,10	2,00	2,32	1,05	2,32	3,47	2,21
Febr.	0,74	2,09	3,12	1,97	2,34	1,08	2,38	3,47	2,27
März	0,76	2,16	3,00	1,98	2,37	1,14	2,48	3,46	2,38
April	0,79	2,21	3,01	2,00	2,42	1,16	2,53	3,51	2,42
Mai	0,79	2,27	3,04	2,00	2,48	1,18	2,59	3,52	2,49
Juni	0,81	2,34	3,07	2,03	2,52	1,22	2,72	3,53	2,63
Juli	0,81	2,43	3,02	2,08	2,58	1,24	2,80	3,57	2,71
Aug.	0,85	2,52	3,05	2,23	2,64	1,32	2,93	3,64	2,81

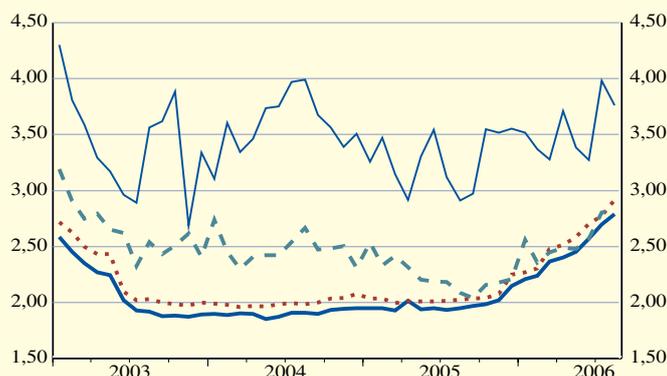
5. Kreditzinsen (Bestände)

	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
2005 Sept.	4,49	4,23	4,59	7,91	6,85	5,67	4,25	3,78	4,26
Okt.	4,49	4,19	4,57	7,92	6,80	5,64	4,24	3,77	4,24
Nov.	4,48	4,17	4,53	7,86	6,77	5,66	4,29	3,79	4,25
Dez.	4,54	4,14	4,52	7,89	6,77	5,62	4,35	3,84	4,24
2006 Jan.	4,62	4,14	4,50	7,99	6,78	5,60	4,42	3,88	4,26
Febr.	4,59	4,17	4,54	7,97	6,78	5,68	4,49	3,95	4,31
März	4,60	4,15	4,52	8,06	6,80	5,73	4,53	3,98	4,31
April	4,63	4,16	4,52	8,10	6,73	5,75	4,59	4,05	4,34
Mai	4,63	4,16	4,52	8,10	6,70	5,71	4,64	4,10	4,36
Juni	4,69	4,21	4,55	8,10	6,75	5,73	4,72	4,19	4,40
Juli	4,70	4,21	4,57	8,15	6,71	5,82	4,81	4,27	4,45
Aug.	4,75	4,23	4,60	8,21	6,72	5,83	4,85	4,33	4,48

A21 Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit

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

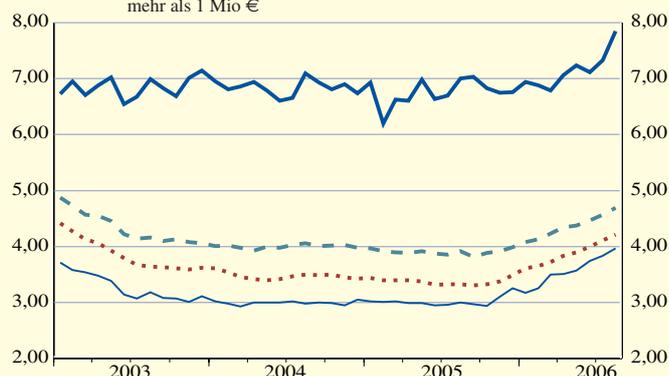
- Von privaten Haushalten, bis zu 1 Jahr
- - - Von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, bis zu 1 Jahr
- - - Von privaten Haushalten, mehr als 2 Jahre
- Von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, mehr als 2 Jahre



A22 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 €



Quelle: EZB.

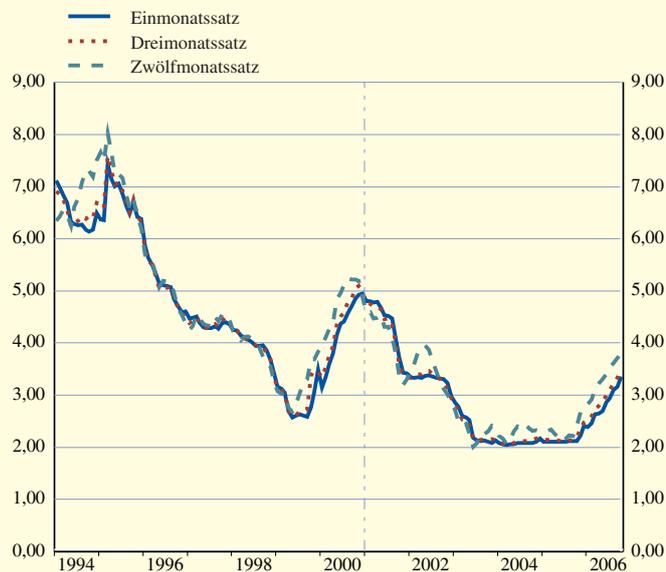
4.6 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
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
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2005 Q3	2,08	2,11	2,13	2,15	2,20	3,77	0,06
Q4	2,14	2,25	2,34	2,46	2,63	4,34	0,06
2006 Q1	2,40	2,50	2,61	2,75	2,95	4,76	0,08
Q2	2,63	2,74	2,90	3,06	3,32	5,21	0,21
Q3	2,94	3,06	3,22	3,41	3,62	5,43	0,41
2005 Okt.	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	4,17	0,06
Nov.	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	4,35	0,06
Dez.	2,28	2,41	2,47	2,60	2,78	4,49	0,07
2006 Jan.	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	4,60	0,07
Febr.	2,35	2,46	2,60	2,72	2,91	4,76	0,07
März	2,52	2,63	2,72	2,87	3,11	4,92	0,10
April	2,63	2,65	2,79	2,96	3,22	5,07	0,11
Mai	2,58	2,69	2,89	3,06	3,31	5,18	0,19
Juni	2,70	2,87	2,99	3,16	3,40	5,38	0,32
Juli	2,81	2,94	3,10	3,29	3,54	5,50	0,40
Aug.	2,97	3,09	3,23	3,41	3,62	5,42	0,41
Sept.	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	5,38	0,42
Okt.	3,28	3,35	3,50	3,64	3,80	5,37	0,44

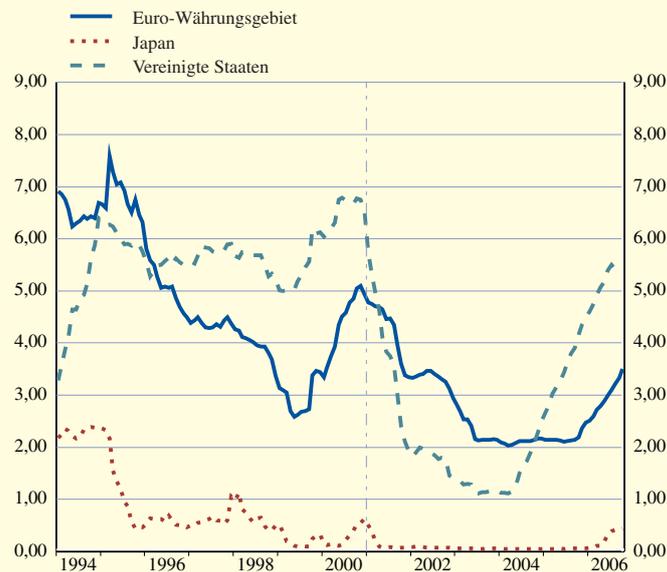
A23 Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet

(monatlich; in % p.a.)



A24 Dreimonats-Geldmarktsätze

(monatlich; in % p.a.)



Quelle: EZB.

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

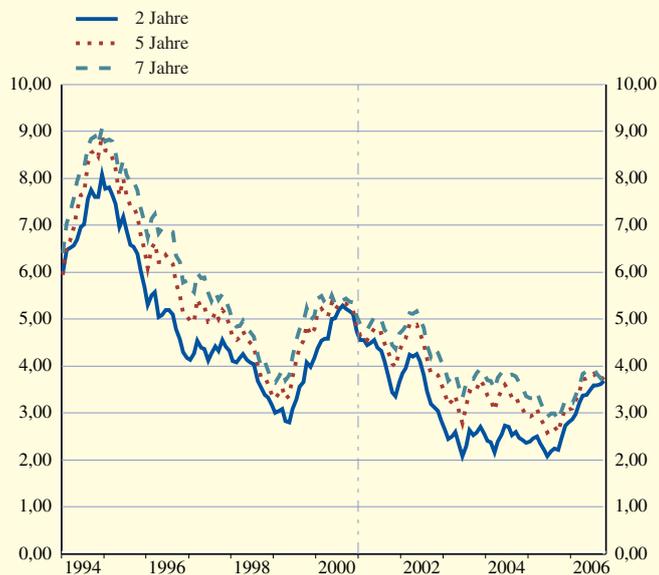
4.7 Renditen von Staatsanleihen

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

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	2 Jahre 1	3 Jahre 2	5 Jahre 3	7 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre 6	10 Jahre 7
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
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2005 Q3	2,21	2,36	2,65	2,94	3,26	4,21	1,36
Q4	2,66	2,79	3,01	3,18	3,42	4,48	1,53
2006 Q1	3,02	3,11	3,28	3,39	3,56	4,57	1,58
Q2	3,41	3,53	3,75	3,88	4,05	5,07	1,90
Q3	3,60	3,66	3,76	3,84	3,97	4,90	1,80
2005 Okt.	2,45	2,61	2,85	3,05	3,32	4,45	1,54
Nov.	2,73	2,86	3,10	3,28	3,53	4,53	1,52
Dez.	2,80	2,88	3,07	3,21	3,41	4,46	1,54
2006 Jan.	2,86	2,94	3,10	3,21	3,39	4,41	1,47
Febr.	2,97	3,07	3,26	3,37	3,55	4,56	1,57
März	3,22	3,30	3,47	3,57	3,73	4,72	1,70
April	3,37	3,49	3,71	3,83	4,01	4,99	1,91
Mai	3,38	3,52	3,74	3,89	4,06	5,10	1,91
Juni	3,47	3,59	3,78	3,91	4,07	5,10	1,87
Juli	3,58	3,69	3,84	3,94	4,10	5,10	1,91
Aug.	3,59	3,65	3,75	3,83	3,97	4,88	1,81
Sept.	3,62	3,64	3,70	3,74	3,84	4,72	1,68
Okt.	3,69	3,70	3,77	3,80	3,88	4,73	1,76

A25 Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet

(monatlich; in % p.a.)



A26 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 Umlaufbeträge der Staatsanleihen im jeweiligen Laufzeitbereich verwendet.

4.8 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2005	293,8	3 208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1 207,4	12 421,3
2005 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	12 310,9
2005 Q4	315,2	3 433,1	334,0	185,5	262,8	411,8	316,8	327,6	325,0	358,6	423,4	478,3	1 231,6	14 487,0
2006 Q1	347,6	3 729,4	373,1	199,2	286,5	423,6	358,4	379,7	354,5	413,3	415,8	522,4	1 283,2	16 207,8
2006 Q2	348,2	3 692,9	386,0	199,6	285,5	412,8	357,5	387,5	358,0	417,7	403,5	539,1	1 280,9	16 190,0
2006 Q3	350,2	3 726,8	399,7	202,0	287,9	410,1	364,7	378,4	325,8	438,1	397,8	532,9	1 288,6	15 622,2
2005 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
2005 Nov.	312,7	3 404,9	330,8	183,2	259,3	411,2	316,4	322,3	322,9	354,0	418,2	471,6	1 238,7	14 362,0
2005 Dez.	325,7	3 550,1	348,4	190,8	268,4	418,5	330,8	342,7	339,2	373,5	418,5	496,1	1 262,4	15 664,0
2006 Jan.	335,5	3 626,9	356,5	196,1	276,1	429,6	340,6	361,4	344,6	391,3	414,6	519,2	1 277,7	16 103,4
2006 Febr.	349,0	3 743,8	375,9	198,0	288,5	424,3	361,7	383,9	351,7	417,8	409,1	513,8	1 277,2	16 187,6
2006 März	358,0	3 814,9	386,5	203,1	294,9	417,4	372,5	393,6	366,3	430,4	422,7	532,9	1 293,7	16 325,2
2006 April	362,3	3 834,6	399,0	204,8	299,9	433,6	372,9	404,0	381,1	429,3	415,8	545,4	1 301,5	17 233,0
2006 Mai	351,7	3 726,8	392,2	200,9	287,9	415,8	362,7	394,5	358,9	420,4	401,0	542,2	1 289,6	16 430,7
2006 Juni	331,8	3 528,7	367,8	193,6	269,8	390,7	338,2	365,2	336,0	404,4	393,3	530,2	1 253,1	14 990,3
2006 Juli	339,6	3 617,3	389,0	196,6	277,0	409,5	348,2	369,8	321,7	415,7	393,3	548,6	1 261,2	15 133,2
2006 Aug.	351,1	3 743,9	399,7	200,9	289,3	418,2	366,5	375,9	324,4	442,3	394,9	525,3	1 287,2	15 786,8
2006 Sept.	359,9	3 817,6	410,4	208,4	297,2	401,9	379,1	389,6	331,3	456,0	405,6	525,4	1 317,5	15 930,9
2006 Okt.	375,8	3 975,8	435,6	216,9	306,8	419,4	397,5	405,6	341,1	475,6	431,1	532,2	1 363,4	16 515,7

A27 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 2005 = 100	Insgesamt			Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen
		Insgesamt ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie										
Gewichte in % ¹⁾	100,0	100,0	83,4	59,2	40,8	100,0	11,8	7,4	30,7	9,2	40,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2002	93,9	2,2	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-	
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-	
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	
2005 Q3	100,3	2,3	1,4	2,4	2,2	0,8	0,6	-0,3	0,1	5,6	0,6	
2005 Q4	101,0	2,3	1,5	2,4	2,1	0,4	0,7	0,6	0,2	0,4	0,5	
2006 Q1	101,0	2,3	1,4	2,6	1,9	0,4	0,5	0,7	0,1	1,3	0,4	
2006 Q2	102,4	2,5	1,5	2,8	2,0	0,8	0,4	0,6	0,3	3,9	0,5	
2006 Q3	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,5	1,9	0,1	0,6	0,6	
2006 Mai	102,5	2,5	1,5	2,9	1,8	0,2	0,1	0,4	0,1	1,0	0,2	
2006 Juni	102,6	2,5	1,6	2,8	2,0	0,1	0,1	0,4	0,1	-0,1	0,2	
2006 Juli	102,4	2,4	1,6	2,7	2,1	0,3	0,2	0,7	0,0	1,4	0,2	
2006 Aug.	102,5	2,3	1,5	2,5	1,9	0,1	0,1	0,8	0,0	0,1	0,1	
2006 Sept.	102,5	1,7	1,5	1,6	2,0	-0,1	0,2	0,6	0,1	-3,2	0,2	
2006 Okt. ²⁾		1,6										

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen		Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitsdienstleistungen und Dienstleistungen aus dem persönlichen Bereich	Sonstige Dienstleistungen
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohnungsmieten					
Gewichte in % ¹⁾	19,3	11,8	7,4	39,9	30,7	9,2	10,3	6,3	6,4	2,9	14,5	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
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	2,4	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
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2005 Q3	1,4	1,8	0,8	2,8	0,1	12,7	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	3,0
2005 Q4	1,9	2,2	1,4	2,7	0,4	11,1	2,5	1,9	2,7	-2,7	2,3	2,7
2006 Q1	1,8	2,0	1,4	3,0	0,3	12,2	2,5	2,0	2,4	-3,3	2,2	2,3
2006 Q2	2,0	2,2	1,6	3,1	0,7	11,6	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,3	2,2
2006 Q3	2,8	2,1	3,9	2,0	0,7	6,3	2,5	2,1	2,6	-3,6	2,4	2,3
2006 April	1,8	2,2	1,2	3,0	0,7	11,0	2,6	2,1	3,1	-3,7	2,7	2,1
2006 Mai	2,0	2,2	1,5	3,4	0,7	12,9	2,5	2,1	2,6	-3,5	1,9	2,2
2006 Juni	2,2	2,2	2,1	3,1	0,7	11,0	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,2	2,3
2006 Juli	2,7	2,3	3,2	2,7	0,6	9,5	2,5	2,1	2,8	-3,5	2,5	2,3
2006 Aug.	2,9	2,2	3,9	2,4	0,6	8,1	2,5	2,1	2,6	-3,9	2,3	2,3
2006 Sept.	2,9	1,8	4,6	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,4	-3,4	2,3	2,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Bezogen auf den Indexzeitraum 2006.

2) Die Schätzung basiert auf vorläufigen nationalen Veröffentlichungen, die rund 95 % des Euro-Währungsgebiets abdecken, sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen.

5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

2. Preise in der Industrie, im Baugewerbe, für Wohnimmobilien und für Rohstoffe

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe										Bauge- werbe ¹⁾	Preise für Wohnim- mobilien ²⁾	Weltmarktpreise für Rohstoffe ³⁾		Ölpreise ⁴⁾ (€/Barrel)
	Insgesamt (Index 2000 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			Insgesamt	Insgesamt ohne Energie	
		Verar- beitendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsumgüter									
						Zu- sammen	Ge- brauchs- güter	Ver- brauchs- güter							
Gewichte in % ⁵⁾	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
2002	101,9	-0,1	0,3	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	6,9	-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	6,9	-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	7,2	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,3	1,1	1,3	1,0	13,4	3,1	7,6	28,5	9,4	44,6
2005 Q3	110,8	4,2	3,0	1,3	1,7	1,2	0,9	1,2	0,9	15,7	3,0	-	33,5	11,6	50,9
Q4	111,9	4,4	2,8	1,4	1,7	1,1	1,4	1,2	1,4	15,6	3,0	7,2 ⁶⁾	34,2	23,2	48,6
2006 Q1	113,9	5,2	3,2	1,7	2,3	1,0	1,5	1,4	1,5	19,0	2,6	-	36,4	23,6	52,3
Q2	115,8	5,8	3,9	2,7	4,4	1,2	1,7	1,6	1,8	17,4	3,5	-	30,0	26,2	56,2
Q3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13,4	26,6	55,7
2006 Mai	115,8	6,0	4,2	2,7	4,6	1,1	1,7	1,7	1,7	18,7	-	-	36,2	31,5	55,7
Juni	116,1	5,8	4,0	3,0	5,3	1,3	1,8	1,6	1,9	16,0	-	-	20,0	22,0	55,4
Juli	116,9	6,0	4,3	3,5	6,2	1,6	2,0	1,7	2,0	14,9	-	-	21,6	26,7	58,8
Aug.	117,1	5,7	4,0	3,6	6,5	1,6	2,0	1,8	2,0	12,7	-	-	14,8	26,8	57,8
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,0	26,4	50,3
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,9	28,7	47,6

3. Arbeitskosten pro Stunde ⁷⁾

	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 % ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	107,6	3,5	3,3	4,4	3,2	4,4	3,6	2,7
2003	110,9	3,1	2,9	3,9	3,1	3,9	2,9	2,4
2004	113,4	2,3	2,1	2,6	2,7	2,9	1,9	2,1
2005	116,0	2,2	2,3	1,9	2,3	2,1	2,2	2,1
2005 Q2	115,8	2,3	2,2	2,4	2,2	2,3	2,4	2,1
Q3	116,3	1,8	2,2	0,6	2,2	1,6	1,7	2,1
Q4	117,0	2,0	2,1	1,8	2,1	1,5	2,0	2,0
2006 Q1	117,6	2,2	2,5	1,1	2,3	2,1	2,1	2,1
Q2	118,2	2,4	2,4	1,9	3,0	0,7	2,2	2,4

Quellen: Eurostat, HWWA (Spalte 13 und 14 von Tabelle 2 in Abschnitt 5.1), EZB-Berechnungen auf der Grundlage von 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
Lohnstückkosten¹⁾								
2002	104,6	2,4	0,9	1,0	3,0	1,8	3,1	3,4
2003	106,4	1,6	6,0	0,4	3,0	2,5	1,1	2,3
2004	107,5	1,1	-9,7	-1,1	3,0	-0,1	3,0	2,8
2005	108,5	0,9	6,4	-0,9	3,5	0,0	1,9	1,6
2005 Q2	108,4	0,9	7,9	-0,5	4,1	0,2	2,1	1,1
Q3	108,2	0,5	6,1	-0,7	2,1	-0,6	1,9	1,4
Q4	109,0	0,8	6,9	-1,9	3,1	-0,4	2,2	2,4
2006 Q1	109,1	0,8	2,7	-2,1	3,4	-0,3	2,5	2,3
Q2	109,1	0,6	0,0	-2,3	2,2	-0,5	1,5	3,0
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer								
2002	105,2	2,6	2,2	2,0	3,2	2,4	2,6	3,1
2003	107,3	2,0	2,6	2,1	2,7	1,8	2,2	1,9
2004	109,6	2,1	2,1	2,6	2,6	1,3	2,1	2,3
2005	111,3	1,6	2,4	1,5	1,9	1,3	2,0	1,6
2005 Q2	111,0	1,4	2,5	1,5	2,3	1,2	2,4	0,9
Q3	111,3	1,5	1,8	1,7	2,0	1,3	1,9	1,3
Q4	112,2	1,9	1,7	1,6	2,3	1,2	1,7	2,7
2006 Q1	112,7	1,9	0,3	2,2	3,2	1,8	1,6	1,8
Q2	113,4	2,1	0,0	2,3	2,7	1,8	0,9	2,9
Arbeitsproduktivität²⁾								
2002	100,6	0,2	1,2	1,0	0,2	0,6	-0,5	-0,3
2003	100,9	0,3	-3,2	1,7	-0,4	-0,6	1,1	-0,4
2004	101,9	1,0	13,1	3,7	-0,4	1,4	-0,8	-0,5
2005	102,6	0,7	-3,7	2,4	-1,6	1,3	0,1	0,0
2005 Q2	102,4	0,5	-5,0	1,9	-1,8	1,0	0,3	-0,2
Q3	102,9	0,9	-4,1	2,4	-0,1	1,9	0,0	-0,1
Q4	102,9	1,0	-4,8	3,6	-0,7	1,6	-0,5	0,3
2006 Q1	103,4	1,2	-2,3	4,4	-0,3	2,2	-0,9	-0,5
Q2	103,9	1,4	0,0	4,7	0,5	2,3	-0,6	-0,1

5. Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

	Insgesamt (saison- bereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung			Exporte ³⁾	Importe ³⁾	
			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates			Bruttoanlage- investitionen
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	105,1	2,6	2,0	1,9	3,1	1,4	-0,2	-2,0
2003	107,3	2,1	2,0	2,1	2,3	1,2	-1,2	-1,8
2004	109,3	1,9	2,1	2,1	2,3	2,4	1,1	1,5
2005	111,4	1,8	2,2	2,1	2,2	2,1	2,8	3,7
2005 Q2	111,0	1,6	1,9	1,9	1,6	2,0	2,4	3,1
Q3	111,6	1,8	2,3	2,1	2,2	1,8	2,6	3,9
Q4	112,3	2,0	2,4	2,2	2,7	2,1	3,1	4,2
2006 Q1	112,5	1,8	2,6	2,3	2,0	2,6	3,2	5,3
Q2	113,2	1,9	2,5	2,2	2,8	2,8	3,4	5,1

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

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

2) Wertschöpfung (Volumen) je Erwerbstätigen.

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

5.2 Produktion und Nachfrage
1. Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)								
	Insgesamt	Inländische Verwendung					Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen	Vorratsveränderungen ²⁾	Zusammen	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €; saisonbereinigt)</i>									
2002	7 251,4	7 058,9	4 141,9	1 465,0	1 464,8	-12,8	192,6	2 629,0	2 436,4
2003	7 460,9	7 304,0	4 278,5	1 526,1	1 498,3	1,0	156,9	2 624,8	2 467,9
2004	7 734,1	7 573,7	4 425,6	1 579,5	1 561,6	6,9	160,4	2 821,6	2 661,1
2005	7 993,5	7 876,8	4 579,0	1 636,6	1 639,3	21,9	116,7	3 029,6	2 912,8
2005 Q2	1 985,6	1 955,2	1 138,3	406,5	406,7	3,8	30,4	745,0	714,5
Q3	2 008,2	1 982,0	1 153,1	410,3	413,8	4,8	26,2	771,2	745,0
Q4	2 029,6	2 005,7	1 160,1	418,0	418,4	9,2	23,9	786,3	762,5
2006 Q1	2 049,0	2 026,5	1 175,0	420,2	426,4	5,0	22,5	820,5	798,0
Q2	2 079,4	2 054,9	1 183,8	427,6	438,2	5,3	24,5	836,9	812,4
<i>In % des BIP</i>									
2005	100,0	98,5	57,3	20,5	20,5	0,3	1,5	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise, saisonbereinigt ³⁾)</i>									
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>									
2005 Q2	0,4	0,6	0,4	0,6	1,1	-	-	1,8	2,6
Q3	0,6	0,5	0,6	0,6	1,2	-	-	2,6	2,4
Q4	0,4	0,6	0,1	0,4	0,4	-	-	0,9	1,6
2006 Q1	0,8	0,4	0,7	0,9	1,0	-	-	3,6	2,7
Q2	0,9	0,9	0,3	0,5	2,1	-	-	1,2	1,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>									
2002	0,9	0,4	0,8	2,4	-1,5	-	-	1,7	0,3
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,0	-	-	1,1	3,1
2004	1,9	1,8	1,5	1,2	2,1	-	-	6,8	6,7
2005	1,4	1,7	1,3	1,4	2,6	-	-	4,2	5,3
2005 Q2	1,3	1,9	1,4	1,4	2,6	-	-	3,4	5,4
Q3	1,7	1,7	1,8	1,5	3,4	-	-	5,4	5,8
Q4	1,8	2,0	1,1	1,7	3,4	-	-	5,0	5,6
2006 Q1	2,2	2,2	1,8	2,5	3,8	-	-	9,3	9,7
Q2	2,7	2,5	1,7	2,3	4,8	-	-	8,6	8,2
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>									
2005 Q2	0,4	0,6	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,2	-	-
Q3	0,6	0,5	0,4	0,1	0,2	-0,2	0,1	-	-
Q4	0,4	0,6	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2	-	-
2006 Q1	0,8	0,4	0,4	0,2	0,2	-0,4	0,4	-	-
Q2	0,9	0,9	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>									
2002	0,9	0,3	0,5	0,5	-0,3	-0,3	0,5	-	-
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,2	0,2	-0,7	-	-
2004	1,9	1,7	0,9	0,2	0,4	0,2	0,2	-	-
2005	1,4	1,7	0,8	0,3	0,5	0,1	-0,3	-	-
2005 Q2	1,3	1,9	0,8	0,3	0,5	0,3	-0,6	-	-
Q3	1,7	1,7	1,0	0,3	0,7	-0,3	0,0	-	-
Q4	1,8	2,0	0,7	0,4	0,7	0,3	-0,1	-	-
2006 Q1	2,2	2,1	1,1	0,5	0,8	-0,2	0,0	-	-
Q2	2,7	2,4	1,0	0,5	1,0	0,0	0,3	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

- 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.
- 3) Die Jahresangaben sind nicht arbeitstäglich bereinigt.

5.2 Produktion und Nachfrage

2. Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)							Gütersteuern abzüglich Güter- subventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, ver- arbeitendes Gewerbe und Energiever- sorgung	Baugewerbe	Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichten- übermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmens- dienstleister	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- wesen sowie sonstige Dienst- leistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8
	<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €; saisonbereinigt)</i>							
2002	6 517,1	153,1	1 381,0	373,8	1 389,0	1 748,1	1 472,1	734,3
2003	6 703,5	152,5	1 382,0	390,2	1 423,3	1 825,6	1 530,0	757,4
2004	6 940,6	156,5	1 428,2	413,7	1 472,8	1 892,7	1 576,7	793,6
2005	7 160,1	144,4	1 461,5	434,8	1 519,3	1 971,7	1 628,6	833,4
2005 Q2	1 780,2	35,6	364,7	107,3	378,4	489,0	405,2	205,4
Q3	1 797,6	36,0	366,4	109,7	382,4	496,0	407,1	210,6
Q4	1 815,3	36,5	368,7	112,3	383,4	500,3	414,0	214,3
2006 Q1	1 831,6	35,8	373,3	114,0	385,2	510,1	413,2	217,5
Q2	1 859,2	36,6	376,6	117,1	390,6	518,1	420,2	220,3
	<i>In % der Wertschöpfung</i>							
2005	100,0	2,0	20,4	6,1	21,2	27,5	22,7	-
	<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise, saisonbereinigt¹⁾)</i>							
	<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>							
2005 Q2	0,4	-1,6	0,6	1,2	0,8	0,2	0,1	0,1
Q3	0,5	0,3	0,7	0,3	0,7	0,6	0,2	1,5
Q4	0,4	0,8	0,5	0,9	0,6	0,1	0,2	0,2
2006 Q1	0,8	-2,1	1,4	-0,4	0,7	1,1	0,4	0,8
Q2	1,1	1,5	1,2	2,1	1,4	1,0	0,3	-0,2
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2002	0,9	-0,6	-0,3	0,0	1,2	1,5	1,6	0,2
2003	0,7	-5,9	0,3	0,4	0,0	1,7	1,3	1,5
2004	2,1	11,7	2,2	1,3	2,5	1,5	1,5	0,8
2005	1,4	-5,5	1,3	0,9	1,9	2,0	1,1	1,2
2005 Q2	1,3	-6,3	0,6	0,9	1,7	2,2	1,1	1,2
Q3	1,6	-6,2	1,3	1,7	2,4	2,1	1,3	2,2
Q4	1,8	-6,0	2,3	1,7	2,4	2,1	1,3	1,9
2006 Q1	2,1	-2,6	3,4	2,1	2,9	2,0	0,9	2,7
Q2	2,8	0,4	4,0	3,0	3,5	2,8	1,1	2,3
	<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>							
2005 Q2	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	-
Q3	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,0	-
Q4	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2006 Q1	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	-
Q2	1,1	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,1	-
	<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>							
2002	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,4	0,4	-
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,5	0,3	-
2004	2,1	0,3	0,4	0,1	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,4	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,6	0,2	-
2005 Q2	1,3	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,6	0,3	-
Q3	1,6	-0,1	0,3	0,1	0,5	0,6	0,3	-
Q4	1,8	-0,1	0,5	0,1	0,5	0,6	0,3	-
2006 Q1	2,1	-0,1	0,7	0,1	0,6	0,5	0,2	-
Q2	2,8	0,0	0,8	0,2	0,7	0,8	0,3	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die Jahresangaben sind nicht arbeitstäglich bereinigt.

5.2 Produktion und Nachfrage

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

3. Industrieproduktion

	Industrie ohne Baugewerbe												Baugewerbe
	Insgesamt	Insgesamt (saison- bereinigter Index 2000 = 100)	Industrie ohne Baugewerbe und Energie								Energie		
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Ge- brauchs- güter	Ver- brauchs- güter				
Gewichte in % ¹⁾	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	
2003	0,4	100,3	0,3	0,1	0,1	0,3	-0,1	-0,4	-4,4	0,4	2,8	0,6	
2004	2,1	102,3	2,0	2,1	1,9	2,2	3,3	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,1	
2005	0,9	103,6	1,2	1,2	1,0	0,7	2,6	0,6	-1,0	0,9	1,2	-0,6	
2005 Q3	1,2	104,0	1,4	1,4	1,4	0,8	2,9	1,5	-0,4	1,8	0,4	0,9	
Q4	1,7	104,7	2,1	2,2	2,2	2,3	2,9	1,3	1,7	1,2	1,8	0,2	
2006 Q1	3,7	105,9	3,4	3,5	3,4	2,9	5,1	2,0	2,1	2,0	3,8	1,6	
Q2	2,7	107,1	3,8	3,8	4,1	5,2	4,8	2,3	3,5	2,1	0,7	3,6	
2006 März	5,7	106,4	4,2	5,0	5,0	4,7	5,5	2,9	3,1	2,8	3,2	4,4	
April	0,2	105,8	1,7	0,7	0,7	2,4	2,2	0,2	-0,8	0,4	1,3	2,1	
Mai	4,0	107,7	5,2	6,0	6,3	6,4	7,7	4,1	7,8	3,4	-0,8	5,2	
Juni	4,0	107,8	4,5	4,8	5,5	6,8	4,7	2,6	3,7	2,4	1,7	3,4	
Juli	.	107,3	3,0	3,2	3,2	4,4	3,3	1,4	2,9	1,1	2,3	.	
Aug.	.	109,2	5,4	5,7	5,5	7,8	6,2	2,6	8,6	1,9	2,6	.	
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>													
2006 März	1,3	-	0,8	0,7	1,1	1,4	0,6	0,2	0,8	0,1	0,5	-0,3	
April	-1,4	-	-0,6	-0,3	-0,9	-0,1	-0,9	-0,4	-0,7	-0,4	-2,5	1,7	
Mai	2,0	-	1,8	2,1	2,5	2,3	2,8	1,7	4,3	1,3	-1,7	2,2	
Juni	0,2	-	0,1	-0,1	0,1	0,3	-0,8	-0,4	-1,3	-0,3	3,2	-0,6	
Juli	.	-	-0,5	-0,6	-0,9	-0,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	0,9	.	
Aug.	.	-	1,8	2,2	2,2	3,4	1,8	1,4	4,3	0,9	-1,4	.	

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

	Auftragseingang in der Industrie		Umsätze in der Industrie		Einzelhandelsumsätze							Pkw- Neuzulassungen	
	Verarbeitendes Gewerbe ²⁾ (in jeweiligen Preisen)		Verarbeitendes Gewerbe (in jeweiligen Preisen)		In jeweiligen Preisen	In konstanten Preisen						Insgesamt (saison- bereinigt) in Tsd. ³⁾	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 % ¹⁾	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
2003	98,4	0,2	101,3	-0,2	2,2	103,7	0,7	1,3	0,2	-1,8	0,6	911	-1,5
2004	105,3	7,3	106,2	5,1	2,3	105,2	1,5	1,2	1,7	1,8	3,3	922	1,1
2005	110,7	4,6	110,7	3,7	2,2	106,6	1,2	0,6	1,7	2,1	1,2	936	1,5
2005 Q4	117,3	7,4	113,2	4,1	2,3	107,2	1,2	0,6	1,7	2,7	1,6	934	-1,2
2006 Q1	117,3	11,9	115,5	9,0	2,3	107,4	0,9	0,3	1,4	1,4	2,4	946	2,0
Q2	118,6	8,0	118,3	6,4	3,1	108,1	1,8	0,7	2,5	2,5	3,6	958	2,4
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	936	-1,9
2006 April	117,3	3,8	116,5	-0,4	3,2	108,0	2,2	1,4	2,5	1,7	3,3	956	1,8
Mai	120,5	14,9	120,2	13,3	3,1	107,9	1,5	-0,1	3,1	4,1	4,8	968	8,9
Juni	118,1	5,7	118,3	6,5	3,0	108,2	1,6	0,9	2,0	1,7	2,7	949	-2,5
Juli	120,4	9,8	118,9	7,2	3,5	108,5	1,8	1,7	1,9	2,6	2,5	917	-4,7
Aug.	124,8	14,2	120,4	8,7	4,0	109,3	2,4	0,7	3,7	3,2	3,7	936	-1,2
Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	954	0,8
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>													
2006 April	-	-0,7	-	0,6	0,7	-	0,9	0,9	0,8	6,0	0,6	-	0,5
Mai	-	2,7	-	3,2	0,4	-	0,0	-0,5	0,4	-1,0	1,2	-	1,3
Juni	-	-2,0	-	-1,6	0,3	-	0,3	0,6	-0,1	1,8	-0,6	-	-2,0
Juli	-	1,9	-	0,5	0,5	-	0,3	0,5	0,1	2,2	-0,1	-	-3,3
Aug.	-	3,7	-	1,3	0,8	-	0,7	-0,5	1,7	1,1	1,6	-	2,1
Sept.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	1,8

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 %¹⁾; saisonbereinigt)

5. Branchen- und Verbraucherumfragen

	Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ²⁾ (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe				Kapazitätsauslastung ⁴⁾ (in %)	Vertrauensindikator für die Verbraucher ³⁾				
		Vertrauensindikator für die Industrie					Insgesamt ⁵⁾	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 ⁵⁾	Auftragsbestand	Fertigwarenlager	Produktionserwartungen						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	94,9	-11	-25	11	3	81,0	-11	-1	-11	26	-4
2003	93,7	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,8	-5	-16	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	98,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2005 Q3	98,0	-7	-17	11	6	80,9	-15	-4	-17	29	-9
Q4	100,6	-6	-15	10	7	81,5	-13	-4	-15	22	-9
2006 Q1	103,0	-2	-9	9	11	82,2	-11	-3	-11	20	-9
Q2	107,2	2	0	6	13	83,0	-10	-3	-10	16	-9
Q3	108,8	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
2006 Mai	107,4	2	-2	6	14	-	-9	-3	-10	14	-8
Juni	107,8	3	2	5	13	-	-9	-4	-11	13	-10
Juli	108,6	4	3	5	13	83,6	-8	-4	-10	13	-7
Aug.	108,5	2	3	5	10	-	-9	-4	-10	11	-10
Sept.	109,3	4	4	4	13	-	-8	-3	-9	12	-7
Okt.	110,3	5	5	4	14	83,9	-8	-3	-8	11	-9

	Vertrauensindikator für das Baugewerbe			Vertrauensindikator für den Einzelhandel				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor			
	Insgesamt ⁵⁾	Auftragsbestand	Beschäftigungserwartungen	Insgesamt ⁵⁾	Aktuelle Geschäftslage	Lagerbestand	Erwartete Geschäftslage	Insgesamt ⁵⁾	Geschäftsklima	Nachfrage in den letzten Monaten	Nachfrage in den kommenden Monaten
2002	-15	-22	-8	-14	-16	16	-9	3	-2	-4	15
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	-1	4	-5	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	7	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-13	13	4	11	5	10	18
2005 Q3	-7	-13	-1	-7	-12	14	4	11	5	10	17
Q4	-3	-8	2	-5	-9	15	10	14	10	13	19
2006 Q1	-2	-8	3	-3	-4	15	9	15	10	14	20
Q2	-1	-6	4	1	1	14	16	19	14	18	24
Q3	3	-2	7	2	5	13	14	20	14	19	26
2006 Mai	-2	-6	3	-1	-3	14	16	20	16	19	23
Juni	-1	-5	4	2	3	12	17	19	14	19	24
Juli	2	-2	5	0	2	15	12	20	16	18	26
Aug.	2	-4	8	3	6	13	15	21	14	21	28
Sept.	4	0	9	3	8	12	15	18	12	19	24
Okt.	3	-2	7	4	9	13	15	21	14	23	26

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

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

5.3 Arbeitsmärkte ¹⁾

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

1. Beschäftigung

	Gesamtwirtschaft		Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen					
	Mio (saisonbereinigt)		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleister	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen
Gewichte in % ²⁾	100,0	100,0	84,6	15,4	4,3	17,7	7,5	24,9	15,0	30,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	134,862	0,7	0,8	0,3	-1,8	-1,2	-0,1	0,6	2,0	2,0
2003	135,461	0,4	0,5	0,0	-2,7	-1,4	0,8	0,7	0,7	1,7
2004	136,421	0,7	0,7	0,8	-1,7	-1,4	1,4	0,9	1,9	1,5
2005	137,471	0,8	0,9	-0,2	-1,7	-1,2	2,5	0,8	2,1	1,2
2005 Q2	137,269	0,7	0,8	0,3	-1,3	-1,6	2,7	0,8	1,8	1,3
Q3	137,543	0,7	0,9	-0,7	-2,1	-0,9	1,7	0,4	2,1	1,3
Q4	137,999	0,7	1,0	-0,8	-1,0	-1,2	2,3	0,6	2,6	0,8
2006 Q1	138,451	1,0	1,1	0,4	-0,5	-1,0	2,3	0,7	2,9	1,3
Q2	139,005	1,2	1,3	0,7	0,4	-0,6	2,4	1,1	3,4	1,1
	<i>Veränderung gegen Vorquartal in % (saisonbereinigt)</i>									
2005 Q2	0,195	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,4	0,6	-0,1	0,4	0,4
Q3	0,274	0,2	0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,7	0,4
Q4	0,456	0,3	0,4	0,1	0,1	-0,2	1,1	0,4	1,1	0,1
2006 Q1	0,452	0,3	0,3	0,7	-0,6	-0,2	0,6	0,3	0,6	0,6
Q2	0,554	0,4	0,4	0,4	0,9	0,0	0,7	0,4	1,0	0,2

2. Arbeitslosigkeit

(saisonbereinigt)

	Insgesamt		Nach Alter ³⁾				Nach Geschlecht ⁴⁾			
	Mio	In % der Erwerbspersonen	Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen	
			Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen
Gewichte in % ²⁾	100,0		75,6		24,4		48,4		51,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	11,760	8,3	8,740	7,0	3,020	16,8	5,515	6,9	6,245	10,1
2003	12,548	8,7	9,420	7,5	3,128	17,6	5,975	7,4	6,573	10,5
2004	12,900	8,9	9,751	7,6	3,149	18,0	6,186	7,6	6,714	10,5
2005	12,628	8,6	9,545	7,4	3,083	17,8	6,116	7,4	6,511	10,1
2005 Q2	12,790	8,7	9,673	7,5	3,117	17,9	6,211	7,6	6,579	10,2
Q3	12,489	8,5	9,472	7,3	3,016	17,5	6,070	7,4	6,419	9,9
Q4	12,298	8,4	9,268	7,2	3,030	17,7	5,910	7,2	6,388	9,9
2006 Q1	11,926	8,1	8,942	6,9	2,984	17,3	5,740	7,0	6,185	9,6
Q2	11,581	7,9	8,704	6,7	2,877	16,7	5,619	6,8	5,962	9,2
2006 März	11,778	8,0	8,824	6,8	2,954	17,2	5,693	6,9	6,084	9,4
April	11,647	7,9	8,748	6,8	2,899	16,9	5,650	6,9	5,997	9,3
Mai	11,566	7,9	8,702	6,7	2,865	16,7	5,618	6,8	5,949	9,2
Juni	11,530	7,9	8,662	6,7	2,867	16,6	5,590	6,8	5,939	9,2
Juli	11,514	7,8	8,614	6,7	2,900	16,8	5,570	6,8	5,944	9,2
Aug.	11,521	7,9	8,590	6,6	2,931	17,0	5,569	6,8	5,953	9,2

Quelle: Eurostat.

- 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 2005.
- Erwachsene: 25 Jahre und älter; Jugendliche: unter 25 Jahren; gemessen in Prozent der Erwerbspersonen der jeweiligen Altersgruppe.
- Gemessen in Prozent der erwerbstätigen Männer bzw. Frauen.



ÖFFENTLICHE FINANZEN

6.1 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo ¹⁾ (in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – Einnahmen

	Ins-gesamt		Laufende Einnahmen								Vermögens-wirksame Einnahmen		Nach-richtlich: Fiskali-sche Be-lastung ²⁾		
	1	2	Direkte Steuern			Indirekte Steuern		Sozial-beiträge			Verkäufe	12		Vermö-genswirk-same Steuern	13
			3	Private Haushalte	Kapital-gesell-schaften	6	Einnahmen von EU-Institutionen	8	Arbeit-geber	Arbeit-nehmer						10	11
1997	47,0	46,5	11,9	9,0	2,6	13,3	0,7	17,1	8,5	5,4	2,3	0,5	0,3	42,7	
1998	46,5	46,3	12,2	9,5	2,3	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5	
1999	47,0	46,8	12,5	9,7	2,5	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0	
2000	46,6	46,4	12,7	9,8	2,6	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7	
2001	45,8	45,6	12,3	9,6	2,4	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8	
2002	45,3	45,0	11,9	9,4	2,2	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3	
2003	45,2	44,5	11,5	9,1	2,1	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3	
2004	44,7	44,3	11,4	8,9	2,2	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	40,9	
2005	45,1	44,7	11,7	8,8	2,5	13,7	0,3	15,5	8,2	4,5	2,2	0,5	0,3	41,2	

2. Euro-Währungsgebiet – Ausgaben

	Ins-gesamt		Laufende Ausgaben							Vermögens-wirksame Ausgaben				Nach-richtlich: Primäraus-gaben ³⁾		
	1	2	Zu-sammen	Arbeitsnehmer-entgelte	Vorleistungen	Zins-ausgaben	Laufende Über-tragen-gen	Sozialaus-gaben	Subven-tionen	Gezahlt von EU-Institu-tionen	10	Investi-tionen	Vermö-gens-transfers		Gezahlt von EU-Institu-tionen	13
1997	49,6	46,0	10,9	4,8	5,0	25,4	22,6	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	44,7		
1998	48,8	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2		
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,0	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3		
2000	47,6	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,7	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7		
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,9	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9		
2002	47,8	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3		
2003	48,2	44,3	10,5	5,0	3,3	25,5	22,7	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,9		
2004	47,6	43,8	10,4	5,0	3,1	25,2	22,5	1,8	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,5		
2005	47,5	43,7	10,4	5,1	3,0	25,3	22,5	1,7	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	44,5		

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

	Finanzierungssaldo					Primär-saldo	Konsumausgaben des Staates ⁴⁾							
	Ins-gesamt	Zentral-staaten	Länder	Ge-meinden	Sozial-ver-siche-rung		Ins-gesamt	Arbeitsnehmer-entgelte	Vorleistungen	Sachtrans-fers über Markt-produzenten	Abschrei-bungen	Verkäufe (minus)	Kollektiv-verbrauch	Individual-verbrauch
1997	-2,6	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,1	10,9	4,8	4,8	1,9	2,3	8,4	11,7
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,7	10,6	4,7	4,8	1,9	2,3	8,2	11,5
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,9	1,9	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,9	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,9	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,2	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2005	-2,4	-2,1	-0,3	-0,2	0,2	0,6	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3

4. Länder des Euro-Währungsgebiets – Finanzierungssaldo ⁵⁾

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	0,0	-3,7	-5,2	-0,3	-3,2	-0,4	-2,9	2,1	-2,0	-0,5	-2,9	4,1
2003	0,0	-4,0	-6,1	0,0	-4,2	0,3	-3,5	0,3	-3,1	-1,6	-2,9	2,5
2004	0,0	-3,7	-7,8	-0,2	-3,7	1,5	-3,4	-1,1	-1,8	-1,2	-3,2	2,3
2005	-2,3	-3,2	-5,2	1,1	-2,9	1,1	-4,1	-1,0	-0,3	-1,5	-6,0	2,7

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

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

6.2 Verschuldung ¹⁾
 (in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldarten und Gläubigergruppen

	Insgesamt	Schuldart				Gläubiger				
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Inländische Gläubiger ²⁾				Sonstige Gläubiger ³⁾
						Zusammen	MFIs	Sonstige finanzielle Kapital- gesellschaften	Sonstige Sektoren	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1996	75,1	2,8	17,0	7,9	47,3	58,3	30,3	12,1	15,9	16,8
1997	74,1	2,8	16,0	6,5	48,8	55,4	28,3	13,6	13,5	18,7
1998	72,8	2,7	15,1	5,6	49,3	52,1	26,4	14,5	11,2	20,7
1999	72,0	2,9	14,2	4,2	50,6	48,5	25,4	12,0	11,2	23,4
2000	69,4	2,7	13,1	3,6	50,0	44,1	22,0	11,0	11,0	25,3
2001	68,3	2,8	12,3	4,0	49,2	42,1	20,6	10,4	11,1	26,2
2002	68,1	2,7	11,7	4,6	49,2	40,2	19,2	9,9	11,1	28,0
2003	69,3	2,1	12,3	5,0	49,9	39,1	19,2	10,3	9,6	30,2
2004	69,8	2,2	11,9	5,1	50,7	37,3	18,2	10,0	9,1	32,5
2005	70,7	2,4	11,7	4,9	51,6	35,4	17,1	10,3	8,0	35,4

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

	Ins- gesamt	Schuldner ⁴⁾				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 ⁵⁾	Sonstige Währun- gen
1996	75,1	62,9	5,9	5,7	0,5	11,6	63,5	8,6	19,1	25,7	30,2	73,1	2,0
1997	74,1	62,1	6,1	5,4	0,6	9,9	64,2	8,5	18,3	25,3	30,5	72,1	2,0
1998	72,8	61,1	6,1	5,2	0,4	8,9	63,9	7,6	15,8	26,4	30,6	70,9	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,7	64,3	6,6	13,6	28,0	30,4	69,8	2,1
2000	69,4	58,2	5,9	4,9	0,4	6,8	62,6	5,9	13,4	28,0	28,0	67,5	1,9
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,2	61,2	5,0	13,7	26,8	27,8	66,6	1,7
2002	68,1	56,7	6,3	4,8	0,4	8,2	60,0	5,0	15,4	25,3	27,5	66,7	1,5
2003	69,3	57,0	6,6	5,1	0,6	8,5	60,8	5,0	14,4	26,1	28,9	68,2	1,1
2004	69,8	57,5	6,7	5,2	0,4	8,5	61,4	4,7	14,3	26,6	28,9	68,8	1,1
2005	70,7	58,0	6,8	5,3	0,5	8,7	62,0	4,7	14,7	26,1	29,9	69,5	1,2

3. Länder des Euro-Währungsgebiets

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	103,3	60,3	110,7	52,5	58,2	32,2	105,6	6,5	50,5	65,8	55,5	41,3
2003	98,6	63,9	107,8	48,7	62,4	31,1	104,3	6,3	52,0	64,6	57,0	44,3
2004	94,3	65,7	108,5	46,2	64,4	29,7	103,9	6,6	52,6	63,8	58,6	44,3
2005	93,2	67,9	107,5	43,1	66,6	27,4	106,6	6,0	52,7	63,4	64,0	41,3

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

- 1) Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert nach Konsolidierung zwischen den Teilssektoren des Staates. Verbindlichkeiten gegenüber öffentlichen Haushalten gebietsfremder Staaten sind nicht konsolidiert. Daten teilweise geschätzt.
- 2) Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- 3) Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- 4) Konsolidiert um Schuldverhältnisse innerhalb der öffentlichen Haushalte eines Mitgliedstaats.
- 5) Vor 1999 einschließlich Schuldtiteln, die auf ECU, Inlandswährung oder eine der Währungen der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, lauten.

6.3 Veränderung der Verschuldung ¹⁾

(in % des BIP)

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

	Ins- gesamt	Ursache der Veränderung				Schuldarten				Gläubiger			Sonstige Gläu- biger ⁷⁾
		Nettoneuverschuldung ²⁾	Bewertungs- effekte ³⁾	Sonstige Volumens- änderungen ⁴⁾	Aggre- gations- effekt ⁵⁾	Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurz- fristige Wert- papiere	Lang- fristige Wert- papiere	Inlän- dische Gläu- biger ⁶⁾	MFIs	Sonstige finanzielle Kapital- gesell- schaften	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	1,9	2,5	0,0	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,6	-0,8	1,9	2,6
1998	1,8	2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	2,6	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	3,1	-1,6	0,0	-2,0	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,0	-2,1	-0,3	3,0
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,5	1,3	-0,1	-0,6	-0,1	2,0
2002	2,1	2,6	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,7	-0,5	-0,7	-0,2	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	1,0	0,6	2,1	0,1	0,5	0,7	3,0
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	2,6	-0,4	-0,3	0,1	3,5
2005	3,1	3,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	2,5	-0,8	-0,5	0,6	3,8

2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

	Schulden- stands- änderung	Finanzie- rungs- saldo ⁸⁾	Deficit-Debt-Adjustments ⁹⁾										Sons- tige ¹⁰⁾	
			Ins- gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)							Bewer- tungs- effekte	Wechsel- kurseffekte		Sonstige- Volumens- änderungen
				Zu- sammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Wertpa- piere ¹¹⁾	Aktien und sonstige Anteils- rechte	Privati- sierungen	Kapital- erhö- hungen				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	1,9	-2,6	-0,7	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,7	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,1
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,1	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,3	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,4	0,7	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1

Quelle: EZB.

- 1) Daten teilweise geschätzt. Jährliche Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert in % des BIP: [Verschuldung (t) - Verschuldung (t-1)] / BIP (t).
- 2) Die Nettoverschuldung entspricht per Definition dem Saldo der Transaktionen in 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 2001.
- 6) Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- 7) Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- 8) Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen.
- 9) Differenz zwischen der jährlichen Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert und dem Defizit in % des BIP.
- 10) Umfassen hauptsächlich Transaktionen in sonstigen Aktiva und Passiva (Handelskredite, sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten und Finanzderivate).
- 11) Ohne Finanzderivate.

6.4 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis ¹⁾
 (in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Einnahmen

	Insgesamt		Laufende Einnahmen					Vermögenswirksame Einnahmen		Nachrichtlich: Fiskalische Belastung ²⁾
	1	2	Direkte Steuern 3	Indirekte Steuern 4	Sozialbeiträge 5	Verkäufe 6	Vermögens- einkommen 7	Vermögens- wirksame Steuern 8	9		10
2000 Q2	47,7	47,2	13,8	13,4	15,8	2,1	1,2	0,5	0,3	43,2
2000 Q3	44,1	43,7	11,9	12,5	15,6	2,0	0,8	0,4	0,2	40,3
2000 Q4	49,9	49,4	13,9	14,1	16,6	2,9	1,0	0,5	0,3	44,9
2001 Q1	42,3	41,9	10,5	12,7	15,3	1,8	0,9	0,4	0,2	38,7
2001 Q2	46,9	46,5	13,5	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
2001 Q3	43,4	43,0	11,6	12,3	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7
2001 Q4	49,2	48,7	13,5	14,0	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 Q1	42,0	41,6	10,1	12,7	15,5	1,7	0,8	0,4	0,2	38,6
2002 Q2	45,6	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,5	0,5	0,3	41,1
2002 Q3	43,5	43,0	11,2	12,7	15,5	2,0	0,8	0,4	0,3	39,6
2002 Q4	49,1	48,6	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,1
2003 Q1	42,0	41,5	9,8	12,8	15,6	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
2003 Q2	46,0	44,5	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,2	41,7
2003 Q3	42,9	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
2003 Q4	49,3	48,3	13,1	14,3	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,9
2004 Q1	41,5	41,0	9,6	12,8	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,1
2004 Q2	45,1	44,4	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
2004 Q3	42,7	42,2	10,7	12,6	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
2004 Q4	49,5	48,5	13,0	14,5	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,1
2005 Q1	42,2	41,7	10,0	13,0	15,4	1,7	0,6	0,5	0,3	38,6
2005 Q2	45,0	44,3	12,0	13,3	15,3	2,0	0,9	0,6	0,3	40,9
2005 Q3	43,4	42,7	11,1	12,8	15,3	1,9	0,8	0,7	0,3	39,5
2005 Q4	49,6	48,8	13,5	14,5	16,2	2,9	0,9	0,8	0,3	44,4
2006 Q1	42,8	42,2	10,3	13,3	15,3	1,6	0,8	0,6	0,3	39,2
2006 Q2	46,0	45,4	12,6	13,7	15,3	1,9	1,1	0,6	0,3	41,9

2. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Ausgaben und vierteljährlicher Finanzierungssaldo

	Insgesamt	Laufende Ausgaben						Vermögenswirksame Ausgaben			Finanzierungssaldo	Primärsaldo	
		Zusammen	Arbeitnehmerentgelte	Vorleistungen	Zinsausgaben	Laufende Übertragungen	Sozialleistungen	Subventionen	Investitionen	Vermögens-transfers			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2000 Q2	46,2	42,8	10,3	4,6	3,9	24,0	20,7	1,4	3,4	2,3	1,1	1,5	5,4
2000 Q3	43,1	42,7	10,1	4,6	4,0	24,2	20,9	1,5	0,3	2,5	1,1	1,0	5,0
2000 Q4	49,7	45,9	11,0	5,3	3,7	25,9	22,0	1,6	3,8	3,1	1,5	0,2	3,9
2001 Q1	45,7	42,3	10,1	4,2	4,0	24,1	20,9	1,3	3,4	1,9	1,5	-3,4	0,6
2001 Q2	46,3	42,8	10,2	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,3	1,1	0,7	4,5
2001 Q3	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,1
2001 Q4	51,1	46,2	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-1,9	1,6
2002 Q1	46,3	42,9	10,3	4,3	3,7	24,6	21,3	1,4	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,7
2002 Q2	46,7	43,2	10,3	4,9	3,5	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
2002 Q3	46,8	43,1	10,0	4,7	3,5	24,9	21,5	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
2002 Q4	50,8	46,4	11,0	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,6	1,7
2003 Q1	47,0	43,5	10,4	4,5	3,5	25,1	21,6	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,1	-1,5
2003 Q2	47,4	43,9	10,4	4,8	3,4	25,3	21,8	1,3	3,6	2,4	1,2	-1,5	1,9
2003 Q3	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,1	-4,1	-0,9
2003 Q4	51,1	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,2	1,6	-1,8	1,3
2004 Q1	46,6	43,2	10,4	4,6	3,2	25,1	21,5	1,2	3,4	1,9	1,4	-5,1	-1,9
2004 Q2	46,8	43,4	10,4	4,9	3,1	24,9	21,6	1,2	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,5
2004 Q3	46,1	42,8	10,0	4,6	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,5	-0,3
2004 Q4	50,8	45,9	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,3	1,7
2005 Q1	46,8	43,4	10,3	4,6	3,1	25,3	21,6	1,2	3,4	1,9	1,5	-4,6	-1,4
2005 Q2	46,4	43,0	10,3	5,0	3,1	24,7	21,6	1,1	3,4	2,3	1,0	-1,4	1,6
2005 Q3	45,9	42,5	9,9	4,7	3,0	24,9	21,5	1,2	3,4	2,4	1,0	-2,5	0,5
2005 Q4	50,7	46,0	11,1	5,7	2,8	26,3	22,7	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,2	1,7
2006 Q1	46,0	42,7	10,1	4,8	3,0	24,8	21,3	1,1	3,2	1,9	1,3	-3,1	-0,1
2006 Q2	46,2	42,7	10,3	5,1	3,0	24,4	21,4	1,1	3,4	2,4	1,1	-0,2	2,8

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

- 1) Daten zu Einnahmen, Ausgaben und dem Finanzierungssaldo basieren auf dem ESVG 95. Ohne Transaktionen zwischen dem EU-Haushalt und Einheiten außerhalb des Staatssektors. Ansonsten stimmen die vierteljährlichen Daten abgesehen von Unterschieden im Hinblick auf den Datenstand zum jeweiligen Übermittlungszeitpunkt mit den Jahresdaten überein. Die Daten sind nicht saisonbereinigt.
- 2) Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.

6.5 Vierteljährliche Verschuldung und Veränderung der Verschuldung (in % des BIP)

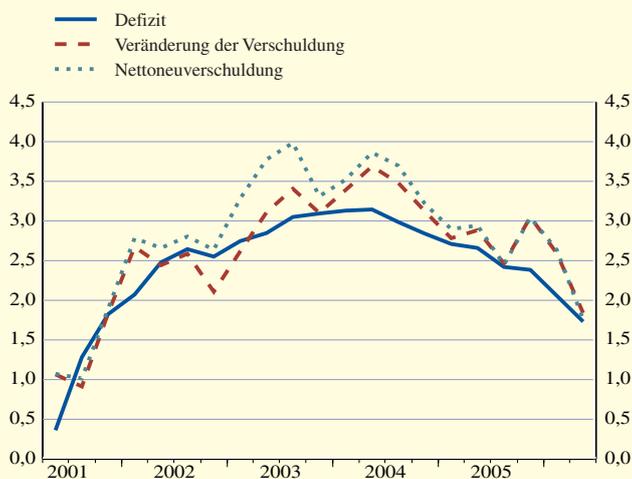
1. Euro-Währungsgebiet – Maastricht-Verschuldung nach Schuldarten¹⁾

	Insgesamt 1	Schuldarten			
		Bargeld und Einlagen 2	Kredite 3	Kurzfristige Wertpapiere 4	Langfristige Wertpapiere 5
2003 Q3	70,4	2,7	11,7	5,5	50,5
2003 Q4	69,3	2,1	12,3	5,0	49,9
2004 Q1	70,8	2,1	12,3	5,5	50,8
2004 Q2	71,4	2,2	12,1	5,5	51,5
2004 Q3	71,3	2,3	12,1	5,6	51,4
2004 Q4	69,8	2,2	11,9	5,1	50,7
2005 Q1	71,1	2,2	11,9	5,3	51,7
2005 Q2	72,0	2,4	11,7	5,3	52,6
2005 Q3	71,5	2,4	11,7	5,3	52,1
2005 Q4	70,7	2,4	11,7	4,9	51,6
2006 Q1	71,1	2,5	11,7	5,1	51,8
2006 Q2	71,1	2,5	11,6	5,1	51,9

2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

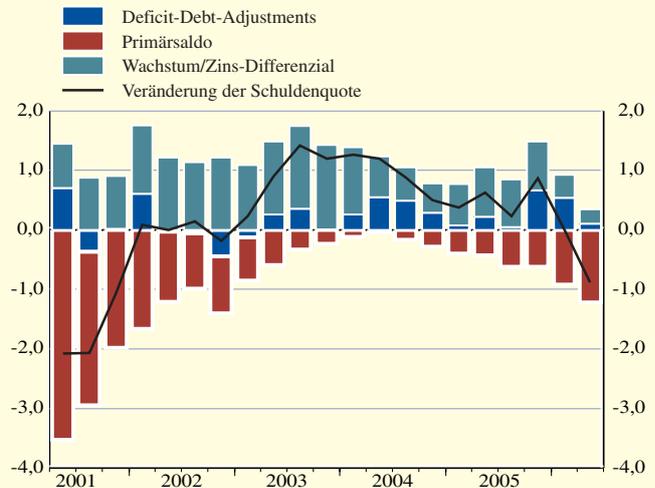
	Schuldenstandsänderung 1	Finanzierungs-saldo 2	Deficit-Debt-Adjustments							Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung 11	
			Insgesamt 3	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)					Bewertungs-effekte und sonstige Volumens-änderungen 9		Sonstige 10
				Zusammen 4	Bargeld und Einlagen 5	Kredite 6	Wertpapiere 7	Aktien und sonstige Anteilsrechte 8			
2003 Q3	2,9	-4,1	-1,3	-1,2	-1,2	0,0	-0,1	0,2	-0,1	0,0	2,9
2003 Q4	-2,0	-1,8	-3,8	-3,9	-2,1	-0,3	-0,1	-1,3	-0,5	0,6	-1,5
2004 Q1	8,5	-5,1	3,4	2,0	1,4	-0,1	0,2	0,5	-0,1	1,5	8,6
2004 Q2	5,6	-1,6	4,0	4,1	3,4	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	5,6
2004 Q3	2,0	-3,5	-1,4	-1,1	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,1	2,3
2004 Q4	-3,1	-1,3	-4,4	-3,4	-2,6	0,0	-0,2	-0,7	0,0	-1,0	-3,1
2005 Q1	7,0	-4,6	2,4	2,4	1,4	0,2	0,4	0,4	-0,2	0,2	7,2
2005 Q2	5,8	-1,4	4,4	3,6	2,7	0,2	0,3	0,4	0,2	0,6	5,6
2005 Q3	0,4	-2,5	-2,1	-2,5	-2,5	-0,1	0,3	-0,3	0,1	0,4	0,4
2005 Q4	-0,7	-1,2	-1,9	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	0,0	0,0	-1,3	-0,7
2006 Q1	5,0	-3,1	1,9	1,6	1,1	0,1	0,6	-0,3	-0,4	0,7	5,4
2006 Q2	2,7	-0,2	2,5	3,1	2,4	0,1	0,3	0,2	0,7	-1,2	2,1

A28 Defizit, Nettoneuverschuldung und Veränderung der Verschuldung (gleitende Vierquartalsumme in % des BIP)



A29 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 in Quartal t und den drei vorangegangenen Quartalen ausgedrückt.



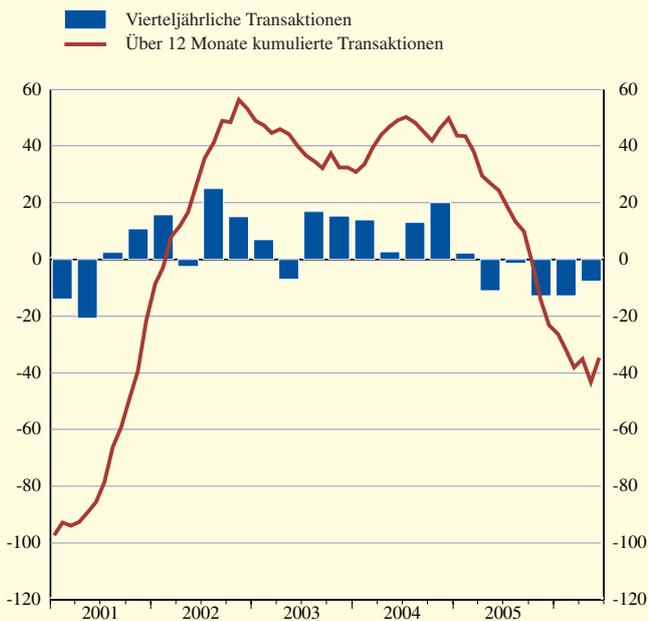
AUSSENWIRTSCHAFT

7.1 Zahlungsbilanz (in Mrd €; Nettotransaktionen)

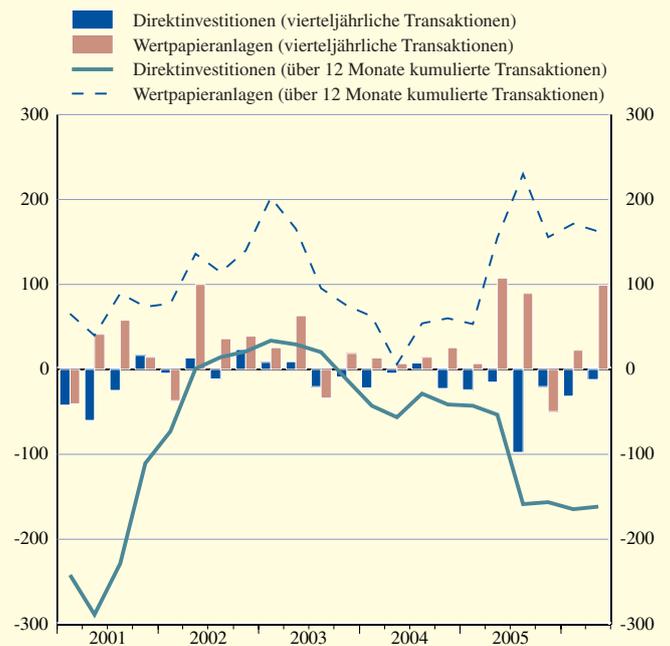
1. Zahlungsbilanz – Gesamtübersicht

	Leistungsbilanz					Ver- mögens- übertra- genen	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- genen			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
2003	32,4	106,1	19,5	-37,2	-56,0	12,9	45,4	-1,3	-12,3	74,9	-13,0	-79,1	28,2	-44,1
2004	49,9	105,3	29,0	-28,0	-56,4	17,5	67,3	-10,9	-41,2	60,3	-5,0	-37,5	12,5	-56,4
2005	-23,1	54,1	34,8	-43,8	-68,2	12,5	-10,6	79,1	-156,3	155,4	-15,2	76,5	18,8	-68,5
2005 Q2	-11,2	18,1	10,3	-23,6	-16,0	4,0	-7,2	49,5	-14,7	107,8	1,3	-48,0	3,1	-42,3
Q3	-1,4	16,0	9,6	-7,1	-19,8	2,8	1,5	34,6	-97,6	89,8	-0,4	40,8	2,0	-36,0
Q4	-12,8	4,9	10,8	-12,3	-16,2	4,7	-8,1	-23,7	-20,2	-49,1	-8,8	45,6	8,8	31,9
2006 Q1	-12,8	-2,8	4,8	1,4	-16,2	2,0	-10,8	65,7	-31,5	22,9	-8,5	76,8	6,1	-54,9
Q2	-7,6	6,3	12,1	-10,3	-15,8	1,0	-6,6	51,1	-12,1	98,9	-1,7	-32,5	-1,4	-44,5
2005 Aug.	-2,7	1,0	1,5	1,0	-6,2	0,8	-2,0	0,4	-12,0	-13,3	-0,7	26,5	-0,1	1,6
Sept.	-1,6	5,5	3,6	-2,6	-8,1	1,2	-0,4	33,2	-0,5	26,0	-1,2	9,3	-0,5	-32,8
Okt.	-7,5	1,7	4,7	-8,5	-5,5	0,6	-6,9	-12,8	-7,9	-1,9	-4,3	1,0	0,2	19,7
Nov.	-5,6	1,5	2,9	-4,9	-5,0	0,9	-4,6	2,2	-3,9	-43,7	-0,3	48,9	1,2	2,4
Dez.	0,3	1,7	3,2	1,1	-5,7	3,2	3,4	-13,2	-8,5	-3,6	-4,2	-4,3	7,4	9,7
2006 Jan.	-10,2	-6,3	0,9	0,0	-4,7	0,8	-9,4	-3,2	-2,7	-36,4	-2,9	41,1	-2,3	12,6
Febr.	-0,6	0,5	2,3	0,8	-4,3	1,0	0,4	19,5	-29,1	21,4	-3,3	28,6	1,9	-19,9
März	-2,1	3,0	1,5	0,6	-7,2	0,2	-1,9	49,5	0,3	37,9	-2,3	7,1	6,5	-47,6
April	-7,5	0,6	3,0	-5,0	-6,1	0,2	-7,3	25,1	8,3	-6,0	-5,6	29,5	-1,1	-17,8
Mai	-10,9	0,6	3,8	-9,9	-5,4	0,2	-10,7	31,9	-4,6	44,4	2,0	-8,2	-1,7	-21,2
Juni	10,8	5,2	5,3	4,5	-4,3	0,6	11,4	-5,9	-15,9	60,5	1,9	-53,8	1,4	-5,5
Juli	2,5	5,6	5,6	-1,8	-7,0	0,7	3,2	12,3	-9,4	1,0	1,8	19,6	-0,8	-15,4
Aug.	-3,9	-3,8	-0,7	7,3	-6,7	1,1	-2,8	-3,9	-2,8	-15,5	-3,9	19,1	-0,8	6,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>														
2006 Aug.	-36,4	15,8	36,1	-18,3	-70,0	10,7	-25,6	134,6	-76,6	84,2	-22,3	137,9	11,4	-108,9

A30 Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz (in Mrd €)



A31 Zahlungsbilanz – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto) (in Mrd €)



Quelle: EZB.

7.1 Zahlungsbilanz

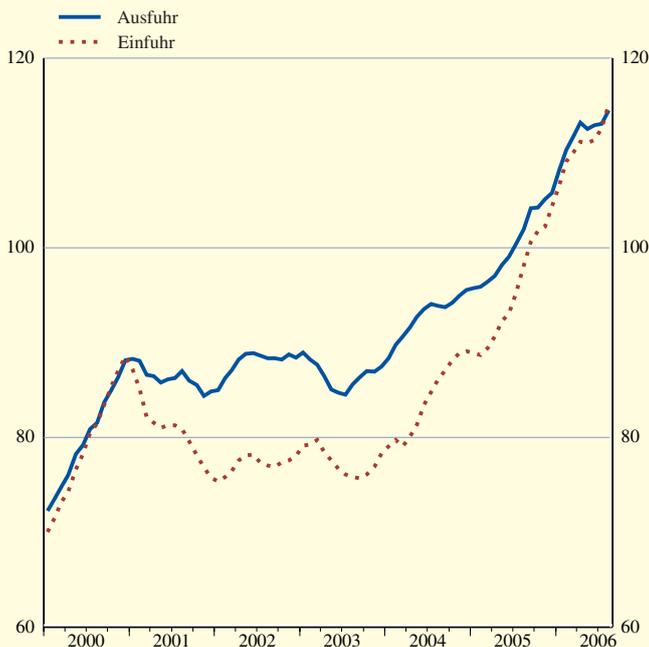
(in Mrd €; Transaktionen)

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	
2003	1 693,2	1 660,8	32,4	1 036,0	929,9	331,8	312,3	243,3	280,5	82,1	138,1	23,7	10,8
2004	1 843,0	1 793,2	49,9	1 128,2	1 022,9	362,1	333,1	270,9	298,9	81,9	138,3	24,1	6,6
2005	2 022,6	2 045,7	-23,1	1 220,0	1 166,0	397,3	362,5	321,6	365,4	83,6	151,8	23,4	10,9
2005 Q2	503,4	514,5	-11,2	305,2	287,1	97,3	87,0	83,8	107,3	17,1	33,1	5,8	1,8
Q3	509,7	511,1	-1,4	309,0	293,0	108,9	99,3	76,5	83,6	15,3	35,1	4,6	1,8
Q4	548,7	561,5	-12,8	327,4	322,4	105,8	95,0	93,3	105,7	22,2	38,4	8,1	3,5
2006 Q1	542,3	555,1	-12,8	329,7	332,6	96,6	91,8	86,3	84,9	29,6	45,8	5,9	3,9
Q2	578,9	586,5	-7,6	341,8	335,4	106,6	94,5	113,2	123,5	17,3	33,1	4,6	3,6
2006 Juni	204,5	193,8	10,8	118,1	112,9	38,0	32,7	42,2	37,7	6,2	10,5	1,9	1,4
Juli	190,7	188,2	2,5	116,0	110,4	39,1	33,5	31,0	32,8	4,6	11,6	1,9	1,2
Aug.	187,9	191,8	-3,9	107,3	111,0	36,9	37,7	37,8	30,5	5,9	12,6	1,6	0,6
	Saisonbereinigt												
2005 Q2	491,6	490,6	1,0	297,1	279,2	95,9	88,7	77,0	87,3	21,5	35,4	.	.
Q3	513,5	522,6	-9,1	312,5	301,8	100,7	92,8	80,2	91,0	20,0	37,0	.	.
Q4	531,8	553,4	-21,5	317,4	313,1	104,5	93,4	88,1	107,9	21,9	39,1	.	.
2006 Q1	559,8	568,0	-8,1	335,2	330,0	106,5	96,2	92,2	97,4	26,0	44,3	.	.
Q2	572,3	569,6	2,7	338,7	334,0	106,2	97,8	105,7	101,9	21,7	35,9	.	.
2005 Dez.	181,0	184,0	-3,0	108,5	106,9	34,3	30,7	30,1	32,2	7,9	14,2	.	.
2006 Jan.	178,5	178,0	0,5	109,4	108,7	35,5	32,0	30,5	29,3	3,2	8,0	.	.
Febr.	195,6	200,0	-4,5	112,9	111,5	36,5	32,6	29,2	32,4	16,9	23,5	.	.
März	185,7	189,9	-4,2	112,9	109,8	34,5	31,6	32,5	35,7	5,8	12,8	.	.
April	184,6	183,7	0,9	113,8	112,2	34,8	31,7	29,4	27,0	6,6	12,8	.	.
Mai	192,7	199,8	-7,1	110,9	111,1	35,5	33,2	38,9	42,7	7,4	12,8	.	.
Juni	195,0	186,1	8,9	114,0	110,7	35,9	32,9	37,4	32,2	7,7	10,3	.	.
Juli	187,8	191,7	-3,9	114,2	115,9	35,0	31,3	32,6	32,3	6,0	12,3	.	.
Aug.	198,2	205,2	-6,9	115,2	118,7	34,8	34,2	40,7	38,3	7,6	14,0	.	.

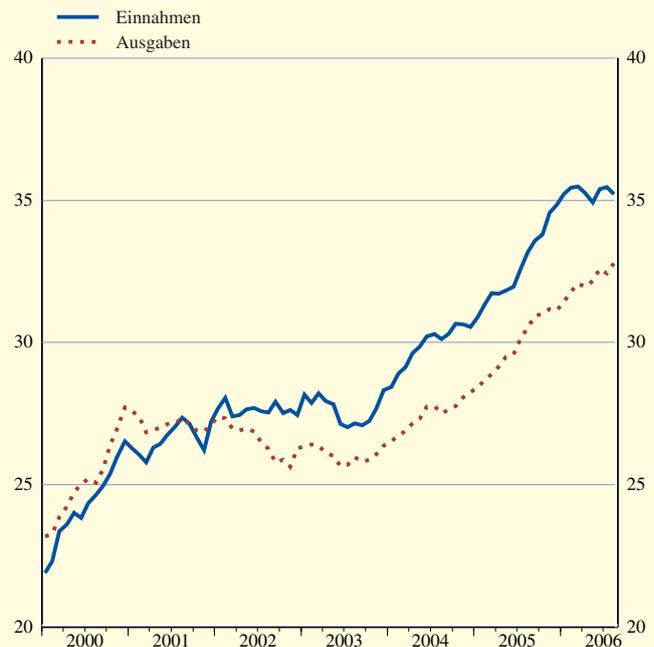
A32 Zahlungsbilanz – Warenhandel

(in Mrd €, saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



A33 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		Aktien und Investmentzertifikate		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	
2003	14,8	7,2	228,5	273,3	66,3	56,3	10,0	10,2	18,6	53,5	65,5	80,7	68,1	72,6
2004	15,3	7,7	255,6	291,1	87,0	72,0	12,1	11,8	23,8	56,9	67,5	79,0	65,2	71,5
2005	15,4	9,3	306,2	356,1	97,4	97,6	13,0	13,2	30,8	71,1	79,8	79,3	85,2	94,9
2005 Q2	3,8	2,3	80,0	105,0	27,4	26,1	3,3	3,5	9,9	30,2	19,5	22,0	19,9	23,1
Q3	3,8	2,8	72,6	80,7	19,9	22,3	2,9	2,9	7,6	15,8	21,5	17,0	20,7	22,7
Q4	4,0	2,5	89,3	103,2	31,3	34,4	3,9	3,9	7,3	13,8	21,3	23,0	25,4	28,1
2006 Q1	4,0	2,0	82,3	82,9	19,8	12,2	4,2	3,5	8,2	16,1	23,5	21,2	26,7	29,9
Q2	4,1	2,9	109,1	120,6	36,4	19,2	4,4	4,0	13,2	40,8	24,6	21,4	30,5	35,2

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
2003	-147,2	-130,0	-1,9	-128,2	-17,1	0,0	-17,1	134,9	124,4	3,1	121,3	10,5	0,1	10,5
2004	-141,7	-152,0	-17,3	-134,7	10,3	0,1	10,2	100,5	86,5	1,2	85,3	14,0	0,6	13,4
2005	-232,7	-171,9	-9,2	-162,7	-60,7	0,4	-61,1	76,4	45,7	-0,1	45,8	30,7	1,1	29,7
2005 Q2	-28,4	-23,6	-1,9	-21,8	-4,7	0,0	-4,8	13,7	4,2	0,4	3,8	9,5	-0,1	9,6
Q3	-115,9	-92,0	-4,9	-87,1	-23,9	0,1	-24,0	18,3	5,5	0,9	4,7	12,8	0,4	12,3
Q4	-47,2	-33,0	-0,1	-32,9	-14,2	0,2	-14,4	27,0	18,0	-1,7	19,7	9,0	0,4	8,6
2006 Q1	-50,5	-41,7	-1,8	-39,9	-8,8	0,2	-9,1	19,0	14,7	0,7	14,0	4,3	-0,3	4,6
Q2	-111,0	-88,7	-6,2	-82,4	-22,4	-1,1	-21,3	98,9	86,6	0,5	86,1	12,3	1,0	11,3
2005 Aug.	-11,7	-4,7	-0,5	-4,1	-7,0	0,0	-7,0	-0,4	-0,8	0,2	-1,0	0,4	0,1	0,3
Sept.	-11,2	-1,4	-1,0	-0,3	-9,8	0,0	-9,9	10,7	-4,1	0,4	-4,5	14,7	0,3	14,4
Okt.	-11,5	-0,7	0,3	-1,1	-10,8	0,0	-10,8	3,7	5,9	0,2	5,7	-2,2	0,3	-2,5
Nov.	-8,6	-5,9	0,2	-6,1	-2,7	0,0	-2,7	4,8	3,6	-1,7	5,2	1,2	0,2	1,0
Dez.	-27,0	-26,4	-0,7	-25,7	-0,7	0,2	-0,9	18,6	8,5	-0,2	8,7	10,0	0,0	10,1
2006 Jan.	-6,5	4,4	-0,6	5,0	-10,9	-0,1	-10,8	3,8	6,2	0,2	6,0	-2,4	0,1	-2,5
Febr.	-39,4	-33,8	-1,6	-32,3	-5,6	0,1	-5,7	10,3	12,0	0,4	11,6	-1,7	0,1	-1,8
März	-4,6	-12,2	0,4	-12,6	7,6	0,2	7,4	4,9	-3,4	0,2	-3,6	8,3	-0,5	8,9
April	-84,4	-59,8	-1,9	-57,9	-24,6	-0,5	-24,1	92,7	78,2	0,0	78,1	14,6	0,2	14,4
Mai	-14,6	-18,5	-3,3	-15,2	3,9	-0,3	4,2	10,1	8,5	0,4	8,1	1,5	0,4	1,1
Juni	-12,0	-10,3	-1,0	-9,3	-1,7	-0,2	-1,4	-3,9	-0,1	0,1	-0,1	-3,8	0,4	-4,2
Juli	-13,1	-11,6	-1,2	-10,4	-1,4	0,0	-1,4	3,7	3,4	0,2	3,2	0,2	-0,2	0,4
Aug.	-1,8	-7,5	-0,8	-6,7	5,8	-0,1	5,8	-1,1	3,1	0,3	2,9	-4,2	-0,1	-4,1

Quelle: EZB.

7.1 Zahlungsbilanz (in Mrd €; Transaktionen)

5. Wertpapieranlagen nach Instrumenten und Anlegergruppen

	Aktien und Investmentzertifikate					Schuldverschreibungen									
	Aktiva				Passiva	Anleihen					Geldmarktpapiere				
	Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs			Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs		Passiva	Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs		Passiva
			Staat					Staat					Staat		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2003	-0,3	-13,9	-64,4	-2,6	110,3	-2,4	-45,0	-128,3	-0,2	198,9	0,2	-45,9	23,7	0,6	42,2
2004	0,0	-22,4	-81,0	-3,4	128,1	1,2	-81,8	-97,1	-2,1	254,9	-0,1	-43,2	-13,7	0,1	15,4
2005	-0,1	-15,6	-124,9	-3,9	279,5	-0,7	-124,6	-161,4	-0,5	255,8	0,1	-11,6	-3,8	0,1	62,9
2005 Q2	0,0	21,7	-22,8	-0,8	25,0	-0,7	-39,5	-34,3	-0,1	158,1	-0,4	-9,1	-5,2	-2,4	14,9
Q3	-0,1	-4,9	-26,9	-1,1	150,7	-0,4	-21,3	-49,7	0,1	24,5	0,1	-7,1	1,6	0,2	23,4
Q4	0,0	-4,8	-53,9	-0,9	62,5	0,6	-28,1	-36,4	-0,1	26,4	0,1	-1,4	5,8	5,9	-19,8
2006 Q1	0,0	-19,1	-77,9	-0,6	121,2	-0,1	-53,7	-36,2	-0,2	80,8	0,7	2,5	-10,3	-3,8	15,0
Q2	0,0	11,6	7,6	-2,6	35,5	1,0	-23,9	-26,2	0,1	115,4	-3,2	-7,1	-0,7	-3,2	-11,0
2005 Aug.	0,0	2,0	-8,8	-	23,4	-0,5	-5,7	-13,8	-	-6,9	0,3	-11,5	-0,1	-	8,2
Sept.	0,0	-3,4	-3,4	-	15,9	-0,2	-11,5	-21,4	-	33,7	0,4	4,4	3,3	-	8,2
Okt.	0,0	4,6	-10,8	-	-4,5	0,6	-17,4	-14,8	-	24,7	0,0	6,4	4,0	-	5,3
Nov.	0,0	-6,7	-21,4	-	10,6	0,1	-3,6	-15,7	-	5,5	0,1	-5,1	0,0	-	-7,4
Dez.	0,0	-2,7	-21,7	-	56,4	-0,2	-7,1	-5,9	-	-3,7	0,0	-2,7	1,8	-	-17,7
2006 Jan.	0,0	-6,7	-37,2	-	35,5	0,2	-32,8	-2,5	-	1,0	0,4	3,0	-7,5	-	10,2
Febr.	0,0	-3,7	-23,4	-	36,2	-0,2	-7,1	-16,9	-	25,0	0,3	1,5	-2,3	-	12,0
März	0,0	-8,7	-17,4	-	49,5	-0,1	-13,8	-16,8	-	54,9	0,0	-2,0	-0,5	-	-7,1
April	0,0	3,5	-5,8	-	-9,4	0,5	-6,1	-11,4	-	26,1	-1,1	-6,5	0,2	-	3,9
Mai	0,0	3,4	12,2	-	-10,2	0,4	-11,2	-11,8	-	65,8	-1,6	-2,2	-2,0	-	1,7
Juni	0,0	4,6	1,2	-	55,1	0,0	-6,6	-3,0	-	23,5	-0,5	1,6	1,1	-	-16,6
Juli	0,0	2,3	-8,2	-	45,5	0,2	-10,5	-4,0	-	0,6	0,4	-18,3	-1,9	-	-5,2
Aug.	0,0	-4,8	-5,0	-	-2,8	0,0	-8,9	-8,0	-	7,4	1,0	0,0	2,3	-	3,3

6. Übriger Kapitalverkehr nach Sektoren

	Insgesamt		Eurosistem		Staat		MFIs (ohne Eurosistem)						Übrige Sektoren			
	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Zusammen		Langfristig		Kurzfristig		Aktiva	Passiva		
							Bargeld und Einlagen	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva			Aktiva	Passiva
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2003	-253,1	174,1	-0,8	10,0	-0,4	-	-3,4	-152,6	134,8	-50,7	52,3	-101,9	82,5	-99,3	-	32,7
2004	-312,5	275,0	-0,2	6,9	-2,3	-2,0	-3,6	-259,4	246,9	-20,1	-3,6	-239,3	250,5	-50,6	-10,5	24,7
2005	-564,8	641,3	-1,2	6,1	5,1	-2,3	-2,4	-385,3	477,0	-99,6	50,6	-285,6	426,4	-183,4	-22,4	160,6
2005 Q2	-156,6	108,5	-1,3	0,3	-7,6	-8,6	-1,9	-97,1	45,0	-18,5	22,5	-78,6	22,5	-50,5	18,0	65,2
Q3	-108,4	149,2	0,4	4,3	7,7	4,7	1,2	-87,8	122,9	-21,9	14,6	-65,8	108,3	-28,9	-18,9	20,8
Q4	-121,5	167,2	-0,8	-3,4	-2,3	-1,1	-2,0	-73,7	113,3	-37,7	3,2	-36,0	110,1	-44,7	7,9	59,3
2006 Q1	-218,3	295,1	-3,4	6,6	7,6	3,8	-3,6	-136,4	222,2	-13,3	12,8	-123,2	209,4	-86,1	-8,4	69,8
Q2	-103,9	71,4	0,8	2,3	-11,2	-12,1	0,3	-57,6	10,1	-31,4	21,1	-26,2	-10,9	-35,9	15,5	58,6
2005 Aug.	19,6	6,9	0,2	0,8	6,3	8,4	0,5	20,1	-2,0	-1,4	3,1	21,4	-5,1	-7,0	-6,5	7,6
Sept.	-84,4	93,7	-0,1	4,6	2,1	0,9	-0,2	-69,2	76,6	-14,3	6,0	-54,9	70,7	-17,3	-9,0	12,6
Okt.	-53,9	54,9	0,0	-1,0	0,7	-0,3	1,8	-46,4	50,7	-3,8	1,2	-42,7	49,5	-8,2	3,5	3,4
Nov.	-149,6	198,5	-0,9	1,7	-1,2	1,3	0,2	-113,3	170,9	-0,9	-3,2	-112,4	174,1	-34,2	-6,0	25,7
Dez.	82,0	-86,3	0,1	-4,1	-1,8	-2,1	-4,1	86,0	-108,3	-33,1	5,2	119,1	-113,5	-2,3	10,3	30,2
2006 Jan.	-103,2	144,3	0,1	4,9	3,7	2,3	-2,4	-71,1	117,7	6,6	-1,0	-77,8	118,6	-35,9	-15,8	24,2
Febr.	-44,5	73,1	-4,4	0,2	1,2	1,0	-1,2	-3,9	36,3	-7,4	9,8	3,5	26,4	-37,5	-3,4	37,9
März	-70,5	77,6	1,0	1,6	2,6	0,5	0,0	-61,5	68,3	-12,5	4,0	-48,9	64,3	-12,7	10,9	7,8
April	-82,1	111,6	0,1	-1,3	-4,4	-4,8	4,3	-64,3	82,3	-5,5	9,8	-58,8	72,5	-13,4	6,0	26,3
Mai	-72,3	64,1	0,0	5,0	-4,1	-4,5	-4,8	-45,1	40,6	-8,4	2,5	-36,7	38,1	-23,1	-3,5	23,3
Juni	50,5	-104,3	0,6	-1,3	-2,6	-2,9	0,9	51,8	-112,8	-17,4	8,8	69,3	-121,6	0,6	13,1	9,0
Juli	-53,7	73,3	0,8	0,1	7,0	6,9	1,8	-42,9	64,5	-13,1	7,6	-29,8	56,9	-18,6	-2,8	7,0
Aug.	-2,0	21,1	-2,5	1,3	0,5	-0,1	-0,5	7,9	18,5	-7,7	5,8	15,7	12,6	-7,9	-5,4	1,8

Quelle: EZB.

7.1 Zahlungsbilanz
(in Mrd €, Transaktionen)

7. Übriger Kapitalverkehr nach Sektoren und Instrumenten

	Eurosystem				Staat							
	Aktiva		Passiva		Handels- kredite	Aktiva			Sonstige Aktiva	Passiva		
	Finanz- kredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanz- kredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva		Zusammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen		Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,7	-0,3	0,9	-1,0	0,0	-3,7	0,3
2004	0,1	-0,3	6,9	0,1	0,0	-0,6	1,4	-2,0	-1,7	0,0	-3,5	0,0
2005	-1,0	-0,1	6,1	0,0	0,0	6,6	8,9	-2,3	-1,5	0,0	-2,2	-0,3
2005 Q2	-1,2	-0,1	0,3	0,0	0,0	-7,1	1,5	-8,6	-0,5	0,0	-2,0	0,0
Q3	0,4	0,0	4,3	0,0	0,0	8,0	3,3	4,7	-0,3	0,0	1,3	-0,1
Q4	-0,8	0,0	-3,4	0,0	0,0	-2,1	-1,0	-1,1	-0,2	0,0	-2,1	0,0
2006 Q1	-3,4	0,0	6,6	0,1	0,0	7,8	4,0	3,8	-0,1	0,0	-3,2	-0,4
Q2	0,8	0,0	2,4	0,0	0,0	-10,8	1,4	-12,1	-0,4	0,0	0,2	0,1

	MFIs (ohne Eurosystem)				Übrige Sektoren							
	Aktiva		Passiva		Handels- kredite	Aktiva			Sonstige Aktiva	Passiva		
	Finanz- kredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanz- kredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva		Zusammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen		Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva
2003	-152,1	-0,5	134,8	-0,1	-1,2	-95,8	-9,6	-86,3	-2,3	4,2	28,4	0,2
2004	-256,3	-3,1	244,0	2,9	-6,0	-39,5	-29,0	-10,5	-5,1	8,6	13,4	2,7
2005	-381,2	-4,0	475,0	2,0	-7,8	-163,3	-140,9	-22,4	-12,3	9,0	147,9	3,7
2005 Q2	-97,0	-0,1	43,8	1,2	-5,4	-43,1	-61,1	18,0	-2,1	1,1	62,8	1,3
Q3	-82,5	-5,2	120,2	2,7	2,0	-24,3	-5,4	-18,9	-6,6	0,5	22,1	-1,7
Q4	-77,0	3,3	118,0	-4,7	-1,7	-42,1	-49,9	7,9	-0,9	4,4	56,0	-1,1
2006 Q1	-132,6	-3,9	216,3	5,9	-3,8	-74,0	-65,5	-8,4	-8,4	4,4	60,0	5,4
Q2	-58,1	0,5	15,7	-5,5	-3,6	-34,7	-50,3	15,5	2,4	4,0	59,6	-4,9

8. Währungsreserven

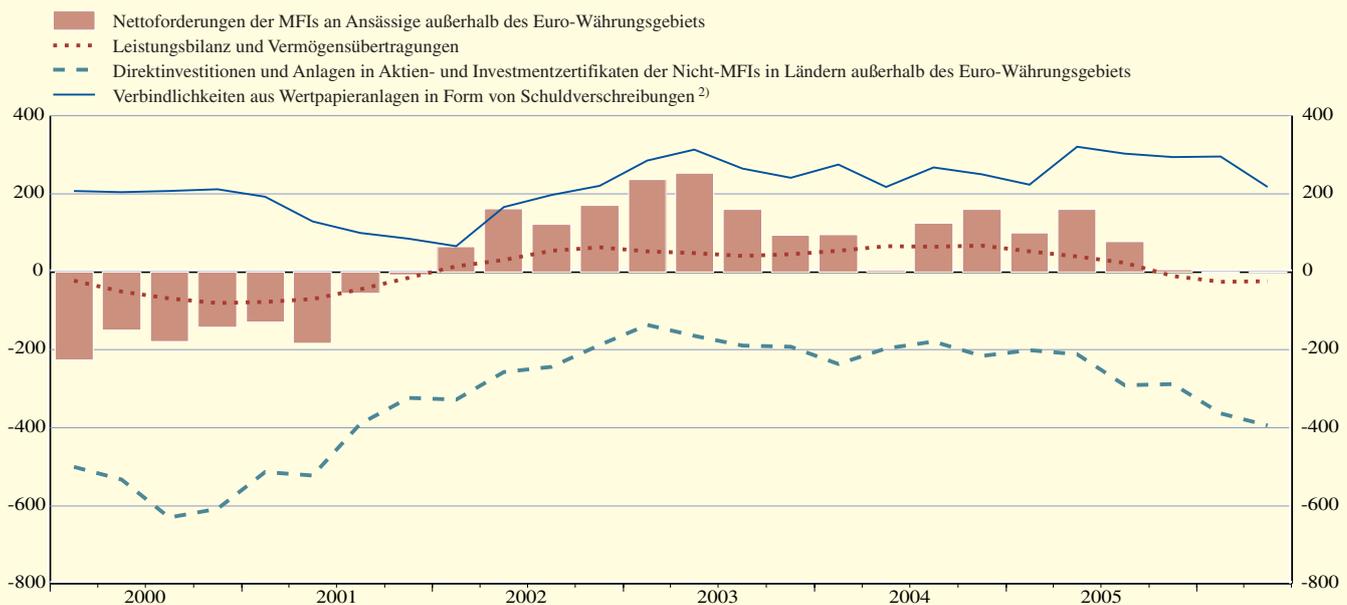
	Insgesamt	Monetäre Gold- reserven	Sonder- ziehungs- rechte	Reserve- position im IWF	Devisenreserven						Finanz- derivate	Sonstige Reserven
					Zusammen	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere				
						Bei Währungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Aktien und Investment- zertifikate	Anleihen	Geldmarkt- papiere		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	28,2	1,7	0,0	-1,6	28,1	-2,5	1,9	-0,1	22,1	6,7	0,1	0,0
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,9	-3,8	4,0	0,4	18,3	-11,9	-0,1	0,0
2005	18,8	3,9	-0,2	8,6	6,5	0,1	7,8	0,0	-4,8	3,5	0,0	0,0
2005 Q2	3,1	1,3	0,0	1,3	0,5	-4,4	1,1	0,0	0,9	2,9	0,0	0,0
Q3	2,0	0,5	0,0	2,6	-1,1	1,6	0,9	0,0	-4,9	1,4	-0,1	0,0
Q4	8,8	1,2	-0,1	3,0	4,6	-2,3	6,9	0,0	-2,0	2,1	0,0	0,0
2006 Q1	6,1	0,8	0,0	3,4	2,4	6,2	-4,8	0,0	-3,6	4,6	0,0	-0,5
Q2	-1,4	1,4	0,0	-0,5	-3,0	0,9	2,4	0,0	-6,8	0,5	0,0	0,7

Quelle: EZB.

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

	Zahlungsbilanzposten zum Ausgleich der transaktionsbedingten Veränderungen des Auslandsgegenpostens zu M3											Nachricht- lich: Transaktions- bedingte Veränderungen des Auslands- gegenpostens zu M3
	Leistungs- bilanz und Vermögens- übertragungen	Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen			Übriger Kapitalverkehr		Finanz- derivate	Rest- posten	Gesamt- summe der Spalten 1 bis 10	
		Von gebiets- ansässigen Einheiten außerhalb des Euro- Währungs- gebiets (Nicht-MFIs)	Von gebiets- fremden Einheiten im Euro- Währungs- gebiet	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva				
					Nicht-MFIs	Aktien und Investmentzerti- fikate ¹⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	45,4	-145,3	134,8	-169,0	114,5	241,3	-99,7	29,3	-13,0	-44,1	94,2	93,7
2004	67,3	-124,5	99,9	-191,9	118,0	250,4	-52,9	21,2	-5,0	-56,4	126,2	160,8
2005	-10,6	-223,8	75,3	-290,1	236,3	294,6	-178,4	158,2	-15,2	-68,5	-22,3	5,5
2005 Q2	-7,2	-26,5	13,8	-62,2	-0,8	178,6	-58,1	63,3	1,3	-42,3	59,9	64,4
Q3	1,5	-111,1	17,9	-75,0	155,3	41,1	-21,1	22,0	-0,4	-36,0	-6,0	-19,2
Q4	-8,1	-47,2	26,6	-84,5	47,8	2,8	-47,0	57,3	-8,8	31,9	-29,4	-15,2
2006 Q1	-10,8	-49,0	19,3	-124,4	116,1	73,8	-78,5	66,2	-8,5	-54,9	-50,8	-34,1
Q2	-6,6	-103,8	97,9	-19,3	28,9	100,3	-47,1	58,9	-1,7	-44,5	63,1	66,8
2005 Aug.	-2,0	-11,1	-0,4	-22,6	25,0	0,2	-0,7	8,1	-0,7	1,6	-2,6	1,9
Sept.	-0,4	-10,2	10,3	-21,5	11,9	38,0	-15,2	12,4	-1,2	-32,8	-8,5	-21,1
Okt.	-6,9	-11,9	3,4	-21,5	-5,3	24,0	-7,5	5,3	-4,3	19,7	-5,0	-5,2
Nov.	-4,6	-8,8	4,6	-37,2	10,6	-1,4	-35,4	25,9	-0,3	2,4	-44,4	-44,9
Dez.	3,4	-26,5	18,6	-25,8	42,5	-19,8	-4,1	26,1	-4,2	9,7	19,9	34,9
2006 Jan.	-9,4	-5,8	3,8	-47,1	31,8	3,6	-32,2	21,8	-2,9	12,6	-23,9	5,7
Febr.	0,4	-37,9	10,2	-42,6	31,3	31,0	-36,3	36,7	-3,3	-19,9	-30,3	-19,2
März	-1,9	-5,3	5,4	-34,7	52,9	39,2	-10,0	7,7	-2,3	-47,6	3,5	-20,6
April	-7,3	-82,0	92,5	-17,0	-13,5	20,4	-17,8	30,6	-5,6	-17,8	-17,5	-7,3
Mai	-10,7	-11,0	9,7	-1,6	-10,6	63,3	-27,2	18,5	2,0	-21,2	11,0	11,2
Juni	11,4	-10,7	-4,3	-0,7	53,1	16,6	-2,0	9,8	1,9	-5,5	69,6	62,9
Juli	3,2	-11,8	3,8	-14,1	27,3	-1,0	-11,6	8,8	1,8	-15,4	-9,2	4,4
Aug.	-2,8	-0,9	-1,0	-10,7	1,1	3,3	-7,4	1,3	-3,9	6,8	-14,1	-11,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2006 Aug.	-25,6	-223,0	157,0	-274,5	233,0	217,2	-206,7	205,0	-22,3	-108,9	-48,9	-10,5

A34 Wichtige Zahlungsbilanztransaktionen und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs an Ansässige 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 Geografische 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	Schwe- den	Vereinigt es König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten						EU- Institutionen
Q3 2005 bis Q2 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Einnahmen												
Leistungsbilanz	2 179,5	793,1	45,1	69,6	418,6	201,4	58,4	28,8	53,9	142,8	373,2	787,7
Warenhandel	1 307,9	454,0	30,6	46,5	216,2	160,7	0,1	17,1	34,0	72,6	195,5	534,8
Dienstleistungen	417,9	147,0	8,2	11,2	101,3	21,2	5,1	6,1	12,0	40,4	78,4	133,9
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	369,3	131,9	5,9	11,3	91,5	17,3	5,8	5,1	7,1	23,7	92,7	108,9
Darunter:												
Vermögenseinkommen	353,3	126,6	5,8	11,2	89,8	17,2	2,6	5,1	7,0	17,6	91,2	105,8
Laufende Übertragungen	84,4	60,2	0,5	0,6	9,6	2,2	47,3	0,4	0,8	6,1	6,7	10,2
Vermögensübertragungen	23,3	19,8	0,0	0,0	0,8	0,3	18,7	0,0	0,0	0,4	0,5	2,4
Ausgaben												
Leistungsbilanz	2 214,2	706,3	37,7	66,4	349,6	161,4	91,1	21,0	82,3	135,4	335,7	933,5
Warenhandel	1 283,5	365,0	26,2	43,2	166,8	128,9	0,0	10,1	52,2	65,1	124,9	666,3
Dienstleistungen	380,6	120,0	6,8	9,1	79,3	24,7	0,2	5,5	7,6	30,8	85,4	131,3
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	397,7	125,5	4,3	13,4	95,5	6,5	5,8	4,2	22,2	34,4	117,7	93,7
Darunter:												
Vermögenseinkommen	387,4	120,5	4,2	13,3	94,4	2,6	5,8	4,1	22,1	33,8	116,8	90,2
Laufende Übertragungen	152,4	95,8	0,4	0,7	8,1	1,4	85,1	1,2	0,3	5,2	7,7	42,2
Vermögensübertragungen	12,7	1,4	0,0	0,1	0,8	0,2	0,2	0,1	0,0	0,3	1,1	9,8
Saldo												
Leistungsbilanz	-34,7	86,8	7,4	3,2	69,0	40,0	-32,7	7,8	-28,4	7,3	37,6	-145,8
Warenhandel	24,4	89,0	4,4	3,3	49,4	31,8	0,1	7,0	-18,2	7,5	70,6	-131,5
Dienstleistungen	37,3	27,0	1,4	2,1	22,0	-3,5	5,0	0,6	4,5	9,6	-7,0	2,6
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-28,3	6,4	1,6	-2,1	-4,0	10,8	0,0	0,9	-15,1	-10,7	-25,0	15,1
Darunter:												
Vermögenseinkommen	-34,1	6,1	1,6	-2,2	-4,6	14,5	-3,2	1,0	-15,1	-16,2	-25,6	15,7
Laufende Übertragungen	-68,0	-35,6	0,0	-0,1	1,5	0,8	-37,8	-0,7	0,5	0,9	-1,0	-32,0
Vermögensübertragungen	10,5	18,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	18,5	-0,1	0,0	0,1	-0,6	-7,3

2. Zahlungsbilanz: Direktinvestitionen

(kumulierte Transaktionen)

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)					Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Andere	
		Ins- gesamt	Dänemark	Schwe- den	Ver- einigt es König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten							EU- Insti- tutionen
Q3 2005 bis Q2 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Direktinvestitionen	-161,5	-130,7	1,7	13,6	-122,7	-23,2	0,0	-0,6	11,0	7,5	-14,3	9,7	-44,1
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-324,7	-236,7	0,6	4,1	-218,0	-23,4	0,0	-6,4	8,0	0,0	-24,0	-15,4	-50,3
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-255,3	-213,6	-0,7	0,3	-191,0	-22,1	0,0	-1,8	8,5	-0,6	3,2	-6,6	-44,4
Sonstige Anlagen	-69,4	-23,1	1,4	3,9	-27,0	-1,3	0,0	-4,6	-0,5	0,7	-27,2	-8,8	-5,9
Im Euro-Währungsgebiet	163,2	106,0	1,1	9,5	95,3	0,2	0,0	5,8	3,0	7,5	9,6	25,1	6,2
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	124,9	82,7	0,3	9,3	71,8	1,1	0,0	4,7	2,7	5,1	-10,3	36,2	3,8
Sonstige Anlagen	38,3	23,4	0,7	0,1	23,5	-1,0	0,0	1,1	0,3	2,3	19,9	-11,0	2,4

Quelle: EZB.

7.3 Geografische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus (in Mrd €)

3. Zahlungsbilanz: Wertpapieranlagen (Aktiva) nach Instrumenten

(kumulierte Transaktionen)

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörig)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Andere
		Ins- gesamt	Dänemark	Schweden	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Insti- tutionen						
Q3 2005 bis Q2 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Wertpapieranlagen (Aktiva)	-462,3	-135,5	-0,6	-11,9	-105,6	-12,8	-4,5	-9,8	-31,0	1,5	-107,6	-80,9	-98,9
Aktien und Investment- zertifikate	-168,6	-14,4	0,8	-5,5	-9,0	-0,7	0,0	-4,5	-23,1	4,8	-49,5	-23,9	-58,0
Schuldverschreibungen	-293,7	-121,0	-1,4	-6,4	-96,6	-12,2	-4,5	-5,4	-7,9	-3,3	-58,2	-56,9	-41,0
Anleihen	-274,5	-105,9	-0,9	-3,7	-82,5	-13,7	-5,0	-4,1	-6,8	-1,2	-63,6	-51,1	-41,9
Geldmarktpapiere	-19,1	-15,2	-0,5	-2,6	-14,1	1,6	0,5	-1,2	-1,1	-2,1	5,5	-5,9	0,9

4. Zahlungsbilanz: Übriger Kapitalverkehr nach Sektoren

(kumulierte Transaktionen)

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörig)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Inter- nationale Organi- sationen	Andere
		Ins- gesamt	Dänemark	Schweden	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Insti- tutionen							
Q3 2005 bis Q2 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Übriger Kapitalverkehr	130,7	14,8	-8,8	12,9	12,6	-13,7	11,7	-2,1	34,2	-20,3	44,2	47,8	10,1	2,0
Aktiva	-552,1	-368,8	-25,4	4,1	-320,2	-26,9	-0,3	-3,4	17,6	-42,8	8,0	-67,1	-2,4	-93,3
Staat	1,8	-5,5	1,4	-0,8	-5,5	0,1	-0,7	0,1	0,0	0,0	0,6	0,0	-1,3	8,0
MFIs	-358,5	-202,6	-26,0	5,2	-158,3	-23,7	0,2	-3,3	16,9	-37,2	-6,5	-46,6	-0,7	-78,4
Übrige Sektoren	-195,5	-160,6	-0,7	-0,4	-156,4	-3,3	0,2	-0,2	0,7	-5,6	13,9	-20,5	-0,4	-22,8
Passiva	682,9	383,5	16,6	8,8	332,8	13,2	12,1	1,3	16,6	22,5	36,2	115,0	12,5	95,3
Staat	-4,1	-2,9	0,0	0,0	-2,6	0,0	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,8	0,0	1,0	-1,2
MFIs	478,4	219,6	16,0	7,6	183,5	11,2	1,3	1,7	14,3	17,7	17,0	109,8	11,3	87,1
Übrige Sektoren	208,6	166,8	0,6	1,3	151,9	2,1	11,0	-0,4	2,2	5,2	20,0	5,2	0,2	9,3

5. Auslandsvermögensstatus

(Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörig)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Inter- nationale Organi- sationen	Andere
		Ins- gesamt	Dänemark	Schweden	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Insti- tutionen							
2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Direktinvestitionen	33,1	-273,1	-10,4	-11,8	-361,5	110,8	-0,2	22,7	-4,0	35,3	-63,5	-30,9	0,0	346,7
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	2 265,1	759,8	26,1	71,1	537,6	125,1	0,0	66,8	55,9	220,3	486,6	272,2	0,0	403,5
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	1 825,7	608,4	22,9	43,8	432,7	108,9	0,0	58,3	50,5	171,0	377,2	255,7	0,0	304,8
Sonstige Anlagen	439,3	151,4	3,1	27,2	104,9	16,2	0,0	8,5	5,4	49,4	109,4	16,5	0,0	98,7
Im Euro-Währungsgebiet	2 231,9	1 032,9	36,5	82,8	899,1	14,3	0,2	44,1	59,8	185,1	550,2	303,0	0,1	56,8
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	1 642,1	814,3	23,0	67,4	719,4	4,4	0,1	40,4	48,8	129,6	387,7	177,0	0,0	44,2
Sonstige Anlagen	589,9	218,6	13,4	15,4	179,8	9,9	0,1	3,7	11,1	55,4	162,4	126,1	0,0	12,6
Wertpapieranlagen (Aktiva)	2 984,0	941,1	45,1	100,8	680,8	56,8	57,6	63,4	174,3	91,9	1 050,2	310,3	28,4	324,4
Aktien und Investment- zertifikate	1 238,7	315,3	6,6	32,9	261,4	14,4	0,0	12,6	109,5	82,3	483,3	106,8	0,9	128,0
Schuldverschreibungen	1 745,3	625,8	38,5	67,9	419,4	42,4	57,6	50,8	64,8	9,7	566,9	203,5	27,5	196,3
Anleihen	1 458,6	513,8	34,4	58,7	322,5	41,1	57,1	48,7	39,9	8,5	463,5	185,9	27,1	171,2
Geldmarktpapiere	286,7	112,1	4,1	9,2	96,9	1,3	0,5	2,1	25,0	1,2	103,4	17,6	0,3	25,1
Übrige Anlagen	-195,9	34,7	26,1	30,2	90,7	20,8	-133,0	3,6	20,0	-68,9	-42,6	-232,8	-13,4	103,4
Aktiva	2 940,3	1 472,4	53,8	67,1	1 261,0	85,5	5,0	14,5	85,0	174,1	415,3	258,2	39,8	481,0
Staat	98,6	10,4	1,1	0,0	4,1	2,2	3,1	0,0	0,2	0,1	2,8	1,2	34,3	49,6
MFIs	2 004,7	1 136,1	45,0	54,2	971,8	64,0	1,1	7,4	67,1	106,8	244,4	171,5	4,8	266,7
Übrige Sektoren	837,0	325,9	7,8	12,9	285,2	19,3	0,8	7,1	17,7	67,2	168,1	85,6	0,7	164,6
Passiva	3 136,2	1 437,6	27,7	36,9	1 170,3	64,8	138,0	10,9	65,0	243,0	457,9	491,1	53,2	377,5
Staat	43,6	24,0	0,0	0,2	5,3	0,0	18,5	0,0	0,9	0,1	4,1	0,3	2,9	11,3
MFIs	2 539,5	1 143,3	23,9	20,5	955,2	52,2	91,6	6,9	44,5	207,0	355,4	449,5	48,7	284,2
Übrige Sektoren	553,2	270,2	3,8	16,2	209,8	12,5	27,9	4,0	19,6	35,9	98,4	41,3	1,6	82,1

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							
2002	-703,6	-9,7	184,5	-937,6	-12,0	-304,6	366,1
2003	-809,3	-10,9	43,1	-914,0	-8,3	-236,8	306,6
2004	-946,2	-12,2	33,1	-1 049,4	-14,8	-195,9	280,8
2005 Q4	-1 061,1	-13,3	259,1	-1 306,9	-16,8	-316,6	320,1
2006 Q1	-960,3	-11,6	327,7	-1 217,9	-6,7	-390,6	327,2
Q2	-955,0	-11,5	340,7	-1 280,3	-2,0	-337,2	323,8
Aktiva							
2002	7 429,3	102,5	2 008,7	2 292,7	136,0	2 625,9	366,1
2003	7 934,3	106,4	2 152,0	2 634,6	158,0	2 683,1	306,6
2004	8 632,6	111,4	2 265,1	2 984,0	162,3	2 940,3	280,8
2005 Q4	10 511,3	131,4	2 564,9	3 758,2	232,0	3 636,1	320,1
2006 Q1	11 277,9	135,9	2 747,5	4 082,3	269,7	3 851,3	327,2
Q2	11 297,5	136,1	2 837,0	3 963,5	268,3	3 904,9	323,8
Passiva							
2002	8 132,9	112,2	1 824,3	3 230,2	147,9	2 930,5	-
2003	8 743,6	117,3	2 108,9	3 548,6	166,3	2 919,8	-
2004	9 578,8	123,6	2 231,9	4 033,4	177,2	3 136,2	-
2005 Q4	11 572,4	144,7	2 305,8	5 065,1	248,8	3 952,7	-
2006 Q1	12 238,3	147,4	2 419,8	5 300,2	276,4	4 241,9	-
Q2	12 252,5	147,6	2 496,3	5 243,8	270,3	4 242,1	-

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
2002	1 547,4	133,3	1 414,1	461,4	1,6	459,7	1 293,1	42,1	1 251,0	531,2	2,9	528,3
2003	1 702,8	125,9	1 577,0	449,2	1,4	447,8	1 526,9	46,6	1 480,3	582,0	2,9	579,1
2004	1 825,7	139,9	1 685,9	439,3	1,2	438,1	1 642,1	46,1	1 596,0	589,9	3,4	586,5
2005 Q4	2 038,6	156,7	1 881,9	526,2	4,8	521,4	1 683,4	49,9	1 633,5	622,4	4,7	617,7
2006 Q1	2 219,1	163,4	2 055,7	528,4	6,8	521,6	1 814,7	44,3	1 770,4	605,1	10,0	595,1
Q2	2 288,0	165,6	2 122,4	549,0	7,3	541,7	1 883,6	44,4	1 839,2	612,6	10,1	602,6

3. Wertpapieranlagen (Aktiva) nach Instrumenten und Anlegergruppen

	Aktien und Investmentzertifikate					Schuldverschreibungen									
	Aktiva				Passiva 5	Anleihen				Passiva 10	Geldmarktpapiere				Passiva 15
	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		
			Staat 3	Übrige Sektoren 4				Staat 8	Übrige Sektoren 9				Staat 13	Übrige Sektoren 14	
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1 364,3	6,4	402,9	8,0	784,6	1 654,4	1,2	189,4	1,3	47,1	211,5
2003	1,7	53,6	11,5	1 008,2	1 555,0	8,3	459,2	8,0	842,5	1 744,1	1,1	191,5	0,6	48,4	249,5
2004	2,1	74,1	15,8	1 146,7	1 782,6	6,2	538,4	9,7	904,3	2 011,2	1,0	231,6	0,5	53,7	239,6
2005 Q4	2,9	105,4	23,3	1 521,3	2 438,0	6,7	698,4	9,9	1 076,8	2 319,2	0,8	251,7	0,3	60,7	307,9
2006 Q1	2,9	121,5	28,7	1 722,1	2 671,4	6,7	733,4	11,0	1 145,7	2 309,8	0,2	247,7	4,1	58,4	319,0
Q2	2,8	104,9	29,7	1 611,5	2 561,9	5,8	732,5	10,7	1 144,3	2 369,8	3,3	253,6	7,3	57,0	312,0

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
	1	2	3	4	5	Zu- sammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen	8	9	10	11	12
2002	3,6	0,1	57,2	0,2	1,3	59,4	54,7	4,7	54,5	0,1	42,2	13,8
2003	4,4	0,6	65,3	0,2	1,4	54,2	50,1	4,1	39,1	0,0	40,2	3,8
2004	4,5	0,1	73,0	0,2	1,4	57,6	51,0	6,7	39,6	0,0	40,1	3,5
2005 Q4	5,4	0,2	80,1	0,2	1,3	56,1	46,0	10,0	41,8	0,0	41,1	3,6
2006 Q1	8,2	0,2	86,5	0,3	0,1	50,2	42,1	8,1	43,3	0,0	40,8	2,7
Q2	7,9	0,2	88,5	0,3	0,1	60,6	40,4	20,2	42,6	0,0	41,1	2,8

	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
	13	14	15	16	17	Zu- sammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen	20	21	22	23	24
2002	1 686,3	60,8	2 251,1	48,5	174,5	492,6	204,4	288,1	92,7	104,4	365,2	47,8
2003	1 739,6	38,4	2 242,9	30,9	170,3	538,4	208,7	329,8	96,7	106,6	383,5	46,3
2004	1 955,8	44,3	2 424,3	42,0	172,3	558,6	227,5	331,1	106,2	109,5	394,7	48,9
2005 Q4	2 447,4	56,2	3 039,5	54,0	176,9	723,1	363,9	359,2	127,8	124,6	544,9	64,7
2006 Q1	2 575,2	55,5	3 236,0	54,7	189,2	789,0	420,2	368,9	140,4	130,2	607,3	83,3
Q2	2 588,6	53,6	3 197,0	47,2	190,9	823,8	470,0	353,7	136,7	134,1	653,4	77,9

5. Währungsreserven

	Währungsreserven												Nachrichtlich			
	Ins- gesamt	Monetäre Goldreserven		Sonder- zie- hungs- rechte	Re- ser- ve- posi- tion im IWF	Devisenreserven							Sons- tige Reser- ven	Aktiva	Passiva	
		In Mrd €	Feinunzen (in Mio)			Zu- sammen	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere			Finanz- derivate		Forde- rungen in Fremd- währung an Ansässige im Euro- Wäh- rungs- gebiet	Feststehende kurzfristige Netto- abflüsse in Fremd- währung	
							Bei Wäh- rungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Zu- sammen	Aktien und Invest- ment- zerti- fikate	Anlei- hen					Geld- markt- papiere
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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	306,6	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,7	1,0	80,2	26,5	0,9	0,0	20,3	-16,3
2004	280,8	125,4	389,998	3,9	18,6	132,9	12,5	25,5	94,7	0,5	58,5	35,6	0,2	0,0	19,1	-12,8
2005 Q4	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,7	21,4	107,9	0,6	69,6	37,7	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006 Q1	327,2	179,7	373,695	4,3	6,9	136,3	6,5	26,0	103,7	0,5	71,2	31,9	0,1	0,0	27,7	-19,4
Q2	323,8	178,9	370,694	4,2	7,8	133,0	5,4	22,0	105,3	0,5	74,6	30,2	0,2	0,0	26,9	-19,0
2006 Juni	323,8	178,9	370,694	4,2	7,8	133,0	5,4	22,0	105,3	-	-	-	0,2	0,0	26,9	-19,0
Juli	330,1	183,3	369,890	4,2	7,6	135,0	4,4	25,6	104,9	-	-	-	0,1	0,0	26,3	-19,7
Aug.	326,4	179,4	369,671	4,4	7,3	135,3	3,9	23,2	108,1	-	-	-	0,2	0,0	26,2	-19,7
Sept.	325,0	174,2	367,958	4,5	7,0	139,4	4,5	25,3	109,7	-	-	-	-0,1	0,0	26,8	-21,9
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	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 Q4	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	0,0	10,6	12,9	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006 Q1	40,5	11,1	23,145	0,2	0,0	29,3	2,6	3,6	23,1	0,0	15,3	7,8	0,0	0,0	3,9	-0,5
Q2	39,2	10,3	21,312	0,2	0,0	28,7	1,3	2,4	25,1	0,0	18,6	6,5	0,0	0,0	3,5	0,0
2006 Juni	39,2	10,3	21,312	0,2	0,0	28,7	1,3	2,4	25,1	-	-	-	0,0	0,0	3,5	0,0
Juli	41,0	10,6	21,312	0,2	0,0	30,3	1,1	4,5	24,7	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-0,7
Aug.	40,4	10,3	21,312	0,2	0,0	29,8	0,7	4,4	24,7	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4
Sept.	40,8	10,1	21,312	0,2	0,0	30,5	1,4	3,8	25,3	-	-	-	0,0	0,0	2,9	-0,7

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			Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs- güter	Investitions- güter	Konsum- güter		Vorleistungs- güter	Investitions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2002	2,0	-3,0	1 083,5	512,9	227,8	309,6	949,2	984,6	559,4	163,5	234,2	717,7	105,2
2003	-2,3	0,5	1 060,1	501,3	222,8	300,4	924,0	991,2	553,2	164,4	241,0	716,4	109,0
2004	8,9	9,4	1 146,9	547,6	247,4	313,6	999,4	1 074,9	605,4	184,1	256,3	770,2	129,5
2005	7,4	12,7	1 237,7	588,2	267,3	330,6	1 068,7	1 217,2	697,7	202,9	273,6	842,8	184,4
2005 Q1	3,3	8,9	291,4	138,6	62,5	78,2	255,4	278,6	159,6	44,2	64,6	198,5	37,1
Q2	6,2	11,2	302,8	144,5	64,7	81,6	258,9	293,6	167,2	50,4	66,5	201,6	41,6
Q3	10,0	15,1	319,5	150,3	70,6	85,0	275,1	317,9	183,7	53,2	70,4	217,9	52,7
Q4	9,8	15,1	324,0	154,7	69,4	85,9	279,3	327,1	187,1	55,2	72,1	224,8	53,0
2006 Q1	16,5	23,0	332,8	159,3	71,2	89,0	285,2	336,4	197,0	52,4	73,8	224,6	55,8
Q2	9,6	14,6	338,5	161,2	71,3	89,4	290,5	343,5	203,1	51,6	74,0	232,5	56,0
2006 März	18,8	22,5	112,2	54,2	23,7	29,9	95,1	112,1	66,3	17,2	24,7	74,4	19,8
April	5,6	9,5	112,5	53,4	23,5	29,2	96,0	113,9	66,1	17,0	24,3	76,9	17,7
Mai	14,3	20,1	112,5	53,7	23,9	30,1	96,9	114,8	68,4	17,4	25,0	77,3	19,5
Juni	8,8	14,1	113,5	54,1	23,9	30,0	97,5	114,8	68,6	17,2	24,6	78,3	18,7
Juli	7,3	13,7	111,1	53,4	22,5	29,3	95,1	117,4	68,9	16,4	24,6	78,4	18,8
Aug.	7,4	10,3	114,7	54,9	23,4	30,6	98,4	120,2	73,2	17,4	25,2	80,2	
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,2	108,4	98,2	98,9	89,8	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,1	105,9	108,0	115,0	109,3	102,0	100,4	95,4	110,5	100,1	104,9
2004	9,1	6,7	118,2	115,4	121,5	120,0	118,7	108,0	104,4	108,1	118,6	107,6	105,7
2005	4,4	4,5	124,1	119,1	129,6	123,9	124,3	113,4	106,9	120,0	123,4	115,4	109,6
2005 Q1	1,0	2,5	118,7	114,4	122,6	119,0	120,2	109,3	105,5	106,1	119,3	110,3	107,9
Q2	4,2	5,3	122,4	118,3	125,9	123,3	121,2	112,0	105,8	120,4	121,7	111,4	106,3
Q3	6,7	5,4	127,3	121,0	136,5	126,4	127,4	115,6	108,3	124,4	125,9	118,6	113,3
Q4	5,6	4,9	127,8	122,8	133,5	126,8	128,6	116,8	108,0	129,1	126,8	121,2	110,8
2006 Q1	11,4	8,6	129,5	124,9	135,7	130,0	130,1	116,4	109,6	120,0	128,0	118,8	108,6
Q2	5,3	3,7	131,5	126,3	136,3	129,9	132,6	118,5	111,0	121,0	130,0	123,5	104,0
2006 März	13,7	10,0	130,7	127,2	135,6	130,5	129,8	116,6	110,3	118,1	128,9	117,9	116,1
April	1,6	-1,6	131,2	125,8	135,2	127,6	131,6	117,5	108,4	118,2	127,1	121,9	100,3
Mai	9,1	7,3	131,1	125,9	136,0	131,4	132,6	119,0	112,3	122,4	131,5	122,8	109,1
Juni	5,3	5,3	132,3	127,1	137,6	130,6	133,6	119,1	112,2	122,3	131,4	125,8	102,6
Juli	4,2	5,9	129,6	125,2	129,6	127,7	130,2	120,6	111,1	117,6	128,1	124,2	101,7
Aug.													
Durchschnittswertindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,7	99,6	101,9	100,0	84,5
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	-0,2	2,4	96,7	96,3	94,2	99,5	96,2	97,1	98,1	93,0	97,8	96,1	99,5
2005	2,8	7,7	99,4	100,2	95,3	101,7	98,2	104,6	110,4	92,4	100,3	98,1	136,8
2005 Q1	2,3	6,2	97,9	98,3	94,4	100,1	97,1	99,5	102,5	91,1	98,1	96,7	112,1
Q2	2,0	5,5	98,7	99,2	95,1	100,9	97,6	102,3	107,1	91,5	99,0	97,2	127,8
Q3	3,0	9,2	100,0	100,9	95,8	102,5	98,7	107,3	114,9	93,5	101,2	98,7	151,5
Q4	4,0	9,8	101,1	102,2	96,2	103,3	99,3	109,3	117,3	93,5	102,9	99,6	155,9
2006 Q1	4,6	13,3	102,4	103,6	97,1	104,4	100,2	112,8	121,7	95,5	104,4	101,6	167,5
Q2	4,0	10,5	102,6	103,7	96,8	104,9	100,1	113,1	123,9	93,2	103,1	101,1	175,3
2006 März	4,5	11,4	102,7	103,8	97,0	104,7	100,4	112,6	122,0	95,5	104,1	101,7	166,8
April	4,0	11,2	102,5	103,5	96,5	104,8	100,0	113,5	123,8	94,3	104,0	101,6	172,4
Mai	4,8	11,9	102,7	103,8	97,4	104,6	100,2	113,0	123,7	93,1	103,4	101,4	175,2
Juni	3,3	8,4	102,6	103,7	96,5	105,2	100,1	112,8	124,2	92,1	101,8	100,3	178,4
Juli	3,0	7,4	102,6	103,9	96,6	104,9	100,1	113,9	126,0	91,6	104,3	101,7	180,3
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. Geografische Aufschlüsselung

	Insgesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)				Russland	Schweiz	Türkei	Vereinigte Staaten	Asien			Afrika	Lateinamerika	Andere Staaten
		Dänemark	Schweden	Vereinigtes Königreich	Andere EU-Staaten					China	Japan	Andere asiatische Staaten			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Ausfuhren (fob)															
2002	1 083,5	25,3	37,1	205,7	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,4	59,5	43,4	100,3
2003	1 060,1	24,9	38,7	194,8	117,6	29,3	63,4	24,9	166,3	35,2	31,2	135,5	59,5	37,8	101,0
2004	1 146,9	25,6	41,8	203,9	128,0	35,3	66,1	31,8	173,7	40,3	33,2	149,8	63,8	40,6	112,9
2005	1 237,7	28,6	44,9	202,9	142,3	43,1	70,2	34,6	184,8	43,6	34,1	165,8	72,9	46,7	123,1
2005 Q1	291,4	6,7	11,0	49,9	33,3	9,9	17,4	7,9	43,5	10,2	8,5	38,9	17,1	11,0	26,1
Q2	302,8	7,0	11,1	49,7	33,8	10,5	16,9	8,2	45,2	10,1	8,5	40,5	17,2	11,4	32,9
Q3	319,5	7,3	11,4	51,6	36,2	11,2	17,9	9,1	47,2	11,5	8,5	44,0	19,4	12,2	31,8
Q4	324,0	7,6	11,4	51,8	39,0	11,5	18,0	9,4	48,8	11,8	8,6	42,4	19,2	12,1	32,2
2006 Q1	332,8	7,6	11,6	52,7	40,9	12,1	18,0	9,7	50,3	12,5	8,8	43,9	19,0	13,5	32,3
Q2	338,5	7,8	12,2	53,8	42,9	12,8	18,2	9,8	49,2	12,7	8,3	44,8	19,1	13,4	33,5
2006 März	112,2	2,6	3,9	17,7	13,7	4,1	6,0	3,3	16,8	4,2	2,9	14,5	6,2	4,4	12,0
April	112,5	2,5	3,9	17,7	14,5	4,2	6,1	3,2	16,6	4,2	2,8	15,2	6,3	4,3	11,0
Mai	112,5	2,6	4,1	17,8	14,1	4,2	6,1	3,3	16,5	4,2	2,8	14,4	6,3	4,2	11,9
Juni	113,5	2,7	4,2	18,2	14,3	4,4	6,1	3,3	16,1	4,3	2,8	15,2	6,5	4,9	10,6
Juli	111,1	2,6	4,2	17,5	14,4	4,4	6,4	3,0	16,0	4,2	2,8	14,8	6,2	3,9	10,7
Aug.	114,7	.	.	.	.	4,5	6,4	3,2	16,4	4,3	2,8	14,6	6,2	4,5	.
<i>In % der Ausfuhren insgesamt</i>															
2005	100,0	2,3	3,6	16,4	11,5	3,5	5,7	2,8	14,9	3,5	2,8	13,4	5,9	3,8	9,9
Einfuhren (cif)															
2002	984,6	23,0	35,7	149,7	93,5	42,1	52,1	17,7	125,6	61,7	52,7	143,0	67,8	39,4	80,6
2003	991,2	23,7	36,9	138,9	102,0	47,4	50,6	19,3	110,3	74,5	52,2	141,8	68,9	39,8	84,7
2004	1 074,9	25,3	39,6	144,1	107,1	56,3	53,0	22,8	113,8	92,1	53,9	161,1	72,6	45,1	88,1
2005	1 217,2	25,4	41,9	151,4	116,7	75,4	58,1	24,8	120,4	117,6	52,9	188,8	95,0	53,1	95,6
2005 Q1	278,6	6,2	10,0	36,0	27,2	17,2	13,5	6,3	28,5	26,2	12,9	41,8	20,4	12,1	20,4
Q2	293,6	6,4	10,2	36,7	28,6	18,0	14,4	5,8	30,0	27,7	12,6	43,6	22,2	12,2	25,1
Q3	317,9	6,2	10,7	39,4	29,9	19,9	14,9	6,1	30,9	31,3	13,6	50,8	26,3	13,9	24,1
Q4	327,1	6,5	11,0	39,4	30,9	20,3	15,4	6,6	30,9	32,5	13,8	52,6	26,1	14,9	26,1
2006 Q1	336,4	6,7	11,3	40,7	32,3	23,6	15,1	6,7	31,7	33,4	13,9	51,1	26,9	15,6	27,2
Q2	343,5	6,7	11,5	43,3	34,2	24,8	15,4	7,5	31,5	34,4	13,7	53,0	27,2	15,7	24,5
2006 März	112,1	2,3	3,8	13,9	10,7	8,2	5,1	2,3	10,4	11,1	4,5	16,2	9,0	5,2	9,3
April	113,9	2,3	3,7	14,6	11,3	7,8	5,1	2,6	10,4	11,2	4,4	17,7	8,8	5,1	8,9
Mai	114,8	2,3	3,9	14,6	11,4	8,5	5,1	2,5	10,5	11,4	4,5	17,9	9,2	5,2	8,0
Juni	114,8	2,1	3,8	14,0	11,5	8,6	5,3	2,5	10,7	11,9	4,8	17,3	9,1	5,4	7,7
Juli	117,4	2,5	4,0	14,0	11,7	7,8	5,3	2,3	10,7	11,7	4,6	18,4	9,0	5,5	9,9
Aug.	120,2	.	.	.	.	8,7	5,4	2,4	10,8	11,6	4,7	18,7	10,0	5,6	.
<i>In % der Einfuhren insgesamt</i>															
2005	100,0	2,1	3,5	12,5	9,6	6,2	4,8	2,0	9,9	9,6	4,4	15,5	7,8	4,4	7,9
Saldo															
2002	98,9	2,3	1,4	56,0	18,6	-15,0	12,0	3,7	58,4	-31,8	-19,6	-2,6	-8,3	4,0	19,7
2003	69,0	1,2	1,7	56,0	15,6	-18,1	12,7	5,5	56,0	-39,3	-20,9	-6,3	-9,4	-1,9	16,2
2004	71,9	0,3	2,2	59,9	20,9	-21,0	13,1	8,9	59,9	-51,8	-20,7	-11,3	-8,9	-4,5	24,8
2005	20,4	3,2	3,0	51,5	25,6	-32,3	12,0	9,8	64,4	-74,0	-18,9	-22,9	-22,2	-6,4	27,5
2005 Q1	12,8	0,5	1,1	13,9	6,0	-7,3	3,9	1,7	15,0	-16,0	-4,5	-2,9	-3,3	-1,2	5,8
Q2	9,2	0,6	0,8	13,0	5,1	-7,5	2,5	2,4	15,2	-17,7	-4,1	-3,2	-5,0	-0,8	7,9
Q3	1,5	1,1	0,7	12,2	6,4	-8,7	3,0	2,9	16,3	-19,8	-5,1	-6,7	-6,9	-1,7	7,7
Q4	-3,1	1,1	0,4	12,4	8,1	-8,8	2,6	2,8	17,8	-20,6	-5,3	-10,2	-6,9	-2,8	6,2
2006 Q1	-3,5	0,8	0,3	12,0	8,5	-11,5	2,9	3,0	18,5	-20,9	-5,1	-7,2	-7,9	-2,2	5,1
Q2	-5,0	1,1	0,7	10,5	8,7	-12,0	2,8	2,3	17,7	-21,7	-5,4	-8,2	-8,1	-2,3	9,0
2006 März	0,0	0,2	0,2	3,8	3,0	-4,2	0,8	0,9	6,4	-6,9	-1,7	-1,7	-2,7	-0,8	2,6
April	-1,4	0,2	0,2	3,1	3,2	-3,6	1,0	0,7	6,2	-7,0	-1,6	-2,5	-2,5	-0,8	2,1
Mai	-2,3	0,3	0,2	3,2	2,7	-4,2	1,0	0,8	6,0	-7,2	-1,7	-3,5	-2,9	-1,0	4,0
Juni	-1,3	0,5	0,3	4,2	2,7	-4,2	0,8	0,8	5,5	-7,5	-2,1	-2,2	-2,6	-0,5	2,9
Juli	-6,2	0,1	0,2	3,6	2,7	-3,3	1,1	0,7	5,3	-7,5	-1,9	-3,6	-2,8	-1,6	0,8
Aug.	-5,5	.	.	.	.	-4,1	1,0	0,7	5,6	-7,3	-1,9	-4,1	-3,8	-1,1	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Saldo und Spalte 5, 12 und 15).

WECHSELKURSE

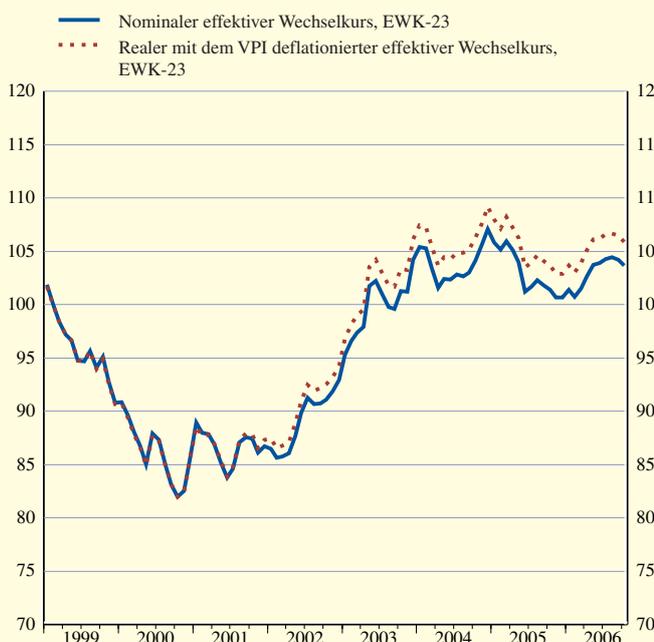
8.1 Effektive Wechselkurse ¹⁾

(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
2003	99,9	101,7	102,1	100,8	96,2	99,2	106,6	101,6
2004	103,8	105,9	105,2	104,4	100,3	103,6	111,0	105,4
2005	102,9	105,2	103,6	103,2	98,3	101,5	109,5	103,5
2005 Q3	101,9	104,2	102,4	101,3	97,0	100,2	108,3	102,5
Q4	100,9	103,1	101,1	103,0	95,7	99,0	107,2	101,1
2006 Q1	101,2	103,5	102,0	103,0	95,0	98,8	107,2	101,1
Q2	103,5	105,8	104,3	105,1	96,7	100,4	109,9	103,5
Q3	104,3	106,6	105,1	-	-	-	111,0	104,4
2005 Okt.	101,4	103,6	101,4	-	-	-	107,8	101,8
Nov.	100,7	102,9	100,9	-	-	-	106,9	100,8
Dez.	100,7	102,9	101,0	-	-	-	106,9	100,8
2006 Jan.	101,4	103,7	101,9	-	-	-	107,5	101,4
Febr.	100,7	103,0	101,7	-	-	-	106,6	100,5
März	101,5	103,9	102,5	-	-	-	107,4	101,3
April	102,7	105,1	103,6	-	-	-	108,6	102,4
Mai	103,8	106,1	104,7	-	-	-	110,3	103,8
Juni	103,9	106,2	104,7	-	-	-	110,9	104,2
Juli	104,3	106,6	105,2	-	-	-	111,0	104,5
Aug.	104,4	106,7	105,3	-	-	-	111,1	104,4
Sept.	104,2	106,5	104,7	-	-	-	110,9	104,1
Okt.	103,7	105,9	103,9	-	-	-	110,2	103,5
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2006 Okt.	-0,5	-0,5	-0,8	-	-	-	-0,6	-0,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2006 Okt.	2,2	2,2	2,5	-	-	-	2,3	1,7

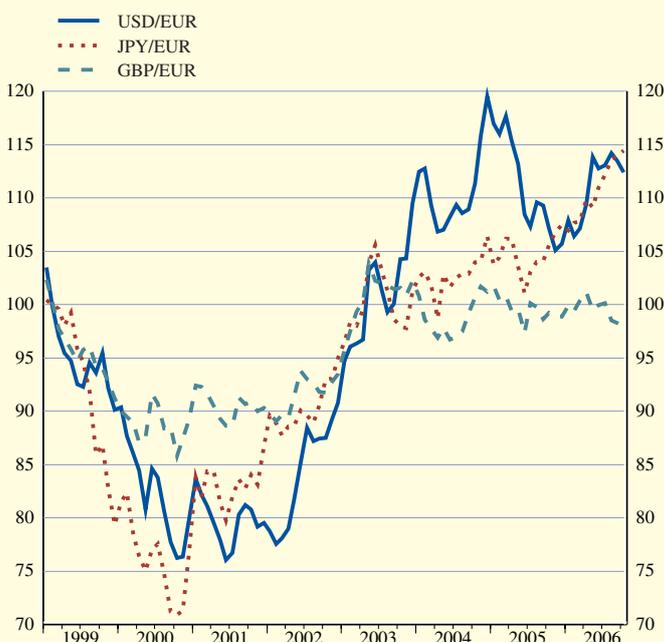
A35 Effektive Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index 1999 Q1 = 100)



A36 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	Singa- pur- Dollar	Kana- discher Dollar	Norwe- gische Krone	Australi- scher Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1 273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006 Q1	7,4621	9,3525	0,68625	1,2023	140,51	1,5590	1 173,72	9,3273	1,9567	1,3894	8,0227	1,6274
Q2	7,4581	9,2979	0,68778	1,2582	143,81	1,5631	1 194,34	9,7618	1,9989	1,4108	7,8314	1,6838
Q3	7,4604	9,2304	0,67977	1,2743	148,09	1,5768	1 217,10	9,9109	2,0125	1,4283	8,0604	1,6831
2006 April	7,4618	9,3346	0,69463	1,2271	143,59	1,5748	1 168,67	9,5182	1,9643	1,4052	7,8413	1,6662
Mai	7,4565	9,3310	0,68330	1,2770	142,70	1,5564	1 202,04	9,9019	2,0133	1,4173	7,7988	1,6715
Juni	7,4566	9,2349	0,68666	1,2650	145,11	1,5601	1 207,64	9,8210	2,0129	1,4089	7,8559	1,7104
Juli	7,4602	9,2170	0,68782	1,2684	146,70	1,5687	1 205,89	9,8600	2,0083	1,4303	7,9386	1,6869
Aug.	7,4609	9,2098	0,67669	1,2811	148,53	1,5775	1 231,42	9,9627	2,0185	1,4338	7,9920	1,6788
Sept.	7,4601	9,2665	0,67511	1,2727	148,99	1,5841	1 212,64	9,9051	2,0101	1,4203	8,2572	1,6839
Okt.	7,4555	9,2533	0,67254	1,2611	149,65	1,5898	1 202,31	9,8189	1,9905	1,4235	8,3960	1,6733
	Veränderung gegen Vormonat in %											
2006 Okt.	-0,1	-0,1	-0,4	-0,9	0,4	0,4	-0,9	-0,9	-1,0	0,2	1,7	-0,6
	Veränderung gegen Vorjahr in %											
2006 Okt.	-0,1	-1,8	-1,3	5,0	8,4	2,6	-4,3	5,4	-2,1	0,6	7,2	5,0
	Tschechi- sche Krone	Estnische Krone	Zypem- Pfund	Lettischer Lats	Litauischer Litas	Unga- rischer Forint	Malte- sische Lira	Polnischer Zloty	Slowe- nischer Tolar	Slowakische Krone	Bulga- rischer Lew	Rumä- nische Leu (neu) ¹⁾
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
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	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	239,57	38,599	1,9558	3,6209
2006 Q1	28,599	15,6466	0,57449	0,6961	3,4528	254,56	0,4293	3,8346	239,51	37,456	1,9558	3,5638
Q2	28,378	15,6466	0,57538	0,6960	3,4528	266,83	0,4293	3,9482	239,63	37,690	1,9558	3,5172
Q3	28,337	15,6466	0,57579	0,6960	3,4528	275,41	0,4293	3,9537	239,62	37,842	1,9558	3,5415
2006 April	28,501	15,6466	0,57613	0,6960	3,4528	265,47	0,4293	3,9177	239,60	37,374	1,9558	3,4892
Mai	28,271	15,6466	0,57510	0,6960	3,4528	262,37	0,4293	3,8954	239,63	37,578	1,9558	3,5072
Juni	28,386	15,6466	0,57504	0,6960	3,4528	272,39	0,4293	4,0261	239,65	38,062	1,9558	3,5501
Juli	28,448	15,6466	0,57500	0,6960	3,4528	277,49	0,4293	3,9962	239,65	38,377	1,9558	3,5715
Aug.	28,194	15,6466	0,57585	0,6960	3,4528	274,41	0,4293	3,9046	239,62	37,669	1,9558	3,5271
Sept.	28,383	15,6466	0,57650	0,6961	3,4528	274,42	0,4293	3,9649	239,59	37,497	1,9558	3,5274
Okt.	28,290	15,6466	0,57672	0,6961	3,4528	267,10	0,4293	3,9014	239,60	36,804	1,9558	3,5191
	Veränderung gegen Vormonat in %											
2006 Okt.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,7	0,0	-1,6	0,0	-1,8	0,0	-0,2
	Veränderung gegen Vorjahr in %											
2006 Okt.	-4,7	0,0	0,6	-0,1	0,0	6,1	0,0	-0,5	0,0	-5,4	0,0	-
	Chinesi- scher Renminbi Yuan ²⁾	Kroatische Kuna ²⁾	Isländische Krone	Indonesische Rupiah ²⁾	Malay- sischer Ringgit ²⁾	Neuseeland- Dollar	Philippi- nischer Peso ²⁾	Russischer Rubel ²⁾	Südafri- kanischer Rand	Thailän- discher Baht ²⁾	Neue türkische Lira ³⁾	
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	
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	10,1955	7,4008	78,23	12 072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2006 Q1	9,6793	7,3426	78,43	11 178,36	4,4814	1,8128	62,292	33,8349	7,4067	47,273	1,6026	
Q2	10,0815	7,2786	92,72	11 479,67	4,5853	2,0172	65,819	34,1890	8,1745	47,981	1,8473	
Q3	10,1506	7,3109	91,21	11 626,90	4,6786	2,0079	65,356	34,1602	9,1094	48,015	1,9118	
2006 April	9,8361	7,3111	91,94	10 956,51	4,4918	1,9733	63,077	33,7987	7,4656	46,619	1,6381	
Mai	10,2353	7,2731	91,69	11 536,41	4,6107	2,0240	66,622	34,5386	8,0859	48,534	1,8400	
Juni	10,1285	7,2575	94,38	11 850,97	4,6364	2,0462	67,259	34,1587	8,8431	48,541	2,0258	
Juli	10,1347	7,2509	94,33	11 582,39	4,6527	2,0551	66,291	34,1393	8,9892	48,197	1,9712	
Aug.	10,2141	7,2893	90,08	11 649,96	4,7078	2,0220	65,712	34,2755	8,9034	48,192	1,8802	
Sept.	10,0971	7,3945	89,31	11 646,15	4,6724	1,9453	64,029	34,0549	9,4553	47,640	1,8870	
Okt.	9,9651	7,3913	86,29	11 569,46	4,6390	1,9066	63,022	33,8849	9,6481	47,068	1,8654	
	Veränderung gegen Vormonat in %											
2006 Okt.	-1,3	0,0	-3,4	-0,7	-0,7	-2,0	-1,6	-0,5	2,0	-1,2	-1,1	
	Veränderung gegen Vorjahr in %											
2006 Okt.	2,5	0,1	17,7	-4,5	2,3	10,8	-5,6	-1,3	21,9	-4,2	14,2	

Quelle: EZB.

- Die Angaben vor 2005 beziehen sich auf den rumänischen Leu (alt); Währungsumstellung mit Wirkung vom 1.7.2005: 10 000 rumänische Lei (alt) = 1 rumänischer Leu (neu). Zur Errechnung des Durchschnitts 2005 wurden die in (alten) Lei festgestellten Kurse im Verhältnis 10 000 : 1 umgerechnet und in die Berechnung einbezogen.
- 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.
- Die Angaben vor 2005 beziehen sich auf die türkische Lira (alt); Währungsumstellung mit Wirkung vom 1.1.2005: 1 000 000 türkische Lira (alt) = 1 Neue türkische Lira.

ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

9.1 In anderen EU-Mitgliedstaaten (soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Tschechische Republik	Dänemark	Estland	Zypern	Lettland	Litauen	Ungarn	Malta	Polen	Slowenien	Slowakei	Schweden	Vereinigtes Königreich
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
HVPI													
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,2	6,8	2,7	3,6	3,7	7,5	1,0	1,3
2005	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	2,5	2,8	0,8	2,1
2006 Q1	2,4	2,0	4,4	2,3	7,0	3,3	2,4	2,5	0,9	2,3	4,2	1,2	2,0
Q2	2,5	2,0	4,5	2,6	6,5	3,6	2,7	3,4	1,4	3,1	4,6	1,9	2,2
Q3	2,4	1,8	4,4	2,6	6,6	4,0	4,6	3,2	1,5	2,5	4,8	1,5	2,4
2006 Mai	2,8	2,1	4,6	2,5	7,1	3,6	2,9	3,5	1,5	3,4	4,8	1,9	2,2
Juni	2,3	2,1	4,4	2,6	6,3	3,7	2,9	3,3	1,5	3,0	4,5	1,9	2,5
Juli	2,4	2,0	4,5	2,8	6,9	4,4	3,2	3,6	1,4	1,9	5,0	1,8	2,4
Aug.	2,6	1,9	5,0	2,7	6,8	4,3	4,7	3,0	1,7	3,1	5,0	1,6	2,5
Sept.	2,2	1,5	3,8	2,2	5,9	3,3	5,9	3,1	1,4	2,5	4,5	1,2	2,4
Finanzierungssaldo des Staates in % des BIP													
2003	-6,6	1,1	2,0	-6,3	-1,2	-1,3	-6,3	-10,0	-4,7	-2,8	-3,7	0,1	-3,3
2004	-2,9	2,7	2,3	-4,1	-0,9	-1,5	-5,3	-5,0	-3,9	-2,3	-3,0	1,8	-3,2
2005	-3,6	4,9	2,3	-2,3	0,1	-0,5	-6,5	-3,2	-2,5	-1,4	-3,1	3,0	-3,3
Bruttoverschuldung des Staates in % des BIP													
2003	30,1	44,4	5,7	69,1	14,4	21,2	55,8	70,2	43,9	28,5	42,7	51,8	38,9
2004	30,7	42,6	5,2	70,3	14,5	19,4	56,3	74,9	41,9	28,7	41,6	50,5	40,4
2005	30,4	35,9	4,5	69,2	12,1	18,7	57,7	74,2	42,0	28,0	34,5	50,4	42,4
Renditen langfristiger Staatsanleihen in % p.a., Durchschnittswerte der Berichtszeiträume													
2006 April	3,85	3,98	-	4,07	3,60	3,92	7,00	4,19	5,03	3,73	4,27	3,84	4,37
Mai	3,93	4,02	-	4,07	3,60	4,13	6,85	4,24	5,27	3,73	4,50	3,89	4,49
Juni	4,05	4,03	-	4,03	4,14	4,34	7,26	4,27	5,55	3,87	4,66	3,93	4,50
Juli	4,04	4,06	-	4,21	4,32	4,28	7,55	4,31	5,56	3,86	5,42	3,96	4,49
Aug.	3,85	3,93	-	4,28	4,36	4,28	7,49	4,34	5,62	3,92	5,13	3,84	4,49
Sept.	3,90	3,79	-	4,28	4,38	4,28	7,58	4,34	5,48	3,98	4,79	3,70	4,44
Zinssatz für Dreimonatsgeld in % p.a., Durchschnittswerte der Berichtszeiträume													
2006 April	2,11	2,92	2,91	3,22	3,91	2,84	6,26	3,24	4,14	3,50	3,86	2,27	4,63
Mai	2,12	2,98	2,92	3,22	4,48	2,90	-	3,24	4,15	3,50	3,96	2,31	4,70
Juni	2,16	3,08	3,06	3,19	4,16	3,00	-	3,45	4,17	3,38	4,20	2,47	4,73
Juli	2,29	3,20	3,18	3,20	4,43	3,13	6,90	3,63	4,19	3,34	4,92	2,56	4,73
Aug.	2,36	3,33	3,32	3,21	5,07	3,27	7,11	3,69	4,19	3,52	4,93	2,70	4,94
Sept.	2,49	3,45	3,40	3,39	4,84	3,38	7,88	3,65	4,21	3,55	4,95	2,83	5,03
Reales BIP													
2004	4,2	1,9	8,1	3,9	8,6	7,3	5,2	0,0	5,3	4,2	5,4	3,7	3,1
2005	6,1	3,0	10,5	3,7	10,2	7,6	4,1	2,2	3,3	3,9	6,0	2,7	1,8
2006 Q1	7,1	3,5	11,6	3,4	13,1	8,1	4,3	-1,8	4,6	4,8	6,7	4,2	2,3
Q2	6,2	3,6	11,8	3,8	11,1	8,5	4,0	5,5	5,6	5,6	6,7	4,8	2,6
Q3	-	-	-	-	-	7,1	-	-	-	-	-	-	2,8
Saldo aus Leistungsbilanz und Vermögenübertragungen in % des BIP													
2004	-6,5	2,4	-11,7	-4,2	-11,9	-6,4	-8,1	-6,6	-3,8	-3,1	-3,3	6,8	-1,5
2005	-1,9	3,5	-9,5	-5,2	-11,4	-5,9	-5,9	-7,1	-1,4	-2,4	-8,6	6,3	-2,1
2005 Q4	-2,4	2,6	-7,9	-23,8	-14,3	-6,0	-4,7	-15,9	-1,7	-6,5	-14,9	5,6	-2,1
2006 Q1	0,7	-0,8	-11,3	-12,2	-13,0	-9,6	-7,4	-12,4	-1,6	-2,0	-6,4	5,7	-2,8
Q2	-6,3	2,5	-9,7	-4,0	-16,5	-9,0	-6,4	-7,9	-1,5	0,7	-9,5	5,7	-3,0
Lohnstückkosten													
2004	1,8	1,0	4,4	0,8	6,6	3,0	5,6	1,1	-1,5	3,6	3,2	-0,6	2,1
2005	-0,6	1,2	2,7	1,5	5,8	3,7	-	-0,1	0,4	1,6	1,2	1,4	-
2005 Q4	-1,3	0,5	4,3	-	-	5,8	-	-1,8	-	-	1,2	2,6	-
2006 Q1	-0,2	1,4	3,7	-	-	3,6	-	-	-	-	3,3	-1,5	-
Q2	-	1,5	5,1	-	-	3,5	-	-	-	-	1,8	0,1	-
Standardisierte Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)													
2004	8,3	5,5	9,7	4,6	10,4	11,4	6,1	7,4	19,0	6,3	18,2	7,7	4,7
2005	7,9	4,8	7,9	5,3	8,8	8,2	7,2	7,3	17,7	6,5	16,3	7,8	4,8
2006 Q1	7,6	4,2	5,9	5,3	7,6	5,8	7,4	7,6	15,2	6,4	14,2	7,8	5,2
Q2	7,3	4,1	6,3	5,2	7,3	5,8	7,3	7,6	14,4	6,3	13,6	-	5,5
Q3	7,1	3,6	4,5	5,1	7,0	6,0	7,6	7,5	14,2	5,9	13,0	-	-
2006 Mai	7,3	4,1	6,2	5,3	7,2	5,7	7,2	7,5	14,4	6,3	13,6	-	5,5
Juni	7,1	4,0	6,1	5,2	7,1	5,7	7,2	7,6	14,2	6,2	13,5	-	5,5
Juli	7,2	3,7	4,7	5,2	7,3	5,7	7,5	7,5	14,4	6,1	13,2	-	5,6
Aug.	7,1	3,7	4,6	5,1	7,0	6,0	7,6	7,5	14,2	5,9	13,0	-	-
Sept.	7,0	3,5	4,4	5,0	6,8	6,1	7,6	7,5	14,1	5,7	12,8	-	-

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen sowie Eurostat), nationale Statistiken, Reuters und EZB-Berechnungen.

9.2 In den Vereinigten Staaten und Japan

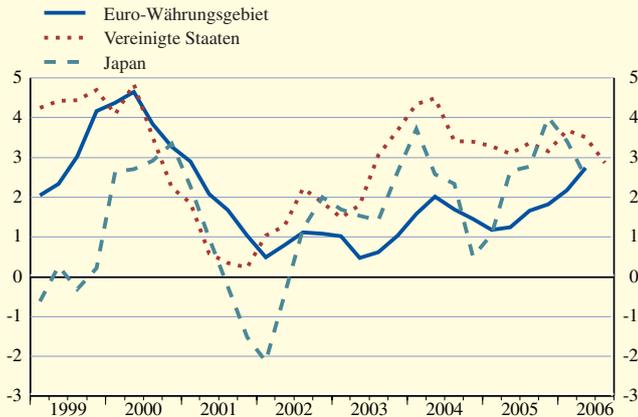
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Verbraucherpreisindex	Lohnstückkosten ¹⁾ (verarbeitendes Gewerbe)	Reales BIP	Industrieproduktionsindex (verarbeitendes Gewerbe)	Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)	Weit gefasste Geldmenge ²⁾	Bietungssätze für dreimonatige Interbank-einlagen ³⁾ in % p.a.	Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich ³⁾ in % p.a.	Wechselkurs ⁴⁾ in nationaler Währung pro Euro	Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte in % des BIP	Bruttoverschuldung des Staates ⁵⁾ in % des BIP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Vereinigte Staaten											
2002	1,6	0,3	1,6	0,3	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,4
2003	2,3	0,8	2,5	0,7	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	0,1	3,9	5,0	5,5	5,0	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	0,5	3,2	3,9	5,1	6,0	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2005 Q3	3,8	0,3	3,4	3,1	5,0	5,9	3,77	4,21	1,2199	-4,3	48,7
Q4	3,7	-0,9	3,1	4,3	4,9	7,4	4,34	4,48	1,1884	-3,4	49,2
2006 Q1	3,6	2,1	3,7	4,8	4,7	8,2	4,76	4,57	1,2023	-2,3	49,8
Q2	4,0	2,3	3,5	5,7	4,6	9,0	5,21	5,07	1,2582	-2,0	48,6
Q3	3,3	-	2,9	6,1	4,7	9,0	5,43	4,90	1,2743	-	-
2006 Juni	4,3	-	-	5,9	4,6	9,2	5,38	5,10	1,2650	-	-
Juli	4,1	-	-	6,2	4,8	9,3	5,50	5,10	1,2684	-	-
Aug.	3,8	-	-	6,0	4,7	9,0	5,42	4,88	1,2811	-	-
Sept.	2,1	-	-	6,2	4,6	8,9	5,38	4,72	1,2727	-	-
Okt.	-	-	-	-	-	-	5,37	4,73	1,2611	-	-
Japan											
2002	-0,9	-3,2	0,1	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-8,4	143,9
2003	-0,2	-3,8	1,8	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,8	151,3
2004	0,0	-5,2	2,3	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,6	157,9
2005	-0,3	-0,5	2,6	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	-	-
2005 Q3	-0,3	0,3	2,8	-0,2	4,3	1,7	0,06	1,36	135,62	-	-
Q4	-0,7	-2,1	4,0	3,0	4,5	1,9	0,06	1,53	139,41	-	-
2006 Q1	-0,1	-1,6	3,4	3,2	4,2	1,7	0,08	1,58	140,51	-	-
Q2	0,2	-2,4	2,5	4,2	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	-	-
Q3	0,6	-	-	5,3	4,1	0,5	0,41	1,80	148,09	-	-
2006 Juni	0,5	-2,5	-	5,0	4,2	1,2	0,32	1,87	145,11	-	-
Juli	0,3	-2,5	-	5,1	4,1	0,6	0,40	1,91	146,70	-	-
Aug.	0,9	-	-	5,9	4,2	0,5	0,41	1,81	148,53	-	-
Sept.	0,6	-	-	5,1	4,2	0,6	0,42	1,68	148,99	-	-
Okt.	-	-	-	-	-	-	0,44	1,76	149,65	-	-

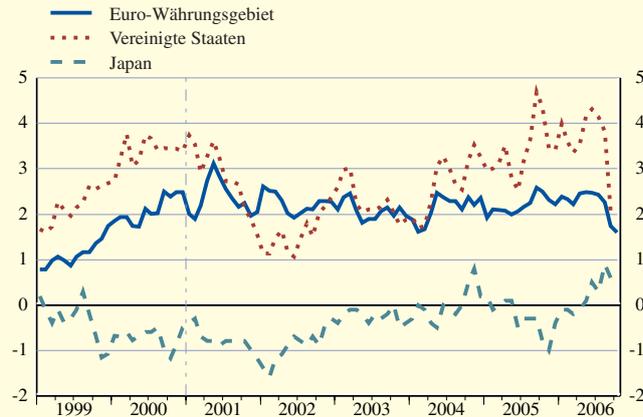
A37 Reales Bruttoinlandsprodukt

(Veränderung gegen Vorjahr in %; vierteljährlich)



A38 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).

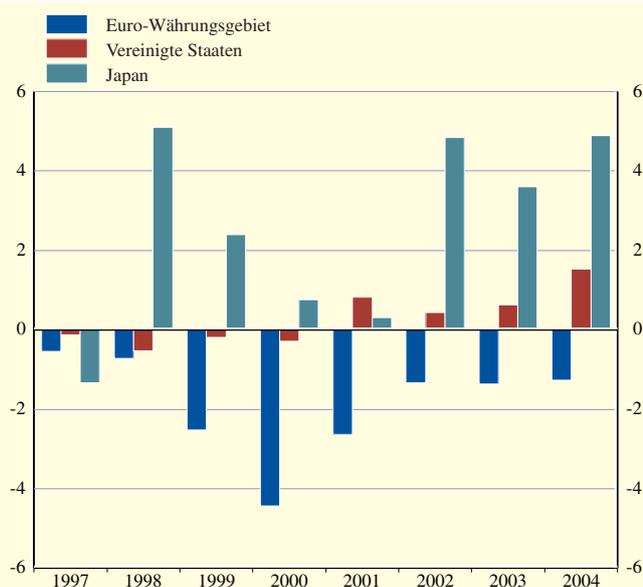
- 1) Vereinigte Staaten: saisonbereinigt.
- 2) Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Vereinigte Staaten: M3, Japan: M2 + Einlagenzertifikate.
- 3) Weitere Informationen in Abschnitt 4.6 und 4.7.
- 4) Weitere Informationen in Abschnitt 8.2.
- 5) Konsolidierte Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Stand am Ende des Berichtszeitraums).

9.2 In den Vereinigten Staaten und Japan
(in % des BIP)

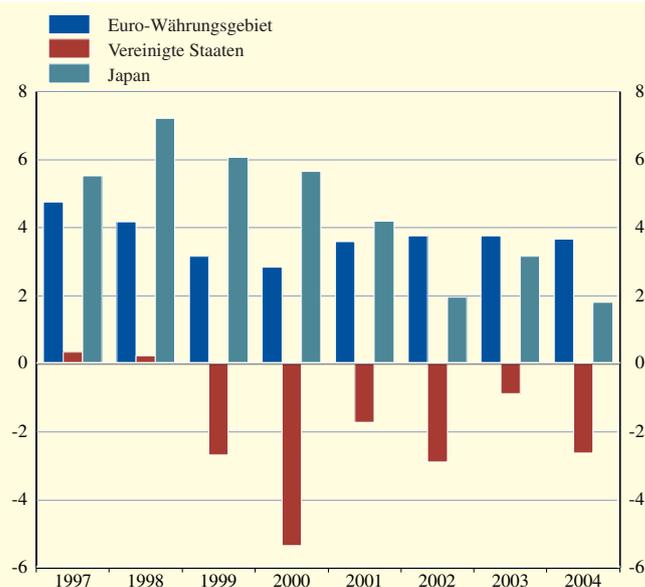
2. Ersparnis, Investitionen und Finanzierung

	Nationale Ersparnis und Investitionen			Vermögensbildung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und ihre Finanzierung						Vermögensbildung privater Haushalte ¹⁾ und ihre Finanzierung			
	Bruttoersparnis	Bruttoinvestitionen	Nettokreditgewährung an die übrige Welt	Bruttoinvestitionen	Bruttoanlageinvestitionen	Geldvermögensbildung	Bruttoersparnis	Außenfinanzierung	Wertpapiere und Aktien	Investitionsausgaben ²⁾	Geldvermögensbildung	Bruttoersparnis ³⁾	Kreditaufnahme
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Vereinigte Staaten													
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,2	13,0	4,4	11,4	7,3
2003	13,3	18,5	-4,7	6,8	6,8	0,8	7,6	0,1	0,4	13,3	8,5	11,3	9,3
2004	13,2	19,3	-5,6	7,0	6,7	6,7	7,6	5,2	0,4	13,5	7,4	11,2	10,1
2005	12,9	19,7	-6,2	7,1	7,0	3,2	7,9	2,6	-0,7	13,8	4,7	9,6	9,7
2004 Q3	13,4	19,5	-5,6	7,0	6,7	6,0	8,1	4,3	0,2	13,6	6,8	11,1	8,7
2004 Q4	12,9	19,6	-6,1	7,2	6,8	7,5	6,7	6,4	0,7	13,6	7,4	11,3	11,8
2005 Q1	13,2	19,8	-6,3	7,3	6,9	3,4	7,4	3,6	0,2	13,6	5,5	10,0	8,5
2005 Q2	12,7	19,5	-6,1	6,9	7,0	3,4	7,9	3,1	-0,4	14,0	4,7	9,4	10,4
2005 Q3	13,2	19,5	-5,7	6,8	7,0	3,3	8,5	1,8	-1,3	13,9	5,2	10,0	10,4
2005 Q4	12,7	20,2	-6,8	7,3	7,1	2,7	7,9	2,0	-1,3	13,6	3,6	9,1	9,7
2006 Q1	14,5	20,3	-6,3	7,5	7,2	3,1	8,4	1,9	-0,7	13,6	5,0	9,1	9,3
2006 Q2	14,5	20,3	-6,4	7,6	7,3	3,2	8,2	2,4	-1,4	13,3	2,4	8,8	8,1
Japan													
2002	25,3	23,3	2,8	12,8	13,2	-1,7	16,0	-7,5	-0,9	4,9	-0,3	7,7	-2,2
2003	25,6	22,9	3,1	13,3	13,4	2,4	17,0	-5,4	0,2	4,7	0,3	7,1	-0,7
2004	25,5	22,9	3,7	13,3	13,6	4,2	17,7	-0,5	1,0	4,7	3,1	6,6	-1,0
2005	.	23,2	.	.	.	4,4	.	-7,4	-4,9	.	2,9	.	0,8
2004 Q3	23,9	23,0	3,9	.	.	10,2	.	0,0	0,1	.	-1,3	.	1,9
2004 Q4	26,1	21,4	3,0	.	.	11,7	.	14,0	2,6	.	9,7	.	-0,6
2005 Q1	31,5	25,4	3,7	.	.	10,3	.	-3,4	-1,7	.	-12,1	.	2,9
2005 Q2	.	23,7	.	.	.	-15,4	.	-13,8	2,2	.	8,9	.	-6,3
2005 Q3	.	23,5	.	.	.	6,3	.	6,2	0,8	.	-2,4	.	2,8
2005 Q4	.	23,9	.	.	.	16,0	.	-17,2	-19,9	.	15,7	.	3,6
2006 Q1	.	23,7	.	.	.	12,1	.	-2,6	-2,4	.	-5,6	.	5,6
2006 Q2	.	23,4	.	.	.	-19,5	.	-16,2	1,3	.	9,5	.	-9,3

A39 Finanzierungsüberschuss nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften
(in % des BIP)



A40 Finanzierungsüberschuss privater Haushalte¹⁾
(in % des BIP)



Quellen: EZB, US-amerikanische und japanische Zentralbank und Institut für Wirtschafts- und Sozialforschung.

1) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2) Bruttoinvestitionen in Japan. Investitionsausgaben in den Vereinigten Staaten enthalten den Erwerb von Gebrauchsgütern.

3) Die Bruttoersparnis in den Vereinigten Staaten erhöht sich um die Ausgaben für Gebrauchsgüter.



ABBILDUNGEN

A1	Geldmengenaggregate	S12
A2	Gegenposten	S12
A3	Komponenten der Geldmengenaggregate	S13
A4	Komponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten	S13
A5	Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	S14
A6	Kredite an private Haushalte	S15
A7	Kredite an öffentliche Haushalte und Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S16
A8	Einlagen insgesamt, nach Sektoren (<i>Finanzintermediäre</i>)	S17
A9	Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren (<i>Finanzintermediäre</i>)	S17
A10	Einlagen insgesamt, nach Sektoren (<i>nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte</i>)	S18
A11	Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren (<i>nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte</i>)	S18
A12	Einlagen von öffentlichen Haushalten und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S19
A13	Wertpapierbestände der MFIs	S20
A14	Gesamtaktiva der Investmentfonds	S24
A15	Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien – Umlauf und Bruttoabsatz	S30
A16	Nettoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien, saisonbereinigt und nicht saisonbereinigt	S32
A17	Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S33
A18	Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S34
A19	Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet	S35
A20	Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen	S36
A21	Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit	S38
A22	Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	S38
A23	Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet	S39
A24	Dreimonats-Geldmarktsätze	S39
A25	Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet	S40
A26	Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich	S40
A27	Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225	S41
A28	Defizit, Nettoneuverschuldung und Veränderung der Verschuldung	S54
A29	Maastricht-Verschuldung	S54
A30	Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz	S55
A31	Zahlungsbilanz – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)	S55
A32	Zahlungsbilanz – Warenhandel	S56
A33	Zahlungsbilanz – Dienstleistungen	S56
A34	Wichtige Zahlungsbilanztransaktionen und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S60
A35	Effektive Wechselkurse	S67
A36	Bilaterale Wechselkurse	S67
A37	Reales Bruttoinlandsprodukt	S70
A38	Verbraucherpreisindizes	S70
A39	Finanzierungsüberschuss nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	S71
A40	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:

$$a) \left(\frac{0,5 I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5 I_{t-3}}{0,5 I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5 I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$b) \left(\frac{0,5 I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5 I_{t-12}}{0,5 I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5 I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

ZU DEN ABSCHNITTEN 2.1 BIS 2.6

BERECHNUNG DER TRANSAKTIONSBEDINGTEN VERÄNDERUNGEN

Die monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen werden anhand der um Umgruppierungen, sonstige Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen bereinigten monatlichen Bestandsdifferenzen berechnet.

L_t sei der Bestand am Ende des Monats t, C_t^M die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung im Monat t, E_t^M die Bereinigung infolge von Wechselkursänderungen und V_t^M die aus sonstigen Neubewertungen resultierenden Anpassungen. Die transaktionsbedingten Veränderungen F_t^M im Monat t sind definiert als:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Entsprechend sind die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen F_t^Q für das mit dem Monat t endende Quartal definiert als:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

Dabei ist L_{t-3} der Bestand am Ende des Monats t-3 (d. h. am Ende des Vorquartals) und beispielsweise C_t^Q die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung in dem Quartal, das mit dem Monat t endet.

Bei den vierteljährlichen Datenreihen, für die inzwischen auch Monatswerte vorliegen (siehe unten), lassen sich die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen als Summe der drei monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen im jeweiligen Quartal berechnen.

BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE MONATSREIHEN

Die Wachstumsraten lassen sich anhand der transaktionsbedingten Veränderungen oder des Index des bereinigten Bestands berechnen. F_t^M und L_t seien wie oben definiert, und der Index I_t des bereinigten Bestands im Monat t ist definiert als:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis für den Index (der nicht saisonbereinigten Reihen) dient derzeit Dezember 2001 = 100. Die Zeitreihen des Index des bereinigten Bestands sind auf der Website der EZB (www.ecb.int) in der Rubrik „Statistics“ unter „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:

$$h) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Den zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitt der prozentualen Veränderung von M3 gegenüber dem Vorjahr erhält man schließlich mit der Formel $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, wobei a_t wie in den Formeln f) und g) oben definiert ist.

BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE QUARTALSREIHEN

F_t^Q und L_{t-3} seien wie oben definiert, und der Index I_t des bereinigten Bestands für das mit dem Monat t endende Quartal ist definiert als:

$$i) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Die Jahreswachstumsrate für die vier Quartale, die mit dem Monat t enden, d. h. a_t , lässt sich mit Formel g) berechnen.

SAISONBEREINIGUNG DER MONETÄREN STATISTIKEN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS¹

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA.² Die Saisonbereinigung kann eine wochentägliche Bereinigung umfassen und wird bei einigen Reihen indirekt durch eine lineare Kombination der Komponenten durchgeführt. Dies gilt insbesondere für das Geldmengenaggregat M3, das durch Aggregation der saison-

bereinigten Reihen für M1, M2 minus M1 und M3 minus M2 ermittelt wird.

Die Verfahren zur Saisonbereinigung werden zunächst auf den Index des bereinigten Bestands angewandt.³ Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf die Bestände und die Bereinigungen infolge von Umgruppierungen und Neubewertungen angewandt, woraus sich wiederum die saisonbereinigten transaktionsbedingten Veränderungen ergeben. Die Saisonfaktoren (und Kalenderfaktoren) werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

ZU DEN ABSCHNITTEN 3.1 BIS 3.3

BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN

Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet und enthalten daher keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen.

T_t seien die transaktionsbedingten Veränderungen im Quartal t und L_t der Bestand am Ende des Quartals t. Die Wachstumsrate für das Quartal t wird wie folgt berechnet:

$$j) \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

1 Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB (www.ecb.int) in der Rubrik „Statistics“ unter „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 DEN ABSCHNITTEN 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:

$$n) \quad \left(\frac{0,5 I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5 I_{t-3}}{0,5 I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5 I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$o) \quad \left(\frac{0,5 I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5 I_{t-12}}{0,5 I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5 I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

Die in Abschnitt 4.3 zugrunde gelegte Berechnungsformel wird auch für Abschnitt 4.4 verwendet und stützt sich ebenfalls auf die Methode zur Berechnung der Geldmengenaggregate. Abschnitt 4.4 beruht auf Marktkursen, deren Berechnung auf der Basis von Finanztransaktionen erfolgt, die keine Umgruppierungen, Neubewertungen oder anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen enthalten. Wechselkursänderungen entfallen, da alle erfassten börsennotierten Aktien auf Euro lauten.

SAISONBEREINIGUNG DER WERTPAPIER- EMISSIONSSTATISTIKEN ⁴

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

⁴ Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB (www.ecb.int) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“.

ßen angewandt. Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf den Umlauf, aus dem der saisonbereinigte Nettoabsatz abgeleitet wird, angewandt. Die Saisonfaktoren werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

Analog zu Formel l) und m) lässt sich die Wachstumsrate a_t für den Monat t , also die Veränderung in den zurückliegenden sechs Monaten bis zum Monat t , mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$p) a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

ZU TABELLE 1 IN ABSCHNITT 5.1

SAISONBEREINIGUNG DES HARMONISIERTEN VERBRAUCHERPREISINDEX (HVPI)⁴

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite S74). Die Saisonbereinigung des HVPI-Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet wird indirekt durch eine Aggregation der saisonbereinigten Reihen für verarbeitete und unverarbeitete Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse (ohne Energie) und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets durchgeführt. Energie wird unbereinigt hinzugefügt, da es keinen statistischen Nachweis für eine Saisonabhängigkeit gibt. Die Saisonfaktoren werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

ZU TABELLE 2 IN ABSCHNITT 7.1

SAISONBEREINIGUNG DER LEISTUNGSBILANZ

Der verwendete Ansatz beruht auf der multiplikativen Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite S74). Die Ursprungswerte zum Warenhandel, zu den Dienstleistungen, Erwerbs- und Vermögenseinkommen und laufenden Übertragungen werden arbeitstäglich bereinigt. Beim Warenhandel sowie bei den Dienstleistungen und den Erwerbs- und Vermögenseinkommen wird neben der arbeitstäglich Bereinigung auch eine Bereinigung um die durchschnittlichen Effekte nationaler Feiertage vorgenommen. Die Daten zur Ausführung von Waren werden zusätzlich um die durchschnittlichen Einflüsse der Osterfeiertage bereinigt. Die Saisonbereinigung für die genannten Posten wird anhand dieser vorbereinigten Reihen vorgenommen. Die Saisonbereinigung der gesamten Leistungsbilanz erfolgt durch Aggregation der saisonbereinigten Reihen für den Warenhandel, die Dienstleistungen, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen und die laufenden Übertragungen für das Euro-Währungsgebiet. Die Saisonfaktoren (und die Faktoren im Zusammenhang mit den Handelstagen) werden in halbjährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.



ERLÄUTERUNGEN

Der Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ enthält in erster Linie Statistiken für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes. Detailliertere und längere Zeiträume erfassende Datenreihen mit weiteren Erläuterungen sind unter der Rubrik „Statistics“ auf der Website der EZB (www.ecb.int) abrufbar. Unter „Data services“ steht eine Browser-Schnittstelle mit Suchfunktionen zur Verfügung, und 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 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 31. Oktober 2006.

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 reservspflichtigen 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“ zugerechnet.

Abschnitt 2.4 enthält eine Aufschlüsselung der Kreditgewährung der im Eurogebiet ansässigen MFIs ohne Eurosystem (des Bankensystems) nach Schuldnergruppen, Arten und Ursprungslaufzeiten. In Abschnitt 2.5 sind die Einlagen beim Bankensystem des Euro-Währungsgebiets nach Gläubigergruppen und Arten aufgeschlüsselt. Abschnitt 2.6 zeigt die vom Bankensystem des Euroraums gehaltenen Wertpapiere, aufgliedert nach Emittentengruppen.

Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten „transaktionsbedingte Veränderungen“, die aus der Differenz der Bestände, bereinigt um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkurs- und sonstige nicht transaktionsbedingte Veränderungen, abgeleitet werden. Abschnitt 2.7 zeigt ausgewählte Neubewertungen, die bei der Ermittlung der transaktionsbedingten Veränderungen zugrunde gelegt werden. Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten außerdem Wachstumsraten, die als prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr auf Basis der transaktionsbedingten Veränderungen ausgewiesen werden. Abschnitt 2.8 zeigt ausgewählte, nach Währungen aufgeschlüsselte vierteljährliche Bilanzpositionen der MFIs.

Einzelheiten zur Sektorengliederung sind in dem Dokument „Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers“ (EZB, November 1999) zu finden. Die „Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics“ (EZB, November 2002) erläu-

tern 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 Finanzinstitute¹ in der zuletzt durch Verordnung EZB/2003/10² geänderten Fassung erhoben und aufbereitet.

Im Einklang mit dieser Verordnung werden die Bilanzpositionen „Geldmarktpapiere“ und „Schuldverschreibungen“ sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite der Bilanzstatistik der MFIs zusammen ausgewiesen.

Abschnitt 2.9 zeigt die Bestände am Quartalsende für die Bilanz der Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) im Euro-Währungsgebiet. Die Bilanz ist aggregiert, sodass unter den Passiva auch die von den Investmentfonds gehaltenen Bestände an von anderen Investmentfonds ausgegebenen Anteilen enthalten sind. Außerdem werden die gesamten Aktiva/Passiva in einer Aufgliederung nach Anlageschwerpunkten (Aktienfonds, Rentenfonds, gemischte Fonds, Immobilienfonds und sonstige Fonds) und nach Anlegergruppen (Publikumsfonds und Spezialfonds) ausgewiesen. Die aggregierte Bilanz wird in Abschnitt 2.10 für jede Art von Investmentfonds nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen dargestellt.

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.

In Abschnitt 3.4 werden Jahresangaben zu Ersparnis, Geld- und Sachvermögensbildung und Finanzierung für das Euro-Währungsgebiet insgesamt sowie für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte separat dargestellt. Die Jahresangaben enthalten insbesondere eine detailliertere sektorale Gliederung der Geldvermögensbildung und entsprechen den Quartalsangaben in den beiden vorhergehenden Abschnitten.

1 ABl. L 356 vom 30.12.1998, S. 7.

2 ABl. L 250 vom 2.10.2003, S. 19.

FINANZMÄRKTE

Die Zeitreihen zur Finanzmarktstatistik des Euro-Währungsgebiets umfassen die EU-Mitgliedstaaten, die im Referenzzeitraum der jeweiligen Statistik den Euro bereits eingeführt hatten.

Die Statistiken über Wertpapiere ohne Aktien und börsennotierte Aktien (Abschnitte 4.1 bis 4.4) werden von der EZB auf der Grundlage von Daten des ESZB und der BIZ erstellt. In Abschnitt 4.5 sind die MFI-Zinssätze für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet ausgewiesen. Die Statistiken über Geldmarktsätze, Renditen langfristiger Staatsanleihen und Börsenindizes (Abschnitte 4.6 bis 4.8) werden von der EZB auf der Grundlage der Daten von Wirtschaftsinformationsdiensten erstellt.

Die Statistiken über Wertpapieremissionen umfassen Wertpapiere ohne Aktien (Schuldverschreibungen), die in Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3 ausgewiesen sind, sowie börsennotierte Aktien, die in Abschnitt 4.4 dargestellt werden. Die Schuldverschreibungen sind nach kurzfristigen und langfristigen Wertpapieren aufgliedert. Als kurzfristig werden Wertpapiere mit einer Ursprungslaufzeit von einem Jahr oder weniger (in Ausnahmefällen auch bis einschließlich zwei Jahren) bezeichnet. Wertpapiere mit einer längeren Laufzeit oder mit fakultativen Laufzeiten, von denen eine mindestens länger als ein Jahr ist, und Wertpapiere mit beliebig langer Laufzeit werden als langfristige Wertpapiere klassifiziert. Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene langfristige Schuldverschreibungen werden nach festverzinslichen und variabel verzinslichen Schuldverschreibungen aufgeschlüsselt. Bei festverzinslichen Schuldverschreibungen ist der Zinssatz für die gesamte Laufzeit festgelegt. Bei variabel verzinslichen Schuldverschreibungen wird der Zinssatz in regelmäßigen Zeitabständen unter Bezugnahme auf einen Referenzzinssatz oder Index neu festgesetzt. Der Erfassungsgrad der Statistik zu den Schuldverschreibungen beträgt schätzungsweise rund 95 % des Gesamtvolumens der Emissionen von Ansässigen im Euro-

Währungsgebiet. Die in Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3 ausgewiesenen auf Euro lautenden Wertpapiere enthalten auch Papiere, die auf eine der nationalen Währungseinheiten des Euro lauten.

Abschnitt 4.1 enthält Angaben 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 Bietungssätze für Interbankeinlagen angegeben. Ab Januar 1999 gibt Spalte 1 in Abschnitt 4.6 den durchschnittlichen Euro-Tagesgeldsatz (Euro Overnight Index Average = EONIA) an.

Bis Dezember 1998 handelt es sich dabei um die am Ende des jeweiligen Berichtszeitraums geltenden Sätze, danach um die Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Die Zinsen für Ein-, Drei-, Sechs- und Zwölfmonatsgeld werden seit Januar 1999 nach den Euro Interbank Offered Rates (EURIBOR) berechnet, bis Dezember 1998 – soweit verfügbar – nach den London Interbank Offered Rates (LIBOR). Bei den Vereinigten Staaten und Japan entspricht der Zinssatz auf Dreimonatsgeld dem LIBOR.

Abschnitt 4.7 zeigt die Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und Japan. Bei den Renditen im Euro-Währungsgebiet im Zwei-, Drei-, Fünf- und Siebenjahresbereich handelt es sich bis Dezember 1998 um Endstände der Berichtszeiträume und im Zehnjahresbereich um Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Danach sind alle Renditen Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Bis Dezember 1998 wurden die Renditen im Euro-Währungsgebiet anhand harmonisierter, mit dem BIP gewichteter nationaler Staatsanleiherenditen berechnet. Seitdem werden als Gewichte die nominalen Umlaufbeträge der Staatsanleihen im jeweiligen Laufzeitbereich verwendet. Bei den Vereinigten Staaten und Japan sind die Renditen im Zehnjahresbereich Durchschnittswerte der Berichtszeiträume.

In Abschnitt 4.8 sind die Börsenindizes für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan ausgewiesen.

PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

Die meisten in diesem Abschnitt dargestellten Daten werden von der Europäischen Kommission (hauptsächlich von Eurostat) sowie von den nationalen Statistikämtern erhoben. Die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet werden gewonnen, indem die Daten für die einzelnen Länder aggregiert werden. Die Daten sind, soweit dies möglich ist, harmonisiert und vergleichbar. Die Angaben zu den Arbeitskosten pro Stunde, zur Verwendung des Bruttoinlands-

produkts, 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 Konjunkturstatistiken³. 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 2001⁴. Die industriellen Erzeugerpreise stellen die Preise der Produzenten ab Werk dar. Darin enthalten sind indirekte Steuern (ohne Mehrwertsteuer) und sonstige abzugsfähige Steuern. Die Industrieproduktion spiegelt die Wertschöpfung der betreffenden Wirtschaftszweige wider.

Die Weltmarktpreise für Rohstoffe (Tabelle 2 in Abschnitt 5.1) geben die Preisänderungen der

³ ABl. L 162 vom 5.6.1998, S. 1.

⁴ ABl. L 86 vom 27.3.2001, S. 11.

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 Arbeitskostenindex⁵ und der Durchführungsverordnung (EG) Nr. 1216/2003 der Kommission vom 7. Juli 2003⁶ 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 harmonisierten Daten berechnet, die regelmäßig aktualisiert werden. Die Angaben zum Defizit und zur Verschuldung der Euro-Länder können

5 ABl. L 69 vom 13.3.2003, S. 1.

6 ABl. L 169 vom 8.7.2003, S. 37.

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 Kommission vom 10. Juli 2000⁷, die das ESVG 95 ergänzt, dargestellt. Abschnitt 6.2 geht näher auf die konsolidierte Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert gemäß den Bestimmungen des EG-Vertrags über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit ein. Die Abschnitte 6.1 und 6.2 enthalten zusammengefasste Daten für die einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets aufgrund ihrer Bedeutung im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Die für die einzelnen Staaten im Euro-Währungsgebiet ausgewiesenen Angaben zum Finanzierungssaldo entsprechen dem Code „EDP B.9“, wie er in Verordnung (EG) Nr. 351/2002 der Kommission vom 25. Februar 2002 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 3605/93 des Rates hinsichtlich der Verweise auf das ESVG 95 festgelegt wurde. In Abschnitt 6.3 werden Veränderungen der öffentlichen Verschuldung dargestellt. Der Unterschied zwischen der Veränderung der öffentlichen Verschuldung und dem öffentlichen Defizit, die Deficit-Debt-Adjustments, 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 nichtfinanzielle Transaktionen⁸ 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)⁹ 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 2005 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) der Bericht der Task Force der EZB/Europäischen Kommission (Eurostat) mit dem Titel „Report on the quality assessment of balance of payments and international investment position statistics“ vom Juni 2004 abrufbar. Der Jahresbericht über die Qualität der Statistiken zur Zahlungsbilanz und zum Auslands-

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.

vermögensstatus des Euro-Währungsgebiets, 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 Aktien und Investmentzertifikate 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 geografische 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 Zahlungsbilanz-

transaktionen für die jeweils letzten vier Quartale aus; Tabelle 5 enthält eine geografische Aufschlüsselung des Auslandsvermögensstatus jeweils zum Jahresende. Für Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen, für Finanzderivate und Währungsreserven liegt keine geografische Aufgliederung der entsprechenden Transaktionen bzw. Bestände vor. Einzelheiten zur geografischen Aufschlüsselung finden sich im Aufsatz „Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Ländern und Ländergruppen“ im Monatsbericht vom Februar 2005.

Die Angaben zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 7.4 werden auf der Grundlage der Bestände gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets errechnet, wobei der Euroraum als eine Wirtschaftseinheit betrachtet wird (siehe auch Kasten 9 im Monatsbericht vom Dezember 2002). Der Auslandsvermögensstatus wird zu jeweiligen Marktpreisen bewertet. Hiervon ausgenommen sind Direktinvestitionsbestände, die größtenteils zum Buchwert ausgewiesen werden. Der vierteljährliche Auslandsvermögensstatus wird nach der gleichen Methodik wie die entsprechenden Jahresangaben erstellt. Da einige Datenquellen nicht auf Quartalsbasis (bzw. erst mit zeitlicher Verzögerung) verfügbar sind, sind die Quartalsangaben zum Auslandsvermögensstatus anhand der Finanztransaktionen, Vermögenspreise und Entwicklung der Wechselkurse teilweise geschätzt.

Die Bestände an Währungsreserven und sonstigen Fremdwährungsaktiva und -passiva des Eurosystems sind in Tabelle 5 in Abschnitt 7.4 zusammen mit dem von der EZB gehaltenen Anteil ausgewiesen. Aufgrund von Unterschieden in der Erfassung und Bewertung sind diese Angaben nicht vollständig mit den Angaben im Wochenausweis des Eurosystems vergleichbar. Die Daten in Tabelle 5 entsprechen den Empfehlungen für das IWF/BIZ-Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität. Veränderungen der Goldbestände des Eurosystems (Spalte 3) sind auf Goldtransaktionen im Rahmen des Goldabkommens der

Zentralbanken vom 26. September 1999, aktualisiert am 8. März 2004, zurückzuführen. Weitere Informationen sind einer Veröffentlichung zur statistischen Behandlung der Währungsreserven des Eurosystems („Statistical treatment of the Eurosystem’s international reserves“, Oktober 2000) zu entnehmen, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Dort finden sich auch 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 geografische Aufschlüsselung (Tabelle 2 in Abschnitt 7.5) weist die wichtigsten Handelspartner, nach einzelnen Ländern oder regional zusammengefasst, aus. In den Angaben zu China ist Hongkong nicht enthalten.

Aufgrund von Unterschieden in der Abgrenzung, Klassifizierung, Erfassung und dem Berichtszeitpunkt sind die Außenhandelszahlen, insbesondere die Einfuhren, nicht vollständig mit der Position Warenhandel in der Zahlungsbilanzstatistik (Abschnitte 7.1 bis 7.3) vergleichbar. Die Differenz bei den Einfuhren belief sich in den vergangenen Jahren nach Schätzung der EZB auf rund 5 % und ist zum großen Teil darauf zurückzuführen, dass bei der Erfassung der Außenhandelsdaten (cif) Versicherungs- und Frachtdienstleistungen berücksichtigt wurden.

WECHSELKURSE

In Abschnitt 8.1 sind die Indizes der nominalen und realen effektiven Wechselkurse (EWK) des Euro dargestellt, die von der EZB auf Basis der gewichteten Durchschnitte der bilateralen Wechselkurse des Euro gegenüber den Währungen der Handelspartner des Euro-Währungsgebiets berechnet werden. Eine positive Veränderung zeigt eine Aufwertung des Euro an. Die Gewichte beruhen auf dem mit den Handelspartnern in den Zeiträumen von 1995 bis 1997 und von 1999 bis 2001 getätigten Handel mit gewerblichen Erzeugnissen und spiegeln auch Drittmarkteffekte wider. Die Indizes der effektiven Wechselkurse erhält man, indem die Indizes auf Basis der Gewichte für den Zeitraum von 1995 bis 1997 zu Beginn des Jahres 1999 mit den Indizes auf Basis der Gewichte für den Zeitraum von 1999 bis 2001 verkettet werden. Die EWK-23-Gruppe der Handelspartner umfasst die 13 nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten sowie Australien, China, Hongkong, Japan, Kanada, Norwegen, die Schweiz, Singapur, Südkorea und die Vereinigten Staaten. Zur EWK-42-Gruppe gehören zusätzlich noch folgende Länder: Algerien, Argentinien, Brasilien, Bulgarien, Indien, Indonesien, Israel, Kroatien, Malaysia, Marokko, Mexiko, Neuseeland, die Philippinen, Rumänien, die Russische Föderation, Südafrika, Taiwan, Thailand und die Türkei. Die realen effektiven Wechselkurse werden anhand der Verbraucherpreisindizes, der Erzeugerpreisindizes, des BIP-Deflators, der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe und der Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft berechnet.

Nähere Einzelheiten zur Berechnung der effektiven Wechselkurse finden sich in Kasten 10 „Aktualisierung der Wägungsschemata für die effektiven Wechselkurse des Euro und Berechnung eines neuen Kreises von Euro-Indikatoren“ im Monatsbericht vom September 2004 sowie im Occasional Paper Nr. 2 der EZB (L. Buldorini, S. Makrydakis und C. Thimann, The effective exchange rates of the euro, Febru-

ar 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 zu den Vereinigten Staaten und Japan (Abschnitt 9.2) werden aus nationalen Quellen gewonnen.

ANHANG

CHRONIK DER GELDPOLITISCHEN MASSNAHMEN DES EUROSISTEMS ¹



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 UND 4. MÄRZ 2004

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

10. MÄRZ 2004

Gemäß dem Beschluss des EZB-Rats vom 23. Januar 2003 wird die Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt und die Mindestreserve-Erfüllungsperiode für das Reserve-Soll des Eurosystems geändert. Sie beginnt zukünftig nicht mehr am 24. eines Monats, sondern am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist.

1. APRIL, 6. MAI, 3. JUNI, 1. JULI, 5. AUGUST, 2. SEPTEMBER, 7. OKTOBER, 4. NOVEMBER, 2. DEZEMBER 2004 UND 13. JANUAR 2005

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

14. JANUAR 2005

Der EZB-Rat beschließt, den Zuteilungsbetrag für alle im Jahr 2005 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte von 25 Mrd € auf 30 Mrd € zu erhöhen. Das größere Zuteilungsvolumen trägt dem für 2005 erwarteten höheren Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euro-Währungsgebiet Rechnung. Den Großteil der Liquidität wird das Eurosystem allerdings weiterhin über seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitstellen. Der EZB-Rat entscheidet zu Beginn des Jahres 2006 über eine mögliche erneute Anpassung des Zuteilungsbetrags.

3. FEBRUAR, 3. MÄRZ, 7. APRIL, 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 Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

¹ Die Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems für die Jahre 1999 bis 2003 ist im Jahresbericht 1999 auf Seite 181 ff., im Jahresbericht 2000 auf Seite 225 ff., im Jahresbericht 2001 auf Seite 237 ff., im Jahresbericht 2002 auf Seite 248 ff. bzw. im Jahresbericht 2003 auf Seite 235 ff. zu finden.

1. DEZEMBER 2005

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 6. Dezember 2005 abzuwickelnden Geschäft – um 0,25 Prozentpunkte auf 2,25 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 6. Dezember 2005 um jeweils 0,25 Prozentpunkte auf 3,25 % bzw. 1,25 % zu erhöhen.

16. DEZEMBER 2005

Der EZB-Rat beschließt, den Zuteilungsbetrag für alle im Jahr 2006 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) von 30 Mrd € auf 40 Mrd € zu erhöhen. Das größere Zuteilungsvolumen trägt zwei Aspekten Rechnung. Erstens ist damit zu rechnen, dass der Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2006 weiter steigt. Zweitens hat das Eurosystem beschlossen, den Anteil des durch die LRGs gedeckten Liquiditätsbedarfs leicht zu erhöhen. Den Großteil der Liquidität wird das Eurosystem allerdings weiterhin über seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitstellen. Der EZB-Rat entscheidet zu Beginn des Jahres 2007 über eine mögliche erneute Anpassung des Zuteilungsbetrags.

12. JANUAR UND 2. FEBRUAR 2006

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,25 %, 3,25 % bzw. 1,25 % zu belassen.

2. MÄRZ 2006

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 8. März 2006 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 2,50 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 8. März 2006 um jeweils 25 Basispunkte auf 3,50 % bzw. 1,50 % zu erhöhen.

6. APRIL UND 4. MAI 2006

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. JUNI 2006

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 15. Juni 2006 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 2,75 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 15. Juni 2006 um jeweils 25 Basispunkte auf 3,75 % bzw. 1,75 % zu erhöhen.

6. JULI 2006

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.

3. AUGUST 2006

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 9. August 2006 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 3,0 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 9. August 2006 um jeweils 25 Basispunkte auf 4,0 % bzw. 2,0 % zu erhöhen.

31. AUGUST 2006

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 3,0 %, 4,0 % bzw. 2,0 % zu belassen.

5. OKTOBER 2006

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 11. Oktober 2006 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 3,25 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 11. Oktober 2006 um jeweils 25 Basispunkte auf 4,25 % bzw. 2,25 % zu erhöhen.

2. NOVEMBER 2006

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 3,25 %, 4,25 % bzw. 2,25 % zu belassen.



PUBLIKATIONEN DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK SEIT 2005

Dieses Verzeichnis soll den Leser über ausgewählte Publikationen der Europäischen Zentralbank informieren, die seit Januar 2005 veröffentlicht wurden. Bei den Working Papers werden lediglich die Veröffentlichungen von August bis Oktober 2006 aufgeführt. Soweit nicht anders angegeben, können Druckfassungen (sofern vorrätig) kostenlos über info@ecb.int bezogen bzw. abonniert werden.

Eine vollständige Liste der Publikationen der Europäischen Zentralbank und des Europäischen Währungsinstituts kann auf der Website der EZB (www.ecb.int) abgerufen werden.

JAHRESBERICHT

„Jahresbericht 2004“, April 2005.

„Jahresbericht 2005“, April 2006.

KONVERGENZBERICHT

„Konvergenzbericht Mai 2006“, Mai 2006.

AUFSÄTZE IN DEN MONATSBERICHTEN

„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.

„Die Berechenbarkeit der Geldpolitik der EZB“, Januar 2006.

„Hedgefonds: Entwicklungen und wirtschaftspolitische Implikationen“, Januar 2006.

„Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet“, Februar 2006.

„Finanzpolitik und Finanzmärkte“, Februar 2006.

„Die Bedeutung von Reformen der Staatsausgaben für Wirtschaftswachstum und Stabilität“, April 2006.

„Portfoliomanagement der EZB“, April 2006.

„Währungs- und Wechselkursvereinbarungen des Euro-Währungsgebiets mit ausgewählten Drittländern und Hoheitsgebieten“, April 2006.

„Der Beitrag der EZB und des Eurosystems zur Finanzmarktintegration in Europa“, Mai 2006.

„Das einheitliche Verzeichnis im Sicherheitenrahmen des Eurosystems“, Mai 2006.

„Aktienemission im Euro-Währungsgebiet“, Mai 2006.

„Messung der Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet“, Juli 2006.

„Wettbewerbsfähigkeit und Exportentwicklung des Euro-Währungsgebiets“, Juli 2006.

„Sektorale Geldhaltung: Bestimmungsgrößen und jüngste Entwicklungen“, August 2006.

„Entwicklung der Großbetragszahlungssysteme im Euro-Währungsgebiet“, August 2006.

„Demografischer Wandel im Euro-Währungsgebiet: Projektionen und Konsequenzen“, Oktober 2006.

„Integrierte Finanzierungskonten und nichtfinanzielle Konten für die institutionellen Sektoren im Euroraum“, Oktober 2006.

„Geldpolitischer Aktivismus“, November 2006.

„Die Erfahrungen des Eurosystems mit Feinsteuerungsoperationen am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode“, November 2006.

„Entwicklung der Finanzmärkte in Mittel-, Ost- und Südosteuropa“, November 2006.

STATISTICS POCKET BOOK

Wird seit August 2003 monatlich veröffentlicht.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

1. „The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments“ von K. M. Löber, Februar 2006.
2. „The application of multilingualism in the European Union context“, von P. Athanassiou, März 2006.
3. „National central banks and community public sector procurement legislation: a critical overview“ von J. García-Andrade und P. Athanassiou, Oktober 2006.

OCCASIONAL PAPERS

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. Mörttinen, 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 Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des ESZB, 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 Arbeitsgruppe des Ausschusses für internationale Beziehungen, 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 I. 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, Oktober 2005.
38. „Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature“ von M. 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.
40. „What does European institutional integration tell us about trade integration?“ von F. P. Mongelli, E. Dorrucchi und I. Agur, Dezember 2005.
41. „Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences“ von N. Leiner-Killinger, C. Madaschi und M. Ward-Warmedinger, Dezember 2005.
42. „The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union“ von F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher und K. G. Spitzer, Dezember 2005.
43. „The accumulation of foreign reserves“ von einer Arbeitsgruppe des Ausschusses für internationale Beziehungen, Februar 2006.
44. „Competition, productivity and prices in the euro area services sector“, von einer Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des ESZB, April 2006.
45. „Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts“, von N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi und Nick Vidalis, Mai 2006.
46. „Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence“ von F. Altissimo, M. Ehrmann und F. Smets, Juni 2006.
47. „The reform and implementation of the Stability and Growth Pact“ von R. Morris, H. Ongena und L. Schuknecht, Juni 2006.
48. „Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries“ von der Task Force on Enlargement des Ausschusses für internationale Beziehungen, Juli 2006.

49. „Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem“ von U. Bindseil und F. Papadia, August 2006.
50. „Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market“ von M. Laganà, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes und A. Persaud, August 2006.
51. „Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area“ von A. Maddaloni, A. Musso, P. Rother, M. Ward-Warmedinger und T. Westermann, August 2006.
52. „Cross-border labour mobility within an enlarged EU“ von F. F. Heinz und M. Ward-Warmedinger, Oktober 2006.
53. „Labour productivity developments in the euro area“ von R. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker und J. Turunen, Oktober 2006.

WORKING PAPERS

651. „On the determinants of external imbalances and net international portfolio flows: a global perspective“ von R. A. De Santis und M. Lührmann, Juli 2006.
652. „Consumer price adjustment under the microscope: Germany in a period of low inflation“ von J. Hoffmann und J.-R. Kurz-Kim, Juli 2006.
653. „Acquisition versus greenfield: the impact of the mode of foreign bank entry on information and bank lending rates“ von S. Claeys und C. Hainz, Juli 2006.
654. „The German block of the ESCB multi-country model“ von I. Vetlov und T. Warmedinger, Juli 2006.
655. „Fiscal and monetary policy in the enlarged European Union“ von S. Pogorelec, Juli 2006.
656. „Public debt and long-term interest rates: the case of Germany, Italy and the United States“ von P. Paesani, R. Strauch und M. Kremer, Juli 2006.
657. „The impact of ECB monetary policy decisions and communication on the yield curve“ von C. Brand, D. Buncic und J. Turunen, Juli 2006.
658. „The response of firms' investment and financing to adverse cash flow shocks: the role of bank relationships“ von C. Fuss und P. Vermeulen, Juli 2006.
659. „Monetary policy rules in the pre-EMU era: is there a common rule?“ von M. Eleftheriou, D. Gerdesmeier und B. Roffia, Juli 2006.
660. „The Italian block of the ESCB multi-country model“ von E. Angelini, A. D'Agostino und P. McAdam, Juli 2006.
661. „Fiscal policy in a monetary economy with capital and finite lifetime“ von B. Annicchiarico, N. Giammarioli und A. Piergallini, Juli 2006.
662. „Cross-border bank contagion in Europe“ von R. Gropp, M. Lo Duca und J. Vesala, Juli 2006.
663. „Monetary conservatism and fiscal policy“ von K. Adam und R. M. Billi, Juli 2006.
664. „Fiscal convergence before entering EMU“ von L. Onorante, Juli 2006.
665. „The euro as invoicing currency in international trade“ von A. Kamps, August 2006.
666. „Quantifying the impact of structural reforms“ von E. Ernst, G. Gong, W. Semmler und L. Bukeviciute, August 2006.
667. „The behaviour of the real exchange rate: evidence from regression quantiles“ von K. Nikolaou, August 2006.
668. „Declining valuations and equilibrium bidding in central bank refinancing operations“ von C. Ewerhart, N. Cassola und N. Valla, August 2006.
669. „Regular adjustment: theory and evidence“ von J. D. Konieczny und F. Rumler, August 2006.

670. „The importance of being mature: the effect of demographic maturation on global per-capita GDP“ von R. Gómez und P. Hernández de Cos, August 2006.
671. „Business cycle synchronisation in East Asia“ von F. Moneta und R. Ruffer, August 2006.
672. „Understanding inflation persistence: a comparison of different models“ von H. Dixon und E. Kara, September 2006.
673. „Optimal monetary policy in the generalised Taylor economy“ von E. Kara, September 2006.
674. „A quasi-maximum likelihood approach for large approximate dynamic factor models“ von C. Doz, D. Giannone und L. Reichlin, September 2006.
675. „Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence“ von A. Afonso, September 2006.
676. „The distribution of contract durations across firms: a unified framework for understanding and comparing dynamic wage and price-setting models“ von H. Dixon, September 2006.
677. „What drives EU banks' stock returns? Bank-level evidence using the dynamic dividend-discount model“ von O. Castrén, T. Fitzpatrick und M. Sydow, September 2006.
678. „The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks“ von R. A. De Santis, September 2006.
679. „Monetary policy in the media“ von H. Berger, M. Ehrmann und M. Fratzscher, September 2006.
680. „Comparing alternative predictors based on large-panel factor models“ von A. D'Agostino und D. Giannone, Oktober 2006.
681. „Regional inflation dynamics within and across euro area countries and a comparison with the United States“ von G. W. Beck, K. Hubrich und M. Marcellino, Oktober 2006.
682. „Is reversion to PPP in euro exchange rates non-linear?“ von B. Schnatz, Oktober 2006.
683. „Financial integration of new EU Member States“ von L. Cappiello, B. Gérard, A. Kadareja und S. Manganelli, Oktober 2006.
684. „Inflation dynamics and regime shifts“ von J. Lendvai, Oktober 2006.
685. „Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate volatility“ von M. Fidora, M. Fratzscher und C. Thimann, Oktober 2006.
686. „Stale information, shocks and volatility“ von R. Gropp und A. Kadareja, Oktober 2006.
687. „Credit growth in central and eastern Europe: new (over)shooting stars?“ von B. Égert, P. Backé und T. Zumer, Oktober 2006.
688. „Determinants of workers' remittances: evidence from the European neighbouring region“ von I. Schiopu und N. Siegfried, Oktober 2006.
689. „The effect of financial development on the investment-cash flow relationship: cross-country evidence from Europe“ von B. Becker und J. Sivadasan, Oktober 2006.
690. „Optimal simple monetary policy rules and non-atomistic wage-setters in a New Keynesian framework“ von S. Gnocchi, Oktober 2006.

SONSTIGE PUBLIKATIONEN

- „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 (nur online verfügbar).

„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 (nur online verfügbar).

„Payment and securities settlement systems in the accession countries – 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 (nur online verfügbar).

„Euro money market study 2004“, Mai 2005.

„Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties“, Mai 2005 (außer englischer Fassung nur online verfügbar).

„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 (nur online verfügbar).

„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 (nur online verfügbar).

„Information guide for credit institutions using TARGET“, Juni 2005 (nur online verfügbar).

„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 (nur online verfügbar).

„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 (nur online verfügbar).

„Central banks' provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement“, August 2005 (nur online verfügbar).

„ECB statistics: a brief overview“, August 2005.

„Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles“, 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 (nur online verfügbar).

„Legal aspects of the European System of Central Banks“, Oktober 2005.

„European Union balance of payments/international investment position statistical methods“, November 2005.

„Large EU banks' exposures to hedge funds“, November 2005.

„Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission's public consultation“, November 2005 (nur online verfügbar).

„The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosystem

- contribution to the public consultation“, Dezember 2005 (nur online verfügbar).
- „Financial stability review“, Dezember 2005.
- „Review of the international role of the euro“, Dezember 2005.
- „The Eurosystem, the Union and beyond“, Dezember 2005.
- „Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables“, Januar 2006 (nur online verfügbar).
- „Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling“, Januar 2006 (nur online verfügbar).
- „Euro Money Market Survey 2005“, Januar 2006.
- „Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report“, Februar 2006.
- „Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (4th Progress Report)“, Februar 2006 (außer englischer Fassung nur online verfügbar).
- „Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet“, Februar 2006 (nur online verfügbar).
- „Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment“, Februar 2006 (nur online verfügbar).
- „National implementation of Regulation ECB/2001/13“, Februar 2006 (nur online verfügbar).
- „Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)“, März 2006.
- „ECB statistics: an overview“, April 2006.
- „TARGET Annual Report 2005“, Mai 2006.
- „Financial Stability review“, Juni 2006.
- „Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)“, Juni 2006 (nur online verfügbar).
- „Communication on TARGET2“, Juli 2006 (nur online verfügbar).
- „Government Finance Statistics Guide“, August 2006.
- „Implementation of banknote recycling framework“, August 2006.
- „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures“, September 2006.
- „Differences in MFI interest rates across euro area countries“, September 2006.
- „Indicators of financial integration in the euro area“, September 2006.
- „Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries“, Oktober 2006. (nur online verfügbar).
- „EU banking structures“, Oktober 2006.

INFORMATIONSBROSCHÜREN

- „The current TARGET system“, August 2005.
- „TARGET 2 – innovation and transformation“, August 2005.
- „The euro area at a glance“, August 2005.
- „ECB statistics: a brief overview“, August 2005
- „Die Europäische Zentralbank, das Eurosystem, das Europäische System der Zentralbanken“, Mai 2006.
- „TARGET 2 – Securities brochure“, September 2006.



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) 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 Staates, Bruttoanlageinvestitionen, Vorratsveränderungen sowie Importe und Exporte von Waren und Dienstleistungen (einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets).

Deficit-Debt-Adjustment (öffentliche Haushalte) (deficit-debt adjustment – general government): Differenz zwischen dem öffentlichen Defizit und der Veränderung der öffentlichen Verschuldung.

Defizit (öffentliche Haushalte) (deficit – general government): Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte, d. h. die Differenz zwischen den Gesamteinnahmen und -ausgaben des Staates.

Defizitquote (öffentliche Haushalte) (deficit ratio – general government, budget deficit ratio, fiscal deficit ratio): Verhältnis zwischen dem Defizit der öffentlichen Haushalte und dem BIP zu Marktpreisen. Die Defizitquote ist Gegenstand eines der in Artikel 104 Absatz 2 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten fiskalpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

Deflation (deflation): Rückgang des allgemeinen Preisniveaus, z. B. gemessen am Verbraucherpreisindex.

Direktinvestitionen (direct investment): Grenzüberschreitende Investitionen mit dem Ziel, eine langfristige Beteiligung an einem in einer anderen Volkswirtschaft ansässigen Unternehmen zu erwerben (in der Praxis durch den Erwerb von mindestens 10 % der Stammaktien bzw. des Stimmrechts). Zu den Direktinvestitionen zählen Beteiligungskapital, reinvestierte Gewinne und sonstige Anlagen im Zusammenhang mit Transaktionen zwischen verbundenen Unternehmen. Erfasst werden die Nettotransaktionen/-positionen der Investitionen von Gebietsansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets („Direktinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“) sowie die Nettotransaktionen/-positionen der Investitionen von Gebietsfremden im Euro-Währungsgebiet („Direktinvestitionen im Euro-Währungsgebiet“).

Dividendenwerte (equities): Wertpapiere, die Eigentumsrechte an Kapitalgesellschaften umfassen. Hierzu zählen Aktien, die an Börsen gehandelt werden (börsennotierte Aktien), nichtbörsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. Sie erbringen in der Regel Erträge in Form von Dividenden.

Effektiver Wechselkurs (EWK) des Euro (nominal/real) (effective exchange rate of the euro – EER, nominal/real): Gewichtetes Mittel der bilateralen Euro-Wechselkurse gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets. Die 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.

Eurosystem (Eurosysteem): Zentralbankensystem, das sich aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den nationalen Zentralbanken der EU-Mitgliedstaaten, die bereits den Euro eingeführt haben, zusammensetzt.

Euro-Währungsgebiet (Euroraum, Eurogebiet) (euro area): Gebiet, das jene EU-Mitgliedstaaten umfasst, in denen der Euro gemäß dem EG-Vertrag als gemeinsame Währung eingeführt wurde.

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): Erwartete Volatilität (d. h. Standardabweichung) der Veränderungsrate des Preises eines Vermögenswerts (z. B. einer Aktie oder Anleihe). Die implizite Volatilität kann anhand von Optionspreismodellen wie dem Black-Scholes-Modell abgeleitet werden aus dem Preis und der Fälligkeit des Vermögenswerts, dem Ausübungspreis seiner Optionen und der risikofreien Rendite.

Index der Arbeitskosten pro Stunde (hourly labour cost index): Messgröße für die Arbeitskosten pro tatsächlich geleisteter Arbeitsstunde (inklusive Überstunden), die die Bruttolöhne und -gehälter (in Form von Geld- oder Sachleistungen, einschließlich Sonderzahlungen) sowie die sonstigen Arbeitskosten (Sozialbeiträge und Beschäftigungssteuern der Arbeitgeber abzüglich der den Arbeitgebern gewährten Subventionen) umfasst.

Index der Tarifverdienste (index of negotiated wages): Messgröße für das unmittelbare Ergebnis der Tarifverhandlungen in Bezug auf die Grundvergütung (d. h. ohne Sonderzahlungen) im Euro-Währungsgebiet. Sie bezieht sich auf die implizite durchschnittliche Veränderung der monatlichen Löhne und Gehälter.

Industrielle Erzeugerpreise (industrial producer prices): Abgabepreise der Industrie (ohne Transportkosten) für alle von der Industrie (ohne Baugewerbe) auf den heimischen Märkten der Euro-Länder abgesetzten Produkte (ohne Importe).

Industrieproduktion (industrial production): Bruttowertschöpfung der Industrie in konstanten Preisen.

Inflation (inflation): Anstieg des allgemeinen Preisniveaus, z. B. gemessen am Verbraucherpreisindex.

Inflationsindexierte Staatsanleihen (inflation-indexed government bonds): Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte, bei denen Kuponzahlungen und Kapitalbetrag an einen bestimmten Verbraucherpreisindex gekoppelt sind.

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors (consolidated balance sheet of the MFI sector): Bilanz, die durch Saldierung der in der aggregierten MFI-Bilanz enthaltenen Inter-MFI-Positionen (z. B. an MFIs vergebene Kredite und Einlagen bei MFIs) erstellt wird. Sie enthält Statistikinformationen über die Forderungen und Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (z. B. öffentliche Haushalte und sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet) und gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die konsolidierte Bilanz der MFIs ist die wichtigste statistische Grundlage für die Berechnung der monetären Aggregate und dient als Basis für die regelmäßige Analyse der Bilanzgegenposten von M3.

Kreditbedarf (öffentliche Haushalte) (borrowing requirement – general government): Nettokreditaufnahme der öffentlichen Haushalte.

Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten der MFIs (MFI longer-term financial liabilities): Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten, Schuldverschreibungen von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren sowie Kapital und Rücklagen des MFI-Sektors im Euroraum.

Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (LRG) (longer-term refinancing operation): Regelmäßiges Offenmarktgeschäft, das vom Eurosystem in Form einer befristeten Transaktion durchgeführt wird. LRGs werden über monatliche Standardtender mit einer Laufzeit von in der Regel drei Monaten durchgeführt.

Leitkurs (central parity, central rate): Wechselkurs der am WKM II teilnehmenden Währungen gegenüber dem Euro, um den herum die Bandbreiten des WKM II festgelegt sind.

Leitzinsen der EZB (key ECB interest rates): Zinssätze, die vom EZB-Rat festgelegt werden und die den geldpolitischen Kurs der EZB widerspiegeln. Hierbei handelt es sich um den 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 der Arbeitsproduktivität (definiert als 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): Tendersverfahren, bei dem der Zinssatz im Voraus von der Zentralbank festgelegt wird und die teilnehmenden Geschäftspartner den Geldbetrag bieten, für den sie zum vorgegebenen Zinssatz abschließen wollen.

MFI-Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (MFI credit to euro area residents): Buchkredite der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich öffentlicher Haushalte und privatem Sektor) sowie der MFI-Bestand an von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapieren (Aktien und sonstige Dividendenwerte sowie Schuldverschreibungen).

MFIs (monetäre Finanzinstitute) (MFIs – Monetary Financial Institutions): Alle Finanzinstitute, die den Geldschöpfungssektor des Euro-Währungsgebiets bilden. Hierzu zählen das Eurosystem, ansässige Kreditinstitute im Sinne des Gemeinschaftsrechts und alle anderen im Euroraum ansässigen Finanzinstitute, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinn von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinn) Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Letztere Gruppe umfasst in erster Linie Geldmarktfonds.

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.

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 ESVG 95 gebietsansässige Einheiten umfasst, deren Hauptfunktion darin besteht, nicht marktbestimmte Waren und Dienstleistungen für den Individual- und Kollektivkonsum bereitzustellen und/oder die Einkommen und Vermögen umzuverteilen. Darin enthalten sind die Teilsektoren Zentralstaat, Länder, Gemeinden und

Sozialversicherung. Einrichtungen der öffentlichen Hand mit Erwerbszweck, wie beispielsweise öffentliche Unternehmen, zählen nicht zum Staatssektor.

Preisstabilität (price stability): Die Gewährleistung der Preisstabilität ist das vorrangige Ziel des Eurosystems. Der EZB-Rat definiert Preisstabilität als Anstieg des 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 4½ %.

Schuldenquote (öffentliche Haushalte) (debt-to-GDP ratio – general government): Verhältnis zwischen dem öffentlichen Schuldenstand und dem BIP zu Marktpreisen. Die Schuldenquote ist Gegenstand eines der in Artikel 104 Absatz 2 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten fiskalpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

Schuldenstand (öffentliche Haushalte) (debt – general government): Bruttoschuldenstand (Einlagen, Kredite und Schuldverschreibungen ohne Finanzderivate) zum Nominalwert am Jahresende nach Konsolidierung innerhalb und zwischen den einzelnen Bereichen des Staatssektors.

Schuldverschreibung (debt security): Versprechen des Emittenten (d. h. des Schuldners), dem Inhaber (Gläubiger) (eine) Zahlung(en) zu einem oder mehreren bestimmten Terminen zu leisten. In der Regel sind Schuldverschreibungen festverzinslich (mit einem Kupon ausgestattet) und/oder werden mit einem Abschlag vom Nennwert verkauft. Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr werden als langfristig eingestuft.

Spitzenrefinanzierungsfazilität (marginal lending facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die die Geschäftspartner nutzen können, um von einer 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 – BLS): Umfrage zur Kreditvergabepolitik, die vom Eurosystem seit Januar 2003 vierteljährlich durchgeführt wird. Darin werden einer fest vorgegebenen Gruppe von Banken im Euro-Währungsgebiet qualitative Fragen zur Entwicklung der Kreditrichtlinien, der Kreditkonditionen und der Kreditnachfrage sowohl bei Unternehmen als auch bei privaten Haushalten gestellt.

Umfragen der Europäischen Kommission (European Commission surveys): Im Auftrag der Europäischen Kommission in allen EU-Mitgliedstaaten durchgeführte harmonisierte Branchen- und Verbraucherumfragen. Die Fragebögen richten sich an Führungskräfte im verarbeitenden Gewerbe, im Baugewerbe, im Einzelhandel und im Dienstleistungssektor sowie an die Verbraucher. Die Ergebnisse der monatlichen Umfragen werden zu einzelnen Indikatoren zusammengefasst (Vertrauensindikatoren).

Umfragen zum Einkaufsmanagerindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Purchasing Managers' Surveys): Umfragen zur Geschäftslage im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor in einer Reihe von Euro-Ländern, die zur Berechnung von Indizes verwendet werden. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet ist ein gewichteter Indikator, der aus Indizes der Produktion, des Auftragseingangs, der Beschäftigung, der Lieferzeiten der Anbieter und des Einkaufsbestands ermittelt wird. Die Umfrage im Dienstleistungssektor stellt Fragen zur gegenwärtigen und zukünftig erwarteten Geschäftsentwicklung, zu den Auftragsbeständen, zum Neugeschäft, zur Beschäftigung sowie zu den Vorleistungs- und Verkaufspreisen. Der Mehrkomponentenindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Composite Index) ergibt sich aus den kumulierten Umfrageergebnissen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor.

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 nichtfinanziellen Sektoren (z. B. Kredite zwischen verbundenen Unternehmen) oder von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets in der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung mangels verfügbarer Daten nicht erfasst.

Währungsreserven des Eurosystems (Eurosystem's international reserves): Auslandsforderungen, die den Währungsbehörden schnell verfügbar sind und von ihnen kontrolliert werden, sodass über Devisenmarktinterventionen eine direkte Finanzierung oder Regulierung von Zahlungsbilanzungleichgewichten erfolgen kann. Die Währungsreserven des Euro-Währungsgebiets umfassen nicht auf Euro lautende Forderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums sowie Gold, Sonderziehungsrechte und Reservepositionen des Eurosystems beim Internationalen Währungsfonds.

Wechselkursmechanismus II (WKM II) (exchange rate mechanism II – ERM II): Bildet den Rahmen für die wechselkurspolitische Zusammenarbeit zwischen den Euro-Ländern und den EU-Mitgliedstaaten, die nicht an der dritten Stufe der WWU teilnehmen.

Wertpapieranlagen (portfolio investment): Anlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Wertpapieren von Gebietsfremden (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Aktiva) und Anlagen von Gebietsfremden in Wertpapieren von Ansässigen des Euroraums (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Passiva). Darin enthalten sind Aktien und Investmentzertifikate sowie Schuldverschreibungen (Anleihen und Geldmarktpapiere). Transaktionen werden zu den tatsächlich gezahlten oder vereinnahmten Preisen abzüglich Kosten und Provisionen erfasst. Bei den Wertpapieranlagen werden nur Unternehmensbeteiligungen, die weniger als 10 % der Stammaktien bzw. des Stimmrechts umfassen, verbucht.

Zinsstrukturkurve (yield curve): Grafische Darstellung des Verhältnisses von Zinssatz bzw. Rendite und Restlaufzeit von Schuldverschreibungen mit gleichem Kreditrisiko, aber unterschiedlichen Fälligkeiten zu einem gegebenen Zeitpunkt. Die Steigung der Zinsstrukturkurve lässt sich als die Differenz zwischen den Zinssätzen für zwei ausgewählte Restlaufzeiten berechnen.

Zinstender (variable rate tender): Tenderverfahren, bei dem die Geschäftspartner Betrag sowie Zinssatz des Geschäfts bieten, das sie mit der Zentralbank tätigen wollen.

ISSN 1561029-2



9 771561 029007