



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

05 | 2008

MONATSBERICHT

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

**05 | 2008**

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

11 | 2008

12 | 2008

MONATSBERICHT  
MAI

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM



## MONATSBERICHT MAI 2008

Auf allen  
Veröffentlichungen  
der EZB ist im  
Jahr 2008 ein  
Ausschnitt der  
10-€-Banknote  
abgebildet.

© Europäische Zentralbank, 2008

**Anschrift**

Kaiserstraße 29  
D-60311 Frankfurt am Main

**Postanschrift**

Postfach 16 03 19  
D-60066 Frankfurt am Main

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Internet**

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

**Fax**

+49 69 1344 6000

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

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

*Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 6. Mai 2008.*

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Online-Version)



## INHALT

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>	<b>STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS</b>	<b>SI</b>
<b>WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN</b>	<b>9</b>	<b>ANHANG</b>	<b>I</b>
Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets		Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	<b>I</b>
Monetäre und finanzielle Entwicklung	<b>15</b>	Publikationen der Europäischen Zentralbank seit 2007	<b>III</b>
Preise und Kosten	<b>46</b>	Glossar	<b>IX</b>
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	<b>62</b>		
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	<b>72</b>		
<b>Kästen:</b>			
1 Die Grunddynamik der Geldmenge: Konzept und quantitative Darstellung	<b>16</b>		
2 Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2008	<b>23</b>		
3 Jüngste Entwicklung der Renditeabstände von Staatsanleihen	<b>37</b>		
4 Inflationsentwicklung nach Sektoren – Beurteilung anhand der Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR)	<b>51</b>		
5 Lohnindexierungsmechanismen in Ländern des Euro-Währungsgebiets	<b>55</b>		
6 Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB für das zweite Quartal 2008	<b>58</b>		
7 Jüngste Entwicklungen im Dienstleistungssektor des Euroraums	<b>65</b>		
<b>AUFSÄTZE</b>	<b>79</b>		
Preisstabilität und Wachstum	<b>79</b>		
Die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems während der jüngsten Phase der Finanzmarktvolatilität	<b>93</b>		

## ABKÜRZUNGEN

### LÄNDER

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

### SONSTIGE

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWK	Effektiver Wechselkurs
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
HWWI	Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
LSK/GW	Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft
MFI	Monetäres Finanzinstitut
NACE Rev. 1	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (1. Überarbeitung)
NZB	Nationale Zentralbank
OECD	Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
SITC Rev. 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 8. Mai 2008 beschloss der EZB-Rat auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Seit letztem Herbst haben sich die Inflationsraten, hauptsächlich aufgrund steigender Energie- und Nahrungsmittelpreise, signifikant erhöht. Wie der EZB Rat bereits bei früheren Anlässen kommuniziert hat, dürften die Teuerungsraten über eine recht lang anhaltende Phase hoch bleiben und danach allmählich wieder sinken. Die aktuellen Daten bestätigen die Einschätzung, dass die Preisstabilität auf mittlere Sicht angesichts des weiterhin sehr kräftigen Geldmengen- und Kreditwachstums Aufwärtsrisiken unterliegt. Gleichzeitig sind die wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Eurogebiets solide, und die jüngsten gesamtwirtschaftlichen Daten deuten nach wie vor auf ein gemäßigtes, aber anhaltendes Wachstum des realen BIP hin. Allerdings bleibt der Grad der Unsicherheit infolge der Finanzmarkturbulenzen ungewöhnlich hoch, und die Spannungen halten weiter an. Vor diesem Hintergrund betont der EZB-Rat, dass gemäß seinem Auftrag die Gewährleistung von Preisstabilität auf mittlere Sicht sein vorrangiges Ziel ist. Die feste Verankerung der mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen hat höchste Priorität. Der EZB-Rat hält nach wie vor klar daran fest, Zweitrundeneffekte und das Auftreten von Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu verhindern. Seiner Ansicht nach wird der aktuelle geldpolitische Kurs zum Erreichen dieses Ziels beitragen. Der EZB-Rat wird in den nächsten Wochen weiterhin alle Entwicklungen sehr genau verfolgen.

Was zunächst die wirtschaftliche Analyse betrifft, so bestätigen die jüngsten Informationen und Umfrageergebnisse zur konjunkturellen Entwicklung die bisherigen Erwartungen eines gemäßigten, aber fortgesetzten Wachstums in der ersten Jahreshälfte 2008. Insbesondere die Daten zur Industrieproduktion für die ersten Monate des Jahres erwiesen sich als robust, wobei sich die Stimmung in der Wirtschaft allgemein weiter eintrübte. Insgesamt gesehen verfügt die Wirtschaft des Euroraums über solide Fundamentaldaten und weist keine größeren Ungleichgewichte auf.

Im Einklang mit den verfügbaren Prognosen wird erwartet, dass im Jahr 2008 sowohl die Inlands- als auch die Auslandsnachfrage das anhaltende Wachstum des realen BIP im Euroraum stützen werden, wenn auch in geringerem Maß als im Vorjahr. Die Expansion der Weltwirtschaft wird sich den Erwartungen zufolge zwar abschwächen, dabei aber robust bleiben, wobei ihr vor allem das kräftige Wachstum in den Schwellenländern zugute kommt. Von dieser Entwicklung sollte die Auslandsnachfrage im Euro-Währungsgebiet weiter profitieren. Indessen dürfte das Investitionswachstum im Eurogebiet weiterhin zum Wirtschaftswachstum beitragen, da die Kapazitätsauslastung robust bleibt und sich die Ertragslage im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nachhaltig entwickelt. Zugleich haben sich die Beschäftigung sowie die Erwerbsbeteiligung beträchtlich erhöht, und die Arbeitslosenquoten sind auf Werte gefallen, die so niedrig sind wie seit 25 Jahren nicht mehr. Diese Entwicklung stützt das real verfügbare Einkommen und somit den Anstieg der Konsumausgaben, obgleich die Kaufkraft durch den Einfluss der höheren Energie- und Nahrungsmittelpreise gedämpft wird.

Die Unsicherheit hinsichtlich dieser Aussichten für das Wirtschaftswachstum bleibt groß, und die Abwärtsrisiken überwiegen. Diese stehen hauptsächlich im Zusammenhang mit den Finanzmarkturbulenzen, deren Auswirkungen auf die Realwirtschaft negativer ausfallen könnten als bisher angenommen. Abwärtsrisiken ergeben sich ferner aus dem dämpfenden Effekt weiterer unvorhergesehener Erhöhungen der Energie- und Nahrungsmittelpreise auf den Konsum und die Investitionen, aus Protektionismusbestrebungen sowie der Möglichkeit unkontrollierter Entwicklungen aufgrund globaler Ungleichgewichte.

Was die Preisentwicklung anbelangt, lag die Jahresänderungsrate der HVPI-Inflation in den vergangenen sechs Monaten weiterhin bei über 3 %. Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge belief sie sich im April 2008 auf 3,3 %. Dieses Ergebnis bestätigt den anhaltend kräftigen kurzfristigen Aufwärtsdruck auf die Inflation, der



sich hauptsächlich aus dem deutlichen Anstieg der Preise für Energie- und Nahrungsmittel am Weltmarkt in den vergangenen Monaten ergibt.

Mit Blick auf die Zukunft dürfte die jährliche HVPI-Inflationsrate angesichts der aktuellen Preise der Terminkontrakte für diese Rohstoffe in den kommenden Monaten weiterhin deutlich über 2 % liegen und sich im Jahresverlauf 2008 nur allmählich abschwächen. Dementsprechend befindet sich der Euroraum gegenwärtig in einer recht lang andauernden Phase hoher jährlicher Preissteigerungsraten. Um sicherzustellen, dass die derzeitigen hohen Teuerungsraten zeitlich begrenzt bleiben, dürfen sie sich keinesfalls in längerfristigen Inflationserwartungen verfestigen oder zu breit angelegten Zweitrundeneffekten bei der Lohn- und Preissetzung führen.

Die Inflationssichten sind mittelfristig weiterhin eindeutig mit Aufwärtsrisiken behaftet. Zu diesen Risiken zählen die Möglichkeit weiterer Preissteigerungen bei Energie und Nahrungsmitteln sowie potenzielle Erhöhungen der administrierten Preise und indirekten Steuern über das bislang vorhergesehene Maß hinaus. Vor allem besteht das Risiko, dass vom Lohn- und Preissetzungsverhalten zusätzlicher Inflationsdruck ausgehen könnte. Insbesondere könnte die Preissetzungsmacht von Unternehmen, speziell in Marktsegmenten mit geringem Wettbewerb, stärker sein als derzeit erwartet. Darüber hinaus könnten die Lohnerhöhungen angesichts einer hohen Kapazitätsauslastung, der angespannten Lage am Arbeitsmarkt und der Gefahr von Zweitrundeneffekten aufgrund des gegenwärtig hohen Inflationsniveaus die Erwartungen übersteigen.

Vor diesem Hintergrund ist es unerlässlich, dass alle Beteiligten sowohl im privaten als auch im öffentlichen Sektor ihrer Verantwortung gerecht werden. Bei der Lohnbildung sollten daher die Produktivitätsentwicklung, die nach wie vor hohe Arbeitslosigkeit in vielen Volkswirtschaften und die preisliche Wettbewerbsposition berücksichtigt werden. Eine moderate Erhöhung der Lohnkosten ist insbesondere in jenen Län-

dern erforderlich, deren preisliche Wettbewerbsfähigkeit in den vergangenen Jahren nachgelassen hat. Durch höhere Energie- und Nahrungsmittelpreise bedingte Zweitrundeneffekte auf das Preis- und Lohnsetzungsverhalten sind zu vermeiden. In diesem Zusammenhang ist der EZB-Rat über das Vorhandensein von Lohnregelungen besorgt, bei denen die Nominallöhne an die Verbraucherpreise gebunden sind. Eine solche Anbindung birgt das Risiko, dass aufwärts gerichtete Preisschocks zu einer Lohn-Preis-Spirale führen, was sich in den betroffenen Ländern nachteilig auf Beschäftigung und Wettbewerbsfähigkeit auswirken würde. Der EZB-Rat fordert daher, derartige Lohnregelungen zu vermeiden. Er verfolgt die Tarifverhandlungen im Eurogebiet mit besonderer Aufmerksamkeit. Seiner Ansicht nach ist ein Festhalten an verantwortungsbewussten Tarifabschlüssen von zentraler Bedeutung, um auf mittlere Sicht Preisstabilität zu gewährleisten und dadurch die Kaufkraft aller Bürgerinnen und Bürger des Euro-Währungsgebiets zu sichern.

Die monetäre Analyse bestätigt, dass auf mittlere bis längere Sicht weiterhin Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität bestehen. Das jährliche M3-Wachstum blieb im März – gestützt durch die anhaltend hohe Zunahme der MFI-Kredite an den privaten Sektor – mit 10,3 % sehr kräftig. Indessen schwächte sich die Jahreswachstumsrate von M1 im März weiter ab. In dieser Entwicklung spiegeln sich höhere Kurzfristzinsen wider, die zu weiteren Umschichtungen von täglich fälligen Einlagen zu Termineinlagen beitragen. Die Auswirkungen der flachen Zinsstrukturkurve und andere temporäre Faktoren deuten zwar darauf hin, dass das Jahreswachstum von M3 die Grunddynamik der monetären Expansion derzeit überzeichnet. Allerdings bestätigt sich bei einer umfassenden Beurteilung der jüngsten Daten selbst unter Berücksichtigung dieser Effekte, dass die Grunddynamik des Geldmengen- und Kreditwachstums kräftig bleibt.

Das Wachstum der Kreditgewährung an private Haushalte hat sich in den letzten Monaten verlangsamt, was auf die Auswirkungen der gestiegenen Kurzfristzinsen und der Abkühlung an

den Wohnimmobilienmärkten in mehreren Regionen des Euroraums zurückzuführen ist. Der Anstieg der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ist indes nach wie vor sehr robust. Wenngleich angesichts der sich verschärfenden Finanzierungsbedingungen und des langsameren Wirtschaftswachstums ein Rückgang zu erwarten ist, lag das Jahreswachstum der Aufnahme von Bankkrediten durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet im März 2008 bei 15,0 %, und die Kreditzuflüsse waren in den letzten Monaten kräftig.

Bislang gibt es nur wenige Hinweise, dass sich die seit Anfang August 2007 verzeichneten Finanzmarkturbulenzen stark auf die Entwicklung der weit gefassten Geldmenge und der Kreditgewährung ausgewirkt haben. Das anhaltend kräftige Wachstum der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften lässt den Schluss zu, dass das Angebot an Bankkrediten für Unternehmen im Eurogebiet bislang nicht wesentlich von den Finanzmarkturbulenzen beeinträchtigt worden ist. Um ein umfassenderes Bild von den Auswirkungen der Finanzmarktentwicklungen auf die Bankbilanzen, die Finanzierungsbedingungen sowie das Geldmengen- und Kreditwachstum zu erhalten, sind weitere Daten und Analysen erforderlich.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Ergebnisse der monetären Analyse eindeutig die Einschätzung bestätigt, dass angesichts des sehr kräftigen Geldmengen- und Kreditwachstums und der Tatsache, dass keine nennenswerten Anzeichen für eine Angebotsverknappung bei Bankkrediten vorliegen, auf mittlere Sicht die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität überwiegen. Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Euroraums sind solide, und die jüngsten gesamtwirtschaftlichen Daten deuten weiterhin auf ein gemäßigtes, aber anhaltendes Wachstum des realen BIP hin. Allerdings bleibt der Grad der Unsicherheit infolge der Finanzmarkturbulenzen hoch. Vor diesem Hintergrund betont der EZB-Rat, dass die feste Verankerung der mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen höchste Priorität hat. Er ist der Auffassung,

dass der aktuelle geldpolitische Kurs zum Erreichen dieses Zieles beitragen wird, und hält nach wie vor klar daran fest, Zweitrundeneffekte und das Auftreten von Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu verhindern. Der EZB-Rat wird in den nächsten Wochen weiterhin alle Entwicklungen sehr genau verfolgen.

Was die Finanzpolitik betrifft, so deutet die jüngste Prognose der Europäischen Kommission für das Jahr 2008 auf eine Erhöhung der Defizitquote der öffentlichen Haushalte im Euroraum hin; im Folgejahr dürfte die Quote in geringem Umfang weiter steigen. Diese Verschlechterung spiegelt teilweise ein weniger günstiges Wirtschaftsumfeld und eine zu erwartende Umkehr der in den vergangenen Jahren angefallenen unerwarteten Mehreinnahmen wider. In dieser Entwicklung kommen aber auch ein Stillstand bei der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen und neue defiziterhöhende Maßnahmen in einer Reihe von Ländern mit Haushaltsungleichgewichten zum Ausdruck, darunter einigen Staaten mit hohen Defizitquoten. In mehreren Staaten ist das Erreichen der länderspezifischen mittelfristigen Ziele bis spätestens 2010, dem von den Regierungen des Euroraums im April 2007 in Berlin zugesagten Datum, deutlich gefährdet. In diesen Ländern sind weitaus ehrgeizigere Maßnahmen vonnöten. Für alle Länder gilt, dass eine umsichtige Finanzpolitik auch dazu beitragen würde, dem derzeitigen Inflationsdruck entgegenzuwirken.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist es auch wichtig, die Strukturreformmaßnahmen zu verstärken, insbesondere im Hinblick auf die Förderung der Marktintegration und den Abbau von Rigiditäten an den Güter- und Arbeitsmärkten. Politische Initiativen zur Förderung des Wettbewerbs in Marktsegmenten, in denen die Konkurrenz schwach ausgeprägt ist, wie etwa im Dienstleistungs- und Energiebereich, würden eine Anpassung des Preissetzungsverhaltens ermöglichen und somit einen Beitrag zu einem niedrigeren Inflationsdruck leisten. Darüber hinaus würden Maßnahmen zur Steigerung des trendmäßigen Produktivitätswachstums zu einem geringeren Anstieg der Lohnstückkosten und letztlich auch zu höherer Beschäftigung beitragen.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält zwei Aufsätze. Im ersten Aufsatz wird dargelegt, weshalb sich die Teuerung systematisch negativ auf die Realwirtschaft auswirken dürfte; des Weiteren präsentiert er eine Reihe von empirischen Erkenntnissen zum Zusammenhang zwischen Inflation und Produktionswachstum und erörtert den positiven Einfluss, den die Gewährleistung von Preisstabilität auf das langfristige produktive Potenzial von Volkswirtschaften hat. Gegenstand des zweiten Aufsatzes ist die Durchführung der Offenmarktgeschäfte des Eurosystems während der jüngsten Finanzmarkturbulenzen. Der Handlungsrahmen des Eurosystems, so das Fazit des Aufsatzes, hat sich als flexibel und recht widerstandsfähig erwiesen, und es waren keine strukturellen Änderungen erforderlich, um die seit August 2007 höhere Volatilität am Euro-Geldmarkt bewältigen zu können.

# WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

## I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Vor dem Hintergrund der Finanzmarkturbulenzen wird die Weltkonjunktur trotz insgesamt robusten Wachstums weiter durch die Abschwächung in wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften belastet. Das relativ kräftige Wachstum in den Schwellenländern trägt jedoch nach wie vor zur weltweiten wirtschaftlichen Expansion bei. Aufgrund eines anhaltenden Aufwärtsdrucks auf die Rohstoffpreise bleibt die Teuerung auf der Verbraucherstufe in den OECD-Ländern zugleich erhöht. Insgesamt überwiegen in Bezug auf die globalen Wachstumsaussichten weiterhin die Abwärtsrisiken.

### I.1 WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN

Vor dem Hintergrund der Finanzmarkturbulenzen wird die Weltkonjunktur trotz insgesamt robusten Wachstums weiter durch die Abschwächung in wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften belastet. Das relativ kräftige Wachstum in den Schwellenländern trägt jedoch nach wie vor zur weltweiten wirtschaftlichen Expansion bei. Die Umfrageergebnisse vom April ergaben, dass sich die weltwirtschaftliche Entwicklung – vor allem im verarbeitenden Gewerbe – weiter verlangsamt haben dürfte.

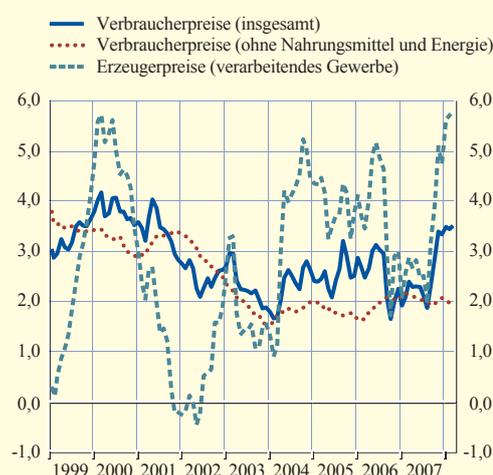
Aufgrund eines anhaltenden Aufwärtsdrucks auf die Rohstoffpreise bleibt die Teuerung auf der Verbraucherstufe in den OECD-Ländern erhöht. Im März stiegen die Verbraucherpreise in den OECD-Ländern um 3,5 % gegenüber dem Vorjahr, verglichen mit 3,4 % im Februar. Ohne Nahrungsmittel und Energie blieb die Erhöhung der Verbraucherpreise mit einer jährlichen Rate von 2,1 % im März weitgehend unverändert. Die Umfrageergebnisse zu den weltweiten Vorleistungspreisen deuten auf eine anhaltend beschleunigte Kostensteigerung hin, hinter der sich insbesondere die hohen Ölpreise, eine Verknappung bestimmter Rohstoffe sowie die zunehmenden Arbeitskosten verbergen.

### VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten blieb das Tempo der wirtschaftlichen Expansion im ersten Quartal 2008 verhalten. Vorläufigen Schätzungen zufolge legte das reale BIP – wie schon im Schlussquartal 2007 – auf das Jahr hochgerechnet um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal zu. Der größte Wachstumsbeitrag ging von den Lageranpassungen aus, die 0,8 Prozentpunkte zum annualisierten Anstieg des BIP beisteuerten und eine Kontraktion im Bereich der inländischen Endnachfrage mehr als ausglich. Auch die Nettoexporte von Waren und Dienstleistungen wirkten sich stützend auf das BIP-Wachstum aus, allerdings in geringerem Maße als in den vorangegangenen Quartalen. Die Komponenten der inländischen Endnachfrage weisen auf eine weiterhin rückläufige Steigerungsrate bei den privaten Konsumausgaben (auf annualisiert 1,0 % nach 2,3 % im vorhergehenden Dreimonatszeitraum) sowie auf eine Abschwächung der Investitionen sowohl im Wohnungsbau als auch im Nichtwohnungsbau hin. Die Wohnungsbauinvestitionen verringerten sich im ersten Quartal 2008 auf das Jahr gesehen um 26,7 % und sanken damit im Quartalsvergleich so stark wie seit Beginn der gegenwärtigen Anpassungen am Wohnimmobilienmarkt nicht mehr; die Investitionen im Bausektor (ohne Wohnungsbau) gingen um 2,5 % zurück.

Abbildung I Preisentwicklung in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: OECD.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so belief sich der Anstieg des Gesamtindex der Verbraucherpreise im März – wie auch schon im Februar – auf 4,0 %. In den folgenden Monaten blieb der Aufwärtsdruck auf die Gesamtinflation aufgrund weiterer Energiepreiserhöhungen bestehen. Der VPI-Kernindex (ohne Nahrungsmittel und Energie) legte im März um 2,4 % gegenüber dem Vorjahr zu, verglichen mit 2,3 % im Vormonat.

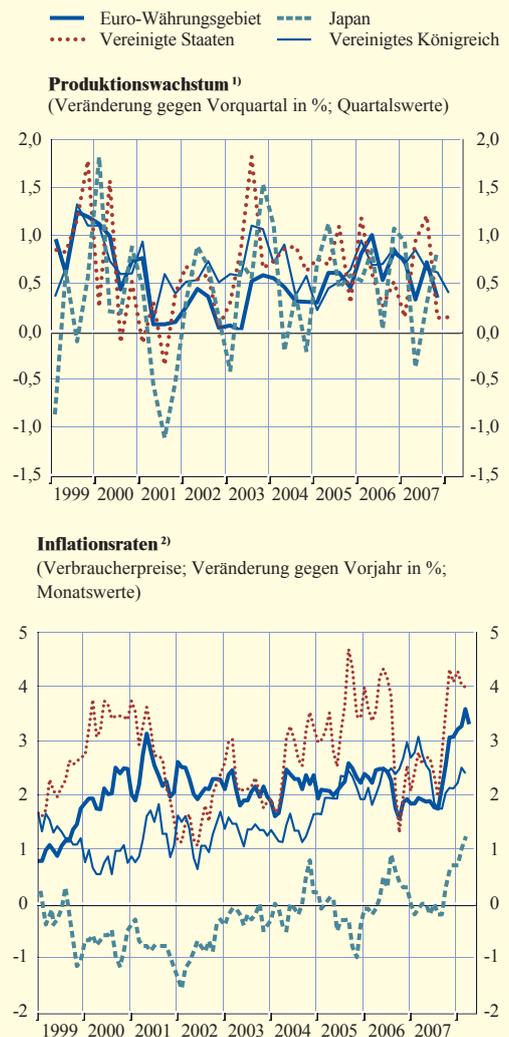
Am 30. April 2008 beschloss der Offenmarktausschuss der US-Notenbank, den Zielzinssatz für Tagesgeld um 25 Basispunkte auf 2,0 % zurückzunehmen. Die hierzu veröffentlichte Erklärung verwies darauf, dass sich die Konjunktur weiter schwach entwickelt hat und die Finanzmärkte unverändert erheblichen Belastungen ausgesetzt sind. Angespannte Kreditkonditionen und die verstärkte Kontraktion am Wohnimmobilienmarkt wurden als Faktoren genannt, die das Wirtschaftswachstum in den nächsten Quartalen bremsen dürften. Um die Liquiditätssituation zu verbessern, kündigte das Federal Reserve System am 2. Mai weitere geldpolitische Schritte an; hierzu zählten eine Erhöhung des Volumens der Term Auction Facility, eine Ausweitung der Sicherheiten, die im Rahmen der Term Securities Lending Facility verpfändet werden können, sowie eine Ausweitung der befristeten wechselseitigen Währungsvereinbarungen mit der Europäischen Zentralbank und der Schweizerischen Nationalbank.

## JAPAN

In Japan hat sich die konjunkturelle Aktivität in den letzten Monaten verlangsamt; Grund hierfür ist unter anderem eine Novellierung des „Building Standard Law“ im Juni 2007, die im zweiten Halbjahr 2007 zu einem beträchtlichen Rückgang der Neubauvorhaben führte. Die Ergebnisse der von der Bank von Japan im März 2008 durchgeführten Tankan-Umfrage deuten für das erste Quartal 2008 auf eine weitere Verschlechterung der Geschäftsbedingungen von Großunternehmen hin; dies ist vor dem Hintergrund der zunehmenden weltwirtschaftlichen Unsicherheit zu sehen. Des Weiteren trübte sich auch das Geschäftsklima bei den kleinen und mittleren Unternehmen im ersten Vierteljahr zusehends ein. Insgesamt ergab der jüngste Tankan-Bericht auf kurze Sicht weniger günstige Aussichten für die japanische Wirtschaft.

Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich in jüngster Zeit aufgrund der Verteuerung der Rohstoffimporte beschleunigt, während der Preisauftrieb im Inland verhalten blieb (siehe Abbildung 2). Im

**Abbildung 2 Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern**



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.

März 2008 belief sich die jährliche Veränderung des VPI (wie auch des VPI ohne frische Nahrungsmittel) auf 1,2 % gegenüber 1,0 % im Februar; diese Zunahme war vor allem durch die Entwicklung der Preise für Energie und verarbeitete Nahrungsmittel bedingt. Die jährliche Veränderung des VPI ohne Nahrungsmittel und Energie lag im März bei 0,1 % nach -0,1 % im Vormonat.

Auf ihrer Sitzung am 9. April 2008 beschloss die Bank von Japan, den Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld unverändert bei 0,50 % zu belassen.

### VEREINIGTES KÖNIGREICH

Im Vereinigten Königreich weist die vorläufige Schätzung des vierteljährlichen realen BIP-Wachstums für das erste Quartal 2008 auf eine Wachstumsverlangsamung (von 0,6 % im Vorquartal auf 0,4 %) hin. Die vierteljährliche Steigerung der Einzelhandelsumsätze lag in den drei Monaten bis März über den Markterwartungen, während die Indikatoren des Verbrauchervertrauens zuletzt nachgaben. Die jährliche Inflation nach dem HVPI blieb im März unverändert bei 2,5 %, da ein von gestiegenen Transport-, Gas- und Strompreisen ausgehender positiver Beitrag durch einen negativen Beitrag der Komponenten Möbel, Freizeit und Kultur weitgehend ausgeglichen wurde. Die Erzeugerpreise im verarbeitenden Gewerbe zogen im März erneut an, wofür im Wesentlichen die höheren Preise für Mineralölerzeugnisse verantwortlich waren.

Am 8. Mai 2008 beschloss der geldpolitische Ausschuss der Bank of England, den Leitzins unverändert bei 5,00 % zu belassen.

### ANDERE EUROPÄISCHE LÄNDER

In den anderen großen EU-Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets war die Entwicklung des BIP-Wachstums und der Konjunkturindikatoren nach wie vor uneinheitlich. Die Inflation hielt sich auf recht hohem Niveau.

Im vierten Quartal 2007 belief sich das vierteljährliche reale BIP-Wachstum in Schweden auf 0,8 % und in Dänemark auf 0,3 %. Wenngleich für das erste Quartal 2008 noch keine Daten zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen veröffentlicht wurden, dürfte das BIP-Wachstum Schätzungen zufolge in Schweden kräftig geblieben, in Dänemark dagegen recht schwach ausgefallen sein. In Schweden erholten sich die meisten Vertrauensindikatoren im März und erreichten ein Niveau, das weiterhin über dem langfristigen Durchschnitt lag; die Industrieproduktion und der Exportzuwachs entwickelten sich solide. In Dänemark sanken die Vertrauensindikatoren allgemein weiter, und zwar unter die langfristigen Durchschnittswerte. Zudem schrumpfte die Produktion im verarbeitenden Gewerbe. Im März stieg die jährliche am HVPI gemessene Inflation in Schweden auf 3,2 %, was überwiegend den Dienstleistungs- und Nahrungsmittelpreisen zuzuschreiben war; in Dänemark belief sich die Teuerungsrate hingegen unverändert auf 3,3 %.

In drei der größten mittel- und osteuropäischen Länder war das reale BIP-Wachstum im Schlussquartal 2007 robust. Verglichen mit dem Vorquartal wuchs das reale BIP in der Tschechischen Republik um 1,7 % und in Polen um 2,0 %, während es in Rumänien auf Jahressicht um 6,6 % zulegte. Im Gegensatz dazu blieb die Zunahme des BIP in Ungarn mit 0,1 % schleppend. Die Vertrauensindikatoren der Europäischen Kommission deuten für diese Länder auf keine nennenswerte Veränderung des Expansionstempos in den ersten drei Monaten 2008 hin. Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI erhöhte sich im März 2008 in Rumänien weiter auf 8,7 %, während sie in der Tschechischen Republik und Polen auf 7,1 % bzw. 4,4 % nachgab und in Ungarn unverändert bei 6,7 % blieb. Am 28. April 2008 beschloss die Magyar Nemzeti Bank, ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 8,25 % zu erhöhen. Dieser Schritt wurde mit einer Verschlechterung der Inflationsaus-

sichten begründet. Ebenso beschloss die Banca Națională a României am 6. Mai, ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 9,75 % anzuheben. Sie verfolgte dabei das Ziel einer Verankerung der Inflationserwartungen.

#### **AUFSTREBENDE VOLKSWIRTSCHAFTEN ASIENS**

Obwohl sich die weltweiten Nachfragebedingungen infolge der konjunkturellen Verlangsamung in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften abschwächten, hielt die kräftige Wirtschaftsentwicklung in den Schwellenländern Asiens zu Jahresbeginn 2008 an. Zu der Robustheit der Exporttätigkeit trug eine hohe Nachfrage innerhalb der Region, aber auch aus anderen Schwellenländern bei. Der jüngste Preisschub bei den Nahrungsmitteln und sonstigen Rohstoffen sorgte in den meisten Volkswirtschaften der Region für ein verstärktes Anziehen der Verbraucherpreise insgesamt. Die Teuerungsrate der Verbraucherpreise ohne Nahrungsmittel und Energie liegt zwar noch auf niedrigerem Niveau, ist aber ebenfalls gestiegen.

In China nahm das reale BIP im ersten Quartal 2008 auf Jahresbasis um 10,6 % zu. Das Wirtschaftswachstum wurde vornehmlich durch die Inlandsnachfrage gestützt, wobei sich die Zuwachsrate der städtischen Anlageinvestitionen auf nominal 25,9 % und die der Einzelhandelsumsätze im Bereich der Konsumgüter auf nominal 20,6 % beschleunigte. Die Exporte, vor allem in die Vereinigten Staaten, verlangsamten sich weiter. Der über die ersten drei Monate 2008 kumulierte Handelsbilanzüberschuss belief sich auf 41,1 Mrd USD, was einem Rückgang von 11 % gegenüber demselben Vorjahreszeitraum gleichkam. Die VPI-Inflation lag im März bei 8,0 % (nach 8,7 % im Februar). Da China beim Getreide einen hohen Grad an Selbstversorgung aufweist, war die Verteuerung der Nahrungsmittelpreise bislang hauptsächlich auf ein vorübergehend geringeres Angebot an Vieh und weniger auf die hohen Preise an den internationalen Getreidemärkten zurückzuführen. Durch den beständigen Kostendruck bei einer Reihe von Rohstoffen und Energieressourcen nimmt das Risiko, dass es in einem breiteren Konsumgütersegment zu kräftigeren Preissteigerungen kommen könnte, allerdings zu. Im April hob die People's Bank of China den Mindestreservesatz der Banken zum dritten Mal in diesem Jahr an, und zwar um 50 Basispunkte auf 16 %.

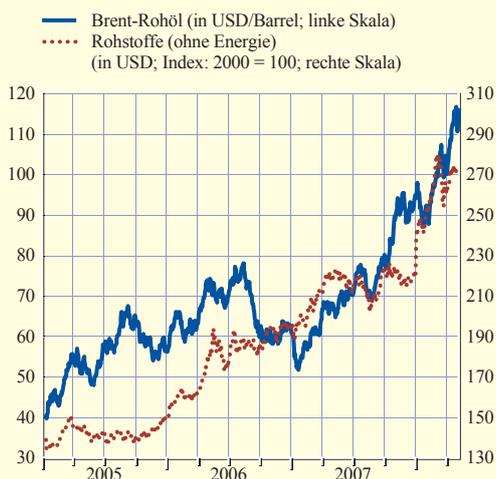
#### **LATEINAMERIKA**

In Lateinamerika blieb die konjunkturelle Entwicklung dynamisch, wobei sich die Industrieproduktion im Februar in Argentinien um 5,7 %, in Brasilien um 9,7 % und in Mexiko um 5,4 % gegenüber dem Vorjahr ausweitete. Der Einzelhandel blieb ebenfalls kräftig; dies gilt insbesondere für Brasilien, wo das Umsatzvolumen im Februar 8,2 % höher war als ein Jahr zuvor. Zugleich führen allerdings die robuste Konjunktur und die steigenden Rohstoffpreise zu einer Zunahme der Gesamtinflation in dieser Region. Im März legten die Verbraucherpreise in Argentinien um 8,8 % gegenüber dem Vorjahr zu, in Brasilien um 4,7 % und in Mexiko um 4,3 %. Als Reaktion auf die steigenden Inflationsraten und -erwartungen hob die brasilianische Zentralbank bei ihrer am 15./16. April stattfindenden Sitzung die Leitzinsen um 50 Basispunkte auf 11,75 % an.

### **1.2 ROHSTOFFMÄRKTE**

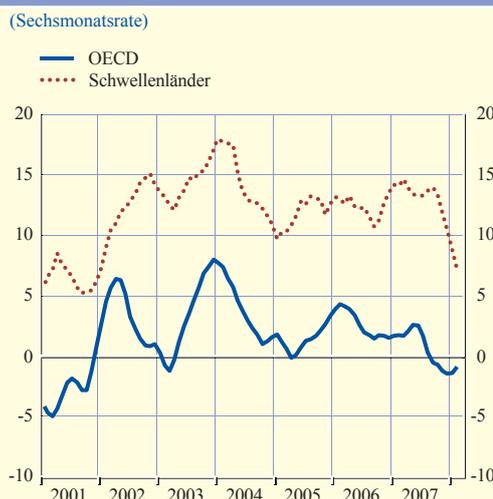
Die Ölpreise setzten im April ihren Höhenflug fort und erreichten ein Allzeithoch von deutlich über 100 USD (116,5 USD am 6. Mai). Die Ölpreise notieren inzwischen rund 24 % höher als zu Jahresbeginn (in Euro gerechnet beträgt die Erhöhung rund 17 %). Angesichts der Politik der OPEC, die Ölförderung zu drosseln, und in Anbetracht deren begrenzter Reservekapazitäten hegen die Märkte weiterhin Bedenken hinsichtlich des langfristigen Ölangebots. Die Internationale Energieagentur hat

Abbildung 3 Grundlegende Entwicklungen an den Rohstoffmärkten



Quellen: Bloomberg und HWWI.

Abbildung 4 Frühindikator der OECD



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

ihre Prognosen zur weltweiten Rohölnachfrage und -versorgung nach unten revidiert und für den Fall von Projektverzögerungen beim Aufbau neuer Produktionsanlagen Abwärtsrisiken für das Ölangebot ausgemacht. Auch an den Märkten herrschte die Einschätzung vor, dass das globale Brennstoffangebot mit Abwärtsrisiken behaftet sei, da der raschere Anstieg der Nahrungsmittelpreise in einigen OECD-Ländern eine Überprüfung der bestehenden Biokraftstoff-Politik nach sich zog. Bei einer bereits angespannten Marktlage übten anhaltende geopolitische Spannungen sowie Streiks in einer schottischen Raffinerie zusätzlichen Aufwärtsdruck auf die Ölpreise aus.

Für die nähere Zukunft ist davon auszugehen, dass die Ölpreise kurzfristig auf einem historisch hohen Niveau verharren und schon auf kleine Verschiebungen des Gleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage sowie Veränderungen des geopolitischen Umfelds sehr empfindlich reagieren werden. Infolgedessen bleibt die Unsicherheit am Markt hoch, wobei die implizite Verteilung der aus Optionskontrakten abgeleiteten künftigen Ölpreise bei einem Konfidenzintervall von 90 % anzeigt, dass die Notierungen im Dezember 2008 zwischen 69 USD und 160 USD liegen werden. Für Ende 2009 erwarten die Marktteilnehmer Ölpreise in Höhe von rund 113 USD.

Die Notierungen für Rohstoffe ohne Energie erholten sich im April teilweise von der Mitte März erfolgten Verkaufswelle. Insbesondere die Nahrungsmittelpreise zogen aufgrund eines verschärften Wettbewerbs um Anbauflächen bei einer zugleich kräftigen Nachfrage der Schwellenländer und einer erhöhten Biokraftstoffproduktion erneut an. Da anstelle von Mais und Sojabohnen immer mehr Weizen angepflanzt wurde, gaben die Preise für Weizen nach, während die für Mais und Sojabohnen weiter zulegten. Der Preisdruck erhöhte sich zusätzlich, da die Schwellenmärkte in steigender Zahl Exportverbote und -beschränkungen für Nahrungsmittelrohstoffe (z. B. Reis) erließen. Der Gesamtindex der (in US-Dollar gerechneten) Rohstoffpreise ohne Energie lag Ende April rund 23 % über seinem Vorjahrsniveau.

### I.3 AUSSICHTEN FÜR DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD

Der internationale Handel bleibt zwar insgesamt relativ robust, doch dürfte sich die Verlangsamung der weltwirtschaftlichen Expansion in einer etwas schwächeren Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets niederschlagen. Der Frühindikator der OECD (Composite Leading Indicator, CLI) für Februar deutet auf eine bevorstehende konjunkturelle Abkühlung in den OECD-Ländern hin (siehe Abbildung 4). Der CLI zeigt auch, dass sich das Wachstum in Brasilien, China, Indien und Russland wohl etwas verlangsamen wird. Trotz dieser Entwicklung dürfte das Weltwirtschaftswachstum robust bleiben.

Die Wachstumsaussichten sind insgesamt weiterhin mit Abwärtsrisiken behaftet. Diese stehen vor allem im Zusammenhang mit den Finanzmarkturbulenzen, die sich negativer auf die Realwirtschaft auswirken könnten als bisher angenommen. Abwärtsrisiken ergeben sich ferner aus weiteren unerwarteten Erhöhungen der Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie aus Protektionismusbestrebungen und der Möglichkeit unkontrollierter Entwicklungen aufgrund globaler Ungleichgewichte.

## 2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

### 2.1 GELDMENGE UND MFI-KREDITE

Im März 2008 sank die Jahreswachstumsrate von M3 vor allem aufgrund eines Basiseffekts auf 10,3 %. Trotz dieses deutlichen Rückgangs war das M3-Wachstum nach wie vor robust; angesichts der relativ flachen Zinsstrukturkurve wurde es durch Umschichtungen aus nicht in M3 enthaltenen, weniger liquiden und risikoreicheren Instrumenten in monetäre Anlagen angekurbelt. Unterdessen setzte die Zwölfmonatsrate von M1 ihren während der letzten anderthalb Jahre beobachteten Abwärtstrend fort; hierin spiegeln sich vor allem Verlagerungen von täglich fälligen Einlagen zugunsten kurzfristiger Termineinlagen wider. Im Rahmen einer umfassenden Betrachtung der Geldmengenentwicklung stützen die anhaltend kräftige Ausweitung der MFI-Kredite an den nichtfinanziellen Sektor und das starke Wachstum der Einlagen privater Haushalte die Annahme, dass die Grunddynamik der monetären Expansion im Euroraum im März hoch blieb. Allerdings war sie weder so kräftig, wie die Daten zum statistisch ausgewiesenen M3-Wachstum dies derzeit nahelegen würden, noch so schwach, wie es die aktuelle Wachstumsrate von M1 signalisieren könnte. Die anhaltenden Finanzmarktspannungen scheinen sich bislang noch nicht maßgeblich auf das Wachstum der weit gefassten Geldmenge und der Kreditaggregate ausgewirkt zu haben. Allerdings gibt es erneut Hinweise darauf, dass bestimmte Komponenten und Gegenposten von M3 beeinflusst wurden, die sich aber insgesamt gegenseitig ausglich. Alles in allem weist die kräftige monetäre Grunddynamik nach wie vor auf Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht hin.

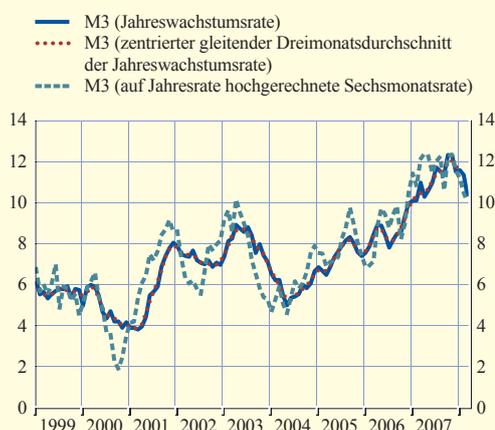
#### WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 sank im März 2008 auf 10,3 %, verglichen mit 11,3 % im Vormonat (siehe Abbildung 5). Darin spiegelte sich in erster Linie ein Basiseffekt wider, da der im März 2007 verzeichnete erhebliche Zufluss zu M3 aus der Berechnung der Zwölfmonatsrate herausfiel. Die monatliche Wachstumsrate betrug 0,7 %. Sie lag damit etwas unter dem in den vergangenen sechs Monaten verzeichneten Durchschnitt, war aber nach wie vor hoch. Das kürzerfristige Wachstum von M3, gemessen an der auf Jahresjahre hochgerechneten Sechsmonatsrate von M3, blieb also kräftig.

Wenngleich die jährliche Zuwachsrate von M3 im März rückläufig war, blieb sie robust und überzeichnete aufgrund des stimulierenden Effekts der relativ flachen Zinsstrukturkurve weiterhin die Grundtendenz des Geldmengenwachstums im Euroraum. In diesem Umfeld ist die Verzinsung monetärer Anlagen im Vergleich zu risikoreicheren, längerfristigen Anlagen, die nicht in M3 enthalten sind, attraktiv, was zu Umschichtungen zugunsten von M3-Einlagen beiträgt. (Eine genaue Erläuterung der monetären Grunddynamik findet sich in Kasten 1.) Selbst wenn man jedoch die Auswirkungen der flachen Zinsstrukturkurve berücksichtigt, lassen andere Faktoren wie das anhaltend hohe Wachstum der Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor und die kräftig steigenden Einlagen der privaten Haushalte darauf schließen, dass die grundlegende Dynamik des Geldmengenwachstums robust bleibt.

Abbildung 5 M3-Wachstum

(Veränderung in %; saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

Zugleich bestätigen die monetären Angaben vom März auch, dass sich die seit Dezember 2005 gestiegenen Kurzfristzinsen weiterhin auf die Geldmengen- und Kreditentwicklung auswirken. Dies lässt sich daran ablesen, dass die jährliche Zuwachsrate der Kredite an private Haushalte und die Vorjahrsrate der Geldmenge M1 weiter zurückgegangen sind.

Bislang scheinen sich die anhaltenden Finanzmarktspannungen noch nicht maßgeblich auf das Wachstum der weit gefassten Geldmenge und der Kreditaggregate ausgewirkt zu haben. Indessen gibt es erneut Belege dafür, dass bestimmte M3-Komponenten und -Gegenposten beeinflusst wurden, die eng mit dem Wesen der Turbulenzen verknüpft sind. Was die Gegenposten betrifft, so könnte etwa das fortgesetzt starke Wachstum beim Erwerb von Schuldverschreibungen des privaten Sektors durch MFIs wie auch bei der Vergabe von MFI-Krediten an nichtmonetäre Finanzinstitute ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (d. h. an sonstige Finanzinstitute (SFIs)) zum Teil darauf zurückzuführen sein, dass Banken in Finanzierungsschwierigkeiten geratene verbundene Zweckgesellschaften unterstützten. Allerdings wirken sich diese Entwicklungen per saldo kaum auf die weit gefasste Geldmenge oder die Kreditaggregate aus.

#### Kasten I

##### **DIE GRUNDDYNAMIK DER GELDMENGE: KONZEPT UND QUANTITATIVE DARSTELLUNG**

Das vorrangige Ziel der EZB ist die Gewährleistung von Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet. Da die Inflation mittel- bis langfristig ein monetäres Phänomen ist, hat die EZB der Geldmenge in ihrer geldpolitischen Strategie eine wichtige Rolle eingeräumt.

Das theoretische Konzept der monetären Grunddynamik lässt sich für historische Untersuchungen (d. h. für rückblickende Ex-post-Analysen) verwenden, indem z. B. der Zusammenhang zwischen der niederfrequenten (d. h. dauerhaften) Komponente der Inflation und einer angemessen definierten Messgröße der Geldmenge untersucht wird. Jüngste Studien zu solchen für eine Reihe von Ländern und über einen langen Zeithorizont durchgeführten Analysen<sup>1</sup> haben bestätigt, dass die Beziehung zwischen den Grundtendenzen der monetären Expansion und der Inflation Teil der Tiefenstruktur der Wirtschaft ist. Erstens hat sich diese Beziehung in einer Vielzahl unterschiedlicher geldpolitischer Regimes als stabil erwiesen. Zweitens war sie sowohl in Ländern mit zumeist niedrigen Teuerungsraten als auch in Ländern mit hoher Inflation gut zu beobachten. Drittens scheint die Entwicklung der monetären Grunddynamik der Inflationsentwicklung einige Jahre vorauszuverlaufen. Dies lässt der Geldpolitik Spielraum, den von der monetären Grunddynamik ausgehenden Inflationsdruck einzudämmen, sofern diese zeitnah bestimmt werden kann.

Was die Echtzeitanalyse betrifft, muss sich die Geldpolitik natürlich mit den jeweils aktuellen Informationen begnügen. Daher sind Instrumente zur Analyse vergangener Entwicklungen (bei denen die Messgrößen der monetären Grundtendenz auf vollständigen Zeitreihen basieren statt auf den zum Zeitpunkt eines geldpolitischen Beschlusses vorliegenden Daten) diesbezüglich nicht sehr von Nutzen. Vielmehr benötigt die Geldpolitik eine umfassende Untersuchung unter Einsatz verschiedener empirischer Ansätze, mit denen die grundlegende monetäre Dynamik ausschließlich anhand der aktuell verfügbaren Informationen in Echtzeit bestimmt werden kann. Jedes dieser empirischen Verfahren hat unvermeidbare Schwächen. Der vorliegende Kasten

<sup>1</sup> Siehe hierzu Jürgen Stark (EZB-Direktoriumsmitglied), Enhancing monetary analysis, Beitrag zur Konferenz „The ECB and its Watchers IX“, Frankfurt am Main, 7. September 2007, und die darin enthaltenen Referenzen.

beschäftigt sich mit einer Reihe solcher Verfahren (darunter zeitreihenbasierte Instrumente, durch Ausschluss gewonnene Messgrößen und strukturelle Modelle) und liefert einige stilisierte Ergebnisse zur Grunddynamik des Geldmengenwachstums in den vergangenen Quartalen.

### **Zeitreihenbasierte Messgrößen**

Diese Messgrößen verwenden eine Reihe statistischer Filter, um eine temporäre und eine dauerhafte Komponente der beobachteten Geldmengenentwicklung zu extrahieren, wobei die dauerhafte Komponente die empirische Schätzung der monetären Grunddynamik wiedergibt.<sup>2,3</sup> In einem weiteren Ansatz dieser Art wird die monetäre Grunddynamik als die Komponente des Geldmengenwachstums interpretiert, die einer Vielzahl monetärer Variablen (z. B. zahlreichen Teilkomponenten, Gegenposten und sektoralen Beständen von M3) gemein ist. Dieses gemeinsame Element wird anhand sogenannter Faktormodelle ermittelt.<sup>4</sup>

### **Durch Ausschluss gewonnene Messgrößen**

Bei diesem Ansatz werden Messgrößen der Geldmengendynamik konstruiert, die sich auf bestimmte geldhaltende Sektoren oder bestimmte zu M3 gehörende MFI-Verbindlichkeiten beziehen, da diese Elemente die Grunddynamik der Geldmengenentwicklung treffender widerspiegeln. Beispielsweise könnte angeführt werden, dass die M3-Bestände der privaten Haushalte besseren Aufschluss über die Grundtendenz der monetären Expansion geben als die der nichtmonetären Finanzinstitute. Diese Auffassung lässt sich im Wesentlichen durch zwei Argumente bekräftigen: Erstens sind die Geldbestände der privaten Haushalte in der Regel deutlich weniger volatil als die M3-Bestände der nichtmonetären Finanzinstitute, und zweitens korreliert ihre Entwicklung viel enger mit den Ausgabeentscheidungen und daher auch unmittelbarer mit der Verbraucherpreisentwicklung. Wie bei ausschlussbasierten Messgrößen zur Beurteilung der Inflationsentwicklung sollte allerdings auch hier beachtet werden, dass die Aussagekraft aller Messgrößen in hohem Maße von der jeweiligen Lage abhängt und es unwahrscheinlich ist, dass sie generell in jeder Situation anwendbar sind.

### **Strukturelle und semistrukturelle Messgrößen**

Das theoretische Konzept der monetären Grunddynamik lässt sich auch durch empirische Messgrößen auf Basis von semistrukturellen oder strukturellen Ansätzen veranschaulichen.

Bei semistrukturellen Ansätzen<sup>5</sup> werden Experteneinschätzungen mit Analysen auf der Grundlage ökonometrischer Geldnachfragemodelle kombiniert, um so zwischen den verschiedenen Komponenten der Geldmengenentwicklung unterscheiden zu können:

- Komponenten, die identifizierbaren Sonderfaktoren und Verzerrungen zuzuschreiben sind und keinen künftigen Inflationsdruck verursachen dürften,

2 Siehe beispielsweise L. Christiano und T. J. Fitzgerald, The bandpass filter, in: *International Economic Review*, Bd. 44(2), 2003, S. 435-465.

3 Siehe A. Bruggeman, G. Camba-Mendez, B. Fischer und J. Sousa, Structural filters for monetary analysis: inflationary movements of money in the euro area, Working Paper Nr. 470 der EZB, 2005.

4 Eine Beschreibung der Methodik findet sich z. B. in: R. Cristadoro, M. Forni, L. Reichlin und G. Veronese, A core inflation indicator for the euro area, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Bd. 37, Nr. 3, Juni 2005, S. 539-560.

5 Siehe K. Masuch, H. Pill und C. Willeke, Framework and tools of monetary analysis, in: H.-J. Klöckers und C. Willeke (Hrsg.), *Monetary Analysis: Tools and Applications*, EZB, 2001.

- Komponenten, die mit aktuellen Veränderungen der Determinanten der Geldmengenentwicklung zusammenhängen, aber kein unmittelbares Risiko für die Preisstabilität signalisieren,
- Komponenten, die mit aktuellen Veränderungen der Determinanten der Geldmengenentwicklung zusammenhängen und ein Risiko für die Preisstabilität signalisieren, und
- Komponenten, die dem Einfluss anderer, nicht durch Geldnachfragemodelle erfassbarer monetärer Schocks unterliegen (etwa mögliche temporäre Effizienzsteigerungen im Bankensektor) und sich auf die Risiken für die künftige Preisstabilität auswirken.

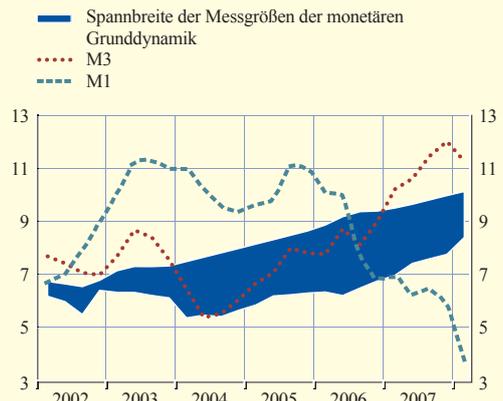
Die Summe der beiden letztgenannten Komponenten, d. h. der Elemente, aus denen sich Risiken für die Preisstabilität ergeben, liefert eine natürliche Messgröße der monetären Grunddynamik. Dies ist das Hauptziel der monetären Analyse.

Ein Beispiel für die Korrektur statistisch ausgewiesener M3-Wachstumsraten anhand solcher Messgrößen war die Einführung einer M3-Zeitreihe, die um den geschätzten Effekt der 2001 bis 2003 erfolgten außergewöhnlichen Portfolioumschichtungen bereinigt war.<sup>6</sup> Mithilfe des beschriebenen Ansatzes wurde eine korrigierte Zeitreihe erstellt, die die Grunddynamik des Geldmengenwachstums unter Ausklammerung der umfangreichen Portfolioumschichtungen zugunsten sicherer und liquider monetärer Anlageformen erfasste, zu denen es angesichts der erhöhten wirtschaftlichen und finanziellen Unsicherheit im Gefolge der starken Korrekturen an den Aktienmärkten und der Terroranschläge vom 11. September 2001 gekommen war.

Statt das Geldmengenwachstum auf Basis der Beiträge der Hauptdeterminanten zu untersuchen, kann ein strukturelles Modell für das M3-Wachstum verwendet werden, anhand dessen sich die Auswirkungen von „Schocks“ unterschiedlicher Art und Ursache identifizieren und quantifizieren lassen, z. B. ein strukturelles dynamisch-stochastisches allgemeines Gleichgewichtsmodell (DSGE-Modell), das explizit finanzielle Friktionen und einen Bankensektor enthält.<sup>7</sup> In einem solchen Modell wird die Grunddynamik der Geldmengenentwicklung empirisch als Summe dieser „Schocks“ ermittelt, die mit einem Inflationsdruck verbunden sein dürften (im Gegensatz insbesondere zu ausschließlich durch Portfolioentscheidungen verursachte Geldnachfrageschocks). Da diese Modelle jedoch hochgradig stilisiert sind, ist bei Echtzeitanwendungen in der geldpolitischen Praxis große Vorsicht geboten.

### Empirische Messgrößen der Grunddynamik des Geldmengenwachstums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; saison- und kalenderbereinigt)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Spannbreite der Messgrößen zur Bestimmung der monetären „Grunddynamik“ umfasst eine durch Ausschluss gewonnene Messgröße (Schätzung der Jahreswachstumsrate der M2-Bestände und Repogeschäfte der privaten Haushalte) sowie drei zeitreihenbasierte Messgrößen (einen asymmetrischen Band-Pass-Filter nach Christiano und Fitzgerald mit vollständiger Stichprobe für Entwicklungen des M3-Wachstums mit einer Periodizität von über 10 Jahren, einen multivarieten Filter entsprechend der in Fußnote 3 genannten Quelle und ein dynamisches Faktormodell).

<sup>6</sup> Siehe EZB, Monetäre Analyse in Echtzeit, Monatsbericht Oktober 2004.

<sup>7</sup> Eine Beschreibung des Modells findet sich in: EZB, Interpretation der monetären Entwicklung seit Mitte 2004, Monatsbericht Juli 2007, und dort in Kasten 2.

Alle oben genannten empirischen Verfahren liefern offensichtlich unvollkommene Messgrößen der monetären Grunddynamik. Daher sollten verschiedene Ansätze herangezogen werden, statt sich auf eine einzelne Messgröße zu verlassen. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass sich die Aussagekraft der verschiedenen empirischen Messgrößen im Zeitverlauf verändern kann. Die Abbildung zeigt eine Spannweite solcher empirischen Messgrößen sowie das statistisch ausgewiesene Wachstum der Geldmengen M3 und M1. Trotz der genannten Schwächen dieser Messgrößen lässt die Abbildung folgende Schlüsse zu:

- Die Grunddynamik des Geldmengenwachstums ist weiterhin robust.
- Obwohl sich die monetäre Grunddynamik (anhand einer Analyse des Mittelwerts bzw. Medians der betreffenden Messgrößen) im Zusammenhang mit den steigenden Kurzfristzinsen in den vergangenen Quartalen stabilisiert zu haben scheint, gibt es kaum Anzeichen für eine nennenswerte Wachstumsabschwächung.
- Das M3-Wachstum überzeichnet gegenwärtig das Tempo der monetären Expansion, das M1-Wachstum unterzeichnet sie.

Diese letzte stilisierte Beobachtung lässt sich unter anderem mit den unterschiedlichen Auswirkungen der relativ flachen Zinsstrukturkurve auf die verschiedenen Geldmengenaggregate erklären. Einerseits macht die flache Zinsstrukturkurve die Verzinsung kürzerfristiger monetärer Anlagen gegenüber nicht in M3 enthaltenen und mit einem höheren Risiko behafteten längerfristigen Aktiva attraktiv und stimuliert damit auf kurze Sicht das M3-Wachstum. Andererseits spiegelt ihr flacher Verlauf auch teilweise die Folgen vergangener Leitzinserhöhungen der EZB sowie der Finanzmarktanspannungen auf das kurze Ende der Zinsstrukturkurve wider. Beide Faktoren führen zu einer Erhöhung der Opportunitätskosten von M1-Beständen und ziehen daher erhebliche Umschichtungen von in M1 enthaltenen Instrumenten nach sich, und zwar überwiegend zugunsten marktnäher verzinsster Vermögenswerte, die zum weit gefassten Geldmengenaggregat gerechnet werden.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Siehe EZB, Interpretation der monetären Entwicklung seit Mitte 2004, Monatsbericht Juli 2007, und dort Kasten 4.

### HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M1 ging im März 2008 auf 2,9 % zurück, verglichen mit 3,7 % im Februar. Dies impliziert eine Fortsetzung des in den vergangenen Quartalen verzeichneten Abwärtstrends, wenngleich der etwas stärkere Rückgang im März aus dem oben genannten Basiseffekt resultiert. Betrachtet man die Komponenten von M1, so sank die jährliche Zuwachsrate der täglich fälligen Einlagen im März auf 2,0 % nach 2,9 % im Februar, während die Vorjahrsrate des Bargeldumlaufs unverändert bei 7,7 % lag (siehe Tabelle 1).

Der größte Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum kam von den kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen), obwohl sich die Zuwachsrate dieser Komponente leicht von 19,4 % im Februar auf 18,4 % im März verringerte. Die Dynamik der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (d. h. der kurzfristigen Termineinlagen) ließ etwas nach, obwohl die Zwölfmonatsrate dieser Komponente auf einem erhöhten Niveau blieb (39,6 % im März gegenüber 43,3 % im Vormonat). Die kurzfristigen Termineinlagen profitierten von ihrer relativ hohen Verzinsung, die sich weitgehend im Einklang mit den Geldmarktsätzen entwickelte. Da die Verzinsung alternativer Anlageformen wie etwa täglich fälliger Einlagen deutlich weniger stark gestiegen ist, hat der daraus resultierende Zinsabstand zu kräftigen Umschichtungen zugunsten kurzfristiger Termineinlagen beigetragen. Dagegen

**Tabelle I Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen**

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % von M3 <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4	2008 Q1	2008 Febr.	2008 März
<b>M1</b>	<b>43,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>5,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>2,9</b>
Bargeldumlauf	7,2	9,9	8,9	8,0	7,8	7,7	7,7
Täglich fällige Einlagen	36,2	5,5	6,1	5,5	3,1	2,9	2,0
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	41,4	13,1	15,0	16,8	18,5	19,4	18,4
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	24,0	33,1	37,6	40,6	41,7	43,4	39,6
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	17,4	-2,2	-3,2	-3,9	-3,3	-3,1	-2,6
<b>M2</b>	<b>84,8</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>10,7</b>	<b>10,4</b>	<b>10,7</b>	<b>9,8</b>
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	15,2	19,3	18,8	19,7	16,6	15,0	12,8
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>10,6</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>	<b>11,3</b>	<b>11,3</b>	<b>10,3</b>
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>		<b>8,1</b>	<b>8,7</b>	<b>9,3</b>	<b>9,9</b>	<b>9,8</b>	<b>9,7</b>
Kredite an öffentliche Haushalte		-4,4	-4,0	-3,8	-2,2	-2,5	-1,6
Buchkredite an öffentliche Haushalte		-1,2	-0,9	-1,8	-0,9	-1,2	-0,3
Kredite an den privaten Sektor		11,0	11,7	12,2	12,5	12,5	12,1
Buchkredite an den privaten Sektor		10,5	11,0	11,2	11,0	11,0	10,8
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>		<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>8,5</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,0</b>

Quelle: EZB.

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

waren Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (d. h. kurzfristige Spareinlagen) im März im Vorjahresvergleich entsprechend ihrer relativ schlechten Verzinsung weiter rückläufig. Allerdings fiel der Rückgang der Jahreswachstumsrate im März mit 2,6 % etwas geringer aus als im Februar (3,1 %).

Die Vorjahrsrate der marktfähigen Finanzinstrumente ging ebenfalls zurück, und zwar von 15,0 % im Februar auf 12,8 % im Berichtsmonat. Dies ist auf eine niedrigere Zwölfmonatsrate der Repogeschäfte (11,5 % im März gegenüber 18,4 % im Vormonat) und eine gesunkene Jahreswachstumsrate der Geldmarktfondsanteile (8,9 % im Berichtsmonat, verglichen mit 10,9 % im Februar) zurückzuführen. In den ersten drei Monaten dieses Jahres wirkten sich die Finanzmarkturbulenzen – anders als etwa im August und September letzten Jahres, als es zu Kapitalabflüssen bei den Geldmarktfonds gekommen war – nicht nennenswert auf die marktfähigen Finanzinstrumente aus. Die jährliche Zuwachsrate der kurzfristigen Schuldverschreibungen der MFIs beschleunigte sich im März leicht, und zwar auf 24,7 % nach 22,3 % im Februar, nachdem sie in den beiden vorangegangenen Monaten deutlich gesunken war.

Die Vorjahrsrate der kurzfristigen Einlagen bei MFIs und der Repogeschäfte mit MFIs (M3-Einlagen, d.h. das am weitesten gefasste Aggregat von M3-Komponenten, das sich nach Haltergruppen aufschlüsseln lässt) sank im März auf 10,7 %, verglichen mit 11,8 % im Februar. Trotz dieses leichten Rückgangs bleibt die Wachstumsrate auf einem hohen Niveau, worin sich in erster Linie der hohe Beitrag der von privaten Haushalten gehaltenen M3-Einlagen widerspiegelt, deren jährliche Wachstumsrate im Berichtsmonat mit 9,0 % weitgehend unverändert blieb. Die Zwölfmonatsrate der M3-Einlagen im Bestand von Finanzintermediären (Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen und SFIs) sank geringfügig auf 20,1 % nach 22,9 % im Februar, und jene der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gehaltenen M3-Einlagen ging im Berichtsmonat ebenfalls zurück (auf 8,6 % gegenüber 11,8 % im Februar), womit sich der seit Mitte 2007 beobachtete Rückgang dieser Zuwachsrate verstärkt hat.

### HAUPTGEGENPOSTEN ZU M3

Bei den Gegenposten ging die jährliche Zuwachsrate der Gesamtkreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im März geringfügig auf 9,7 % zurück (nach 9,8 % im Februar). Dabei waren bei der Kreditvergabe an öffentliche Haushalte und an den privaten Sektor gegenläufige Entwicklungen zu beobachten (siehe Tabelle 1). Zum einen verlangsamte sich der Rückgang der Kredite an öffentliche Haushalte im März gegenüber dem Vorjahr auf -1,6 % nach -2,5 % im Vormonat, da Banken ihre Kreditvergabe per saldo durch einen geringfügigen Erwerb von Staatsschuldverschreibungen erhöhten. Zum anderen schwächte sich die jährliche Zuwachsrate der MFI-Kredite an den privaten Sektor allmählich weiter ab und fiel von 12,5 % im Februar auf 12,1 % im März.

Die Buchkredite, die größte Kreditkomponente des privaten Sektors, wuchsen nach wie vor kräftig mit einer Vorjahrsrate von 10,8 % im März nach 11,0 % im Vormonat. Indessen blieben die Differenzen beim Wachstum der verschiedenen Sektoren bestehen: Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nahm im März erneut zu, während sich die Zwölfmonatsrate der Buchkredite an private Haushalte weiter abschwächte und die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an nichtmonetäre Finanzinstitute weitgehend unverändert blieb (siehe Tabelle 2).

Die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stieg im März weiter auf 15,0 % (nach 14,8 % im Vormonat); dabei gab es kaum Anzeichen dafür, dass das Angebot an Bankkrediten auf Ebene des Euroraums ernsthaft durch die Unruhen an den Finanzmärkten in Mitleidenschaft gezogen worden wäre. So betrug die monatliche MFI-Buchkreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum seit Beginn der Finanzmarkturbulenzen im August 2007 im Monatsdurchschnitt 46 Mrd € und lag damit höher als in der Zeit von August 2006 bis März 2007, als sie sich auf 35 Mrd € belaufen hatte. Was die Laufzeitstruktur betrifft, so erhöhte sich die jährliche Zuwachsrate der kürzerfristigen Buchkredite (d. h. der Ausleihungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr) im März, blieb jedoch unter der Vorjahrsrate mittelfristiger Buchkredite mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr und bis zu fünf Jahren. Es gibt also nach wie vor kaum Belege dafür, dass der Kapitalfluss bei den Buchkrediten an den nichtfinanziellen Unternehmenssektor während der Finanzmarktunruhen maßgeblich daraus resultiert haben könnte, dass Banken Probleme hatten, kurzfristige Überbrückungskredite im Zusammenhang mit Leveraged Buyouts (LBOs) bzw. Fusionen und Übernahmen aus ihren Bilanzen zu entfernen.

Was den Sektor der privaten Haushalte anbelangt, so setzte sich der seit Anfang 2006 beobachtete Abwärtstrend bei der Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite im März fort; die Zuwachsrate belief sich auf 5,4 % nach 5,8 % im Vormonat. Die genannte Entwicklung steht im Einklang mit den Auswirkungen der seit 2005 steigenden Bankzinsen und der Abkühlung am Wohnungsmarkt in einigen Ländern des Euroraums; dies geht auch aus der im April durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft hervor (siehe Kasten 2). Der recht geringe Kapitalfluss im März ist teilweise dem Effekt von Verbriefungen (die eine Ausgliederung der Kredite aus den Bilanzen der MFIs implizieren) zuzuschreiben. Gleichzeitig gibt es nach wie vor nur wenige Hinweise darauf, dass das Angebot von Bankkrediten an private Haushalte beeinträchtigt worden wäre oder dass die Auswirkungen der Finanzmarktunruhen über die Effekte hinaus gegangen wären, die über die üblichen fundamentalen Bestimmungsfaktoren (z. B. Zinssätze) erfolgt sind. Bei den einzelnen Teilkomponenten wurde das schwächere Wachstum der Buchkredite an private Haushalte im März nach wie vor durch die Wohnungsbaukredite bestimmt, deren Vorjahrsrate im Berichtsmonat weiter auf 6,1 % zurückging (nach 6,6 % im Februar). Die jährliche Zuwachsrate der Konsumentenkredite blieb mit 5,3 % weitgehend unverändert, verglichen mit 5,4 % im Februar, während sich das jährliche Wachstum der sonstigen Kredite, das im Vormonatsvergleich tendenziell eine größere Volatilität aufweist, von 2,7 % im Februar auf 1,9 % im März verlangsamte.

Die jährliche Wachstumsrate der Buchkreditvergabe an SFIs verringerte sich geringfügig von 22,8 % im Vormonat auf 22,7 % im März. Seit Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen waren die durchschnittlichen monatlichen Kapitalströme bei den Buchkrediten an SFIs etwas größer als im entsprechenden Vorjahrszeitraum, und der im März 2008 verzeichnete monatliche Kapitalfluss von 39 Mrd € war der höchste seit Beginn der monatlichen Zeitreihe im Januar 2003. Hierin dürften sich teilweise die direkten Auswirkungen der Finanzmarktunruhen widerspiegeln, da in diesem Kapitalfluss vermutlich auch die Finanzierung verbundener Zweckgesellschaften (die zum SFI-Sektor zählen) mit Schwierigkeiten bei der Revolvierung von Commercial Paper zum Ausdruck kommt. Allerdings lassen die Daten auch darauf schließen, dass MFIs die Finanzierung ihrer Zweckgesellschaften nach wie vor stärker durch den direkten Erwerb von Asset-Backed Securities unterstützen, was sich daraus ablesen lässt, dass die jährliche Zuwachsrate der vom privaten Sektor erworbenen Wertpapiere ohne Aktien im März mit über 40 % hoch blieb.

Bei den übrigen Gegenposten zu M3 verlangsamte sich das Jahreswachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im März weiter auf 5,0 %, verglichen mit 6,5 % im Vormonat (siehe Abbildung 6). Dahinter verbirgt sich ein schwächeres Wachstum sowohl der längerfristigen Schuldverschreibungen der MFIs als auch des Bestands an längerfristigen Einlagen des privaten Sektors. Letzteres hängt mit den Umschichtungen von längerfristigen in kürzerfristige Einlagen vor dem Hintergrund einer recht flachen Zinsstrukturkurve zusammen. Allerdings zeigt die Aufschlüsselung nach Sektoren, dass die niedrigere Jahreswachstumsrate der SFI-Bestände an längerfristigen Einlagen auf die Abschwächung bei den Verbriefungen (einschließlich synthetischer Verbriefungen) zurückzuführen sein könnte, da die Erlöse der Verbriefungsgesellschaften aus der Veräußerung von Wertpapieren in der Regel in (kurzfristige und langfristige) MFI-Einlagen investiert werden.

Bei der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors wurde im März ein monatlicher Kapitalabfluss von 14 Mrd € verbucht, nachdem im Vormonat ein Abfluss in etwa gleicher Höhe verzeichnet worden war. Auf Jahressicht erhöhte sich damit der Kapitalabfluss auf 155 Mrd €, den größten über zwölf Monate kumulierten Abfluss seit Juli 2001. Darin spiegelt sich jedoch in erster Linie ein Basiseffekt wider, da es im März 2007 zum höchsten jemals verbuchten monatlichen Zufluss gekommen war, der

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

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; nicht saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4	2008 Q1	2008 Febr.	2008 März
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>	<b>43,5</b>	<b>12,7</b>	<b>13,8</b>	<b>14,0</b>	<b>14,7</b>	<b>14,8</b>	<b>15,0</b>
Bis zu 1 Jahr	29,2	10,1	12,1	11,9	13,0	13,2	13,9
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	19,7	19,0	19,9	21,1	22,5	22,8	21,8
Mehr als 5 Jahre	51,1	12,0	12,7	12,8	12,9	12,9	13,1
<b>Private Haushalte<sup>2)</sup></b>	<b>46,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>
Konsumentenkredite <sup>3)</sup>	12,8	6,5	5,7	5,3	5,4	5,4	5,3
Wohnungsbaukredite <sup>3)</sup>	71,5	8,6	8,1	7,7	6,7	6,6	6,1
Sonstige Kredite	15,7	3,6	3,2	3,1	2,5	2,7	1,9
<b>Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen</b>	<b>1,0</b>	<b>23,7</b>	<b>26,6</b>	<b>22,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>
<b>Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute</b>	<b>9,0</b>	<b>16,1</b>	<b>20,0</b>	<b>23,4</b>	<b>24,2</b>	<b>22,8</b>	<b>22,7</b>

Quelle: EZB.

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

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

2) Entspricht der Definition im ESVG 95.

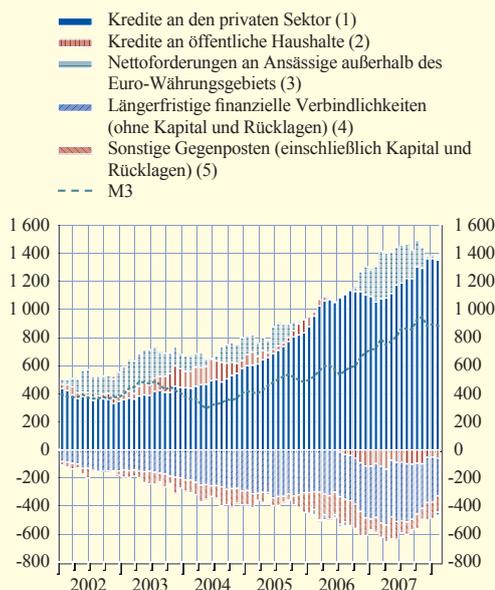
3) Die Abgrenzung der Konsumenten- und Wohnungsbaukredite ist im Euro-Währungsgebiet nicht ganz einheitlich.

nun aus der Berechnung der über zwölf Monate kumulierten Summe herausfällt. Es sollte auch berücksichtigt werden, dass die monatliche Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs an Gebietsfremde tendenziell recht volatil ist, besonders in Zeiten erhöhter Unsicherheit.

Im Einklang mit den Einschätzungen früherer Monate bestätigen die Daten für März insgesamt, dass die Auswirkungen der Finanzmarktstörungen auf das Wachstum der weit gefassten Geldmenge und der Kreditaggregate gering bleiben. Gleichzeitig gibt es erneut Belege dafür, dass die jüngsten Spannungen an den Finanzmärkten bestimmte M3-Komponenten und -Gegenposten, die eng mit dem Wesen der Turbulenzen in Verbindung stehen, direkt beeinflusst haben. Allerdings gibt es kaum Hinweise darauf, dass das Angebot an Bankkrediten an private Haushalte und insbesondere an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften wesentlich beeinträchtigt wird. Lässt man die Effekte der flachen Zinsstrukturkurve und der Finanzmarktunruhen außer Acht, so bleibt die Grunddynamik des Geldmengenwachstums kräftig und deutet auf mittlere bis längere Sicht nach wie vor auf Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität hin.

Abbildung 6 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.

## Kasten 2

### ERGEBNISSE DER UMFRAGE ZUM KREDITGESCHÄFT IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET VOM APRIL 2008

Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse der im April 2008 vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet dargestellt.<sup>1</sup> Bei dieser Umfrage kamen einige Änderungen zum Tragen. Erstens wurde sie nun auch in Zypern und Malta durchgeführt. Darüber hinaus wurde die Anzahl der Befragten in Deutschland und Italien erhöht, sodass der Teilnehmerkreis im Euroraum aus nunmehr 113 Banken besteht, was ein besseres Gesamtbild der Kreditvergabe im Eurogebiet vermitteln dürfte. Zweitens wurden zwei weitere unternehmensbezogene Fragen nach Großunternehmen sowie kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) aufgegliedert. Drittens wurde die Aufteilung der Banken in große und kleine Institute dahingehend überarbeitet, dass nun eine restriktivere Definition von Großbanken gilt.

Die befragten Banken berichteten per saldo von einer weiteren Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im ersten Quartal 2008, wovon eher die Großunternehmen als die KMU betroffen waren; gleichzeitig rechnen sie damit, dass die Verschärfung der Kreditrichtlinien

<sup>1</sup> Stichtag für den Rücklauf der Angaben der an dieser Umfrage teilnehmenden Banken war der 8. April 2008. Eine ausführliche Analyse der Umfrageergebnisse wurde am 9. Mai 2008 veröffentlicht und kann auf der Website der EZB abgerufen werden.

im zweiten Quartal des Jahres etwas weniger stark ausfallen wird.<sup>2</sup> Diese Einschätzung wurde weitgehend durch die Antworten auf die Zusatzfragen zu den Turbulenzen an den Finanzmärkten bestätigt, die der Umfrage vom April 2008 beigefügt waren (siehe den letzten Abschnitt dieses Kastens). Zur Kreditnachfrage berichteten die Banken, dass die Nachfrage der Unternehmen insgesamt im ersten Quartal 2008 negativ ausfiel, verglichen mit einer leicht positiven Nettonachfrage im Vorquartal.<sup>3</sup> Für das erste Quartal 2008 meldeten die teilnehmenden Banken per saldo auch eine weitere Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte. Zwar wurde insgesamt auch die Vergabe von Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten an Privathaushalte restriktiver gehandhabt, doch fiel diese Verschärfung der Kreditrichtlinien per saldo deutlich geringer aus als bei den Wohnungsbaukrediten. Die Nettonachfrage der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten ließ im ersten Quartal 2008 weiter nach und erreichte deutlich negative Werte; dagegen blieb ihre Nachfrage nach Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten per saldo weitgehend unverändert.

#### Unternehmenskredite (inklusive Kreditlinien)

**Kreditrichtlinien:** Die Richtlinien für Unternehmenskredite (inklusive Kreditlinien) wurden im ersten Quartal 2008 insgesamt weiter verschärft (49 % verglichen mit 41 % im Vorquartal; siehe Abbildung A), worin sich die seit der zweiten Jahreshälfte 2007 andauernden Finanzmarktunruhen und die anhaltende Risikoeubewertung widerspiegelten.<sup>4</sup> Zu den Faktoren, die per saldo zur Verschärfung der Kreditrichtlinien der Banken beitrugen, zählen die Risikoeinschätzung der Kreditinstitute hinsichtlich der allgemeinen Konjunkturaussichten, die branchen- oder unternehmensspezifischen Perspektiven sowie alle Faktoren, die sich unter den Finanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen der Banken zusammenfassen lassen (d. h. ihr Zugang zur Marktfinanzierung, ihre Eigenkapitalkosten und ihre Liquiditätsposition).

Was die Kreditkonditionen angeht, so wurden die Kreditrichtlinien insbesondere durch eine erneute Ausweitung der Margen für durchschnittliche Kredite (62 % nach zuletzt 38 %) wie auch für risikoreichere Ausleihungen (72 % nach zuletzt 58 %) weiter verschärft. Auch die nicht preislichen Kreditkonditionen trugen per saldo vermehrt zur Verschärfung der Kreditrichtlinien im ersten Quartal 2008 bei; zu diesen zählen vor allem die Höhe des Darlehens bzw. der Kreditlinie, aber auch die Sicherheitenanforderungen und sonstige Bedingungen.

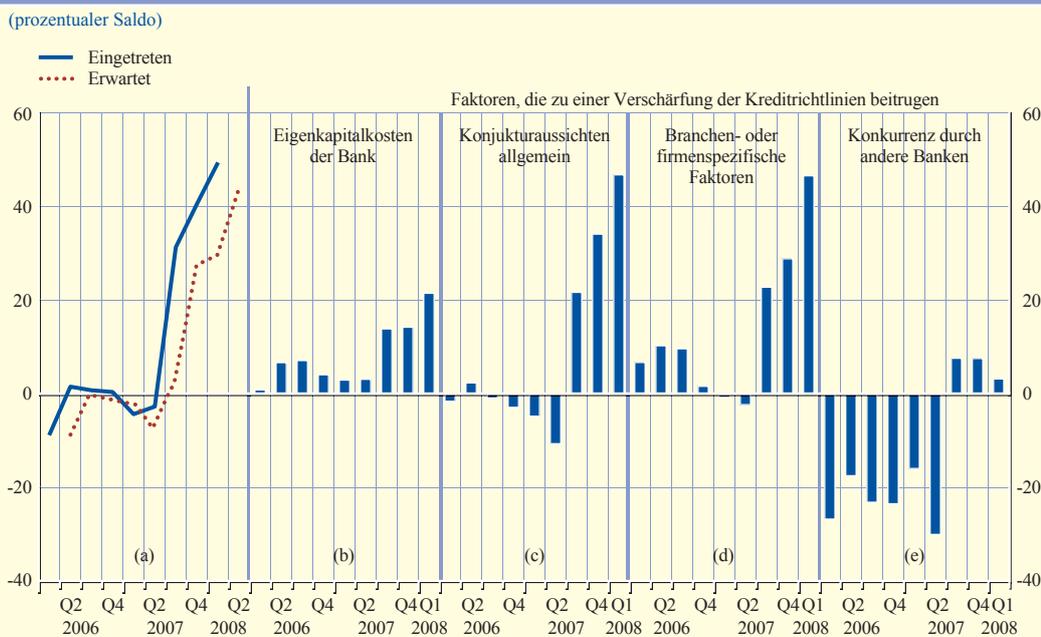
Auch im ersten Quartal 2008 wurden vor allem die Kreditrichtlinien für Großunternehmen per saldo verschärft (53 % nach 44 % im Vorquartal), während die KMU hiervon nicht so stark betroffen waren (35 % nach 27 %). Zum ersten Mal werden in dieser Umfrage auch die Bestimmungsfaktoren und Bedingungen für Änderungen der Kreditlinien nach Unternehmensgröße untersucht. Sowohl bei großen Unternehmen als auch bei KMU beruhten die Restriktionen überwiegend auf den pessimistischeren Erwartungen für die Konjunktur und die branchen- oder unternehmensspezifischen Aussichten. Gleichzeitig spielten die Finanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen, insbesondere aber die Liquiditätsposition der Banken bei der Verschärfung der Kreditrichtlinien eine Rolle, und zwar vor allem für Großunternehmen und weniger für die KMU. Was die Kreditkonditionen angeht, so war die Verschärfung der Richtlinien für Kredite sowohl an Großunterneh-

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

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

4 Auf der Grundlage des vorherigen Teilnehmerkreises wäre die per saldo verzeichnete Verschärfung etwas stärker ausgefallen.

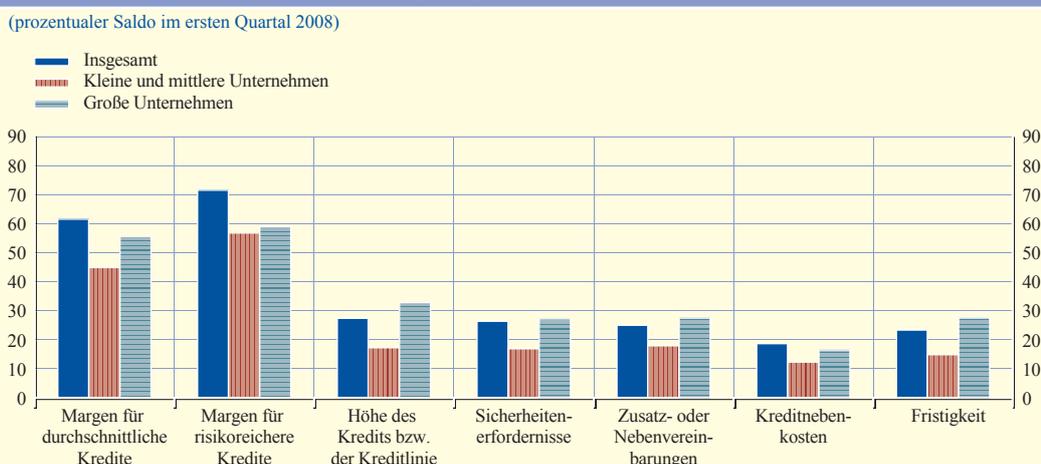
**Abbildung A Veränderungen der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an Unternehmen (inklusive Kreditlinien)**



Anmerkung: Der in Grafik (a) ausgewiesene prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar. Der prozentuale Saldo bei der Aufschlüsselung nach Faktoren wird definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die berichteten, dass der jeweilige Faktor zu einer Verschärfung geführt hat, und dem Anteil der Banken, für die der Faktor zu einer Lockerung geführt hat. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind die aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechneten prozentualen Salden. So wurden die Banken beispielsweise in der April-Umfrage 2008 zu ihren Erwartungen für das zweite Quartal 2008 befragt.

men als auch an KMU per saldo hauptsächlich auf die Ausweitung der Margen der Banken zurückzuführen, wenngleich die großen Unternehmen hiervon etwas stärker betroffen waren (siehe Abbildung B). Von den nicht preislichen Kreditkonditionen ging insgesamt bei den Großunternehmen ein stärkerer Effekt für die Verschärfung der Kreditrichtlinien aus als bei den KMU.

**Abbildung B Konditionen, die zu Veränderungen der Richtlinien für die Vergabe von Krediten bzw. Kreditlinien an Unternehmen beigetragen haben**



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.

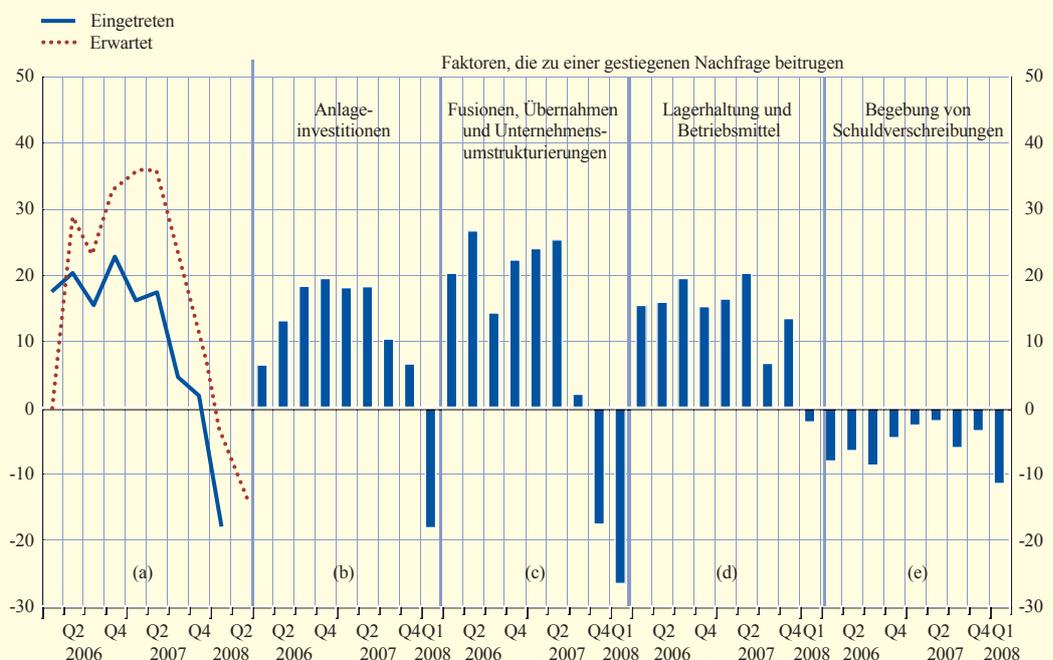
Was die Kreditlaufzeiten betrifft, fiel die weitere Verschärfung bei den langfristigen Krediten per saldo beträchtlich stärker aus (57 % nach 39 % bei der letzten Umfrage) als bei den kurzfristigen Krediten (33 % nach zuvor 28 %). Darin dürften die höheren Kosten der Anleihefinanzierung der Banken ebenso zum Ausdruck kommen wie ihre Einschätzung, dass der Zugang zur Finanzierung über mittel- und langfristige Schuldverschreibungen im ersten Quartal 2008 weiterhin erschwert war (siehe Abbildung G).

Für das zweite Quartal 2008 wird erwartet, dass sich die Kreditrichtlinien im Vergleich zur Entwicklung im ersten Quartal 2008 mit 44 % etwas weniger stark verschärfen (siehe Abbildung A).

**Kreditnachfrage:** Die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten war im ersten Quartal 2008 negativ (-17 %), nachdem sie im Vorquartal mit 2 % noch leicht positiv gewesen war (siehe Abbildung C).<sup>5</sup> Hauptgrund hierfür waren Fusionen, Übernahmen und Unternehmensumstrukturierungen sowie Anlageinvestitionen. Außerdem trug die Innenfinanzierung per saldo zu einer geringeren Nachfrage nach Unternehmenskrediten bei, was auf eine anhaltend solide Ertragslage der Unternehmen hindeutet. Die Emission von Schuldverschreibungen leistete weiterhin einen positiven Beitrag zur Nettokreditnachfrage der Unternehmen, da die Bedingungen am Markt und insbesondere die gestiegenen Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung möglicherweise zu einer gewissen Substitution der Mittelaufnahme am Kapitalmarkt durch Bankkredite geführt hat.

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

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der in Grafik (a) ausgewiesene prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ und der Summe der Angaben unter „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ dar. Der prozentuale Saldo bei der Aufschlüsselung nach Faktoren wird definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die berichteten, dass der jeweilige Faktor zu einer steigenden Nachfrage geführt hat, und dem Anteil der Banken, für die der Faktor zu einem Nachfragerückgang geführt hat. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind die aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechneten prozentualen Salden. So wurden die Banken beispielsweise in der April-Umfrage 2008 zu ihren Erwartungen für das zweite Quartal 2008 befragt.

5 Auf der Grundlage des vorherigen Teilnehmerkreises wäre die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten stärker zurückgegangen.

Für das zweite Quartal 2008 wird erwartet, dass die Nachfrage nach Unternehmenskrediten gegenüber dem ersten Quartal mit -12 % insgesamt weniger negativ ausfällt (siehe Abbildung C).

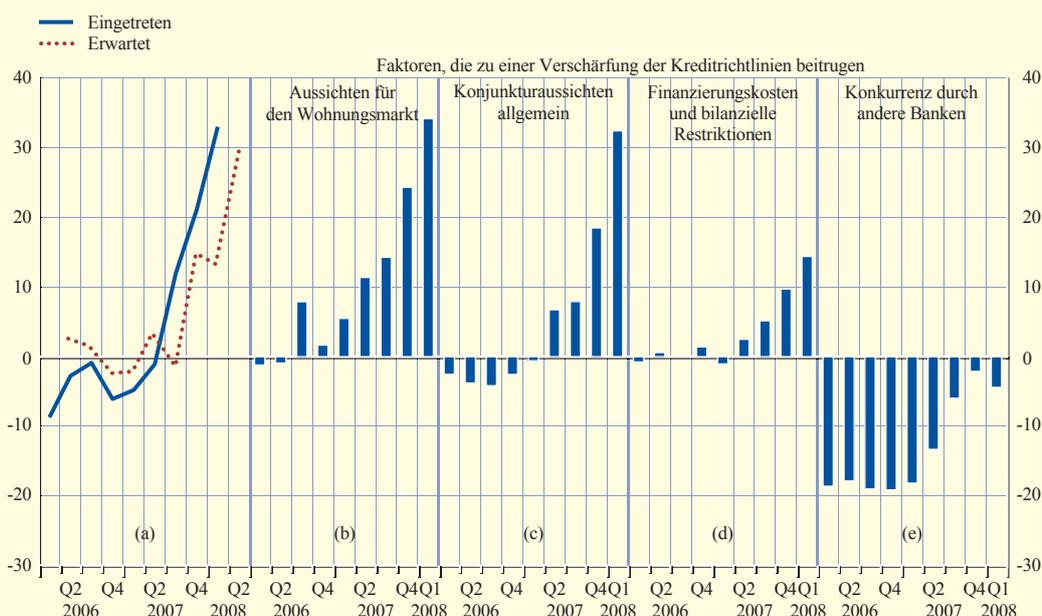
### Wohnungsbaukredite an private Haushalte

**Kreditrichtlinien:** Für das erste Quartal 2008 meldeten die Banken insgesamt eine weitere Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte (33 % nach 21 % im Schlussquartal 2007; siehe Abbildung D). Ausschlaggebend hierfür war die Eintrübung der allgemeinen Konjunkturaussichten wie auch der Aussichten für den Wohnungsmarkt. Die Konkurrenz durch andere Banken wirkte per saldo weiter in Richtung einer Lockerung der Richtlinien. Was die Kreditkonditionen angeht, so wurde die Verschärfung der Kreditrichtlinien für Wohnungsbaukredite hauptsächlich durch eine Ausweitung der Margen für durchschnittliche und für risikoreichere Kredite erzielt. Außerdem trugen auch nicht preisliche Kreditkonditionen, vor allem ein weiterer Rückgang der Beleihungsgrenzen, dazu bei, dass sich die Kreditrichtlinien insgesamt verschärfen. Für das zweite Quartal 2008 erwarten die teilnehmenden Banken per saldo eine weitere Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte (29 %), wengleich diese geringer ausfallen dürfte als im Schlussquartal 2007.

**Kreditnachfrage:** Die Nettonachfrage der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten nahm im ersten Vierteljahr 2008 weiter auf -57 % ab, verglichen mit -36 % im Vorquartal (siehe Abbildung E).

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

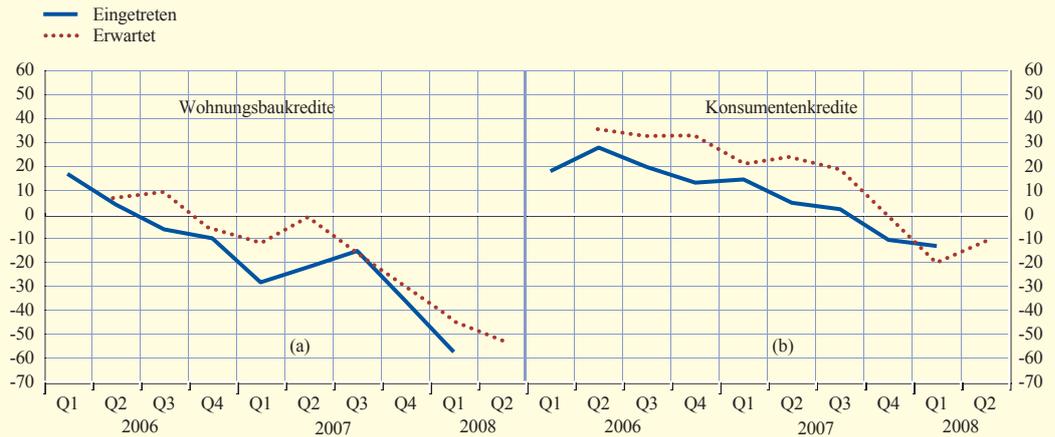
(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der in Grafik (a) ausgewiesene prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar. Der prozentuale Saldo bei der Aufschlüsselung nach Faktoren wird definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die berichteten, dass der jeweilige Faktor zu einer Verschärfung geführt hat, und dem Anteil der Banken, für die der Faktor zu einer Lockerung geführt hat. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind die aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechneten prozentualen Salden. So wurden die Banken beispielsweise in der April-Umfrage 2008 zu ihren Erwartungen für das zweite Quartal 2008 befragt.

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

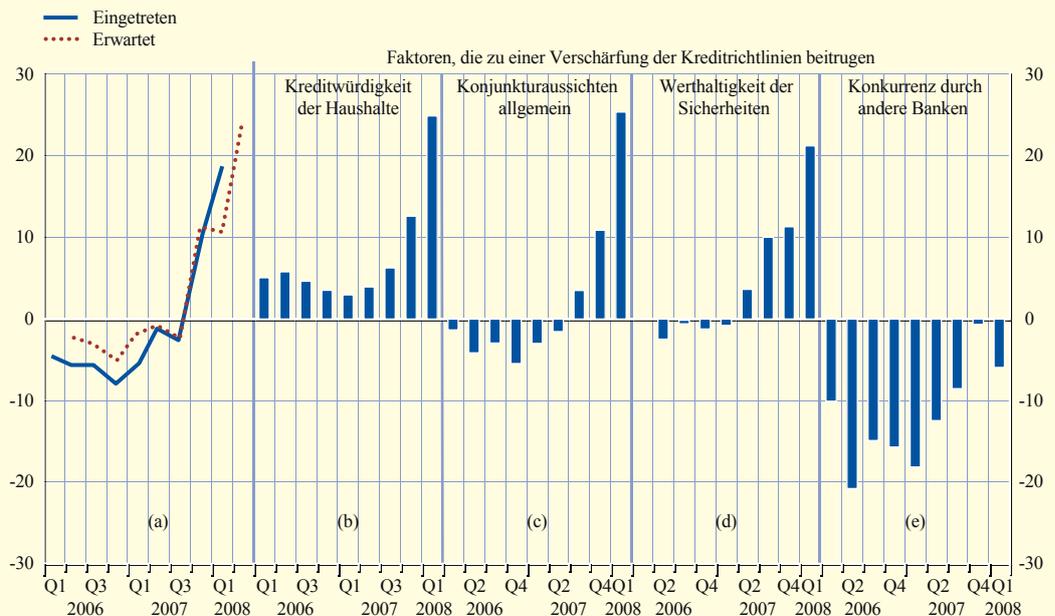
(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ und der Summe der Angaben unter „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ dar. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind die aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechneten prozentualen Salden. So wurden die Banken beispielsweise in der April-Umfrage 2008 zu ihren Erwartungen für das zweite Quartal 2008 befragt.

### Abbildung F 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 April-Umfrage 2008 zu ihren Erwartungen für das zweite Quartal 2008 befragt.

Darin spiegeln sich vor allem das nachlassende Verbrauchervertrauen und die schlechteren Aussichten für den Wohnungsmarkt wider. Für das zweite Quartal 2008 wird erwartet, dass die Kreditnachfrage gegenüber dem ersten Quartal etwas weniger negativ ausfällt (-53 %).

### Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte

**Kreditrichtlinien:** Für das erste Quartal 2008 meldeten die Banken per saldo eine weitere Verschärfung der Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte (19 % nach 10 % im Vorquartal; siehe Abbildung F), obgleich diese Verschärfung deutlich schwächer ausfiel als bei den Wohnungsbaukrediten. Hauptgrund hierfür war die Risikoeinschätzung der Banken angesichts der eingetrübten allgemeinen Konjunkturaussichten, der Kreditwürdigkeit der Haushalte und der Werthaltigkeit der Sicherheiten. Die insgesamt verschärften Kreditrichtlinien wurden hauptsächlich durch eine Ausweitung der Margen für risikoreichere Kredite und in geringerem Umfang für durchschnittliche Kredite erzielt. Zudem wurden die nicht preislichen Konditionen gegenüber dem Vorquartal verschärft. Im Vergleich zum ersten Quartal wird für das zweite Quartal 2008 per saldo von einer etwas stärkeren Verschärfung der Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte (25 %) ausgegangen.

**Kreditnachfrage:** Laut Umfrage blieb die Nettonachfrage privater Haushalte nach Konsumentenkrediten und anderen Krediten im ersten Quartal 2008 weitgehend unverändert und war mit -13 % nach wie vor negativ (nach -11% im Vorquartal; siehe Abbildung E). Insbesondere wirkte sich das geringere Verbrauchervertrauen dämpfend auf die Nachfrage nach Konsumentenkrediten aus. Für das zweite Quartal 2008 wird erwartet, dass die Nettonachfrage negativ bleibt (-12 %) und somit weitgehend dem ersten Quartal entspricht.

### Zusatzfragen zu den Finanzmarktunruhen

Wie in den beiden letzten Umfragen enthielt auch die im April 2008 durchgeführte Umfrage eine Reihe von Zusatzfragen zu den Auswirkungen der seit dem zweiten Halbjahr 2007 zu beobachtenden Spannungen an den Finanzmärkten. Die Fragen beziehen sich auf den Einfluss der Turbulenzen auf die Kreditrichtlinien, den Zugang zu großvolumiger Finanzierung und die Bankkredite.

Wie auch aus den Antworten auf die regulären Fragen hervorging, beeinträchtigte die Finanzmarktlage die Kreditvergabe an Großunternehmen stärker als die an KMU. Darin dürfte zum Ausdruck kommen, dass die Turbulenzen je nach Verwendungszweck der Kredite unterschiedlich stark zu Buche schlagen; so haben die Finanzmarktunruhen vor allem die Kreditrichtlinien zur Finanzierung von Fusionen und Übernahmen sowie Unternehmensumstrukturierungen deutlich beeinflusst. Zugleich wirkten sie sich in geringerem, jedoch zunehmendem Maße auf Kredite zur Finanzierung von Anlageinvestitionen, Lagerhaltung und Betriebskapital aus.

Allgemein berichteten die Banken, dass die Spannungen an den Finanzmärkten im ersten Quartal 2008 gegenüber dem Schlussquartal 2007 den Zugang zu großvolumiger Finanzierung erschwert haben (siehe Abbildung G). Insbesondere meldeten sie, dass ihr Verbriefungsgeschäft im Zusammenhang mit dem Verkauf von Wohnungsbau- und Unternehmenskrediten weiterhin in Mitleidenschaft gezogen wurde. Außerdem gaben die Banken an, dass ihre Möglichkeiten, Kreditrisiken aus der Bilanz auszugliedern, in den vergangenen drei Monaten beeinträchtigt worden seien und sie im ersten Quartal 2008 weiterhin Schwierigkeiten bei der Deckung ihres großvolu-

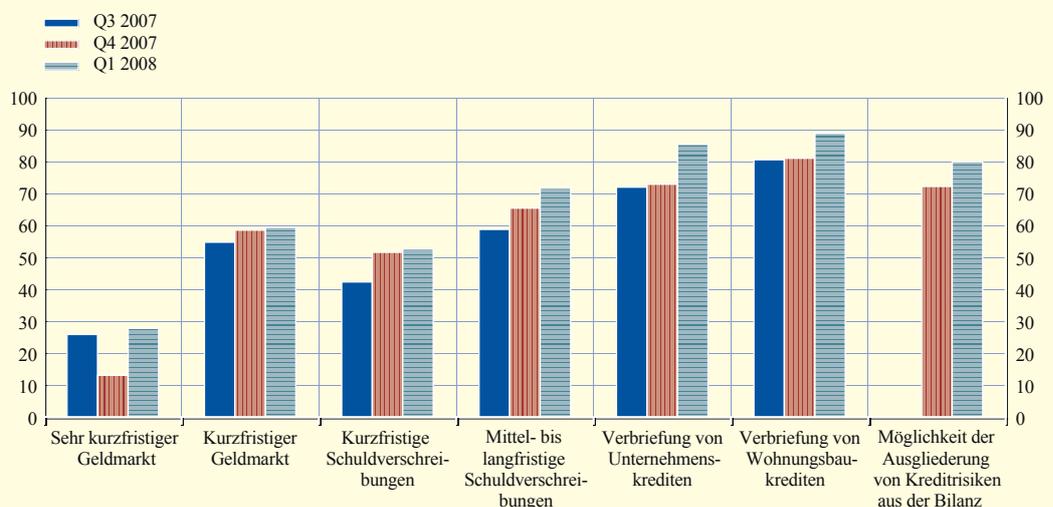
migen Finanzierungsbedarfs über den unbesicherten Interbankengeldmarkt hatten. Darüber hinaus hatte ein größerer Teil der Banken, wie schon in der letzten Umfrage vermeldet, im vergangenen Dreimonatszeitraum mehr Probleme, sich über mittel- und langfristige Anleihen als über kurzfristige Schuldverschreibungen zu finanzieren. In den kommenden drei Monaten dürfte der Zugang zu großvolumiger Finanzierung den Erwartungen zufolge etwas weniger stark beeinträchtigt werden als im ersten Quartal 2008.

Den Angaben zufolge schlugen sich die Schwierigkeiten beim Zugang zu großvolumiger Finanzierung im ersten Jahresviertel 2008 auch in dem von den betroffenen Banken gewährten Kreditvolumen und den Kreditmargen nieder. Die Banken schätzten die Auswirkungen des erschwerten Zugangs zu Verbriefungen auf das Kreditgeschäft allgemein größer ein als die Folgen ihres erschwerten Zugangs zu den Geldmärkten, Schuldverschreibungen und sonstigen Märkten. Außerdem beeinflusste der erschwerte Marktzugang wie schon im Vorquartal die gewährten Kreditmargen allgemein stärker als das Kreditvolumen. Die Banken erwarten zwar, dass sich ihr Zugang zu großvolumiger Finanzierung etwas verbessern wird, gehen aber gleichzeitig davon aus, dass sich der erschwerte Marktzugang im zweiten Quartal 2008 stärker als im ersten Jahresviertel auf ihre Bereitschaft zur Kreditgewährung und auf die Kreditmargen auswirken dürfte. Etwa ein Drittel der Banken gab an, dass ihre Kreditvergabepolitik von der Notwendigkeit bestimmt wurde, die Inanspruchnahme von mit Forderungen unterlegten Commercial-Paper-Programmen, die von Conduits oder Structured Investment Vehicles (SIV) emittiert wurden, zu finanzieren.

Was schließlich den Einfluss der durch die Finanzmarkturbulenzen veränderten Eigenkapitalkosten der Banken auf ihre Kreditvergabepolitik betrifft, gab im ersten Quartal 2008 ein größerer Anteil der teilnehmenden Banken als im Vorquartal an, dass diese Kosten erheblich beeinträchtigt worden sind und die Kreditvergabe beeinflusst wurde.

**Abbildung G Zugang zu großvolumiger Finanzierung in den vergangenen drei Monaten**

(in % der Banken)



Anmerkung: Die Prozentsätze wurden durch Addition der Anteile der Banken, die eine „deutliche Beeinträchtigung“ bzw. eine „leichte Beeinträchtigung“ gemeldet haben, berechnet.

## 2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen schwächte sich im Februar 2008 im Vergleich zum Vormonat etwas ab. Zurückzuführen war dies im Wesentlichen auf eine niedrigere Zwölfmonatsrate der vom MFI-Sektor und, in etwas geringerem Maß, von den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen langfristigen Schuldverschreibungen. Die Emission börsennotierter Aktien lag weiter nahezu unverändert auf einem relativ moderaten Niveau.

### SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Nach einem Wert von 8,5 % im Januar 2008 ging die Vorjahrsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen im Februar auf 8,0 % zurück (siehe Tabelle 3). Nach Laufzeiten aufgeschlüsselt blieb das jährliche Wachstum der Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen im Februar gegenüber dem Vormonat mit 25,7 % unverändert robust, während sich die jährliche Zuwachsrate der Begebung langfristiger Titel weiter von 6,7 % auf 6,1 % abschwächte. In dieser Entwicklung kommt vor allem ein deutlich niedrigerer Absatz langfristiger Schuldverschreibungen durch MFIs zum Tragen, der den im Sommer 2007 begonnenen Marktturbulenzen und den anhaltenden Spannungen mit Blick auf großvolumige Finanzierungen über die Finanzmärkte geschuldet ist.

Die Jahreswachstumsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten Schuldverschreibungen verringerte sich im Februar auf 9,7 % nach 10,6 % im Vormonat (siehe Abbildung 7). Dabei ging die Jahresänderungsrate der kurzfristigen Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Unternehmen in diesem Zeitraum um 4,9 Prozentpunkte auf 31,6 % zurück, während sich die Zwölfmonatsrate der Emission langfristiger Schuldverschreibungen, die mehr als 80 % des Gesamtbestands ausmachen, im Februar auf 5,6 % verringerte (nach 5,8 % im Januar). Bei einer Betrachtung der kurzfristigen Entwicklung auf der Basis saisonbereinigter Angaben manifestiert sich seit Beginn der Finanzmarktturbulenzen bei den langfristigen Schuldverschreibungen ein deutlich gebremster Absatz. Legt man anhand saisonbereinigter Daten errechnete annualisierte Sechsmonatsraten zugrunde, so verringert sich die Zuwachsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten langfristigen Schuldverschreibungen von 8,3 % im Juli 2007 auf 3,3 % im Januar bzw. Feb-

Tabelle 3 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet

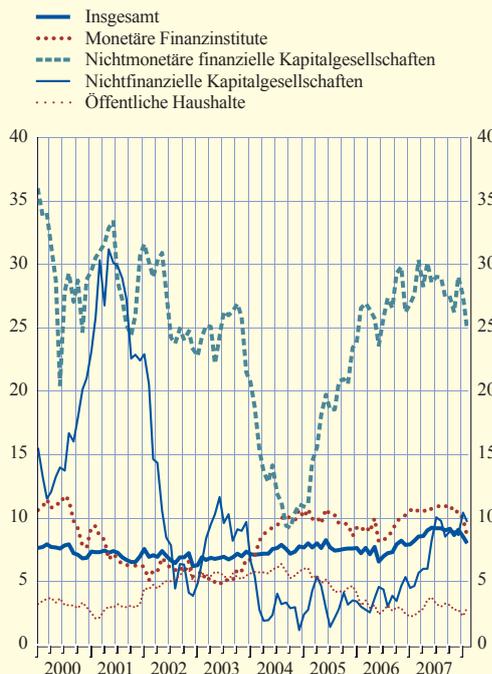
Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €) 2008 Febr.	Jahreswachstumsraten <sup>1)</sup>					
		2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4	2008 Jan.	2008 Febr.
<b>Schuldverschreibungen:</b>	<b>12 198</b>	<b>8,1</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>9,0</b>	<b>8,5</b>	<b>8,0</b>
MFIs	5 105	10,6	10,6	10,9	10,7	9,9	8,6
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	1 494	27,6	29,3	28,6	27,3	27,5	24,8
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	695	4,9	6,3	9,4	8,8	10,4	9,7
Öffentliche Haushalte	4 903	2,4	3,2	3,3	3,0	2,3	2,9
<i>Darunter:</i>							
Zentralstaaten	4 590	2,1	3,0	3,3	2,9	2,2	3,0
Sonstige öffentliche Haushalte	314	6,8	5,7	3,0	4,6	3,0	2,7
<b>Börsennotierte Aktien:</b>	<b>5 803</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
MFIs	858	2,5	2,1	1,8	1,3	0,8	0,5
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	492	1,0	1,1	0,9	2,5	2,4	2,2
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	4 453	0,8	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3

Quelle: EZB.

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

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

(Jahreswachstumsraten)



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

ruar 2008. Seit Ende 2007 hat diese Abschwächung, in der sich die Ausweitung der Renditedifferenzen zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen widerspiegelt, an Kontur gewonnen. Angaben kommerzieller Datenanbieter bestätigen, dass die Aktivität im Hochzinssegment seit Ausbruch der Marktturbulenzen praktisch zum Erliegen gekommen ist.

Im Februar 2008 verringerte sich die Jahreswachstumsrate der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen um weitere 1,3 Prozentpunkte auf 8,6 %. Einem seit Beginn der Marktturbulenzen erkennbaren Trend entsprechend blieb der Absatz kurzfristiger Schuldverschreibungen kräftig und wies im Februar eine jährliche Zuwachsrate von 31,0% auf (1,1% weniger als im Januar). Demgegenüber ging das Wachstum der von MFIs begebenen langfristigen Schuldverschreibungen im Februar weiter auf 5,2 % zurück, verglichen mit 6,5 % im Vormonat. Diese Verschiebung zulasten der langfristigen marktbasierter Finanzierung ist auf die deutlichen Neubewertungen zurückzuführen, die bei den Emittenten im Finanzsektor seit Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen nicht ohne Auswirkungen geblieben sind. Das Ausmaß dieses Effekts lässt sich besser ermes- sen, wenn man die kurzfristige Dynamik

betrachtet. So weisen die saisonbereinigten Sechsmonatsdaten für das Emissionswachstum bei langfristigen Schuldverschreibungen im Februar mit 2,5 % den niedrigsten Wert seit Anfang 2003 aus.

Die Jahreswachstumsrate der von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen verringerte sich von 27,5 % im Januar auf 24,8 % im Februar 2008, befand sich jedoch nach wie vor auf einem hohen Niveau. Die Emissionstätigkeit in diesem Bereich hängt vor allem mit Verbriefungsaktivitäten der Banken zusammen, die von den Finanzmarkturbulenzen beeinträchtigt worden sind. Die sich ungeachtet jener Turbulenzen als robust erweisende Emissionstätigkeit nichtmonetärer Finanzinstitute im Euroraum scheint mit einer Erholung bei den Privatplatzierungen – womöglich unter Verwendung von Asset-Backed Securities als Sicherheiten bei Refinanzierungsgeschäften – zusammenzuhängen.

Die Vorjahrsrate der von öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich leicht von 2,3 % im Januar auf 2,9 % im Februar. Diese Zahlen spiegeln einen geringfügigen Anstieg der Wachstumsrate der von Zentralstaaten ausgegebenen Schuldtitel wider, die sich von 2,2 % im Januar auf 3,0 % im Februar beschleunigte, während die Zwölfmonatsrate der Emission durch sonstige öffentliche Haushalte in den genannten Monaten von 2,4 % auf 2,2 % zurückging.

### BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet emittierten börsennotierten Aktien blieb im Februar 2008 mit 1,3 % gegenüber dem Vormonat stabil (siehe Tabelle 3). Darin

spiegelt sich vor allem das gedämpfte Wachstum der Begebung börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften wider, das mit 1,3 % unverändert war. Im selben Zeitraum gingen die jährlichen Wachstumsraten der vom Finanzsektor emittierten börsennotierten Aktien geringfügig zurück: bei den MFIs auf 0,5 % und bei den nichtmonetären Finanzinstituten auf 2,2 % (siehe Abbildung 8).

### 2.3 GELDMARKTSÄTZE

Die Zinssätze am unbesicherten Geldmarkt zogen im April an, worin die wieder steigenden Spannungen an diesem Markt zum Ausdruck kamen. Infolgedessen nahm die Differenz zwischen den Zinssätzen am unbesicherten und am besicherten Geldmarkt weiter zu und kehrte auf das hohe Niveau vom Dezember 2007 zurück. Darüber hinaus nahm die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt im April und Anfang Mai einen steileren Verlauf an, wobei sich der Abstand zwischen Zwölfmonats- und Einmonatszinsen am unbesicherten Geldmarkt auf 57 Basispunkte ausweitete.

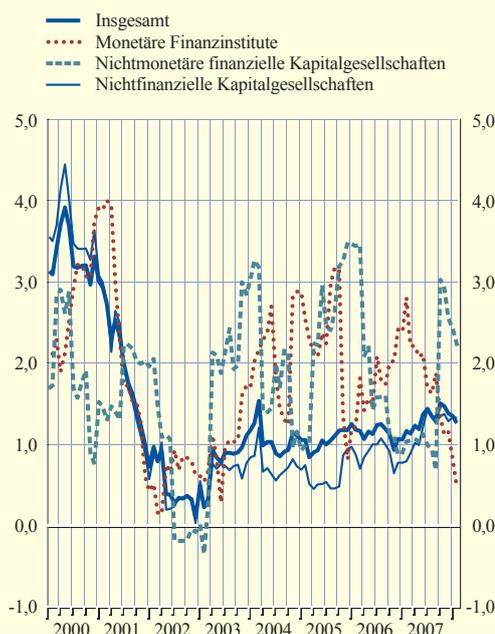
Die Zinssätze am unbesicherten Geldmarkt erhöhten sich im Berichtsmonat. Der Einmonats-EURIBOR zog vom 9. April bis zum 6. Mai um 4 Basispunkte auf 4,39 % an. Ausgeprägter war der Anstieg unterdessen bei den EURIBOR-Sätzen für Dreimonats-, Sechsmo- und Zwölfmonatsgeld, die am 6. Mai bei 4,86 %, 4,88 % bzw. 4,96 % und damit 12, 13 bzw. 21 Basispunkte über ihrem Stand vom 9. April lagen (siehe Abbildung 9).

Die Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR weitete sich somit aus und belief sich am 6. Mai auf 57 Basispunkte, verglichen mit 39 Basispunkten am 9. April (siehe Abbildung 9). In diesem steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt spiegelten sich in erster Linie gestiegene Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der EZB-Leitzinsen wider. Diese Erwartungen richteten sich vor allem auf das zweite Halbjahr 2008 und wirkten sich somit stärker auf die längeren Laufzeiten als auf die kürzerfristigen Zinsen aus. Veränderte Abstände zwischen den unbesicherten EURIBOR-Sätzen und besicherten Sätzen (zum Beispiel dem EUREPO oder den aus dem EONIA-Swap-Index abgeleiteten Sätzen) hatten gleichfalls einen Einfluss auf den Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt. Diese Zinsdifferenzen weiteten sich vor dem Hintergrund erneuter Spannungen am Geldmarkt insbesondere bei den längeren Laufzeiten aus. Bei dreimonatiger Laufzeit stieg die Zinsdifferenz zwischen dem EURIBOR und dem EONIA-Swap-Index von 74 Basispunkten am 9. April auf 82 Basispunkte am 6. Mai.

Die aus den Preisen der Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni, September und Dezember 2008 abgeleiteten Zinssätze beliefen sich am 6. Mai auf 4,74 %, 4,60 % bzw. 4,50 %. Sie lagen somit 57, 48 bzw. 39 Basispunkte über dem Stand vom 9. April.

Abbildung 8 Aufgliederung der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien nach Emittentengruppen

(Jahreswachstumsraten)

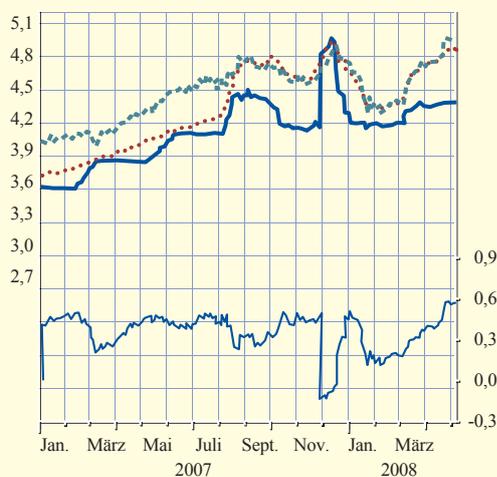


Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet.

Abbildung 9 Geldmarktsätze

(in % p. a.; Tageswerte)

- Einmonats-EURIBOR (linke Skala)
- ... Dreimonats-EURIBOR (linke Skala)
- - - Zwölfmonats-EURIBOR (linke Skala)
- Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR (rechte Skala)



Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 10 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p. a.; Tageswerte)

- Mindestbietungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften
- ... Einlagesatz
- - - Tagesgeldsatz (EONIA)
- Marginaler Zuteilungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften
- ... Spitzenrefinanzierungssatz



Quellen: EZB und Reuters.

Entsprechend der Liquiditätslage, die die EZB für die letzten Tage der (am 15. April endenden) dritten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2008 erwartete, wurde am Reserveultimo eine liquiditätsabsorbierende Feinsteuerooperation mit eintägiger Laufzeit durchgeführt. Mit diesem Geschäft wurden 14,88 Mrd € abgeschöpft, und der EONIA belief sich an diesem Tag auf 3,78 % (siehe Abbildung 10).

In den ersten Tagen der darauffolgenden Erfüllungsperiode, die am 13. Mai endete, pendelte sich der EONIA bei rund 4 % ein. Um dem Wunsch der Geschäftspartner zu entsprechen, ihr Mindestreserve-Soll möglichst früh in der Reserveperiode zu erfüllen, teilte die EZB in dieser Mindestreserve-Erfüllungsperiode bei ihren Hauptrefinanzierungsgeschäften erneut mehr Liquidität als den Referenzbetrag zu. Das Ziel war dabei nach wie vor, zum Ende der Erfüllungsperiode ausgewogene Liquiditätsbedingungen zu erreichen. Bei den regelmäßigen wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems am 15., 22. und 29. April sowie am 6. Mai teilte die EZB deshalb 35 Mrd €, 20 Mrd €, 20 Mrd € bzw. 4 Mrd € mehr als den jeweiligen Benchmark-Betrag zu. Der daraus resultierende marginale Zuteilungssatz betrug bei den ersten beiden dieser Geschäfte jeweils 4,21 % und bei den zwei darauffolgenden Geschäften jeweils 4,26 %.

Bei dem regelmäßigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems, das am 30. April 2008 mit einem festgelegten Zuteilungsvolumen von 50 Mrd € abgewickelt wurde, beliefen sich der marginale Zuteilungssatz und der gewichtete Durchschnittssatz auf 4,67 % bzw. 4,75 % und waren damit gegenüber dem Stand des vorangegangenen LRG vom 2. April um 23 bzw. 22 Basispunkte gestiegen. Bei dem Geschäft vom 30. April lag der marginale Zuteilungssatz 19 Basispunkte unter dem zu diesem Zeitpunkt geltenden Dreimonats-EURIBOR.

## 2.4 ANLEIHEMÄRKTE

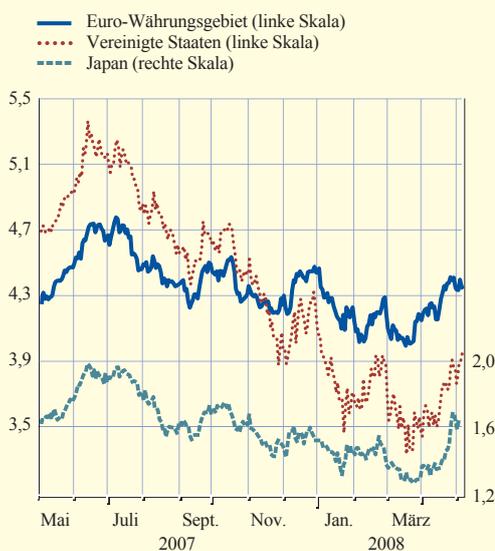
*Im April und Anfang Mai erhöhten sich die Renditen langfristiger Staatsanleihen an den wichtigsten Märkten. Der Anstieg der langfristigen nominalen Anleiherenditen im Eurogebiet war in erster Linie einer entsprechenden Zunahme der langfristigen realen Anleiherenditen zuzuschreiben. Vor dem Hintergrund neuer Höchststände bei den Öl- und Nahrungsmittelpreisen dürfte diese Entwicklung eng mit den geänderten Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Leitzinsentwicklung zusammenhängen. Gleichzeitig veränderten sich die Inflationserwartungen und die damit verbundenen Risikoprämien, die in den Breakeven-Inflationsraten zum Ausdruck kommen, von Ende März bis Anfang Mai im Euro-Währungsgebiet nur geringfügig.*

Im April und Anfang Mai erhöhten sich die Renditen langfristiger Staatsanleihen an den wichtigsten Märkten (siehe Abbildung 11). Die Erwartung niedrigerer Leitzinsen wurde in den größten Wirtschaftsräumen zurückgeschraubt. Ausschlaggebend hierfür waren in erster Linie die weiterhin steigenden Rohstoffpreise, wie sie sich beispielsweise an den neuen Höchstständen der Öl- und Nahrungsmittelpreise ablesen ließen. So rückten die Aussichten für den Verbraucherpreisanstieg stärker ins Zentrum des Interesses der Marktteilnehmer. Im Eurogebiet erhöhten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen von Ende März bis zum 6. Mai um rund 20 Basispunkte auf zuletzt etwa 4,3 %. In den Vereinigten Staaten lagen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen am Ende des Berichtszeitraums bei ungefähr 4,0 % und damit rund 50 Basispunkte über dem Niveau von Ende März. Dadurch verringerte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet um rund 30 Basispunkte. Die Veränderungen der nominalen Renditen in diesen beiden Wirtschaftsräumen sind vor allem durch eine entsprechende Entwicklung der realen Renditen bedingt. In Japan stiegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen seit Ende März um 35 Basispunkte und beliefen sich am Ende des Berichtszeitraums auf 1,6 %. Die Messgrößen der impliziten Anleihemarktvolatilität veränderten sich im Euroraum kaum, während sie in den Vereinigten Staaten zurückgingen, was darauf hindeutet, dass sich die Unsicherheit der Marktteilnehmer bezüglich der kurzfristigen Aussichten am US-Anleihemarkt im Berichtszeitraum abgeschwächt hat.

In den Vereinigten Staaten erhöhten sich die Renditen langfristiger Staatsanleihen im April und Anfang Mai. Obgleich die veröffentlichten Daten ein uneinheitliches Bild der konjunkturellen Aussichten zeichneten, gingen die Marktteilnehmer zunehmend davon aus, dass der Immobilienmarkt und die US-Wirtschaft im Allgemeinen die Talsohle durchschritten hätten. Die mittelfristig nicht mehr ganz so negativen Wachstumsaussichten schlugen sich auch in einem Anstieg der Renditen langfristiger inflationsindexierter Staatsanleihen nieder, der jedoch etwas niedriger ausfiel als jener der nominalen Renditen. Die Breakeven-Inflationsraten, in denen sich die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer und die damit verbundenen Risikoprämien widerspiegeln, erhöhten sich im Berichtszeitraum wei-

Abbildung 11 Renditen langfristiger Staatsanleihen

(in % p. a.; Tageswerte)

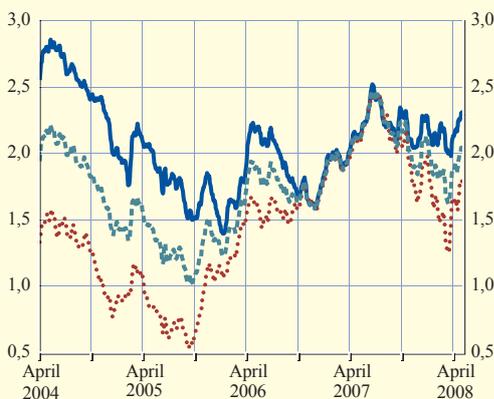


Quellen: Bloomberg und Reuters.  
Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegende Restlaufzeit.

**Abbildung 12 Renditen inflationsindexierter Nullkuponanleihen im Euro-Währungsgebiet**

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

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

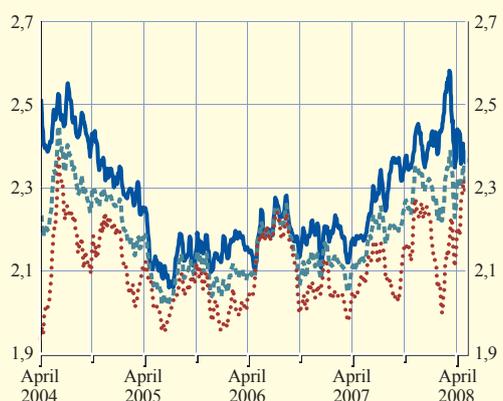


Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 13 Nullkupon-Breakeven-Inflationsraten im Euro-Währungsgebiet**

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

- Fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren
- ..... Fünfjährige Kassa-Breakeven-Inflationsrate
- - - Zehnjährige Kassa-Breakeven-Inflationsrate



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

terhin über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg. Die Entwicklung der Breakeven-Inflationsraten lässt sich anhand der neuen Höchststände bei den Ölpreisen erklären, von denen in der Regel – zumindest auf kurze Sicht – ein Aufwärtsdruck auf die Teuerung ausgeht. Der Beschluss des Offenmarktausschusses der US-Notenbank vom 30. April, den Zielzinssatz für Tagesgeld um 25 Basispunkte auf 2,0 % zu senken, war von den Marktteilnehmern weitgehend erwartet worden.

Der Anstieg der langfristigen nominalen Zinssätze im Eurogebiet war in erster Linie einer ähnlichen Zunahme der entsprechenden realen Renditen zuzuschreiben (siehe Abbildung 12). Diese Entwicklung lässt sich bis zu einem gewissen Grad darauf zurückführen, dass die Marktteilnehmer ihre Einschätzung der Wachstumsaussichten für den Euroraum nach oben revidierten, eine Interpretation, die durch die Veröffentlichung einiger positiver Wirtschaftsdaten im Berichtszeitraum, insbesondere für die Industrie, gestützt wird. Darüber hinaus dürfte die Erholung der nominalen und realen Staatsanleiherenditen auch eine Zunahme der in diesen Renditen enthaltenen Risikoprämien von dem zuvor niedrigen Niveau aufgrund eines Rückgangs der Nachfrage nach qualitativ hochwertigen Staatsanleihen in einem Umfeld zunehmenden Risikoappetits der Anleger widerspiegeln. In Kasten 3 wird die Entwicklung der Renditeabstände von Staatsanleihen erläutert, die ebenfalls deutlich durch die jüngste Schwankung der Risikobereitschaft der Anleger beeinflusst wurde.

Angesichts hoher und steigender Preise für Energie und Nahrungsmittel haben die Breakeven-Inflationsraten für Anleihen mit fünf- und zehnjähriger Laufzeit seit Ende März zugenommen (siehe Abbildung 13). Die fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren – eine Messgröße der langfristigen Inflationserwartungen und der damit verbundenen Risikoprämien – lag hingegen am 6. Mai nach wie vor bei rund 2,4 %.

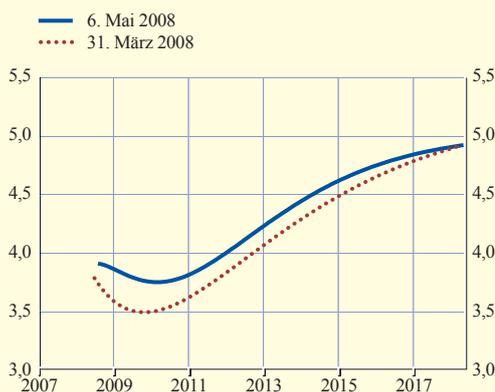
Bei der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euroraum war während des Berichtszeitraums erneut eine Verschiebung nach oben zu verzeichnen, insbesondere bei Laufzeiten von einem Jahr bzw. bis zu drei Jahren (siehe Abbildung 14). Dies ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass

die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der künftigen Leitzinsentwicklung nach oben korrigiert haben. Der Beschluss des EZB-Rats vom 10. April, die Leitzinsen unverändert zu belassen, führte nicht unmittelbar zu einer deutlichen Änderung der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld.

Der Renditeabstand von Unternehmensanleihen im Euroraum verringerte sich im April und Anfang Mai. Insbesondere die Renditedifferenz von Anleihen am unteren Rand des Bonitätspektrums und von Anleihen, die von finanziellen Kapitalgesellschaften begeben wurden, gingen zurück. Gemessen an der Differenz gegenüber Renditen vergleichbarer Staatsanleihen sanken die relativen Kosten der Unternehmensfinanzierung über die Emission von Anleihen mit einem BBB-Rating im Berichtszeitraum im Durchschnitt aller Sektoren um etwa 55 Basispunkte. Alles in allem scheint diese Entwicklung der Renditeaufschläge in erster Linie durch einen Rückgang des Marktpreises für Kreditrisiken im Allgemeinen bedingt zu sein.

Abbildung 14 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p. a.; Tageswerte)



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

Anmerkung: Die implizite Terminzinsstrukturkurve, die sich aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur ableitet, spiegelt die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Terminzinsstrukturkurven ist auf der Website der EZB unter „Euro area yield curve“ dargelegt. Bei den in der Schätzung verwendeten Daten handelt es sich um die Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet mit AAA-Rating.

### Kasten 3

#### JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER RENDITEABSTÄNDE VON STAATSANLEIHEN

Im Zuge der Finanzmarkturbulenzen haben sich die Renditedifferenzen zwischen deutschen Staatsanleihen und Staatsanleihen aus anderen Ländern des Eurogebiets erhöht. Vor allem von Ende Februar bis Mitte März schnellten sie beträchtlich nach oben (siehe Abbildung A)<sup>1</sup> und erreichten Spitzenwerte knapp unter oder sogar über den Rekordständen der betreffenden Länder seit ihrem Beitritt zur Währungsunion. Die Spannungen an den Finanzmärkten und die Eintrübung der Aussichten für den europäischen Finanzsektor könnten unter anderem den Anstoß zur Neubewertung des Länderausfallrisikos gegeben haben. So widmen die Marktanalysten insbesondere den Ländern mit großen fiskalischen und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten wieder verstärkt ihre Aufmerksamkeit.

Der vorliegende Kasten beschäftigt sich mit der jüngsten Entwicklung der Renditeabstände zwischen verschiedenen Staatsanleihen des Euroraums und untersucht diesbezüglich den potenziellen Einfluss von Kredit- und Liquiditätsrisikoprämien. Es wird deutlich gezeigt, dass die Anleger bei ihrer Zuflucht in Staatsanleihen als „sicherem Hafen“ zunehmend zwischen den einzelnen Ländern unterschieden haben. Abschließend wird die Entwicklung der Renditedifferenzen vor dem Hintergrund der Haushaltslage und der Konjunkturaussichten der betreffenden Länder beleuchtet.

<sup>1</sup> Die Abbildungen in diesem Kasten beziehen sich auf die fünf größten Länder des Euroraums (Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande) sowie auf die Länder mit hoher Staatsverschuldung (Belgien, Griechenland und Italien).

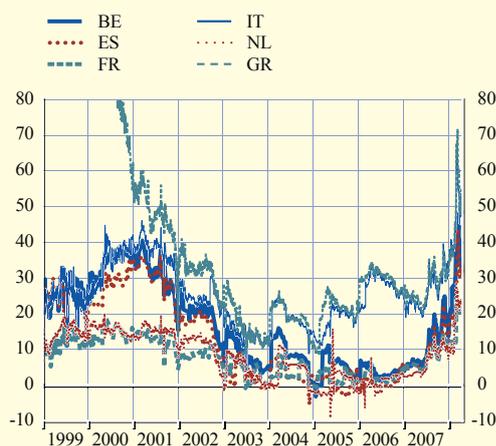
## Kreditrisiko und Liquiditätsrisiko als Erklärungsfaktoren

Die jüngste Ausweitung der Renditeabstände bei den Staatsanleihen hängt sowohl mit der relativen Liquidität der jeweiligen Papiere als auch mit der unterschiedlichen Bonität der Emittenten zusammen.<sup>2</sup> Was den ersten Aspekt betrifft, so werfen Anleihen, die zu niedrigen Transaktionskosten und ohne Auslösung großer Preisänderungen sofort gehandelt werden können, ceteris paribus tendenziell niedrigere Renditen ab. Im Hinblick auf den zweiten Aspekt gilt es zu bedenken, dass die Renditedifferenz nicht nur vom wahrgenommenen relativen Kreditrisiko (Risikomenge) abhängt, sondern auch von der für das Risiko verlangten Entschädigung (Risikopreis), die wiederum mit dem allgemeinen Niveau der Risikoaversion der Anleger in Beziehung steht.

Eine nähere Betrachtung dieser beiden Determinanten zeigt, dass die Neubewertung der sich aus den Staatsanleihen des Eurogebiets ergebenden Risiken mit der allgemeinen Zunahme der Risikoscheu an den globalen Finanzmärkten im Einklang steht. So haben sich die Zinsaufschläge bei allen Kategorien risikoreicher Finanzaktiva seit dem Einsetzen der Finanzmarkturbulenzen erhöht. Die Zinsaufschläge bei Staatsanleihen reagierten etwas zeitverzögert, konnten sich der Entwicklung aber nicht gänzlich entziehen. Abbildung B verdeutlicht, dass die Prämie für Kreditausfallswaps (CDS-Prämie), eine Messgröße für das Ausfallrisiko von Staatsanleihen, in allen Euro-Ländern gestiegen ist.

**Abbildung A Renditeabstand zehnjähriger Staatsanleihen gegenüber Deutschland**

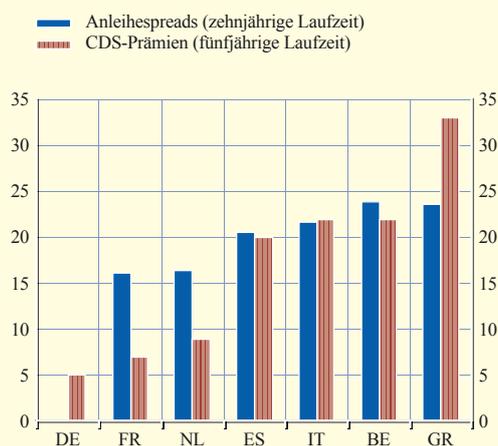
(in Basispunkten)



Quelle: Bloomberg.  
Anmerkung: Der Renditeabstand zwischen griechischen und deutschen zehnjährigen Staatsanleihen belief sich am 1. Januar 1999 auf über 300 Basispunkte.

**Abbildung B Veränderung der Zinsaufschläge von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet gegenüber Deutschland**

(in Basispunkten; von Juli 2007 bis April 2008)



Quelle: Bloomberg.

<sup>2</sup> Was die allgemeinen Determinanten der Renditeabstände von Staatsanleihen in der Fachliteratur betrifft, betonen Favero, Pagano und von Thadden einen gemeinsamen Trend in Bezug auf das aggregierte Risiko; siehe Favero, Pagano und von Thadden, How does Liquidity Affect Government Bond Yields?, IGIER Working Paper Nr. 323, 2007. Beber, Brandt und Kavajecz vertreten die Auffassung, dass die Renditedifferenz von Staatsanleihen überwiegend auf Unterschiede in der Kreditqualität zurückzuführen ist, wobei jedoch in Zeiten von Marktanspannungen tendenziell Liquiditätsfaktoren dominieren; siehe Beber, Brandt und Kavajecz, Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence from the Euro-Area Bond Market, NBER Working Paper Nr. 12376, 2006. Manganelli und Wolswijk weisen auf die Korrelation zwischen Staatsanleiherenditen und Kurzfristzinsen hin; siehe Manganelli und Wolswijk, Market discipline, financial integration and fiscal rules: what drives spreads in the euro area government bond market?, Working Paper Nr. 745 der EZB, 2007.

Im Verlauf der seit August 2007 verzeichneten Marktturbulenzen hat sich die Liquidität am Staatsanleihemarkt des Eurogebiets vorwiegend auf den Markt für Terminkontrakte auf deutsche Bundesanleihen (die an der Eurex gehandelt werden) konzentriert. Dies hat sich positiv auf die Entwicklung der deutschen Staatsverschuldung im Verhältnis zu der anderer Länder ausgewirkt und könnte eine Erklärung für das bessere Abschneiden Deutschlands im Vergleich zu anderen Ländern mit ähnlichen oder sogar besseren Haushaltsaussichten liefern. Das Versiegen der Liquidität am Staatsanleihemarkt des Euroraums in der ersten Märzhälfte dürfte die Ausweitung der Renditeabstände zusätzlich verstärkt haben. Das Austrocknen der Liquidität des Kassamarkts vollzog sich zu einer Zeit, als offenbar einige kreditgehebelte Investoren aufgrund der schwierigeren Refinanzierungsbedingungen beschlossen, einen Teil ihrer in den vergangenen Jahren aufgebauten Bestände an höher rentierlichen Staatsanleihen zu liquidieren.

Aufgrund dieser beiden Faktoren (der Kredit- und der Liquiditätsprämie) wurden solche Staatsanleihen bevorzugt, die als sicherer und liquider galten: Dies waren vor allem deutsche Staatsanleihen. Der erste Faktor (die Neubewertung des Kreditrisikos) spielte bei der Neubewertung eindeutig die größere Rolle.

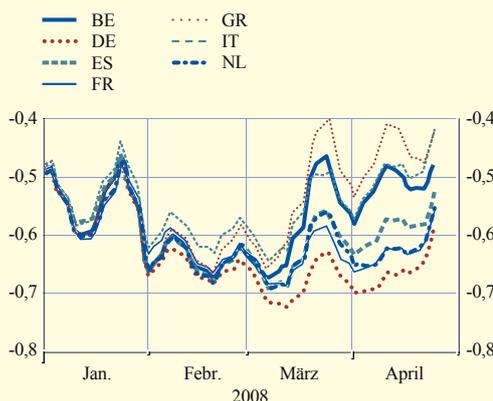
Die genannten Marktfaktoren waren während der abrupten Ausweitung der Renditeabstände in der ersten Märzhälfte dominierend. Die allmähliche Normalisierung der Liquiditätsbedingungen und das Wiederaufkommen einer gewissen Risikobereitschaft, die allgemein an den Kreditmärkten zu beobachten war, sorgten im April für eine Verringerung der Renditedifferenzen.

### Größere Renditedifferenzen als Ausdruck eines differenzierten Anlegerverhaltens bei der Flucht in sichere Häfen

Die zunehmend differenziertere Beurteilung von Staatsanleihen spiegelt sich auch darin wider, dass die Anleihen der verschiedenen staatlichen Emittenten in unterschiedlichem Maße als sicherer Hafen betrachtet werden. In turbulenten Finanzmarktsituationen schichten Investoren ihre Portfolios in der Regel zugunsten sicherer und liquider Anlageformen um. Um das Ausmaß einer solchen Flucht in die Qualität zu beurteilen, kann beispielsweise die zeitvariable Korrelation zwischen der Rendite von Staatsanleihen und der Rendite risikoreicherer Anlagen herangezogen werden, wobei Letztere z. B. anhand eines marktweiten Aktienkursindex ermittelt wird. Je ausgeprägter die Flucht in sichere Anlageformen, desto negativer dürfte die Korrelation ceteris paribus ausfallen. In der Tat war die Korrelation zwischen den Renditen langfristiger Staatsanleihen des Eurogebiets und den Renditen auf den EURO STOXX 50 während der jüngsten Finanzmarktspannungen stark negativ.

Abbildung C Zeitvariable Korrelation zwischen den täglichen Aktienrenditen des Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index und den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen

(Fünftagesdurchschnitte, 1. Januar 2008 bis 25. April 2008)



Quellen: Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Korrelationen werden anhand eines bivariaten GARCH-Modells (BEKK) berechnet.

Seit Anfang 2008 ist eine zunehmende Differenzierung bei der Flucht in sichere Anlagen zu beobachten (siehe Abbildung C). Während die Korrelationsmessgrößen Anfang Januar rund -0,5 % betragen und nur eine sehr geringe Streuung aufwiesen, war ab Februar eine Auffächerung zu beobachten. Seit Mitte März ist eine Differenzierung erkennbar, wobei Deutschland die niedrigste Korrelation (und somit den stärksten Einfluss von Safe-haven-Umschichtungen) aufweist. In Griechenland, gefolgt von Belgien und Italien, war die negative Korrelation am schwächsten ausgeprägt.

### Jüngste Entwicklung der öffentlichen Haushalte und Konjunkturaussichten

Die Ausweitung der Renditeabstände von Staatsanleihen spiegelt eine Reihe länderspezifischer Risikofaktoren wider, die insbesondere die Haushaltspositionen der jeweiligen Länder betreffen. Während die Finanzierungssalden in einigen Ländern des Euroraums 2007 einen relativ soliden Stand erreichten, weisen andere Länder nach wie vor hohe Defizite und Schuldenstände auf, und die Aussichten für die öffentlichen Finanzen sind überwiegend mit Abwärtsrisiken behaftet. Aus der Frühjahrsprognose 2008 der Europäischen Kommission geht hervor, dass Frankreich, Italien, Portugal und Griechenland im laufenden Jahr Defizite von 2 % des BIP oder deutlich darüber aufweisen werden. In den beiden erstgenannten Ländern spiegelt sich darin eine Lockerung der Haushaltspolitik wider. Für 2009 erwartet die Kommission in den Ländern mit hohen Defiziten keine Konsolidierung. Die öffentliche Verschuldung dürfte in Italien, Griechenland und Belgien hoch bleiben und in Irland, Portugal und Frankreich steigen (siehe Tabelle).

Der genannten Frühjahrsprognose zufolge dürfte das euroraumweite BIP-Wachstum im Jahr 2008 rund 0,6 Prozentpunkte niedriger ausfallen als in den Stabilitätsprogrammen der Länder angegeben. Die größten Abweichungen sind in Italien (-1,0 Prozentpunkt), Spanien und Luxemburg (jeweils -0,9 Prozentpunkte), Irland und Frankreich (jeweils -0,7 Prozentpunkte) und Griechenland (-0,6 Prozentpunkte) zu erwarten. Die weniger ehrgeizigen Pläne zur Haushaltskonsolidierung signalisieren den Kapitalmärkten möglicherweise im Zusammenspiel mit den schwächeren Wachstumsaussichten die Notwendigkeit einer zusätzlichen staatlichen Mittelaufnahme über die

**Tabelle Finanzierungssaldo und Verschuldung der öffentlichen Haushalte**

(in % des BIP)

	Finanzierungssaldo			Verschuldung		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Belgien	-0,2	-0,4	-0,6	84,9	81,9	79,9
Deutschland	0,0	-0,5	-0,2	65,0	63,1	61,6
Irland	0,3	-1,4	-1,7	25,4	26,9	28,8
Griechenland	-2,8	-2,0	-2,0	94,5	92,4	90,2
Spanien	2,2	0,6	0,0	36,2	35,3	35,2
Frankreich	-2,7	-2,9	-3,0	64,2	64,4	65,1
Italien	-1,9	-2,3	-2,4	104,0	103,2	102,6
Zypern	3,3	1,7	1,8	59,8	47,3	43,2
Luxemburg	2,9	2,4	2,3	6,8	7,4	7,6
Malta	-1,8	-1,6	-1,0	62,6	60,6	58,8
Niederlande	0,4	1,4	1,8	45,4	42,4	39,0
Österreich	-0,5	-0,7	-0,6	59,1	57,7	56,8
Portugal	-2,6	-2,2	-2,6	63,6	64,1	64,3
Slowenien	-0,1	-0,6	-0,6	24,1	23,4	22,5
Finnland	5,3	4,9	4,6	35,4	31,9	29,1
Euro-Währungsgebiet	-0,6	-1,0	-1,1	66,4	65,2	64,3

Quelle: Frühjahrsprognose 2008 der Europäischen Kommission.

Emission von Staatsanleihen, wodurch es in Ländern mit Haushaltsungleichgewichten zu Druck auf die Langfristzinsen kommt. Außerdem geht die Unsicherheit über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in einigen Ländern mit hohen Leistungsbilanzdefiziten einher, die eine umfangreiche Außenfinanzierung erfordern.

Hinzu kommt das Risiko, dass durch eine Umkehr vergangener unerwarteter Mehreinnahmen und die etwaigen Kosten direkter staatlicher Interventionen zur Unterstützung von Finanzinstituten (die auch in der oben erwähnten Entwicklung der CDS-Spreads zum Ausdruck kommen) im weiteren Jahresverlauf zusätzlicher Druck auf die Haushalte ausgeübt wird. Dies würde die Staatsausgaben und Schuldenstände erhöhen und möglicherweise über eine höhere Zinslast zu Zweit-rundeneffekten führen.

Insgesamt ist festzustellen, dass die Neubewertung der Risiken an den Finanzmärkten und die gestiegene Risikoaversion der Anleger eine Umschichtung von risikoreicheren Anlageformen hin zu Staatsanleihen bewirkt hat, die als sicherer Hafen gelten. Im ersten Quartal 2008 weiteten sich die Renditedifferenzen zwischen deutschen Staatsanleihen und entsprechenden Anleihen anderer Länder des Eurogebiets aus, da die Anleger zunehmend nach Emittentenland differenzierten. Dies geschah vor dem Hintergrund einer Höhereinschätzung der länderspezifischen Risiken im Zusammenhang mit den Aussichten für die öffentlichen Finanzen und die Gesamtwirtschaft. Aber auch die gestiegenen Risikoprämien dürften in dieser Hinsicht eine Rolle gespielt haben. Hinzu kommt, dass das Versiegen der Liquidität am Staatsanleihemarkt erheblich zur Divergenz der Staatsanleiherenditen im Euroraum beigetragen hat.

## 2.5 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

*Die MFI-Zinsen für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gingen im Februar 2008 leicht zurück, was zum Teil der Entwicklung der Marktzinsen geschuldet war. Seit Beginn der Finanzmarkturbulenzen haben sich die kurzfristigen MFI-Zinssätze weitgehend im Einklang mit den Geldmarktsätzen erhöht, während die Entwicklung der langfristigen MFI-Zinsen zu einem Anstieg der Renditeaufschläge gegenüber Staatsanleihen führte. Zugleich weitete sich der Abstand zwischen den langfristigen Kreditzinsen und den anhand der Anleiherenditen der MFIs gemessenen Finanzierungskosten nur geringfügig aus.*

Im Februar verringerten sich die kurzfristigen MFI-Zinssätze für Einlagen und Kredite angesichts eines Rückgangs der Geldmarktzinsen leicht (siehe Tabelle 4 und Abbildung 15). Die Zinsen für kurzfristige Einlagen (bis zu einem Jahr) sanken sowohl bei den privaten Haushalten als auch bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Bei den kurzfristigen Krediten an private Haushalte gingen die Zinsen für Konsumentenkredite und Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Neugeschäft von Januar bis Februar um 5 bzw. 3 Basispunkte zurück. Gleichzeitig verringerten sich die MFI-Zinsen für neue Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit variabler Verzinsung oder einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr sowohl bei kleinen als auch bei großen Darlehen um 9 bzw. 7 Basispunkte, während die Zinssätze für Überziehungskredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften um 12 Basispunkte zurückgingen. Mit Blick auf diese Entwicklung muss berücksichtigt werden, dass der Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld im Februar um 12 Basispunkte fiel.

Längerfristig betrachtet haben sich die kurzfristigen MFI-Zinsen seit Juni 2007 weitgehend analog zu den Zinssätzen am unbesicherten Geldmarkt entwickelt. Von Juni 2007 bis Februar 2008

**Abbildung 15 Kurzfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Geldmarktsatz**

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

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



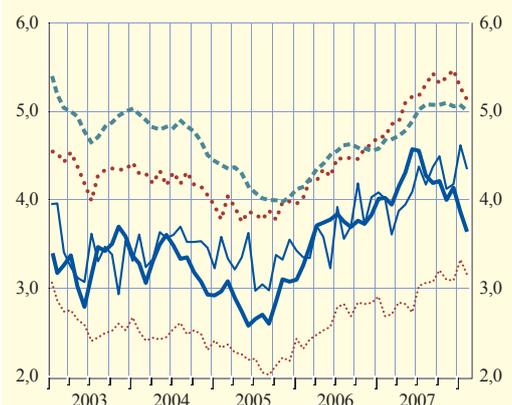
Quelle: EZB.

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 16 Langfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Kapitalmarktsatz**

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

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



Quelle: EZB.

1) Die MFI-Zinssätze werden anhand von Ländergewichten ermittelt, die auf Basis des gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens (ab Dezember 2003) bzw. auf Basis des durchschnittlichen Neugeschäftsvolumens im Jahr 2003 (von Januar 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.

erhöhten sich die kurzfristigen MFI-Zinsen für Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 33 bzw. 13 Basispunkte, während der Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld um 21 Basispunkte anstieg. Zugleich stiegen die Zinsen für Konsumentenkredite und Wohnungsbaukredite an private Haushalte um 34 bzw. 28 Basispunkte, wohingegen die kurzfristigen Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von bis zu 1 Mio € um 31 Basispunkte zulegen.

Im Februar 2008 verringerten sich die MFI-Zinssätze für Einlagen privater Haushalte mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren um 17 Basispunkte und für entsprechende Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 27 Basispunkte (siehe Tabelle 4 und Abbildung 16). Diese Abnahme der Einlagenzinsen steht mit dem Rückgang der Renditen zwei- und fünfjähriger Staatsanleihen um 33 bzw. 22 Basispunkte im selben Zeitraum im Einklang. Die langfristigen MFI-Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte und für Kredite von bis zu 1 Mio € an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften fielen um 6 Basispunkte. Die langfristigen Zinsen für Kredite von mehr als 1 Mio € an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sanken stärker, und zwar um 13 Basispunkte (siehe Abbildung 16).

**Tabelle 4 Zinssätze der MFIs im Neugeschäft**

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

							Veränderung in Basispunkten bis Febr. 2008 <sup>2)</sup>		
	2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4	2008 Jan.	2008 Febr.	2007 Juli	2007 Okt.	2008 Jan.
<b>Einlagenzinsen der MFIs</b>									
Einlagen privater Haushalte									
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr	3,51	3,77	4,07	4,28	4,18	4,10	25	0	-8
Mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	2,71	2,73	3,08	3,09	3,33	3,16	13	-4	-17
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	2,38	2,41	2,57	2,61	2,59	2,68	24	10	9
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	3,14	3,31	3,50	3,67	3,75	3,77	38	20	2
Täglich fällige Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	1,72	1,79	1,92	1,97	2,01	2,01	19	4	0
Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften									
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr	3,67	3,93	4,13	4,26	4,12	4,06	5	-1	-6
Mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	3,61	4,09	4,37	4,18	4,62	4,35	-3	-14	-27
<b>Kreditzinsen der MFIs</b>									
Konsumentenkredite an private Haushalte									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	7,69	8,09	8,50	8,24	8,48	8,43	36	32	-5
Wohnungsbaukredite an private Haushalte									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	4,78	4,99	5,23	5,31	5,30	5,27	21	-2	-3
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 und bis zu 10 Jahren	4,69	4,89	5,08	5,06	5,07	5,01	-1	-7	-6
Überziehungskredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften									
	6,06	6,18	6,50	6,63	6,62	6,50	19	-5	-12
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von bis zu 1 Mio €									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	5,29	5,53	5,92	6,08	5,93	5,84	25	-12	-9
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren	4,83	5,00	5,24	5,28	5,27	5,21	12	-6	-6
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio €									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	4,68	4,90	5,21	5,33	5,11	5,04	13	-6	-7
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren	4,86	5,17	5,43	5,47	5,26	5,13	-5	-18	-13
<b>Nachrichtlich</b>									
Dreimonats-Geldmarktsatz	3,89	4,15	4,74	4,85	4,48	4,36	14	-33	-12
Rendite zweijähriger Staatsanleihen	3,94	4,45	4,10	4,05	3,73	3,40	-108	-71	-33
Rendite fünfjähriger Staatsanleihen	3,95	4,57	4,19	4,14	3,86	3,64	-91	-57	-22

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.

Bei Betrachtung eines längeren Zeithorizonts zeigt sich außerdem, dass die längerfristigen MFI-Zinsen für Einlagen und Kredite seit Juni 2007 meist gestiegen sind. Die MFI-Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren und bis zu zehn Jahren erhöhten sich um 12 Basispunkte. Bei Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren und in Höhe

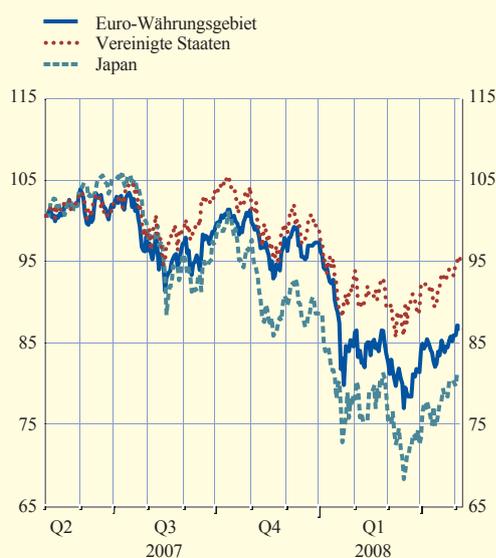
von bis zu 1 Mio € stiegen die MFI-Zinsen um 21 Basispunkte, während sie sich für größere Kredite geringfügig um 4 Basispunkte verringerten. Diese Entwicklung steht im deutlichen Gegensatz zum gleichzeitigen starken Rückgang der Staatsanleiherenditen um 93 und 105 Basispunkte bei fünf- bzw. zweijährigen Anleihen. Der Renditeabstand zwischen den MFI-Kreditzinsen und den Staatsanleiherenditen hat sich daher seit Beginn der Finanzmarkturbulenzen erheblich vergrößert, was auch den Ergebnissen der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet entspricht (siehe Kasten 2). Zugleich weitete sich der Abstand zwischen den Kreditzinsen und den Finanzierungskosten der MFIs angesichts der sprunghaft gestiegenen Kosten der großvolumigen Finanzierung für die MFIs bis Februar nur geringfügig aus, was sich an den Anleiherenditen ablesen lässt.

## 2.6 AKTIENMÄRKTE

*Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet und an anderen wichtigen Märkten stiegen von Ende März bis Anfang Mai deutlich an. Allgemein wurde die Entwicklung an den Aktienmärkten des Euroraums in diesem Zeitraum durch eine höhere Risikoneigung der Anleger gestützt, die ihrerseits womöglich auch mit der Einschätzung seitens der Marktteilnehmer zusammenhing, wonach die Kreditmärkte den größten Teil ihrer Verlustphase bereits hinter sich gelassen haben könnten. Darüber hinaus scheint sich bei den Anlegern die Einschätzung durchgesetzt zu haben, dass sich die Wirtschaft im Eurogebiet nur leicht eintrüben wird. Zugleich ließ die Unsicherheit an den wichtigsten Aktienmärkten gemessen an der impliziten Volatilität deutlich nach.*

**Abbildung 17 Aktienindizes**

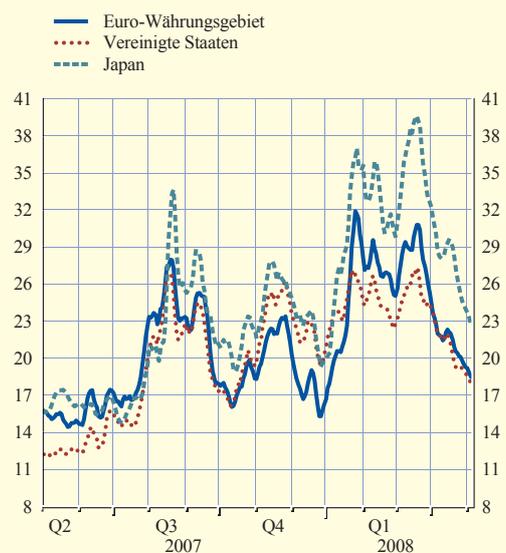
(Index: 1. Mai 2007 = 100; Tageswerte)



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 für Japan.

**Abbildung 18 Implizite Aktienkursvolatilität**

(in % p.a.: gleitender Fünf Tagesdurchschnitt 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.

Die marktbreiten Aktienindizes bewegten sich an den wichtigsten Märkten im April und Anfang Mai nach oben (siehe Abbildung 17). Von Ende März bis zum 6. Mai 2008 legten die Aktienkurse im Euroraum und in den Vereinigten Staaten gemessen am Dow Jones Euro STOXX und am Standard & Poor's 500 um 6 % bzw. 7 % zu. In Japan wiesen die am Nikkei 225 gemessenen Aktienkurse im selben Zeitraum ein Plus von 11 % auf. Zugleich ging die Unsicherheit an den wichtigsten Aktienmärkten, gemessen an der aus Aktienoptionen abgeleiteten impliziten Volatilität, merklich zurück, wobei die Werte jedoch nach wie vor über dem vor Beginn der Finanzmarkturbulenzen beobachteten Niveau lagen (siehe Abbildung 18).

In den Vereinigten Staaten erholten sich die Aktienmärkte im Berichtszeitraum vor dem Hintergrund von Spekulationen, wonach die Kreditmärkte den größten Teil ihrer Verlustphase bereits hinter sich gelassen haben könnten. So lag das Jahreswachstum der tatsächlichen Gewinne pro Aktie für die im Standard & Poor's 500 vertretenen Unternehmen im April so wie in den beiden Vormonaten bei rund -2 %. Dies könnte wiederum ein Zeichen dafür sein, dass sich die Schwächephase des Gewinnzyklus ihrem Ende zuneigt. Zudem hat sich das in zwölf Monaten sowie in drei bis fünf Jahren erwartete Gewinnwachstum pro Aktie im April gegenüber dem Vormonat nur geringfügig verändert und lag in beiden Fällen weiterhin im zweistelligen Bereich. Darüber hinaus schien der Anstieg der Realzinsen im April und Anfang Mai durch einen Rückgang der von den Anlegern verlangten Aktienrisikoprämie ausgeglichen worden zu sein.

Gemessen am Dow Jones Euro STOXX stiegen die Aktienkurse im Eurogebiet im Berichtszeitraum trotz steigender Langfristzinsen ebenfalls an. Wie etwa bei den US-Notierungen scheint der Hauptgrund im Rückgang der Aktienrisikoprämien zu liegen, worin sich eine allgemein gestiegene Bereitschaft der Anleger zum Kauf risikoreicherer Anlageformen widerspiegelt. Die Einschätzung bezüglich der Unternehmensgewinne war jedoch nach wie vor uneinheitlich. Die Jahresänderungsrate des tatsächlichen Gewinnwachstums für die im Dow-Jones-Euro-STOXX-Index vertretenen Unternehmen setzte ihren Abwärtstrend im April fort und belief sich mit rund 9 % das erste Mal seit vier Jahren auf einen einstelligen Wert. Beim Gewinn pro Aktie war ein solcher Übergang von einer zweistelligen zu einer einstelligen Wachstumsrate zuletzt im Oktober 2001 beobachtet worden. Die umfragebasierten Messgrößen des erwarteten Gewinnwachstums gingen auch im April leicht zurück, lagen aber sowohl für den Zeithorizont von zwölf Monaten als auch für den Zeithorizont von drei bis fünf Jahren noch bei rund 8 %. Zudem korrigierten professionelle Aktienmarktanalysten und Unternehmen ihre Schätzungen des Gewinnwachstums pro Aktie für die nächsten zwölf Monate per saldo erneut deutlich stärker nach unten als nach oben. Wenngleich bei allen im Index vertretenen Branchen ein spürbarer Anstieg der Notierungen zu verzeichnen war, wurde die gute Kursentwicklung an den Aktienmärkten im Euroraum in erster Linie vom Öl- und Erdgassektor getragen, wo nach neuen Höchstpreisen für Öl Steigerungen von rund 16 % verzeichnet wurden.

Die implizite Volatilität ging an den wichtigsten Märkten stark zurück, was eine geringere Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der kurzfristigen Aktienkursentwicklung anzeigt. Die Aktienmarktunsicherheit bewegte sich jedoch weiterhin auf einem höheren Niveau als vor Beginn der Finanzmarkturbulenzen. Überdies kam es im Berichtszeitraum zu einer deutlichen Verringerung des Renditeabstands von Unternehmensanleihen am unteren Rand des Bonitätsspektrums, was auch auf einen Rückgang der von den Anlegern für risikoreichere Vermögenswerte wie Aktien geforderten Risikoprämien hindeuten dürfte.

## 3 PREISE UND KOSTEN

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Euro-Währungsgebiet ging Schätzungen zufolge im April 2008 auf 3,3 % zurück, nachdem sie im März einen Höchststand von 3,6 % erreicht hatte; sie blieb damit im sechsten Monat in Folge über 3 %. Dieses Ergebnis bestätigt den anhaltend kräftigen kurzfristigen Inflationsdruck, der vor allem auf den in den letzten Monaten zu beobachtenden starken Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise am Weltmarkt zurückzuführen ist. Mit Blick auf die Zukunft dürfte die jährliche HVPI-Inflationsrate angesichts der aktuellen Preise der Terminkontrakte für diese Rohstoffe in den kommenden Monaten weiterhin deutlich über 2 % liegen und sich im Jahresverlauf 2008 wohl nur allmählich abschwächen. Die verfügbaren Arbeitskostenindikatoren deuten zwar auf eine im Jahr 2007 insgesamt moderate Lohnentwicklung hin, aber es gibt Anzeichen dafür, dass die Löhne zuletzt kräftiger gestiegen sind. Die Inflationsaussichten sind mittelfristig weiterhin eindeutig mit Aufwärtsrisiken behaftet. Diese Risiken umfassen die Möglichkeit weiterer Preissteigerungen bei Energie und Nahrungsmitteln sowie mögliche Erhöhungen der administrierten Preise und indirekten Steuern über das bislang vorhergesehene Maß hinaus. Vor allem besteht das Risiko, dass vom Lohn- und Preissetzungsverhalten zusätzlicher Inflationsdruck ausgehen könnte. Insbesondere könnte die Preissetzungsmacht von Unternehmen, vor allem in Marktsegmenten mit geringem Wettbewerb, stärker sein als derzeit erwartet. Darüber hinaus könnte sich das Lohnwachstum angesichts einer hohen Kapazitätsauslastung, der angespannten Lage am Arbeitsmarkt und der Gefahr von Zweitrundeneffekten aufgrund des gegenwärtig hohen Inflationsniveaus stärker als erwartet beschleunigen.

### 3.1 VERBRAUCHERPREISE

Der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung zufolge ging die jährliche HVPI-Gesamtinflation im April 2008 auf 3,3 % zurück, nachdem sie im März 3,6 % betragen hatte (siehe Tabelle 5). Sollten sich diese Angaben bestätigen, wäre dies der erste Rückgang der Jahreswachstumsrate des HVPI seit August 2007. Damals wurde durch die starken Beiträge der Komponenten Energie und Nahrungsmittel infolge des Preissprungs bei Öl und Nahrungsmittelrohstoffen am Weltmarkt der Inflationsanstieg im Euroraum ausgelöst. Obgleich vollständig aufgeschlüsselte Angaben zum HVPI für April noch nicht verfügbar sind, gibt es Anzeichen dafür, dass die von den Komponenten Energie, unverarbeitete Nahrungsmittel und Dienstleistungen ausgehenden Basiseffekte und Saisoneinflüsse wesentlich zu diesem Rückgang beitragen. Grundsätzlich dürften die Energie- und Nahrungsmittelpreise jedoch nach wie vor erheblich zu der im April weiterhin hohen jährlichen Inflationsrate nach dem HVPI beigetragen haben.

**Tabelle 5 Preisentwicklung**

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

	2006	2007	2007 Nov.	2007 Dez.	2008 Jan.	2008 Febr.	2008 März	2008 April
<b>HVPI und seine Komponenten</b>								
Gesamtindex <sup>1)</sup>	2,2	2,1	3,1	3,1	3,2	3,3	3,6	3,3
Energie	7,7	2,6	9,7	9,2	10,6	10,4	11,2	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	2,8	3,0	3,0	3,1	3,3	3,3	3,8	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	2,1	2,8	4,6	5,1	5,9	6,5	6,8	.
Industrieerzeugnisse ohne Energie	0,6	1,0	1,1	1,0	0,7	0,8	0,9	.
Dienstleistungen	2,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,8	.
<b>Weitere Preisindikatoren</b>								
Industrielle Erzeugerpreise	5,1	2,8	4,3	4,4	5,0	5,4	5,7	.
Ölpreise (in €/Barrel)	52,9	52,8	62,8	62,8	62,4	64,1	66,1	69,8
Rohstoffpreise ohne Energie	24,8	9,2	-0,1	1,4	10,4	15,0	10,3	5,8

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

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im April 2008 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

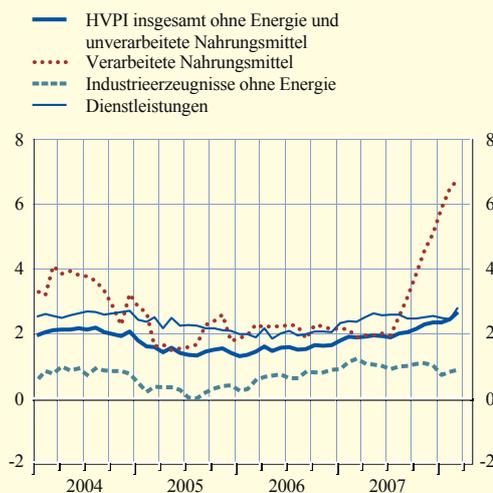
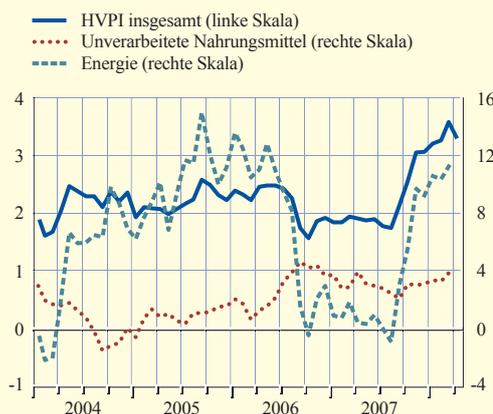
Im März (dem letzten Monat, für den detaillierte Informationen vorliegen) erreichte die Teuerungsrate nach dem HVPI mit 3,6 % einen neuen historischen Höchststand seit der Euro-Einführung im Jahr 1999. Alle Komponenten trugen zu diesem Anstieg bei, insbesondere die Preise für Energie und Nahrungsmittel (siehe Abbildung 19).

Im Vergleich zum Vormonat zogen die Energiepreise im März sehr stark an; alle ölbezogenen Teilkomponenten waren für diesen Preisschub verantwortlich. Der erneute Anstieg der in US-Dollar gerechneten Ölpreise vom März wurde nur zum Teil durch die Aufwertung des Euro kompensiert. Außerdem deuten verfügbare Angaben zu den Benzinpreisen darauf hin, dass sich die Raffineriemargen gegenüber den zuvor erreichten historischen Tiefständen in jüngster Zeit wieder erholt haben. Die Jahreswachstumsrate der im HVPI enthaltenen Energiepreise stieg im März trotz eines geringen Basiseffekts, deutlich auf 11,2 % an, nachdem sie bereits im Februar mit 10,4 % einen hohen Stand erreicht hatte (verglichen mit einer Durchschnittsrate von 2,6 % im Jahr 2007).

Wie in den Vormonaten trugen die Nahrungsmittelpreise im März signifikant zur HVPI-Gesamtinflation bei. Steigende Preise für landwirtschaftliche Rohstoffe am Weltmarkt in Verbindung mit höheren Energie- und Transportkosten heizten die Teuerung bei verarbeiteten Nahrungsmitteln weiter an; im Vorjahresvergleich erreichte sie eine neue Rekordmarke von 6,8 %. Im März zeichnet sich jedoch bei der monatlichen Wachstumsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel eine gewisse Verlangsamung gegenüber der sehr starken Zunahme in jüngster Vergangenheit ab. Diese Abschwächung ist anscheinend bei allen wichtigen Teilkomponenten zu beobachten. So stiegen die Preise für Milch, Käse und Eier im März um 0,4 % im Vergleich zum Vormonat, verglichen mit einer durchschnittlichen Teuerung von 1,7 % in den vorangegangenen sechs Monaten. Sofern es nicht zu einem weiteren Schock bei den Weltmarktpreisen für Nahrungsmittel kommt, dürfte sich insgesamt die Jahreswachstumsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel in der zweiten Jahreshälfte dadurch ebenfalls leicht verringern, obgleich sie sicherlich noch für einige Zeit deutlich über ihrem historischen Durchschnitt liegen wird. Die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel erhöhte sich im März auf 3,8 % nach 3,3 % im Vormonat, hauptsächlich infolge der Preisentwicklung bei Gemüse. Während die Verbraucherpreise der HVPI-Teilkomponente Fleisch (welche die Hälfte des Gewichts der unverarbeiteten Nahrungsmittel ausmachen) im März nur leicht anzogen, könnte in den kommenden Monaten bei den Fleischpreisen der anhaltende Preisdruck, wie er sich in dem jüngsten Anstieg der Erzeugerpreise für Futtermittel andeutet, durchschlagen.

Abbildung 19 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Ohne (verarbeitete und unverarbeitete) Nahrungsmittel und Energie kletterte die Jahreswachstumsrate des HVPI von 1,8 % im Februar auf 2,0 % im Folgemonat; ausschlaggebend hierfür war, dass sich die Jahresänderungsraten der Preise für Industrierzeugnisse ohne Energie und der Dienstleistungen erhöhten. Erstere stieg im März leicht auf 0,9 %, was durch Preissteigerungen bei einer Anzahl von kleinen Komponenten bedingt war, doch liegt sie weiterhin knapp unter der im vergangenen Jahr beobachteten durchschnittlichen Wachstumsrate von 1,0 %. Trotz eines zunehmenden binnenwirtschaftlichen Kostendrucks seitens der Vorleistungen und einer nach wie vor hohen Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe verlief die kurzfristige Inflationsentwicklung bei den Industrierzeugnissen ohne Energie in den letzten Monaten relativ moderat; dies war auf den dämpfenden Einfluss der Euro-Aufwertung auf die Einfuhrpreise und den starken internationalen Wettbewerb zurückzuführen.

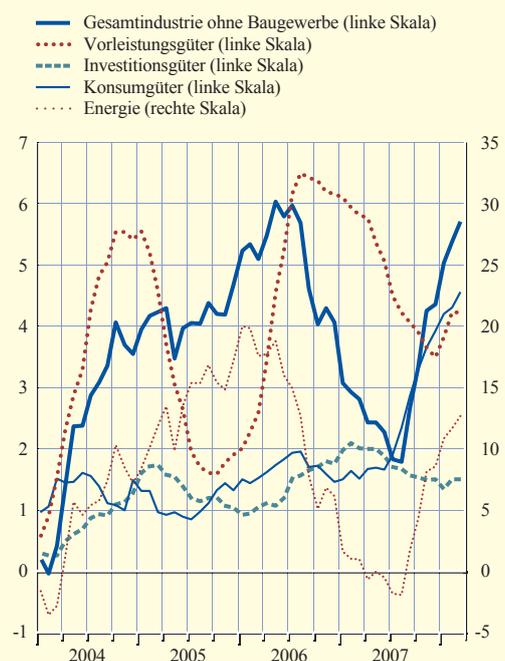
Die Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise erhöhte sich im März deutlich auf 2,8 %. Seit Anfang 2007, als es infolge der im Januar letzten Jahres in Deutschland vorgenommenen Mehrwertsteuererhöhung zu einem Preisschub gekommen war, hatte sich diese Rate auf einem Niveau von rund 2,5 % gehalten. Ein Großteil des im März verzeichneten Anstiegs der Teuerung der Dienstleistungen ist den Erwartungen zufolge jedoch von vorübergehender Natur, da die Anbieter von ferienbezogenen Leistungen (Pauschalreisen, Hotels, Flugreisen usw.) aufgrund des im Vergleich zum Vorjahr frühen Ostertermins ihre saisonabhängigen Preisänderungen vorzogen. Dieser Einfluss dürfte daher im April entfallen sein. Im Gegensatz dazu könnte sich der Anstieg der Verbraucherpreise für Kommunikationsdienstleistungen im März möglicherweise längerfristig auswirken. Außerdem dürfte der auf den Transportleistungen und einigen Freizeitdienstleistungen und persönlichen Dienstleistungen (einschließlich der in Cafés und Restaurants erbrachten Leistungen) lastende anhaltende Kostendruck, der auf die höheren Energie- und Nahrungsmittelpreise zurückzuführen ist, einen dauerhafteren Einfluss auf die Wachstumsrate des HVPI haben.

### 3.2 INDUSTRIELLE ERZEUGERPREISE

Die aus der Preisentwicklung bei Öl und Nahrungsmitteln erwachsende Persistenz des Inflationsdrucks in den frühen Stufen der Produktionskette wird durch einen erneuten Anstieg der Jahresänderungsrate der industriellen Erzeugerpreise insgesamt (ohne Baugewerbe) belegt; diese Rate kletterte von 5,4 % im Februar 2008 auf 5,7 % im Folgemonat (siehe Abbildung 20). Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Energie nahm im März nach der Erhöhung der Rohölpreise weiter kräftig zu (12,7 %). Ohne Energie (und Baugewerbe) gerechnet stiegen die industriellen Erzeugerpreise im Vorjahresvergleich um 3,7 % an, was auf abermals erhöhte Erzeugerpreise für Gebrauchs- und Verbrauchsgüter zurückzuführen war. Der Preisanstieg der letztgenannten Güter war zum Großteil die Folge einer weiteren starken Aufwärtsbewegung der

Abbildung 20 Industrielle Erzeugerpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

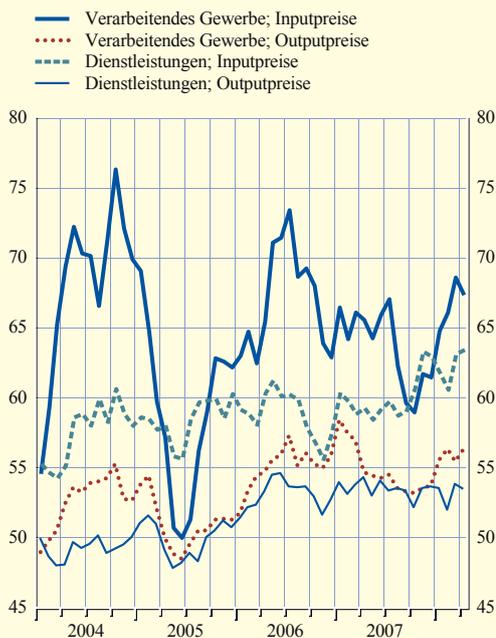
Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel (auf 10,0 %), wohingegen die monatliche Änderungsrate ihren rückläufigen Trend seit dem im Oktober 2007 verzeichneten Höchststand fortsetzte. Gegenüber dem durchschnittlichen monatlichen Anstieg von 1,4 % im Zeitraum von Mai 2007 bis Januar 2008 ging insbesondere die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Milchprodukte, die zu den wichtigsten Nahrungsmittelkomponenten zählen, im Vormonatsvergleich von Februar bis März geringfügig zurück. Bei den Nahrungsmitteln hat sich verglichen mit dem raschen Wachstum in der zweiten Hälfte des zurückliegenden Jahres die kurzfristige Preisdynamik zwar abgeschwächt, aber es hat sich ein deutlicher Preisdruck aufgebaut, der noch nicht an die Verbraucher weitergegeben wurde.

Im Gegensatz dazu scheinen bislang noch keine Hinweise auf einen steigenden Druck auf die Verbraucherpreise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) vorzuliegen, was an der relativen Stabilität der Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter (ohne Tabak und Nahrungsmittel) ablesbar ist; diese Rate liegt seit Beginn des letzten Jahres bei etwa 1,3 %. Die Jahresänderungsraten der Erzeugerpreise für Investitions- und für Vorleistungsgüter blieben im März unverändert und lagen unter ihren entsprechenden Durchschnittswerten für 2007, nachdem sie Anfang 2007 leicht gestiegen waren. Die höheren Preise für Industrierohstoffe und der starke Anstieg der Ölpreise wurden wohl durch die Aufwertung des Euro abgemildert.

Die jüngsten Angaben zum Preissetzungsverhalten der Unternehmen aus der Einkaufsmanager-Umfrage von NTC Economics bestätigen die Einschätzung eines sich kontinuierlich aufbauenden Inflationsdrucks (siehe Abbildung 21). Gemäß den Angaben für April wurde sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungsbereich erneut ein erhöhter Kostendruck seitens der Vorleistungen verzeichnet, höchstwahrscheinlich infolge der hohen Preise für Energie, Nahrungsmittel und Rohstoffe. Im April war der Indikator der Vorleistungskosten im verarbeitenden Gewerbe leicht rückläufig, während er bei den Dienstleistungen seinen höchsten Stand seit Oktober 2000 erreichte. Der Index der Verkaufspreise stieg im verarbeitenden Gewerbe, woraus abzulesen ist, dass die Unternehmen weiterhin ihre höheren Kosten an die Verbraucher weitergeben; im Dienstleistungssektor ging er aber leicht zurück. Die relative Entwicklung beider Indikatoren zeigt allerdings für beide Branchen einen rascheren Anstieg der Vorleistungskosten als der Verkaufspreise, was darauf hindeutet, dass die höheren Vorleistungspreise noch nicht zur Gänze auf die Verbraucher abgewälzt wurden.

Abbildung 21 Umfragen zu Input und Outputpreisen der Erzeuger

(Diffusionsindizes; Monatswerte)



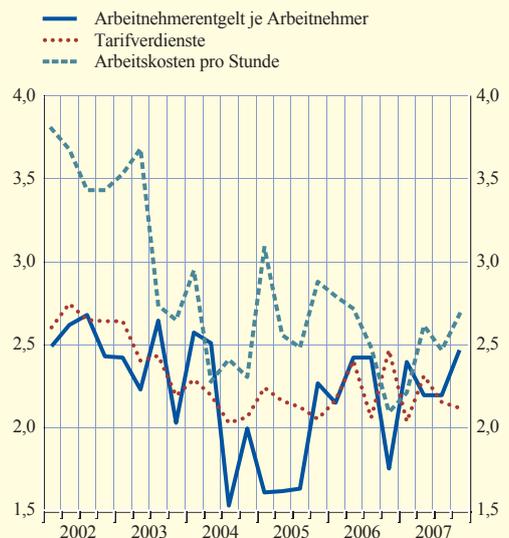
Quelle: NTC Economics.  
Anmerkung: Ein Indexwert von über 50 weist auf einen Preisanstieg hin, während ein Wert von unter 50 auf einen Rückgang hindeutet.

### 3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Aus allen für den Euroraum insgesamt verfügbaren Arbeitskostenindikatoren geht hervor, dass die Lohnentwicklung 2007 nach wie vor gedämpft verlief (siehe Tabelle 6 und Abbildung 22). So lag die jährliche Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer 2007 bei durchschnittlich 2,3 %, verglichen mit 2,2 % im Vorjahr. Im Schlussquartal 2007 war jedoch eine gewisse Wachstumsbeschleunigung erkennbar, worauf der Anstieg der Jahreswachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Angaben zu den Arbeitskosten pro Stunde hindeutet (letzterer war vornehmlich auf die Beschleunigung der jährlichen Wachstumsrate der Lohnkostenkomponente zurückzuführen). Aufgrund einer im Jahresverlauf verzeichneten Produktivitätsverlangsamung stieg die Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten im Schlussquartal 2007 deutlich auf 2,0 % und lag 2007 somit durchschnittlich 0,5 Prozentpunkte über ihrem Wert vom Vorjahr.

Abbildung 22 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quelle: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Hinter den aggregierten Daten verbergen sich allerdings gegenläufige sektorale Entwicklungen (siehe Abbildung 23). In der Industrie war das Wachstum der Arbeitskosten pro Stunde 2007 gegenüber dem Vorjahr klar rückläufig, obschon im vierten Quartal ein leichter Anstieg beobachtet wurde. Im Gegensatz dazu hat sich 2007 das Wachstum der Arbeitskosten pro Stunde bei den marktbestimmten Dienstleistungen gegenüber 2006 beschleunigt, blieb im Schlussquartal aber weitgehend stabil. Im Baugewerbe stieg diese Rate im gesamten Jahresverlauf 2007 deutlich an.

Die Verlaufsmuster in den einzelnen Sektoren scheinen sich nicht nur in Bezug auf das Wachstum der Arbeitskosten deutlich voneinander zu unterscheiden, sondern wesentlich auch in Bezug auf die Entwicklung der Produktivität und damit der Lohnstückkosten. In einigen Wirtschaftszweigen ist der Inflationsdruck eine Folge des mäßigen Produktivitätswachstums, gepaart mit anhaltenden Gewinnsteigerungen aufgrund des geringen Wettbewerbs; dies gilt insbesondere für die marktbestimmten Dienstleistungen (dies wird in Kasten 4 anhand der Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen untersucht).

Tabelle 6 Arbeitskostenindikatoren

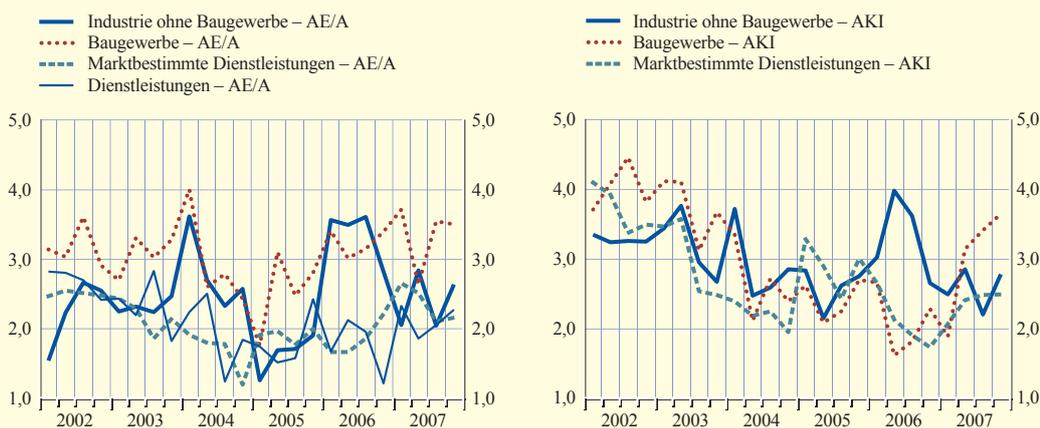
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2006	2007	2006 Q4	2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4
Tarifverdienste	2,3	2,2	2,5	2,0	2,3	2,2	2,1
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	2,5	2,5	2,1	2,2	2,6	2,5	2,7
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,2	2,3	1,8	2,4	2,2	2,2	2,5
<i>Nachrichtlich:</i>							
Arbeitsproduktivität	1,2	0,8	1,6	1,4	0,8	0,8	0,5
Lohnstückkosten	1,0	1,5	0,2	1,0	1,4	1,4	2,0

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Abbildung 23 Entwicklung der Arbeitskosten nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



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

#### KASTEN 4

### INFLATIONSENTWICKLUNG NACH SEKTOREN – BEURTEILUNG ANHAND DER ERGEBNISSE DER VOLKSWIRTSCHAFTLICHEN GESAMTRECHNUNGEN (VGR)

Für die konjunkturelle Beurteilung des Preisdrucks im Euro-Währungsgebiet steht eine Vielzahl unterschiedlicher Datenquellen zur Verfügung. Insbesondere die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen liefern für das Verständnis von Preisen, Arbeitskosten und Gewinnen wertvolle Informationen, und zwar sowohl in aggregierter Betrachtung als auch aufgeschlüsselt nach Sektoren. Im vorliegenden Kasten werden die VGR-Ergebnisse zu Preisen und Kosten untersucht, um den aktuellen Inflationsdruck im Euroraum zu ermitteln. Darüber hinaus werden bei der Beurteilung, inwieweit Produktivität und Wettbewerb auf längere Sicht in den einzelnen Sektoren preistreibend wirken, Angaben aus der neuesten Version der EU-KLEMS-Datenbank (März 2008) herangezogen.

#### Preisdruck in der Gesamtwirtschaft

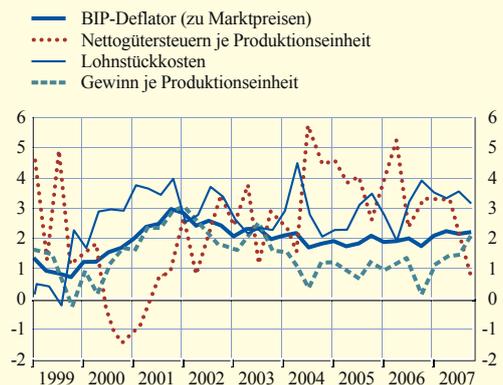
Im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen lässt sich das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in verschiedene Einkommenskomponenten aufspalten. In diesem Zusammenhang kann der BIP-Deflator – der den „Preis“ der gesamten Wertschöpfung je Produktionseinheit misst – aufgliedert werden in Lohnstückkosten, Gewinn je Produktionseinheit und Nettogütersteuern (Produktions- und Importsteuern abzüglich Subventionen) je Produktionseinheit.<sup>1</sup> Diese Aufschlüsselung findet sich auch in der Abbildung, in der erkennbar ist, dass sich die Jahresänderungsrate des BIP-Deflators (zu Marktpreisen) in den letzten Jahren relativ verhalten entwickelt hat, im Jahres-

<sup>1</sup> Eine Übersicht über die unterschiedlichen Verwendungsmöglichkeiten der Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zur konjunkturellen Analyse der Inflation findet sich in: EZB, Ermittlung des Preisdrucks im Euro-Währungsgebiet unter Verwendung der Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR), Kasten 6, Monatsbericht Dezember 2006.

verlauf 2007 aber auf durchschnittlich 2,2 % (zweite Jahreshälfte) anstieg. Seit 2004 haben sich die Komponenten des BIP-Deflators leicht gegenläufig entwickelt. Beim Gewinn je Produktionseinheit und den indirekten Steuern je Produktionseinheit lag die jährliche Zunahme in der Regel über dem Anstieg des Deflators der Bruttowertschöpfung, während das Wachstum der Lohnstückkosten darunter lag. Im Gesamtjahr 2007 nahm der Gewinn je Produktionseinheit um 3,4 % zu, und das Wachstum der indirekten Steuern je Produktionseinheit übertraf den Anstieg des Deflators der Bruttowertschöpfung ein wenig, ging im Jahresverlauf aber merklich zurück. Zudem beschleunigte sich das jährliche Wachstum der Lohnstückkosten im Verlauf des Jahres 2007 merklich und lag im vierten Quartal bei 2,0 %.

### Zusammensetzung des BIP-Deflators des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und ECB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Nettogütersteuern beziehen sich auf Produktions- und Importsteuern abzüglich Subventionen.

Alternativ kann der Gewinn bei der Aufschlüsselung des BIP-Deflators auch als Aufschlag auf die Arbeitskosten betrachtet werden. Werden die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen auf diese Art dargestellt, so ermöglicht dies eine ähnliche Aufgliederung auf disaggregierter sektoraler Ebene (siehe Tabelle A, in der sich auch die Aufspaltung von Lohnstückkosten in Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und Wachstum der Arbeitsproduktivität je Beschäftigten zeigt). Die Erhöhung des BIP-Deflators im Eurogebiet spiegelt sowohl ein positives Wachstum der Lohnstückkosten wider als auch steigende Gewinnaufschläge, was auf den stetigen Rückgang des Lohnanteils zurückzuführen ist – wobei es sich ganz einfach um den Kehrwert des Gewinnaufschlagindikators handelt. Dieser Anteil sank von rund 65 % im Jahr 2000 auf 62 % im Jahr 2007. In diesem Jahr stieg der Beitrag der Lohnstückkosten zum Anstieg des Deflators der Bruttowertschöpfung stark an, wohingegen der Beitrag der Gewinnaufschläge im Jahresverlauf rückläufig war.

### Sektorale Inflationsentwicklung

Hinter der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung der Komponenten des BIP-Deflators verbergen sich deutliche sektorale Unterschiede. Das kräftige allgemeine Wachstum der Gewinnaufschläge seit 2004 lässt sich anscheinend zum Teil auf die Industrie ohne Baugewerbe zurückführen. In diesem Sektor hat das rasche Wachstum der Arbeitsproduktivität einen Rückgang der Lohnstückkosten ermöglicht. Das starke Gewinnwachstum in dieser Branche deutet darauf hin, dass sie dem Druck, der vom Anstieg der nicht arbeitsbezogenen Vorleistungskosten und dem erhöhten globalen Wettbewerb ausgeht, widerstehen konnte. Seit 2004 kontrastiert die Entwicklung der Komponenten des Deflators der Bruttowertschöpfung in der Industrie ohne Baugewerbe deutlich mit jener im Dienstleistungsbereich. Hier waren die steigenden Lohnstückkosten für die Zunahme des Anstiegs des Deflators der Bruttowertschöpfung (sowohl bei den marktbestimmten als auch den nicht marktbestimmten Komponenten) verantwortlich. Hauptgrund hierfür war das unterdurchschnittliche Wachstum der Arbeitsproduktivität in dem Sektor, insbesondere im Hinblick auf die nicht marktbestimmten Dienstleistungen. Durch das Lohnwachstum erhöhte sich im Jahr 2007 der Aufwärtsdruck sowohl für die marktbestimmten als auch die nicht marktbe-

**Tabelle A Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen:  
Gesamtwirtschaft und wichtige Wirtschaftszweige**

(Veränderung gegenüber Vorjahr in %)

	1996-2007	2004	2005	2006	2007	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4
<b>Gesamtwirtschaft</b>								
<b>BIP-Deflator (zu Faktorkosten)</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
Gewinnaufschlagindikator	0,5	0,7	0,7	0,7	0,4	0,5	0,5	-0,1
Lohnstückkosten	1,3	1,0	1,0	0,9	1,5	1,4	1,4	2,0
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,2	2,2	1,8	2,2	2,3	2,2	2,2	2,5
Arbeitsproduktivitätswachstum	0,9	1,1	0,8	1,3	0,8	0,8	0,8	0,5
<b>Industrie ohne Baugewerbe</b>								
<b>BIP-Deflator (zu Faktorkosten)</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>
Gewinnaufschlagindikator	0,9	1,1	1,8	1,4	2,4	2,4	3,0	1,3
Lohnstückkosten	-0,2	-0,5	-0,8	-0,8	-0,7	0,1	-1,3	-0,4
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,4	2,8	1,6	3,4	2,4	2,8	2,0	2,6
Arbeitsproduktivitätswachstum	2,6	3,4	2,5	4,2	3,1	2,8	3,4	3,0
<b>Baugewerbe</b>								
<b>BIP-Deflator (zu Faktorkosten)</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>
Gewinnaufschlagindikator	0,9	1,3	1,4	3,4	0,5	0,3	-0,6	-0,3
Lohnstückkosten	2,5	3,5	3,3	1,3	4,2	4,8	5,4	5,0
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,2	3,0	2,5	3,2	3,3	2,6	3,5	3,5
Arbeitsproduktivitätswachstum	-0,4	-0,5	-0,7	1,9	-0,8	-2,1	-1,8	-1,4
<b>Marktbestimmte Dienstleistungen</b>								
<b>BIP-Deflator (zu Faktorkosten)</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>
Gewinnaufschlagindikator	0,3	0,7	0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5
Lohnstückkosten	1,3	1,4	0,9	1,1	1,7	1,8	1,6	2,1
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,9	1,7	1,9	1,8	2,4	2,5	2,1	2,2
Arbeitsproduktivitätswachstum	0,5	0,3	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,0
<b>Nicht marktbestimmte Dienstleistungen</b>								
<b>BIP-Deflator (zu Faktorkosten)</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>
Gewinnaufschlagindikator	0,1	0,2	0,6	0,0	0,1	0,5	0,0	-0,2
Lohnstückkosten	2,5	2,1	1,9	2,5	1,7	0,7	1,9	2,3
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,4	2,4	1,8	1,8	2,1	1,4	2,2	2,6
Arbeitsproduktivitätswachstum	-0,1	0,3	-0,1	-0,6	0,4	0,7	0,3	0,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Gewinnaufschlagindikator wird definiert als Unterschied zwischen den Wachstumsraten des BIP-Deflators (zu Faktorkosten) und der Lohnstückkosten. Das Arbeitsproduktivitätswachstum wird je Beschäftigten angegeben. Marktbestimmte Dienstleistungen beziehen sich auf folgende Untergruppen: Handel und Reparaturen, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung, Kredit- und Versicherungsgewerbe sowie Grundstücks- und Wohnungswesen, Vermietung beweglicher Sachen, Erbringung von unternehmensbezogenen Dienstleistungen. Nicht marktbestimmte Dienstleistungen beziehen sich auf öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen und andere öffentliche und sonstige Dienstleistungen.

stimmten Dienstleistungen.<sup>2</sup> Das Baugewerbe schließlich unterscheidet sich sowohl von der Industrie ohne Baugewerbe als auch von den Dienstleistungen dahingehend, dass es einen wesentlich höheren Anstieg des Deflators der Bruttowertschöpfung aufweist. Ähnlich wie bei der Industrie ohne Baugewerbe verzeichnet auch der Bausektor ein rasches Wachstum der Gewinnaufschläge. Darüber hinaus weist diese Branche, wie auch die Dienstleistungen, allgemein rasch steigende Lohnstückkosten auf.

Über einen längeren Zeitraum betrachtet kann anhand der bis 2005 vorliegenden Angaben aus der EU-KLEMS-Datenbank der Zusammenhang zwischen dem Anstieg des Deflators der Bruttowert-

2 Eine umfassendere Analyse des Preisdrucks im Dienstleistungsbereich findet sich in: EZB, Jüngste Entwicklung der Teuerung bei den Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet, Kasten 2, Monatsbericht April 2008

**Tabelle B Sektoral aufgeschlüsselte Angaben zu Inflation, Wettbewerb und Produktivität im Euro-Währungsgebiet, 1996 bis 2005**

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

Sektor	BIP-Deflator (zu Faktor- kosten)	Wettbewerbsindikatoren		Produktivitätswachstum	
		Gewinnaufschlag (in %) Produktion/Produktionskosten	Gewinnmarge (in %) Betriebsüberschuss/ Produktion	Arbeitsproduktivität je geleistete Arbeitsstunde	Totale Faktorproduktivität
<b>Gesamtwirtschaft</b>	<b>1,9</b>	<b>21,5</b>	<b>17,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>
Industrie ohne Baugewerbe	0,8	12,2	10,9	2,4	1,2
Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	-0,7	13,6	11,9	3,3	1,8
Baugewerbe	3,4	10,8	9,7	-0,1	-0,9
Marktbestimmte Dienstleistungen	1,9	36,5	26,7	0,6	-0,2

Quellen: EU-KLEMS und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zypern, Malta und Slowenien sind in den Angaben nicht enthalten. Der Betriebsüberschuss entspricht der Bruttowertschöpfung abzüglich des Arbeitnehmerentgelts, wobei letzteres ermittelt wird, indem dem Entgelt das Verhältnis zwischen den von allen Erwerbstätigen geleisteten Arbeitsstunden und den von den Arbeitnehmern geleisteten Arbeitsstunden zugrunde gelegt wird.

schöpfung, Arbeitsproduktivitätswachstum und Gewinnaufschlägen in den verschiedenen Wirtschaftsbereichen untersucht werden (siehe Tabelle B).<sup>3</sup> In der Zeit von 1996 bis 2005 war der Anstieg des Deflators der Bruttowertschöpfung bei den marktbestimmten Dienstleistungen höher als in der Industrie ohne Baugewerbe, zum Teil infolge des niedrigeren Arbeitsproduktivitätswachstums und der höheren Gewinnaufschläge (was auf einen geringeren Wettbewerb schließen lässt). Zugleich wies das Baugewerbe im zurückliegenden Zehnjahreszeitraum einen starken Anstieg des Deflators der Bruttowertschöpfung, ein zögerliches Arbeitsproduktivitätswachstum sowie niedrige Gewinnmargen auf.

Insgesamt zeigt die Analyse der Indikatoren der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, dass sich das Wachstum der Lohnstückkosten 2007 bei weiterhin steigenden Gewinnaufschlägen wieder erhöhte. Die Zunahme der Lohnstückkosten ergab sich aus der Entwicklung im Dienstleistungsbereich, wo das höhere Lohnwachstum nicht durch eine entsprechend verbesserte Arbeitsproduktivität ausgeglichen wurde. Längerfristig betrachtet stehen sowohl das mäßige Produktivitätswachstum als auch die überdurchschnittlichen Gewinnmargen mit einem relativ starkem Anstieg des Deflators der Bruttowertschöpfung bei den marktbestimmten Dienstleistungen in Zusammenhang. Der Beitrag der marktbestimmten Dienstleistungen könnte also dadurch verringert werden, dass Maßnahmen zur Förderung des technischen Fortschritts und des Wettbewerbs in diesen Industriezweigen ergriffen werden.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Verglichen mit den Standardergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen bietet die EU-KLEMS-Datenbank den Vorteil, dass die Arbeitsproduktivität je geleisteter Arbeitsstunde und die totale Faktorproduktivität (im Gegensatz zur einfachen Arbeitsproduktivität je Beschäftigten) dargestellt werden und dass Messgrößen für Gewinnaufschläge, welche um die gesamten Produktionskosten (und nicht nur um die Arbeitskosten) bereinigt sind, erhalten werden können. Siehe M. Timmer, T. van Moergastel, E. Stuijvenwold, G. Ypma, M. O'Mahony und M. Kangasniemi, EU KLEMS Growth and Productivity Accounts Version 1.0, März 2007. Entsprechende Berechnungen der Gewinnaufschläge werden erläutert in: EZB, Wettbewerb und Wirtschaftsleistung im Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets, Monatsbericht Mai 2007, und in: Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des EZB, Competition, productivity and prices in the euro area services sector, Occasional Paper Nr. 44 der EZB, April 2006.

<sup>4</sup> Zur Notwendigkeit weiterer Strukturreformen im Euroraum siehe R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker and J. Turunen, Labour productivity developments in the euro area, Occasional Paper Nr. 53 der EZB, Oktober 2006; EZB, Produktivitätswachstum im Euroraum und struktureller Reformbedarf, Kasten 5, Jahresbericht 2006; EZB, Sektorale Entwicklung des Wachstums der totalen Faktorproduktivität in den Ländern des Euro-Währungsgebiets, Kasten 6, Monatsbericht Oktober 2007; EZB, Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse der jüngsten Veröffentlichung der EU-KLEMS-Datenbank, Kasten 4, Monatsbericht Januar 2008; und EZB, Produktivitätswachstum und Geldpolitik, Monatsbericht Januar 2008.

Die für das erste Quartal vorliegenden Teilinformationen lassen für die Löhne weitere Anzeichen für eine Beschleunigung erkennen. Die vorläufigen Angaben zu den Tarifverdiensten im Januar und Februar lassen darauf schließen, dass es in mehreren Ländern zu erheblichen Lohnsteigerungen gekommen ist, die allerdings das erwartete Maß nicht übersteigen. In Deutschland deuten die jüngsten Tarifabschlüsse auf ein deutlich beschleunigtes Lohnwachstum im öffentlichen Dienst und in der Stahlindustrie hin. Es besteht die Gefahr, dass diese Abschlüsse in die laufenden oder künftigen Tarifverhandlungen in anderen Zweigen des privaten Sektors und in anderen Regionen hineinwirken und auch die administrierten Preise beeinflussen.

Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich das Lohnwachstum 2008 weiter beschleunigen. Die Zunahme ergibt sich sowohl daraus, dass Maßnahmen zur Reduzierung der Sozialbeiträge auslaufen, als auch aus stärkeren Zuwächsen bei den tatsächlich gezahlten Löhnen, und zwar vor dem Hintergrund einer nach wie vor gespannten Arbeitsmarktlage, weiterhin hoher Kapazitätsauslastung, einer allmählich nicht mehr gegebenen Lohnzurückhaltung sowie kräftiger Verbraucherpreisanstiege. Darüber hinaus üben auch die bestehenden Lohnindexierungssysteme einen Preisdruck aus. Die Existenz derartiger Systeme ist für den EZB-Rat ein Grund zur Besorgnis. Kasten 5 enthält Hintergrundinformationen zu den in Euro-Ländern bestehenden Lohnindexierungen.

#### KASTEN 5

##### LOHNINDEXIERUNGSMECHANISMEN IN LÄNDERN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Im vorliegenden Kasten werden Art und Umfang der Lohnindexierung im Euro-Währungsgebiet untersucht. Die formale Lohnindexierung wird definiert als das Vorhandensein von Klauseln in Gesetzen oder Verträgen, durch die die Löhne (im öffentlichen Sektor oder in der Privatwirtschaft) weitgehend automatisch an die Preisentwicklung gebunden sind. Der EZB-Rat ist über die Existenz derartiger Systeme zur Indexierung der Nominallöhne an die Verbraucherpreise besorgt. Diese Systeme bergen das Risiko, dass aufwärts gerichtete Preisschocks wie derzeit bei den Energie- und Nahrungsmittelpreisen von längerer Dauer sind und sogar zu einer Lohn-Preis-Spirale führen. Eine solche Spirale würde die Aufgabe der EZB, Preisstabilität zu gewährleisten, erschweren und sich in den betreffenden Ländern nachteilig auf Beschäftigung und Wettbewerbsfähigkeit auswirken. Der EZB-Rat hat daher gefordert, derartige Lohnregelungen zu vermeiden.

Die Tabelle gibt einen Überblick über die Lohnindexierung im privaten Sektor der Länder des Euro-Währungsgebiets. In sieben Ländern des Euroraums (Belgien, Spanien, Frankreich, Zypern, Luxemburg, Malta und Slowenien) existiert eine Art automatischer Preisindexierung der Löhne in der Privatwirtschaft. Zwar sind in keinem dieser Länder die Löhne direkt an den HVPI-Gesamtindex gebunden, aber meist wird der nationale Verbraucherpreisindex (VPI) oder ein sehr ähnlicher breit angelegter Verbraucherpreisindex dazu verwendet. Die Preisindexierung der Löhne erfolgt in Belgien, Zypern und Luxemburg automatisch; dort werden die Löhne an die Verbraucherpreiserhöhungen der Vergangenheit angepasst. Während in Zypern und Luxemburg der nationale VPI als maßgeblicher Verbraucherpreisindex herangezogen wird (in Zypern ohne die Erhöhungen indirekter Steuern), wird in Belgien der Gesundheitsindex, d. h. der VPI ohne Alkohol, Tabak und Benzin (aber einschließlich Heizöl, Gas und Strom), verwendet. Bei den meisten Tarifverträgen im privaten Sektor Spaniens werden die Löhne rückwirkend nach oben

## Übersicht über die wesentlichen Merkmale von weitgehend automatischen Lohnindexierungen und Lohnleitlinien im privaten Sektor

	Indexierungsart	Inflationsmessgröße	Mechanismus	Abdeckung der Beschäftigten im privaten Sektor
<b>Länder mit weitgehend automatischer Lohnindexierung:</b>				
BE	Automatisch, aber durch Lohnnorm und in einigen Sektoren durch All-In-Klausel eingeschränkt	Gesundheitsindex <sup>1</sup>	Lohnerhöhung, sobald der gleitende Viermonatsdurchschnitt der Inflationsrate der Vergangenheit einen bestimmten Schwellenwert (meist 2 %) überschreitet. Es wird zunehmend dazu übergegangen, die Indexierung unabhängig von der erreichten Inflationsrate in festen zeitlichen Abständen 1-12 mal jährlich vorzunehmen.	Fast 100 %
ES	Automatisch	Nationaler VPI	Klausel in den meisten Tarifverträgen des privaten Sektors. Es findet eine Inflationsbereinigung statt, wenn die Teuerung über der im Tarifvertrag verankerten voraussichtlichen Inflationsrate liegt.	Rund 68 %
FR	Automatisch	Nationaler VPI ohne Tabak	Mindestlohn wird im Juli automatisch um Teuerung + Hälfte der Reallohnerhöhung der Arbeiter + diskretionäre Anpassung angehoben. Häufigere Anpassungen sind möglich.	Rund 13 %
CY	Automatisch	Nationaler VPI ohne Erhöhungen indirekter Steuern	Löhne werden zweimal jährlich (1. Jan. und 1. Juli) an die durchschnittliche Inflationsrate der vorangegangenen sechs Monate angepasst.	Rund 65 %
LU	Automatisch	Nationaler VPI mit Angleichungen wegen bestimmter Steuermaßnahmen	Löhne werden nach oben korrigiert, wenn der gleitende Sechsmonatsdurchschnitt der Inflation um 2,5 % höher ist als bei der letzten Lohnindexierung.	100 %
MT	Durch Anpassung an die Lebenshaltungskosten	Einzelhandelspreisindex	Mindestlöhne werden an die durchschnittliche Inflationsrate der letzten 12 Monate (bis September) angepasst.	Nicht verfügbar
SI	Automatisch	Erwarteter nationaler VPI	Bereinigung im Juli um erwartete Inflation. Zusätzliche Bereinigung jeweils im Januar, wenn die Inflation höher ist als vorhergesehen.	Rund 20 %
<b>Länder ohne automatische Lohnindexierung, aber mit einer Art Lohnleitlinie:</b>				
GR	Nicht automatisch	Nationaler VPI	Bis 2003 enthielten Tarifmindestlöhne und andere Vereinbarungen im privaten Sektor bisweilen eine Inflationsklausel, um ab einer bestimmten Inflationshöhe einen Ausgleich mit Beginn des Folgejahres zu gewähren. Seither gibt es in Tarifverträgen Klauseln dieser Art nicht mehr.	Nur privater Nichtbankensektor
IT	Nicht automatisch	Nationaler VPI	Bei Vertragsverlängerungen (alle zwei Jahre) kann ein Ausgleich für die Differenz zwischen der nach dem alten Vertrag erwarteten Inflation und der aktuellen Teuerungsrate vereinbart werden. Terms-of-Trade-Schocks werden nicht berücksichtigt.	100 %
FI	Vertraglich, nicht automatisch	Nationaler VPI	Lohnerhöhungen zum Ausgleich der Inflation der Vergangenheit, die über dem in Tarifverträgen festgelegten Schwellenwert liegt. Diese Inflationsklauseln waren typisch für umfangreiche Einkommensvereinbarungen, wurden jedoch bisher nur einmal angewendet.	100 %

1) Nationaler VPI ohne Benzin, Tabak und Alkohol.

korrigiert, sobald die Inflation nach dem nationalen VPI die Referenzrate der Regierung (normalerweise 2 %) überschreitet. In Frankreich, Malta und Slowenien gilt die automatische Indexierung hauptsächlich für Sozial- oder Mindestlöhne und betrifft somit in Frankreich und Slowenien nur einen geringen Teil der Erwerbspersonen.

In fünf Euro-Ländern (Belgien, Zypern, Luxemburg, Malta und Slowenien) sind die Löhne im öffentlichen Sektor vollständig oder teilweise inflationsindexiert. In Belgien, Zypern und Luxemburg erfolgt diese Indexierung automatisch auf Basis der Inflationsraten der Vergangenheit. Die für die Koppelung verwendete Messgröße ist in den meisten Fällen der Gesamtindex der Verbraucherpreise, in dem in Zypern die Erhöhungen der indirekten Steuern und in Belgien die Preise für Alkohol, Tabak und Benzin nicht enthalten sind. Da die Lohnindexierung im öffentlichen Sektor eine wichtige Signalwirkung auf die Tarifpartner in anderen Bereichen haben kann, ist dieser in besonderem Maße dafür verantwortlich, zu einer Vermeidung von Zweitrundeneffekten auf die Preisentwicklung beizutragen.

### 3.4 PREISE FÜR WOHN-EIGENTUM IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

In der zweiten Jahreshälfte 2007 hat sich das Wachstum der Wohnimmobilienpreise weiterhin leicht abgeschwächt. Die für das Eurogebiet vorliegenden Schätzungen zeigen ein jährliches prozentuales Wachstum von 4,0 % in der zweiten Hälfte 2007, gegenüber 5,0 % im ersten Halbjahr und 6,5 % im Jahr 2006. Zwar kommt es in den meisten Ländern tendenziell zu einer allmählichen Wachstumsverlangsamung, aber die Korrektur an den Wohnimmobilienmärkten scheint zuweilen ausgeprägter zu sein (z. B. in Irland, wo seit Mitte 2007 negative Vorjahrsraten verzeichnet werden). Auf Länderebene gab es im zweiten Halbjahr 2007 nach wie vor deutliche Unterschiede beim Jahreswachstum der Wohnimmobilienpreise, das von -3,9 % in Irland bis 9,1 % in Belgien reicht.

### 3.5 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Mit Blick auf die Zukunft dürfte die jährliche am HVPI gemessene Teuerung im März einen Höchststand erreicht haben, aber der für April geschätzte Rückgang sollte mit Vorsicht betrachtet werden. Die fortgesetzte Ölpreisstärke deutet auf einen anhaltenden Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise für Energie hin, und trotz einer verlangsamten kurzfristigen Preisdynamik sind weitere Preiserhöhungen bei verarbeiteten Nahrungsmitteln nicht auszuschließen. Angesichts der jüngsten Ölpreisentwicklung und des kontinuierlichen Preisaufriffs bei Nahrungsmitteln und Rohstoffen auf globaler Ebene dürfte die Jahreswachstumsrate der HVPI-Inflation in den kommenden Monaten bei deutlich über 2 % bleiben und im Jahresverlauf 2008 nur allmählich sinken. Diese schrittweise Verlangsamung basiert – gestützt auf günstige Basiseffekte im Zusammenhang mit den Preisen für Energie und verarbeitete Nahrungsmittel – auf der Annahme, dass sich die jüngsten Rohstoffverteuerungen im Einklang mit den aktuellen Preisen für Rohstoffterminkontrakte teilweise umkehren werden. Ferner gründet sie auf der Annahme, dass sich zurückliegende Preissprünge bei Öl und Nahrungsmittelrohstoffen nicht in nennenswerter Weise in den sonstigen Komponenten des HVPI (ohne Energie und Nahrungsmittel) niederschlagen werden. Da der HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie im März 2008 sein stärkstes Wachstum seit April 2003 verzeichnete, erfordert der zugrunde liegende Inflationsdruck eine genaue Beobachtung.

Die jüngsten Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB (SPF) (siehe Kasten 6) zeigen für 2008 einen deutlichen Anstieg der Inflationserwartungen gegenüber der vorherigen Umfragerunde und eine moderate Korrektur nach oben für 2009. Die längerfristigen Inflationserwartungen sind jedoch weitgehend unverändert.

Die Inflationssaussichten sind mittelfristig weiterhin eindeutig mit Aufwärtsrisiken behaftet. Diese Risiken umfassen die Möglichkeit weiterer Preissteigerungen bei Energie und Nahrungsmitteln sowie mögliche Erhöhungen der administrierten Preise und indirekten Steuern über das bislang vorhergesehene Maß hinaus. Vor allem besteht das Risiko, dass vom Lohn- und Preissetzungsverhalten zusätzlicher Inflationsdruck ausgehen könnte. Insbesondere könnte die Preissetzungsmacht von Unternehmen, vor allem in Marktsegmenten mit geringem Wettbewerb, stärker sein als derzeit erwartet. Darüber hinaus könnte sich das Lohnwachstum angesichts einer hohen Kapazitätsauslastung, der angespannten Lage am Arbeitsmarkt und der Gefahr von Zweitrundeneffekten aufgrund des gegenwärtig hohen Inflationsniveaus stärker als erwartet beschleunigen.

## KASTEN 6

### ERGEBNISSE DES SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS DER EZB FÜR DAS ZWEITE QUARTAL 2008

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB (SPF) für das zweite Quartal 2008 dargestellt, den die EZB vom 16. bis 18. April 2008 durchführte. 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. Angesichts des breiten Spektrums der Umfrageteilnehmer können die aggregierten Ergebnisse des SPF ein relativ uneinheitliches Bild subjektiver Meinungen und Annahmen widerspiegeln.

#### Inflationserwartungen für die Jahre 2008 und 2009

Die Inflationserwartungen der SPF-Teilnehmer für 2008 haben sich nach oben verschoben. Die ausgewiesenen Punktschätzungen lagen im Durchschnitt bei 3,0 % und damit 0,5 Prozentpunkte höher als in der vorherigen Umfragerunde (siehe die Tabelle).<sup>1</sup> Die für 2009 erwartete Teuerungsrate wurde um 0,2 Prozentpunkte auf 2,2 % nach oben korrigiert. Diese Inflationserwartungen spiegeln die starke Kurzfrisdynamik der Preise für Öl und Nahrungsmittel sowie Befürchtungen eines stärkeren Kostendrucks sowie höherer Lohnforderungen wider. Die sich aus dem SPF ergebenden Inflationserwartungen für 2008 und 2009 liegen innerhalb der Bandbreiten der von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2008, fallen aber 0,1 Prozentpunkte höher aus als die Prognosen, die im April 2008 von Consensus Economics und vom Euro Zone Barometer veröffentlicht wurden.

Die Umfrageteilnehmer wurden auch gebeten, die Wahrscheinlichkeit einzuschätzen, mit der der künftige Wert in bestimmte Intervalle fällt. Aus dem Durchschnitt der Umfrageergebnisse ergibt sich eine aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung, die eine zusammenfassende Beurteilung der Umfrageresultate ermöglicht. Außerdem lässt sich auf diese Weise einschätzen, wie hoch die Befragten durchschnittlich das Risiko beurteilen, dass das tatsächliche Ergebnis über bzw. unter

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

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

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

Teuerung nach dem HVPI	Prognosezeitraum				
	2008	März 2009	2009	März 2010	Längerfristig <sup>2)</sup>
SPF Q2 2008	3,0	2,1	2,2	2,0	1,9
Vorherige Erhebung (Q1 2008)	2,5	-	2,0	-	2,0
Gesamtwirtschaftliche Projektionen von Experten der EZB	2,6 - 3,2	-	1,5 - 2,7	-	-
Consensus Economics (April 2008)	2,9	-	2,1	-	2,0
Euro Zone Barometer (April 2008)	2,9	-	2,1	-	2,0
Reales BIP-Wachstum	2008	Q4 2008	2009	Q4 2009	Längerfristig <sup>2)</sup>
SPF Q2 2008	1,6	1,4	1,6	1,9	2,1
Vorherige Erhebung (Q1 2008)	1,8	-	2,0	-	2,1
Gesamtwirtschaftliche Projektionen von Experten der EZB	1,3 - 2,1	-	1,3 - 2,3	-	-
Consensus Economics (April 2008)	1,5	-	1,7	-	2,0
Euro Zone Barometer (April 2008)	1,5	-	1,7	-	2,0
Arbeitslosenquote <sup>1)</sup>	2008	Febr. 2009	2009	Febr. 2010	Längerfristig <sup>2)</sup>
SPF Q2 2008	7,1	7,2	7,1	7,1	6,6
Vorherige Erhebung (Q1 2008)	7,1	-	7,0	-	6,7
Consensus Economics (April 2008)	7,1	-	7,1	-	-
Euro Zone Barometer (April 2008)	7,1	-	7,1	-	6,8

1) In Prozent der Erwerbspersonen.

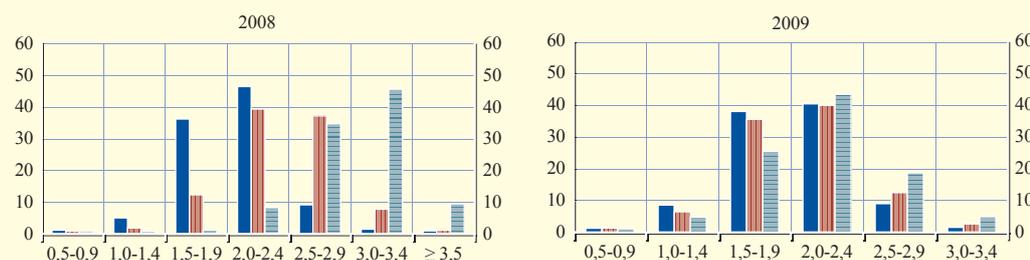
2) Die längerfristigen Inflationserwartungen beziehen sich in der SPF-Umfrage auf das Jahr 2012, beim Euro Zone Barometer auf das Jahr 2011 und beim Consensus Economics auf den Zeitraum von 2014 bis 2018. Die Prognosen von Consensus Economics für den Zeitraum von 2014 bis 2018 wurden im Consensus Economics vom April 2008 veröffentlicht.

dem wahrscheinlichsten Intervall liegt. Die Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die im Jahr 2008 und (in geringerem Maße) für 2009 erwarteten Inflationsraten haben sich im Vergleich zur SPF-Umfrage für das erste Quartal 2008 nach oben verschoben (siehe Abbildung A). Die zwei wahrscheinlichsten Teuerungsraten für das laufende Jahr liegen im Intervall von 3,0 % bis 3,4 % (mit einer Wahrscheinlichkeit von 46 %) und im Intervall von 2,5 % bis 2,9 % (mit einer Wahrscheinlichkeit von 35 %). Für das kommende Jahr wurde als wahrscheinlichstes Inflationsergebnis (44 %) das Intervall von 2,0 % bis 2,4 % angegeben. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation im niedrigeren Intervall von 1,5 % bis 1,9 % liegen wird, ist mit 26 % nach wie vor hoch.

Abbildung A Bei den letzten drei SPF-Umfragen ermittelten Wahrscheinlichkeitsverteilung für die durchschnittliche Jahresteuerrate 2008 und 2009 <sup>1)</sup>

(in %)

■ SPF Q4 2007  
■ SPF Q1 2008  
■ SPF Q2 2008



Quelle: EZB.

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

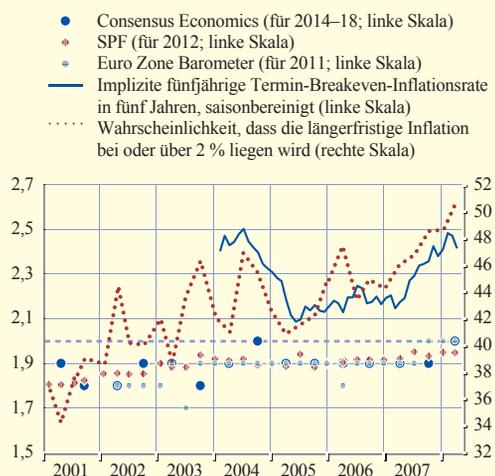
**Abbildung B Langfristige Inflationserwartungen (Punktschätzung – Rate in fünf Jahren)**



Quelle: EZB.  
1) Standardabweichung der von allen Teilnehmern an der Erhebung gemeldeten Punktschätzungen.

**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.

Nach Angaben der Umfrageteilnehmer hängen die Aufwärtsrisiken für diese Prognosen insbesondere mit der weiteren Verteuerung von Öl, Nahrungsmitteln und Rohstoffen sowie einem erneuten Anstieg der Nominallöhne zusammen. Abwärtsrisiken hingegen ergeben sich aus Sicht der SPF-Teilnehmer vor allem aus einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im Euroraum, einer weniger dynamischen Entwicklung weltweit und einer weiteren Aufwertung des Euro.

### Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen

Die längerfristigen Inflationserwartungen (d. h. die Erwartungen in Bezug auf die Inflation in fünf Jahren) haben sich seit der letzten Umfragerunde kaum verändert; sie fielen geringfügig von 1,950 % auf 1,948 %. Bei einer Dezimalstelle führt dies allerdings zu einer rundungsbedingten Korrektur von 2,0 % auf 1,9 %. Diese Punkterwartungen für 2012 liegen leicht unter den langfristigen Inflationserwartungen, die sich aus dem Euro Zone Barometer für das Jahr 2011 ergeben, sowie der gemäß der Prognose von Consensus Economics vom April 2008 erwarteten Inflation in sechs bis zehn Jahren. Die Standardabweichung der längerfristigen Inflationserwartungen beim SPF war im Zeitverlauf rückläufig und hat sich auf einem niedrigen Niveau stabilisiert. Dies weist auf einen breiten Konsens unter den Teilnehmern bezüglich des wahrscheinlichsten Ergebnisses für die längerfristige Inflationsrate hin (siehe Abbildung B).

Die Wahrscheinlichkeit, mit der die Befragten erwarten, dass die längerfristige Inflation bei 2 % oder darüber liegen wird, erhöhte sich leicht auf 50 %, gegenüber 49 % in der vorherigen Runde (siehe Abbildung C). Diese Umfrageergebnisse lassen sich auch mit der Breakeven-Inflationsrate vergleichen, die als Indikator der längerfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer dient und als Renditedifferenz zwischen nominalen und inflationsindexierten Anleihen berechnet wird.<sup>2</sup>

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

Im Zeitverlauf steht die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflationsrate in fünf Jahren bei 2 % oder darüber liegen wird, weitgehend im Einklang mit der Entwicklung der impliziten fünfjährigen Termin-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren (siehe Abbildung C).<sup>3</sup>

### Erwartungen für das Wachstum des realen BIP

Verglichen mit der vorherigen SPF-Umfragerunde wurden die Erwartungen für das Wachstum des realen BIP für 2008 um 0,2 Prozentpunkte und für 2009 um 0,4 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Die durchschnittlichen Punktschätzungen weisen jetzt sowohl für 2008 als auch für 2009 auf ein reales BIP-Wachstum von 1,6 % hin. Diese Abwärtsrevisionen hängen im Wesentlichen mit Befürchtungen der SPF-Teilnehmer zusammen, dass die konjunkturelle Abkühlung in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich weltweit Auswirkungen haben könnte.

Bei den Erwartungen überwiegen die Abwärtsrisiken. Diese betreffen den Ölpreisanstieg, die anhaltende Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung an den Finanzmärkten und Bedenken bezüglich einer ungeordneten Korrektur der globalen Ungleichgewichte, die sich auf den Wechselkurs des Euro auswirken könnte. Die aus dem SPF resultierenden Wachstumserwartungen für 2008 und 2009 bewegen sich innerhalb der Bandbreiten der von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2008. Ein Vergleich mit den jüngsten vom Euro Zone Barometer und von Consensus Economics veröffentlichten Ergebnissen zeigt, dass die SPF-Wachstumserwartungen für 2008 0,1 Prozentpunkte höher und für 2009 0,1 Prozentpunkte niedriger sind.

Die längerfristigen Wachstumserwartungen (d. h. für 2012) liegen nach wie vor bei 2,1 %. Nach Ansicht der SPF-Teilnehmer hängen die längerfristigen Wachstumsaussichten im Wesentlichen von weiteren strukturellen Reformen der Arbeitsmärkte und der Sozialversicherungssysteme, von der demografischen Entwicklung und von den Migrationsströmen ab.

### Erwartete Entwicklung der Arbeitslosigkeit im Euroraum

Die Erwartungen bezüglich der Arbeitslosenquote für 2008 und 2009 belaufen sich derzeit auf 7,1 %. Somit sind sie gegenüber der vorangegangenen Umfrage für 2008 unverändert, während sie für das kommende Jahr 0,1 Prozentpunkte höher liegen. Obschon das Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet rückläufig ist, dürfte es den SPF-Teilnehmern zufolge jedoch ausreichen, um die Arbeitslosenquote in nächster Zeit weiterhin in etwa auf ihrem derzeitigen Niveau zu halten. Zu den Aufwärtsrisiken, mit denen die Prognosen der Arbeitslosenquote behaftet sind, gehört der Umfrage zufolge ein möglicher Abbau der Ungleichgewichte im Baugewerbe und im Wohnungsbau. Die sich aus der letzten SPF-Erhebung ergebenden Erwartungen bezüglich der Arbeitslosenquote stehen im Einklang mit den von Consensus Economics für die Jahre 2008 und 2009 und den vom Euro Zone Barometer für 2009 veröffentlichten Werten.

Die längerfristigen Erwartungen bezüglich der Arbeitslosigkeit (für 2012) wurden um 0,1 Prozentpunkte auf 6,6 % nach unten revidiert. Die Teilnehmer wiesen erneut darauf hin, dass der Rückgang der Arbeitslosenquote auf längere Sicht vor allem von weiteren und tiefer greifenden Arbeitsmarktreformen abhängen wird.

<sup>3</sup> Die Breakeven-Inflationsraten sollten nicht als direkte Messgrößen für die Inflationserwartungen angesehen werden, da sie auch verschiedene Risikoprämien (wie Inflationsrisiko- und Liquiditätsprämien) abbilden können.

## 4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Die jüngsten Informationen und Umfrageergebnisse zur konjunkturellen Entwicklung im Euroraum bestätigen frühere Hinweise auf ein gemäßigtes, aber fortgesetztes Wirtschaftswachstum in der ersten Jahreshälfte 2008. Insbesondere die Daten zur Industrieproduktion für die ersten Monate des Jahres erwiesen sich als robust, während sich die Stimmung in der Wirtschaft allgemein weiter eintrübte. Die Umfragen zum Unternehmer- und Verbrauchervertrauen, die seit Sommer 2007 einen Vertrauensrückgang anzeigen, lassen darauf schließen, dass sich diese Entwicklung 2008 fortgesetzt hat. Insgesamt sind die Fundamentaldaten des Euro-Währungsgebiets solide, und die Wirtschaft des Euroraums ist nicht von größeren Ungleichgewichten betroffen. Das Investitionswachstum im Euro-Raum dürfte die Konjunktur nachhaltig stützen, da die Kapazitätsauslastung solide bleibt und die Ertragslage der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sich nachhaltig entwickelt. Zugleich haben sich die Beschäftigung und die Erwerbsbeteiligung beträchtlich erhöht, und die Arbeitslosenquoten sind auf Werte gefallen, die so niedrig sind wie seit 25 Jahren nicht mehr. Allerdings bleibt die Unsicherheit hinsichtlich der Perspektiven für das Wirtschaftswachstum groß, und die Aussichten für die Wirtschaftstätigkeit sind mit Abwärtsrisiken behaftet.

### 4.1 PRODUKTION UND NACHFRAGE

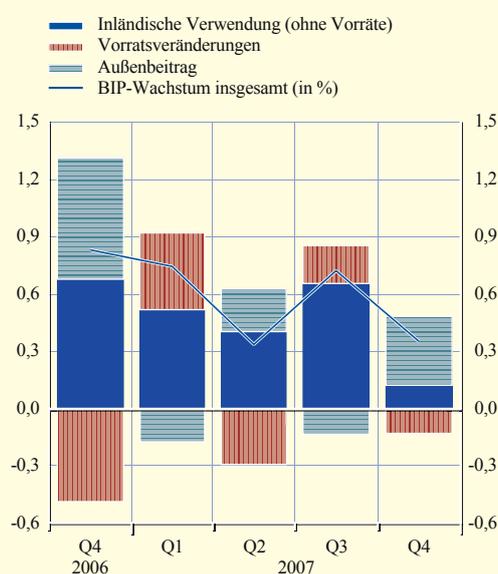
#### DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

Die zweite Schätzung von Eurostat zu den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen bestätigte, dass sich das Wachstum des realen BIP im Schlussquartal 2007 auf 0,4 % belief, nachdem es im Vorquartal 0,7 % betragen hatte (siehe Abbildung 24). Die Zusammensetzung des BIP-Wachstums stand in Einklang mit der ersten Schätzung. Grund für die konjunkturelle Abschwächung im vierten Quartal war in erster Linie eine geringere Inlandsnachfrage, die lediglich 0,1 Prozentpunkte zum realen BIP-Zuwachs beitrug. Die privaten Konsumausgaben gingen im Quartalsvergleich um 0,1 Prozentpunkte zurück, und das Investitionswachstum verlangsamte sich geringfügig auf 0,8 % gegenüber dem Vorquartal. Dahinter verbergen sich stagnierende Bauinvestitionen und eine deutliche Zunahme bei den Investitionen ohne Bauten. Die Abschwächung der Inlandsnachfrage wurde teilweise durch ein kräftiges Wachstum des Außenbeitrags ausgeglichen, der vor allem aufgrund rückläufiger Einfuhren 0,4 Prozentpunkte zum BIP-Zuwachs beisteuerte. Die Vorratsveränderungen fielen mit -0,1 Prozentpunkten leicht negativ ins Gewicht.

Der Rückgang des privaten Verbrauchs im Euroraum im vierten Quartal 2007, der auf einen Anstieg um 0,5 % im vorangegangenen Jahresviertel folgte, war teilweise einer Verringerung der Umsätze im Einzelhandel im Vorquartalsvergleich um 0,7 % zuzuschreiben (siehe Abbildung 25). Außerdem spiegeln sich in diesem Rückgang teilweise die Spar- und Konsumententscheidungen der privaten Haushalte in Deutschland wider, wo der private Verbrauch deutlich nachließ. Allerdings war die

Abbildung 24 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

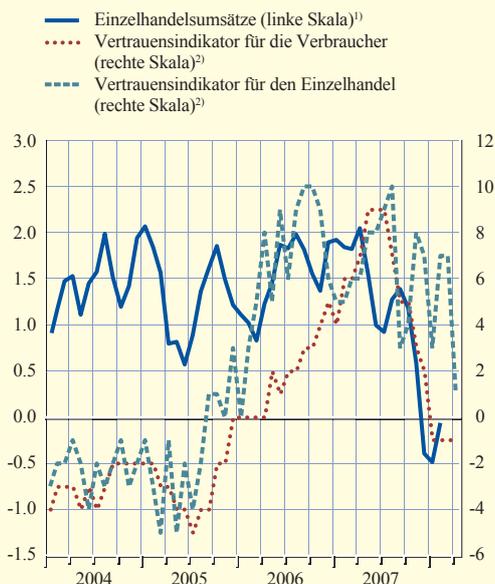
(Wachstum gegenüber Vorquartal in % und vierteljährliche Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 25 Einzelhandelsumsätze und Vertrauensindikatoren für den Einzelhandel und die Verbraucher**

(Monatswerte)



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

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

2) Salden in %; saison- und mittelwertbereinigt.

Entwicklung auch auf eine Verlangsamung des Konsumwachstums in anderen Ländern des Euroraums, wie Frankreich und Spanien, zurückzuführen.

Im ersten Quartal 2008 verringerten sich die Einzelhandelsumsätze im Euroraum aufgrund eines Umsatzrückgangs bei Nahrungsmitteln, Getränken und Tabakwaren um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Die Pkw-Neuzulassungen im Euroraum gingen im ersten Vierteljahr 2008 um 3,5 % gegenüber dem Vorquartal zurück. Der Vertrauensindikator der Europäischen Kommission für den Einzelhandel, der die Einschätzung der Einzelhändler zum Ausdruck bringt, nahm im April ab. Dieser Indikator, der in der jüngsten Vergangenheit eine erhebliche Volatilität aufwies, war im Lauf des Jahres 2007 deutlich rückläufig, befindet sich aber weiterhin auf einem hohen Niveau. Umfragen zufolge war das Verbrauchervertrauen im Euroraum im April gegenüber dem ersten Quartal insgesamt unverändert und liegt damit im vierten Monat in Folge unterhalb seines langfristigen Durchschnitts. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt blieb auch das Verbrauchervertrauen unverändert, was darauf hinweisen könnte, dass die Mitte 2007

einsetzende Abwärtsbewegung zum Stillstand gekommen ist. Tatsächlich ist die Lage am Arbeitsmarkt immer noch günstig, was sich stützend auf den privaten Verbrauch im Jahr 2008 auswirken dürfte.

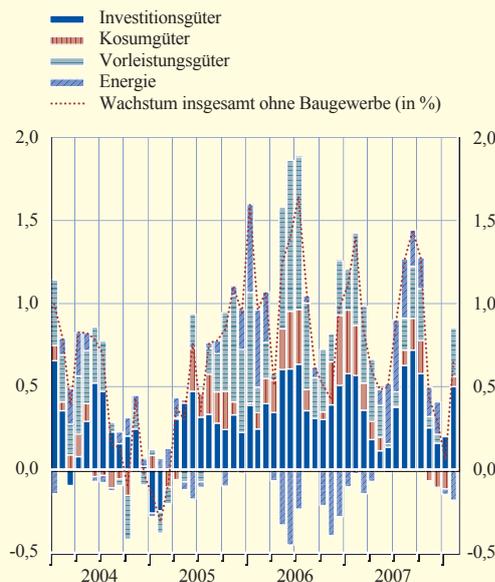
## SEKTORALE WERTSCHÖPFUNG

Der Beitrag des Dienstleistungssektors zur gesamten Wertschöpfung im Euro-Währungsgebiet belief sich im Schlussquartal 2007 auf 0,3 Prozentpunkte, verglichen mit 0,7 Prozentpunkten im Vierteljahr davor. Im gleichen Zeitraum trug die Industrie mit 0,1 Prozentpunkten zum Wertschöpfungswachstum bei, nachdem sie im dritten Jahresviertel 0,3 Prozentpunkte beigesteuert hatte.

Allerdings verbesserte sich Anfang 2008 die Erzeugung in der Industrie (ohne Baugewerbe) im Euroraum. Im Februar erhöhte sie sich im Vormonatsvergleich um 0,4 %, nachdem sie im Januar einen Wiederanstieg auf 0,7 % verzeichnet hatte (siehe Abbildung 26). Die Investitionsgüterproduktion nahm sowohl im Januar als auch im Februar kräftig zu (mit 2,4 % bzw. 1,0 % gegenüber dem Vormonat). In den ersten beiden Monaten dieses Jahres lag die Industrieproduktion 0,8 % über ihrem durchschnittlichen Stand vom vorangegangenen Quartal, was für das erste Quartal 2008 insgesamt Gutes verheißt. Gestützt wird diese Entwicklung durch eine Erholung beim Auftragseingang in der Industrie (ohne Schwerfahrzeugbau), einem Frühindikator der Industrieproduktion, der sowohl im Januar als auch im Februar 0,7 % über dem Durchschnittsniveau des Vorquartals lag, obgleich in den letzten Monaten eine gewisse Wachstumsabschwächung bei den Auftragseingängen zu beobachten war.

**Abbildung 26 Beiträge zum Wachstum der Industrieproduktion**

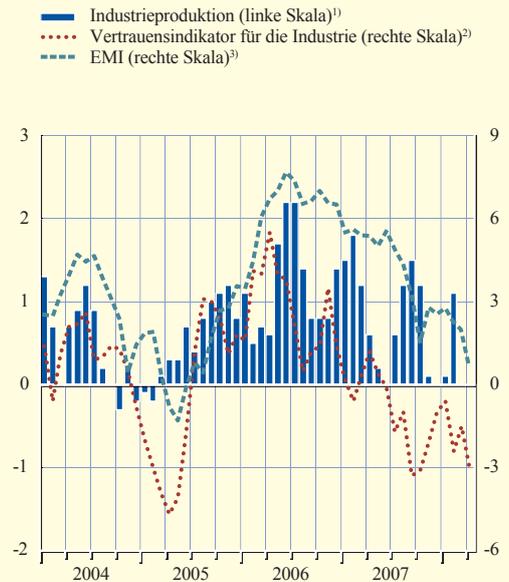
(Wachstum in % und Beiträge in Prozentpunkten; Monatswerte; saisonbereinigt)



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

**Abbildung 27 Industrieproduktion, Vertrauensindikator für die Industrie und EMI**

(Monatswerte: saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbrauchenumfragen der Europäischen Kommission, NTC Economics und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Alle Datenreihen beziehen sich auf das verarbeitende Gewerbe.  
1) Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %;  
2) Salden in %; Veränderung gegenüber dem Stand drei Monate zuvor.  
3) Einkaufsmanagerindex; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten.

Diese positive Entwicklung sollte jedoch nicht als Trendumkehr der in den letzten Monaten zu beobachtenden Wachstumsverlangsamung in der Industrie gewertet werden. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe war in den Anfangsmonaten dieses Jahres rückläufig (siehe Abbildung 26). Im April ging er weiter zurück und erreichte mit 50,7 Indexpunkten einen Wert, der geringfügig über dem Schwellenwert liegt, der ein Wachstum anzeigt. Einen ähnlichen Eindruck vermittelt der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie, der in den ersten vier Monaten 2008 erneut gesunken ist.

Die Erzeugung im Baugewerbe zog im Januar und Februar 2008 kräftig an, nachdem sie in den letzten beiden Monaten des Vorjahrs zurückgegangen war. Der Anstieg war hauptsächlich infolge der sehr milden Witterung in nahezu allen Ländern des Euroraums zu beobachten; im Januar war er mit einer Rate von 1,6 % gegenüber dem Vormonat besonders ausgeprägt. Angesichts der Tatsache, dass die Bautätigkeit seit Ende 2006 rückläufig ist, dürfte diese Erholung jedoch nur von kurzer Dauer sein. Dem entsprechenden Indikator der Europäischen Kommission zufolge sank das Vertrauen im Baugewerbe im April 2008 weiter und setzt damit den Abwärtstrend fort, den dieser Indikator seit Ende 2006 verzeichnet.

Für den Dienstleistungssektor deuten die bis April 2008 verfügbaren Umfrageergebnisse ebenfalls auf eine Wachstumsverlangsamung hin. Der EMI-Teilindex für die Konjunktorentwicklung erhöhte

sich im April leicht auf 52,0 Indexpunkte und scheint sich in den letzten Monaten etwas stabilisiert zu haben. Ein pessimistischeres Bild zeichnet der von der Europäischen Kommission errechnete Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor, der im April erneut zurückging. Nähere Erläuterungen zu den jüngsten Entwicklungen im Dienstleistungssektor des Euroraums sind Kasten 7 zu entnehmen. Alles in allem bleiben die Indikatoren mit einem relativ moderaten Wachstum im Dienstleistungssektor im gesamten ersten Quartal und zu Beginn des zweiten Quartals vereinbar.

Zusammenfassend geht sowohl aus den Umfrageergebnissen für die Industrie als auch für den Dienstleistungssektor hervor, dass die vierteljährlichen Wachstumsraten des BIP aus heutiger Sicht in der ersten Hälfte des Jahres 2008 im Durchschnitt weitgehend mit den entsprechenden Raten im vierten Quartal des vergangenen Jahres in Einklang stehen dürften.

#### Kasten 7

### JÜNGSTE ENTWICKLUNGEN IM DIENSTLEISTUNGSSEKTOR DES EURORAUMS

Der Dienstleistungssektor ist bei weitem der größte Wirtschaftszweig im Euro-Währungsgebiet. Im Jahr 2007 belief sich die Wertschöpfung in diesem Bereich auf rund 71 % der gesamten Wertschöpfung im Euroraum.<sup>1</sup> Im Vergleich dazu betrug der Anteil der Industrie ohne Baugewerbe rund 20 %, und die Anteile des Baugewerbes und der Landwirtschaft waren mit 7 % bzw. 2 % relativ klein. Der vorliegende Kasten bietet einen Überblick über den nach der Wertschöpfung aufgeschlüsselten Dienstleistungssektor im Euro-Währungsgebiet. Es wird die Wachstumsentwicklung der wichtigsten Dienstleistungsbereiche in den letzten Jahren dargestellt, und es werden die Hinweise diskutiert, die den Umfragen bezüglich der Entwicklung im Dienstleistungsbereich im Euroraum zu Jahresbeginn 2008 zu entnehmen sind.

#### Aufschlüsselung nach Dienstleistungsteilsektoren

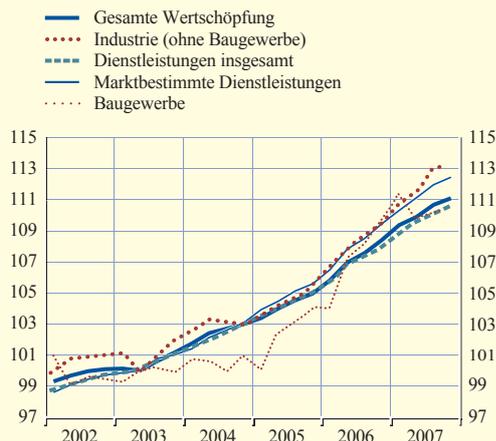
Nach der NACE-Klassifikation<sup>2</sup> umfasst der Dienstleistungssektor des Euroraums drei Teilsektoren: Handel und Verkehr (der 2007 29 % der gesamten Wertschöpfung im Dienstleistungsbereich des Euroraums ausmachte), Finanzierung und Unternehmensdienstleister (39 %) und sonstige Dienstleistungen (32 %). Obgleich in dieser Aufschlüsselung nicht streng zwischen privaten und öffentlichen Dienstleistungen unterschieden wird, werden die beiden erstgenannten Teilsektoren üblicherweise als „marktbestimmte Dienstleistungen“ bezeichnet, während es sich bei den zuletzt genannten hauptsächlich um Dienstleistungen der öffentlichen Verwaltung handelt. Der größte Teil der Wertschöpfung im Bereich Handel und Verkehr entfällt auf den Groß- und Einzelhandel und die Reparatur von Kraftfahrzeugen, gefolgt von Verkehr und Nachrichtenübermittlung, während das Gastgewerbe einen etwas geringeren Anteil an der Wertschöpfung dieses Teilsektors hat. Zum Bereich Finanzierung und Unternehmensdienstleister gehören die Segmente Grundstücks- und Wohnungswesen, Vermietung beweglicher Sachen und Erbringung von Dienstleistungen überwiegend für Unternehmen sowie das kleinere Segment Kredit- und Versicherungsgewerbe. Unter den sonstigen Dienstleistungen werden unter anderem so unterschiedliche Bereiche wie Gesundheits- und Sozialwesen, öffentliche Verwaltung und Verteidigung sowie Erziehung und Unterricht zusammengefasst.

<sup>1</sup> Siehe auch EZB, Sektorale Zusammensetzung des Wirtschaftswachstums im Euroraum, Kasten 5, Jahresbericht 2005.

<sup>2</sup> NACE ist ein System zur Klassifizierung der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft.

**Abbildung A Wertschöpfung in den wichtigsten Wirtschaftszweigen im Euro-Währungsgebiet**

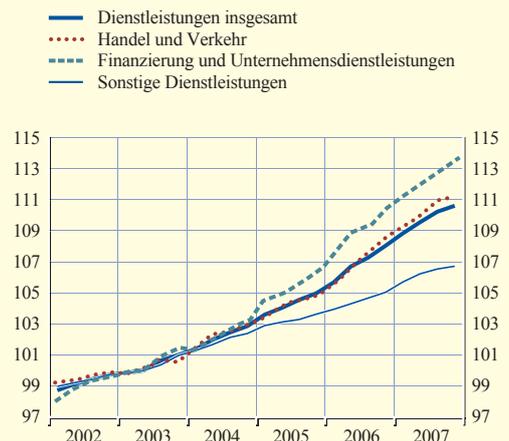
(Index; Q2 2003 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Abbildung B Wertschöpfung in den wichtigsten Dienstleistungsteilsektoren im Euro-Währungsgebiet**

(Index; Q2 2003 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

### Wertschöpfung im Dienstleistungssektor in den letzten Jahren

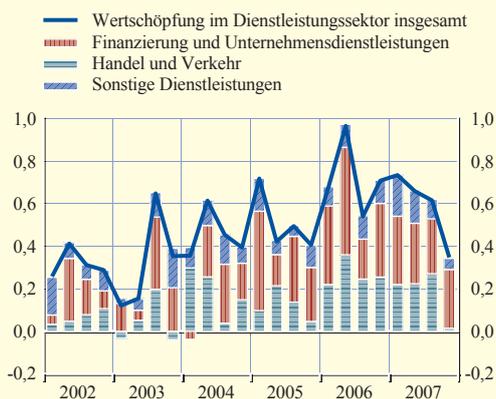
Seit Beginn des aktuellen Konjunkturaufschwungs Mitte 2003 hat sich die Wertschöpfung im Dienstleistungssektor des Euroraums etwas weniger stark ausgeweitet als in der Industrie ohne Baugewerbe (siehe Abbildung A). Dies spiegelt die stärkere zyklische Schwankung im Industriesektor wider, auch wenn aus einer längerfristigen Perspektive der Dienstleistungsbereich allgemein etwas kräftigere Steigerungen aufweist als die Industrie. Das Wachstumstempo bei den marktbestimmten Dienstleistungen war allerdings selbst in diesem Zeitraum fast so stark wie das in der Industrie. Was die Teilsektoren der marktbestimmten Dienstleistungen betrifft, so stieg die Wertschöpfung im Bereich Finanzierung und Unternehmensdienstleistungen am stärksten, aber auch bei Handel und Verkehr war ein erhebliches Wachstum zu verzeichnen, während der Wertschöpfungszuwachs im Teilsektor der sonstigen Dienstleistungen deutlich dahinter zurückblieb (siehe Abbildung B).

Aufgrund ihrer Größe hat die Dienstleistungsbranche seit Mitte 2003 eindeutig am stärksten zum Wertschöpfungszuwachs insgesamt im Euroraum beigesteuert, obgleich sie ein etwas geringeres Wachstum aufwies als der Industriesektor. In diesem Zeitraum trugen die Dienstleistungen durchschnittlich 0,4 Prozentpunkte zum vierteljährlichen Wertschöpfungswachstum im Euroraum bei, verglichen mit einem durchschnittlichen Beitrag der Industrie ohne Baugewerbe von 0,1 Prozentpunkten.

Betrachtet man das Jahr 2007, so weitete sich die Wertschöpfung im Dienstleistungssektor in den ersten drei Jahresvierteln mit einer durchschnittlichen vierteljährlichen Rate von 0,7 % aus, bevor sie im Schlussquartal auf 0,3 % zurückging. Wie aus Abbildung C hervorgeht, leisteten die Bereiche Finanzierung und Unternehmensdienstleistungen sowie Handel und Verkehr auch 2007 den kräftigsten Beitrag zum Dienstleistungswachstum. Die deutliche Verlangsamung vom dritten zum vierten Quartal war hauptsächlich auf den Bereich Handel und Verkehr zurückzuführen, der im Schlussquartal stagnierte, nachdem er im vorangegangenen Jahresviertel ein starkes Wachstum von 0,9 % aufgewiesen hatte. Dieser Bereich ist allgemein der volatilste unter den Dienstleistungsteilsektoren, und der kräftige Wachstumsrückgang im vierten Quartal legt den Schluss nahe,

**Abbildung C Wertschöpfungszuwachs im Dienstleistungssektor und Beiträge der wichtigsten Teilsektoren**

(Veränderung gegen Vorquartal in % und Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Beide Indikatoren sind auf Werte gefallen, die deutlich unter ihren langfristigen Durchschnitts liegen und auf ein relativ moderates zugrunde liegendes Wachstum der Dienstleistungen im ersten Quartal 2008 und zu Beginn des zweiten Vierteljahrs schließen lassen. Allerdings stehen möglicherweise einige pessimistischere Umfrageergebnisse nicht völlig im Einklang mit den tatsächlichen Entwicklungen, da die Antworten in Zeiten erheblicher Aktienmarktvolatilität gegeben wurden. Dies erhöht die Unsicherheit, mit der die Interpretationen der Ergebnisse behaftet sind, ändert jedoch nicht die Einschätzung einer sich abschwächenden Wachstumsdynamik im Dienstleistungssektor.

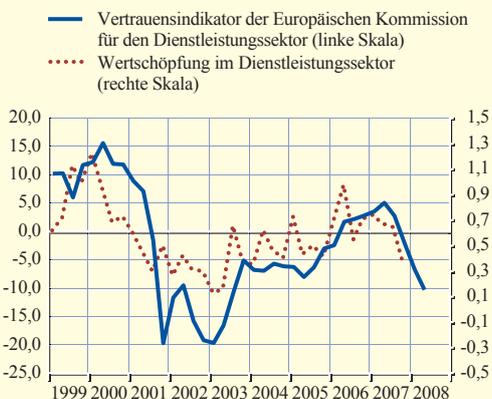
dass hier möglicherweise die sich verschlechternden Fundamentaldaten, wie höhere Ölpreise und die Aufwertung des Euro, ihren Tribut forderten.

**Dienstleistungsindikatoren haben sich seit Mitte 2007 abgeschwächt**

Umfragen deuten auf eine weitere Abschwächung der Wachstumsdynamik bei den Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet im Frühjahr 2008 hin. Sowohl der Vertrauensindikator der Europäischen Kommission für den Dienstleistungssektor als auch der Teilindex für die Konjunktorentwicklung des Einkaufsmanagerindex für das Euro-Währungsgebiet (EMI) haben seit Mitte 2007 starke Rückgänge verzeichnet und sind im ersten Quartal 2008 weiter gesunken (siehe Abbildung D und E).

**Abbildung D Wertschöpfungszuwachs im Dienstleistungssektor und Vertrauensindikator der Europäischen Kommission für den Dienstleistungssektor**

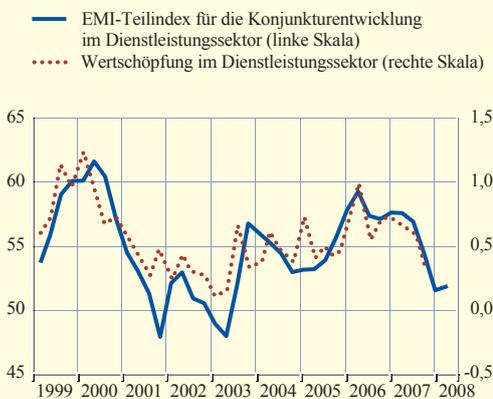
(Veränderung gegen Vorquartal in %; Salden in %)



Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.  
Anmerkung: Der Vertrauensindikator der Europäischen Kommission für den Dienstleistungssektor ist mittelwertbereinigt. Die Umfragedaten für das zweite Quartal 2008 beziehen sich auf April.

**Abbildung E Wertschöpfungszuwachs im Dienstleistungssektor und EMI-Teilindex für die Konjunktorentwicklung im Dienstleistungssektor**

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Salden in %)

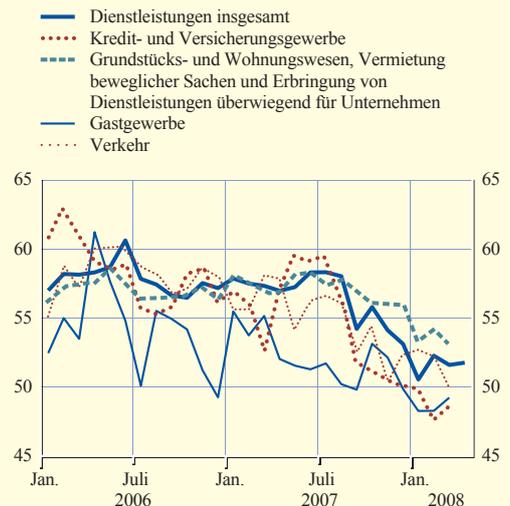


Quellen: Eurostat und NTC Economics.  
Anmerkung: Die Umfragedaten für das zweite Quartal 2008 beziehen sich auf April.

Genauere Informationen aus den Umfragen zu den Dienstleistungsteilsektoren sprechen dafür, dass die Wachstumsverlangsamung möglicherweise relativ viele Dienstleistungsaktivitäten betrifft und nicht auf einen oder zwei Teilsektoren konzentriert ist. Die aus der Umfrage zum EMI gewonnenen Indizes für die Konjunktur in den Dienstleistungsteilsektoren weisen beispielsweise kräftige Rückgänge in allen erfassten Hauptbereichen auf, die allerdings zu unterschiedlichen Zeitpunkten einsetzen (siehe Abbildung F). Der Index für das Kredit- und Versicherungsgewerbe fiel am stärksten; diese Entwicklung setzte nach dem Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen im August 2007 ein. Dagegen waren die Indizes für Verkehr und Gastgewerbe bereits seit Anfang 2007 tendenziell rückläufig. Schließlich ist auch der Index für Grundstücks- und Wohnungswesen, Vermietung und Unternehmensdienstleister in jüngster Zeit deutlich gesunken.

**Abbildung F Indizes der Konjunktur-entwicklung in Dienstleistungsteilsektoren**

(Salden in %)



Quelle: NTC Economics.

Die Verschiedenartigkeit der Dienstleistungen deutet – zusammen mit den Unterschieden im zeitlichen Verlauf und im Tempo der Wachstumsverlangsamung bei diesen Teilsektor-Indizes – darauf hin, dass es eine Reihe von zugrunde liegenden Faktoren gibt. Wie oben kurz erwähnt, dürften angesichts der im Teilsektor Handel und Verkehr zusammengefassten Aktivitäten mehrere Ereignisse zu den breit angelegten Rückgängen in den entsprechenden Teilsektor-Indizes beigetragen haben. Der Preissprung bei Öl, das sich verlangsamende Wachstum bei der Auslandsnachfrage und die Euro-Aufwertung sind Faktoren, die jeweils die Entwicklung gedämpft haben dürften (insbesondere im Verkehrssegment), während die Preisschocks bei Nahrungsmitteln die Entwicklung im Gastgewerbe negativ beeinflusst haben könnten. Die Umfrageergebnisse deuten auch auf einen kräftigen Rückgang im Grundstückswesen und bei den Unternehmensdienstleistungen hin, der unter anderem mit der in einigen Teilen des Euroraums verzeichneten Eintrübung am Wohnungsmarkt zusammenhängen könnte.

Die zwischen dem Einsetzen der Finanzmarkturbulenzen und dem Rückgang des Index für das Kredit- und Versicherungsgewerbe bestehende Verbindung wird besonders deutlich, wenn man die zeitliche Abfolge dieser Ereignisse betrachtet. Der genannte Index weist den stärksten Rückgang auf und sank auf ein recht niedriges Niveau. Da genauere Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen aber erst mit Verzögerungen verfügbar sind, lässt sich nur schwer feststellen, inwieweit sich diese Entwicklungen tatsächlich in den „harten“ Daten niedergeschlagen haben. Dennoch ist zu bedenken, dass angesichts des relativ geringen Anteils des Kredit- und Versicherungsgewerbes an der gesamten Wertschöpfung im Euroraum (rund 5 %) die direkten Auswirkungen eines sogar starken Rückgangs der Wertschöpfung in diesem Segment auf den Wertschöpfungszuwachs insgesamt im Euroraum relativ begrenzt wären, wengleich die indirekten Ansteckungseffekte größer sein könnten.

Insgesamt ist festzustellen, dass sich der Wertschöpfungszuwachs im Dienstleistungssektor des Euroraums Ende 2007 verlangsamte und die Umfragen auf einen weiteren Rückgang im ersten Quartal 2008 hindeuten, was im Einklang mit der relativ moderaten Wachstumsdynamik in diesem Sektor im ersten Quartal und auch zu Beginn des zweiten Jahresviertels stünde. Diese Entwicklungen scheinen mehr oder weniger alle Dienstleistungen zu betreffen, wahrscheinlich aufgrund der verschiedenen Schocks, denen die Wirtschaft im Euroraum in der jüngsten Vergangenheit ausgesetzt war. Angesichts der ungewöhnlich hohen Unsicherheit, mit der die wirtschaftliche Lage zur Zeit behaftet ist, könnte es allerdings sein, dass die Umfrageergebnisse im ersten Quartal 2008 übermäßig stark von Vertrauenseffekten beeinflusst wurden.

## 4.2 ARBEITSMARKT

Die Lage am Arbeitsmarkt des Euro-Währungsgebiets hat sich in den letzten Jahren deutlich verbessert, und den neuesten Daten zufolge hat sich diese günstige Entwicklung 2008 trotz einer gewissen Abschwächung fortgesetzt. Die Beschäftigungserwartungen verschlechtern sich zwar, sind aber weiterhin positiv und untermauern den Eindruck weitgehend günstiger Arbeitsmarktaussichten.

### BESCHÄFTIGUNG

Im Gefolge der robusten konjunkturellen Entwicklung im Euro-Währungsgebiet beschleunigte sich der Beschäftigungszuwachs 2006 und 2007 gegenüber 2005 spürbar (siehe Tabelle 7), und die verfügbaren Daten deuten für 2008 auf eine anhaltende, wenngleich nachlassende Expansion hin.

Das vierteljährliche Beschäftigungswachstum im Euroraum belief sich im vierten Quartal 2007 auf 0,2 %, nachdem im dritten Jahresviertel eine Rate von 0,4 % verzeichnet worden war. Aus der sektoralen Aufschlüsselung geht hervor, dass sich die Abschwächung des Beschäftigungswachstums in der zweiten Jahreshälfte 2007 über alle Sektoren hinweg erstreckte, insbesondere jedoch das Baugewerbe betraf. Bei den Dienstleistungen waren in den Teilssektoren „Handel und Verkehr“ sowie „Finanzierung und Unternehmensdienstleister“ geringere Zuwachsraten bei der Beschäftigung zu beobachten.

**Tabelle 7 Beschäftigungswachstum**

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

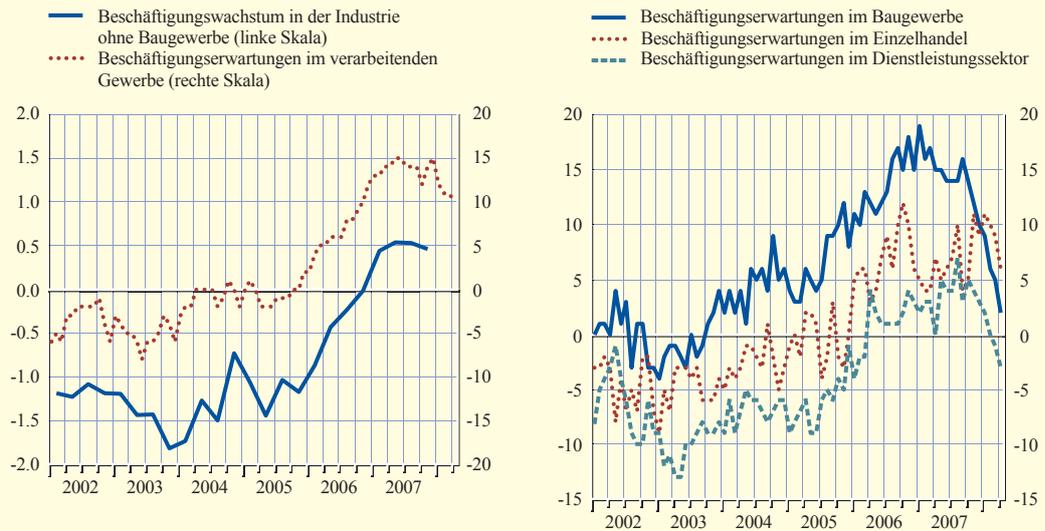
	Vorjahrsraten		Quartalsraten				
	2006	2007	2006 Q4	2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4
Gesamtwirtschaft	1,6	1,8	0,4	0,6	0,5	0,4	0,2
<i>Darunter:</i>							
Landwirtschaft und Fischerei	-1,5	-0,8	-0,5	1,2	-0,6	-1,1	-0,4
Industrie	0,6	1,5	0,5	0,7	0,2	0,0	0,1
Ohne Baugewerbe	-0,4	0,5	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0
Baugewerbe	2,8	3,8	1,5	1,9	0,4	-0,2	0,2
Dienstleistungen	2,1	2,0	0,4	0,5	0,6	0,7	0,3
Handel und Verkehr	1,5	1,7	0,1	0,5	0,8	0,8	0,0
Finanzierung und Unternehmensdienstleister	3,7	3,8	0,7	1,2	1,0	0,7	0,8
Öffentliche Verwaltung <sup>1)</sup>	1,8	1,3	0,4	0,2	0,4	0,5	0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

**Abbildung 28 Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen**

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



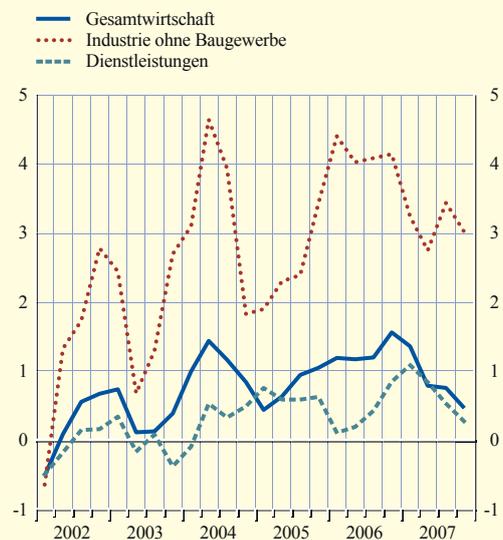
Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.  
Anmerkung: Die Salden sind mittelwertbereinigt.

Die in den letzten Jahren zu beobachtende positive Arbeitsmarktentwicklung im Euroraum scheint sich den bis April vorliegenden Umfrageergebnissen zufolge Anfang 2008 fortgesetzt zu haben (siehe Abbildung 28). Laut der Einkaufsmanagerbefragung von NTC Economics wurden im April sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor weiterhin neue Arbeitsplätze geschaffen. Die aus der Branchen- und Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission abzulesenden Beschäftigungserwartungen vermitteln ein ähnliches Bild. Ungeachtet der Abschwächung, die in den letzten Monaten in beiden Beschäftigungsumfragen zu verzeichnen war, ist die Lage am Arbeitsmarkt von der zuletzt gestiegenen Unsicherheit hinsichtlich der Konjunkturaussichten bislang weitgehend unberührt geblieben.

Das jährliche Arbeitsproduktivitätswachstum (je Beschäftigten) war Ende 2007 sehr niedrig und belief sich im Schlussquartal 2007 auf 0,6 %, verglichen mit 0,8 % im dritten Jahresviertel (siehe Abbildung 29). In sektoraler Betrachtung ist der im zweiten Halbjahr 2007 verzeichnete Rückgang des Produktivitätszuwachses vor allem auf die verhaltene Entwicklung bei den Dienstleistungen zurückzuführen. Die bis März 2008 vorliegenden Ergebnisse der Einkaufsmanagerbefragung deuten für das erste Quartal 2008 auf eine weitere Verlangsamung des Wachstums der Arbeitsproduktivität in der Industrie sowie im Dienstleistungssektor hin.

**Abbildung 29 Arbeitsproduktivität**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## ARBEITSLOSIGKEIT

Die Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet war im März mit 7,1 % gegenüber den vorangegangenen zwei Monaten unverändert (siehe Abbildung 30). Die Arbeitslosigkeit hat inzwischen den niedrigsten Stand seit Anfang der Achtzigerjahre erreicht. Die Zahl der Arbeitslosen verringerte sich im ersten Quartal 2008 um 130 000, verglichen mit durchschnittlich 170 000 in den beiden Vorquartalen. Im Vorjahresvergleich gab es 600 000 weniger Arbeitslose als im März 2007. Die Arbeitslosenquote ist in allen Ländern des Euroraums mit Ausnahme Spaniens und Irlands im März 2008 entweder stabil geblieben oder zurückgegangen. In diesen beiden Ländern nahm die Arbeitslosigkeit unter anderem aufgrund der Entwicklung im Baugewerbe im ersten Quartal 2008 weiter zu.

### 4.3 KONJUNKTURAUSSICHTEN

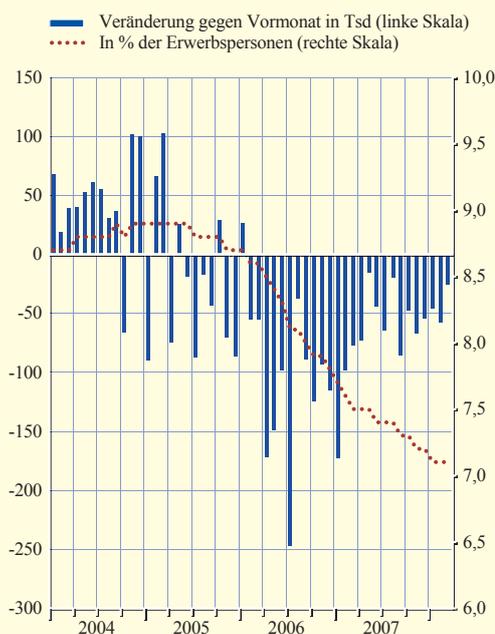
Die jüngsten Informationen und Umfrageergebnisse zur Konjunkturentwicklung bestätigen die bisherigen Erwartungen eines nach wie vor gemäßigten, aber fortgesetzten Wachstums in der ersten Jahreshälfte 2008. Insbesondere die Daten zur Industrieproduktion für die ersten Monate des Jahres erwiesen sich als robust, während sich die Stimmung in der Wirtschaft allgemein weiter eintrübte. Die Wirtschaft des Euroraums verfügt insgesamt über solide Fundamentaldaten und weist keine größeren Ungleichgewichte auf.

Mit Blick auf die Zukunft dürfte im Jahr 2008 sowohl die Inlands- als auch die Auslandsnachfrage das anhaltende Wachstum des realen BIP im Euroraum stützen, wenn auch in geringerem Maße als im Jahr 2007. Die Expansion der Weltwirtschaft wird sich den Erwartungen zufolge zwar abschwächen, dabei aber robust bleiben und vor allem von der Dynamik der Schwellenländer profitieren. Diese Entwicklung dürfte die Auslandsnachfrage im Euro-Währungsgebiet weiter stützen. Indessen dürfte das Investitionswachstum im Eurogebiet weiterhin zur wirtschaftlichen Expansion beitragen, da die Kapazitätsauslastung hoch ist und sich die Ertragslage im nichtfinanziellen Unternehmenssektor nachhaltig entwickelt. Zugleich haben sich infolge der besseren Wirtschaftslage und der Lohnzurückhaltung die Beschäftigung und die Erwerbsbeteiligung beträchtlich erhöht, und die Arbeitslosenquoten sind auf Werte gefallen, die so niedrig sind wie seit 25 Jahren nicht mehr. Diese Entwicklung stützt das real verfügbare Einkommen und somit das Konsumwachstum, obgleich die Kaufkraft durch den Einfluss der höheren Energie- und Nahrungsmittelpreise gedämpft wird.

Die Unsicherheit hinsichtlich dieser Aussichten für das Wirtschaftswachstum bleibt groß, und es überwiegen die Abwärtsrisiken. Diese stehen vor allem im Zusammenhang mit den Finanzmarkturbulenzen, die sich negativer auf die Realwirtschaft auswirken könnten als bisher angenommen. Abwärtsrisiken ergeben sich ferner dadurch, dass weitere unerwartete Erhöhungen der Energie- und Nahrungsmittelpreise den Konsum und die Investitionen dämpfen könnten, sowie aus Protektionismusbestrebungen und der Möglichkeit unkontrollierter Entwicklungen aufgrund globaler Ungleichgewichte.

Abbildung 30 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)



## 5 WECHSELKURS- UND ZAHLUNGSBILANZENTWICKLUNG

### 5.1 WECHSELKURSE

Nach einer Aufwertung in den Monaten Februar und März blieb der effektive Wechselkurs des Euro im April bei beträchtlichen kurzfristigen Schwankungen weitgehend unverändert. Am 6. Mai notierte der Euro in nominaler effektiver Rechnung 2,7 % über seinem Stand von Ende Januar 2008.

#### EFFEKTIVER WECHSELKURS DES EURO

Am 6. Mai 2008 lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro gemessen an den Währungen 22 wichtiger Handelspartner des Euro-Währungsgebiets 2,7 % über seinem Stand von Ende Januar 2008 und 7,1 % über seinem Durchschnitt des Jahres 2007 (siehe Abbildung 31). Im April hatte die Gemeinschaftswährung ihren im Februar begonnenen Kursanstieg zunächst fortgesetzt, um sich gegen Ende des Monats teilweise wieder in die entgegengesetzte Richtung zu bewegen. Diese Entwicklung des effektiven Wechselkurses des Euro hing grobenteils mit seinen bilateralen Kursbewegungen gegenüber dem US-Dollar zusammen.

Neben dem Kursgewinn gegenüber der US-Währung spiegelt sich in der von Ende Januar bis Anfang Mai verzeichneten Aufwertung der Gemeinschaftswährung in nominaler effektiver Rechnung eine relativ breit angelegte Stärkung, vor allem in Relation zum Pfund Sterling, zu den wichtigsten asiatischen Währungen und zum kanadischen Dollar, wider. Gegenüber der schwedischen und der norwegischen Krone sowie den Währungen einiger neuer EU-Mitgliedstaaten hingegen gab der Euro ab Ende Januar 2008 nach.

Längerfristig betrachtet lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro am 6. Mai um 6,9 % über seinem Stand vom Jahresbeginn 2005. Diese Aufwertung war vor allem einem Anstieg des Wechselkurses der Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar, dem Pfund Sterling und dem japanischen Yen zuzuschreiben (siehe Abbildung 31).

#### US-DOLLAR/EURO

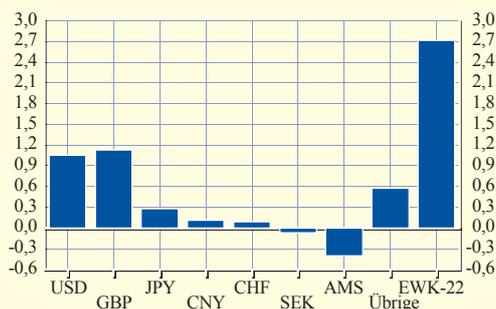
Nachdem sich der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar im Januar 2008 weitgehend seitwärts bewegt hatte, stieg er im Verlauf des

Abbildung 31 Effektiver Wechselkurs des Euro und seine Zusammensetzung<sup>1)</sup>

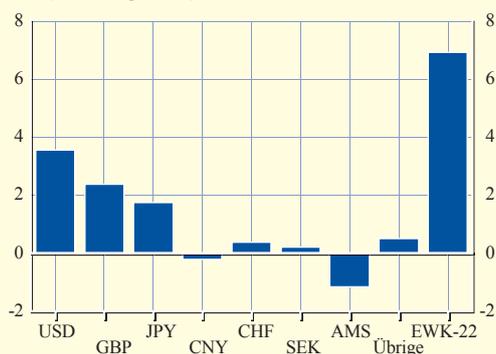
(Tageswerte)



Beiträge zur Veränderung des effektiven Wechselkurses<sup>2)</sup>  
31. Januar bis 6. Mai 2008  
(in Prozentpunkten)



Beiträge zur Veränderung des effektiven Wechselkurses<sup>2)</sup>  
3. Januar 2005 bis 6. Mai 2008  
(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-22-Index sind für die Währungen der sechs wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets einzeln dargestellt. Die Kategorie „Andere Mitgliedstaaten (AMS)“ bezieht sich auf den aggregierten Beitrag der Währungen der EU-Mitgliedstaaten, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören (mit Ausnahme des GBP und der SEK). Die Kategorie „Übrige“ bezieht sich auf den aggregierten Beitrag der restlichen sechs Handelspartner des Euro-Währungsgebiets im EWK-22-Index. Die Veränderungen werden unter Verwendung der entsprechenden Außenhandelsgewichte im EWK-22-Index berechnet.

Februar, März und über weite Strecken im April an. Der Wertgewinn des Euro war auf schwächere gesamtwirtschaftliche Daten zu den Vereinigten Staaten und neuerliche kreditmarktbezogene Bedenken sowie damit verbundene Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich weiterer Leitzinssenkungen in den USA in der ersten Jahreshälfte 2008 zurückzuführen. Nachdem diese Erwartungen Ende April offenbar wieder revidiert worden waren, gab der Euro gegenüber der US-Währung recht stark nach. Am 6. Mai wurde er bei 1,55 USD und damit 4,4 % höher als Ende Januar 2008 bzw. 13,3 % über seinem Durchschnittswert des Jahres 2007 gehandelt (siehe Abbildung 32).

#### JAPANISCHER YEN/EURO

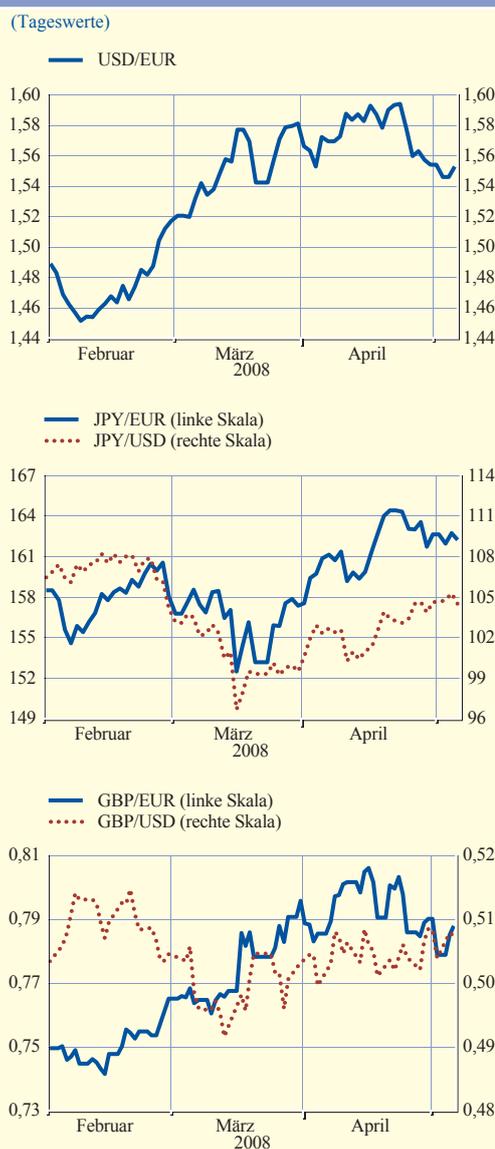
Im Februar und März notierte der Wechselkurs des Euro gegenüber dem japanischen Yen weitgehend seitwärts, um dann im April – vor dem Hintergrund historisch hoher Erwartungen hinsichtlich der künftigen Volatilität des bilateralen JPY/EUR-Wechselkurses – relativ stark anzu- steigen. Im April könnten die nachlassenden Volatilitätserwartungen im Verbund mit einer Eintrübung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten für Japan den Kurs des Euro gegenüber dem Yen gestützt haben. Am 6. Mai 2008 notierte der Euro bei 162,25 JPY und damit 2,7 % über seinem Stand von Ende Januar 2008 und in etwa auf der Höhe seines Durchschnittswerts im Jahr 2007 (siehe Abbildung 32).

#### WÄHRUNGEN DER EU-MITGLIEDSTAATEN

Seit Ende Januar 2008 blieben die meisten am WKM II teilnehmenden Währungen gegenüber dem Euro stabil und wurden weiterhin zu oder nahe bei ihrem jeweiligen Leitkurs gehandelt (siehe Abbildung 33). Die slowakische Krone, die nach der Anhebung ihres Leitkurses im März 2007 innerhalb des neuen Kursbandes weiterhin stark notierte, wertet seit Anfang 2008 erneut auf. Insgesamt stieg ihr Wechselkurs zum Euro von Ende Januar bis zum 6. Mai um knapp 5 % an, was eine Abweichung um mehr als 9 % von ihrem WKM-II-Leitkurs bedeutete. Der lettische Lats ist in Relation zum Euro in den letzten drei Monaten weitgehend stabil geblieben und notierte am 6. Mai rund 0,7 % über dem Leitkurs des einseitig festgelegten Schwankungsbandes von  $\pm 1$  %.

Was die Währungen der anderen, nicht am WKM II teilnehmenden EU-Mitgliedstaaten anbelangt, so gewann der Euro von Ende Januar 2008 bis zum 6. Mai 2008 gegenüber dem Pfund Sterling um 5,4 % an Wert, da die Marktteilnehmer von einer Eintrübung der Konjunkturaussichten im Verei-

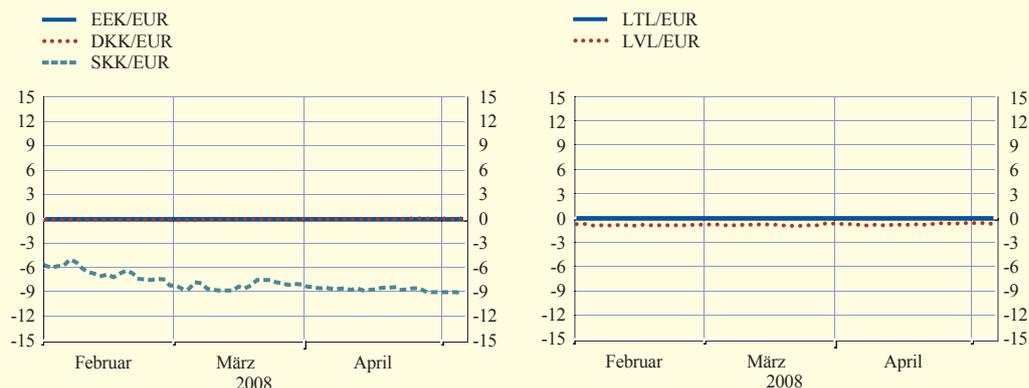
Abbildung 32 Wechselkursentwicklung



Quelle: EZB.

Abbildung 33 Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte; Abweichung vom Leitkurs in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

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

nigten Königreich ausgingen. Im gleichen Zeitraum schwächte sich die Gemeinschaftswährung zum rumänischen Leu um 1,6 %, zur tschechischen Krone um 3,4 %, zum ungarischen Forint um 2,9 % und zum polnischen Zloty um 5,2 % ab.

## ANDERE WÄHRUNGEN

Von Ende Januar bis zum 6. Mai 2008 wertete der Euro in Relation zum Schweizer Franken um 1,4 % und zum kanadischen Dollar um fast 6 % auf, während er gegenüber der schwedischen Krone um 1,4 % nachgab. Im Verhältnis zu einigen Währungen der wichtigsten asiatischen Handelspartner gewann der Euro in diesem Zeitraum ebenfalls an Wert, vor allem gegenüber dem koreanischen Won (12,3 %) und dem Hongkong-Dollar (4,4 %). Zum chinesischen Renminbi, dessen Aufwertungsrate gegenüber dem US-Dollar ab Mitte Dezember 2007 schneller gestiegen ist, legte der Euro im gleichen Dreimonatszeitraum um 1,6 % zu.

## 5.2 ZAHLUNGSBILANZ

Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im Zwölfmonatszeitraum bis Februar 2008 in saisonbereinigter Betrachtung einen Überschuss von 17,8 Mrd € auf, verglichen mit einem Defizit von 1,1 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum; diese Entwicklung spiegelte großenteils einen Anstieg des Warenhandelsüberschusses wider. Bei den in der Kapitalbilanz ausgewiesenen Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen kam es im Zwölfmonatszeitraum bis Februar 2008 zu kumulierten Mittelzuflüssen von per saldo 145,5 Mrd €, verglichen mit 231,2 Mrd € ein Jahr zuvor. Für diesen Rückgang waren hauptsächlich geringere Nettozuflüsse im Bereich der Wertpapieranlagen verantwortlich.

## WARENHANDEL, DIENSTLEISTUNGSVERKEHR UND LEISTUNGSBILANZ

Aus den neuesten Zahlungsbilanzangaben geht hervor, dass sich das Exportwachstum erneut verlangsamte, während die Importe höhere Zuwächse aufwiesen. Im Dreimonatszeitraum bis Februar 2008 stieg der Wert der Aus- und Einfuhren von Waren und Dienstleistungen im Handel mit Ländern außerhalb des Euroraums nach Ausschaltung saisonaler Einflüsse um 0,4 % bzw. 3,1 % (siehe Tabelle 8).

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	2008		Gleitende Dreimonatsdurchschnitte bis				Über 12 Monate kumulierte Werte bis	
	2008 Jan.	2008 Febr.	2007 Mai	2007 Aug.	2007 Nov.	2008 Febr.	2007 Febr.	2008 Febr.
<i>In Mrd €</i>								
<b>Leistungsbilanz</b>	-7,9	4,3	2,7	5,0	1,9	-3,6	-1,1	17,8
Saldo des Warenhandels	1,7	3,1	6,1	6,3	4,6	0,5	24,9	52,7
Ausfuhr	131,4	133,3	123,3	127,4	128,4	129,7	1413,8	1526,3
Einfuhr	129,6	130,2	117,2	121,0	123,8	129,2	1388,9	1473,6
Saldo der Dienstleistungen	4,9	5,1	4,3	4,2	4,7	4,5	42,6	53,2
Einnahmen	40,8	41,6	40,5	41,4	42,3	41,7	444,3	497,6
Ausgaben	36,0	36,5	36,2	37,2	37,6	37,1	401,7	444,4
Saldo der Erwerbs- und Vermögens- einkommen	-4,1	0,5	-0,8	0,9	0,7	-1,2	10,1	-1,1
Saldo der laufenden Übertragungen	-10,5	-4,3	-7,0	-6,5	-8,2	-7,4	-78,7	-87,1
<b>Kapitalbilanz <sup>1)</sup></b>	27,3	-9,9	10,6	35,2	-22,6	-2,0	150,6	63,8
Direktinvestitionen und Wertpapier- anlagen zusammengenommen (netto)	19,4	21,0	20,4	23,5	1,5	3,2	231,2	145,5
Nettodirektinvestitionen	-29,9	-13,8	-11,1	-8,9	-0,7	-21,5	-120,2	-126,7
Nettowertpapieranlagen	49,3	34,8	31,5	32,3	2,2	24,7	351,4	272,2
Aktien und Investmentzertifikate	55,7	44,7	12,6	29,4	-1,3	32,8	192,9	220,7
Schuldverschreibungen	-6,4	-9,9	18,9	2,9	3,5	-8,2	158,5	51,5
Anleihen	28,3	-1,0	14,5	3,0	3,3	9,3	239,1	90,2
Geldmarktpapiere	-34,7	-8,9	4,4	-0,1	0,2	-17,4	-80,6	-38,7
<i>Veränderung gegenüber der Vorperiode in %</i>								
<b>Warenhandel und Dienstleistungen</b>								
Ausfuhr	3,1	1,6	1,6	3,0	1,2	0,4	11,9	8,9
Einfuhr	-0,7	0,7	-0,4	3,2	2,0	3,1	12,9	7,1
<b>Warenhandel</b>								
Ausfuhr	5,6	1,5	1,0	3,3	0,8	1,0	13,3	8,0
Einfuhr	1,4	0,4	-1,4	3,3	2,3	4,4	14,6	6,1
<b>Dienstleistungen</b>								
Einnahmen	-4,1	1,9	3,3	2,2	2,2	-1,6	7,4	12,0
Ausgaben	-7,7	1,7	2,8	2,9	1,0	-1,2	7,3	10,6

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

Während die Exportabschwächung in erster Linie auf geringere Einnahmen im Dienstleistungsverkehr zurückzuführen war, ist für die wertmäßige Zunahme der Importe ausschließlich die Entwicklung des Warenhandels ausschlaggebend. Im Dreimonatszeitraum bis Februar 2008 stieg die Wareneinfuhr dem Wert nach um 4,4 %, verglichen mit 2,3 % im vorangegangenen Dreimonatszeitraum.

Die bis Januar 2008 vorliegende Aufschlüsselung des Warenhandels nach Volumen und Preisen zeigt, dass die Ursache des in den letzten Monaten relativ schwachen Zuwachses der Warenausfuhrwerte vor allem in den Exportvolumina zu suchen war. Diese verringerten sich im Dreimonatszeitraum bis Januar 2008, großenteils parallel zur Entwicklung der Auslandsnachfrage, um 0,4 %. Wenngleich die Ausfuhrpreise leicht anzogen, hielt sich ihr Anstieg – und somit der dämpfende Einfluss der infolge der Euro-Aufwertung geringeren preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums auf die Exportvolumina – doch in Grenzen.

Was die Einfuhren anbelangt, so scheint der starke Anstieg der Preise für Rohöl und andere Rohstoffe ausschlaggebend für die wieder stärkere Zunahme der Einfuhrwerte gewesen zu sein. Die Ein-

fuhrvolumina hingegen setzten ihren Abwärtstrend fort. Dies ist teilweise auf die nachlassende Binnennachfrage im Eurogebiet zurückzuführen, mag angesichts des hohen Importgehalts der Ausfuhren jedoch auch der Verlangsamung der Exporttätigkeit geschuldet sein.

Was die längerfristige Entwicklung angeht, so wies die über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanz im Februar 2008 einen Überschuss von 17,8 Mrd € (rund 0,2 % des BIP) aus. Dabei wurden die Fehlbeträge bei den laufenden Übertragungen sowie den Erwerbs- und Vermögens-einkommen durch Überschüsse im Warenhandel und Dienstleistungsverkehr weitgehend wettgemacht. Dass in der Leistungsbilanz nach einem Defizit von 1,1 Mrd € im entsprechenden Vorjahreszeitraum nunmehr ein Überschuss zu verzeichnen war, ist hauptsächlich dem Warenhandels-saldo zuzuschreiben, der sich – über zwölf Monate kumuliert – um 27,8 Mrd € erhöhte (siehe Abbildung 34).

Die geografische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets für das Gesamtjahr 2007 zeigt, dass der Umschwung zu einem Leistungsbilanzüberschuss in erster Linie auf ein niedrigeres Defizit im Warenhandel mit der Gruppe der „anderen Staaten“<sup>1</sup> (von 143,7 Mrd € im Jahr 2006 auf 119,3 Mrd € im Jahr 2007), vor allem mit Russland, sowie auf einen höheren Warenhandelsüberschuss bei den Transaktionen mit EU-Staaten, insbesondere dem Vereinigten Königreich, zurückzuführen ist. Dagegen erhöhte sich das Warenhandelsdefizit gegenüber China (von 85,3 Mrd € im Jahr 2006 auf 104,3 Mrd € im Jahr 2007) hauptsächlich infolge höherer Wareneinfuhren.

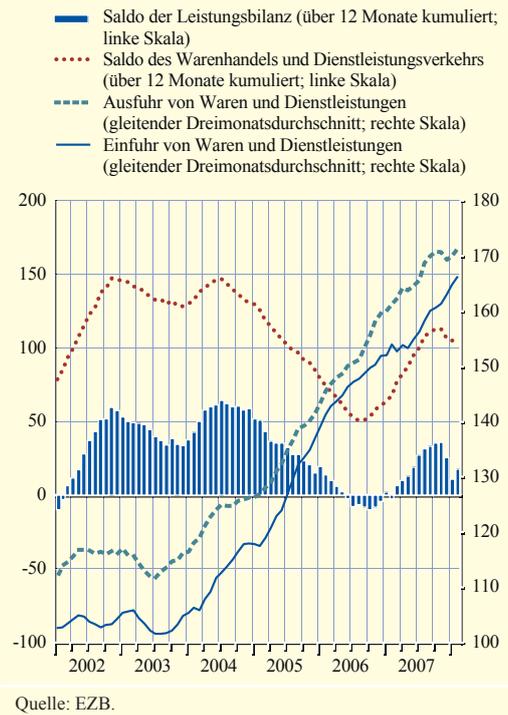
### KAPITALBILANZ

Im Dreimonatszeitraum bis Februar 2008 kam es im Euro-Währungsgebiet bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen zu monatsdurchschnittlichen Nettokapitalzuflüssen in Höhe von 3,2 Mrd €, verglichen mit 1,5 Mrd € im Dreimonatszeitraum bis November 2007 (siehe Tabelle 8). Dabei wurden höhere Nettokapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen durch einen Anstieg der Nettokapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen, insbesondere den Aktien und Investmentzertifikaten sowie den Anleihen, mehr als ausgeglichen.

Die Daten für Februar deuten insgesamt darauf hin, dass die grenzüberschreitenden Wertpapieranlagen auch weiterhin von den seit August 2007 an den Kreditmärkten herrschenden Turbulenzen beeinflusst wurden, da die Anleger bei ihren Strategien für Auslandsinvestitionen im Allgemeinen immer noch Vorsicht walten ließen. Während gebietsfremde Anleger im Dreimonatszeitraum bis Februar 2008 nach wie vor Interesse am Erwerb von Aktien und Investmentzertifikaten des Euro-raums zeigten, bauten Gebietsansässige ihre entsprechenden ausländischen Bestände weiter ab. Gleichzeitig gingen im Handel mit Anleihen sowohl die Nettoinvestitionen Gebietsansässiger im

**Abbildung 34 Saldo der Leistungsbilanz sowie des Warenhandels und Dienstleistungsverkehrs des Euro-Währungsgebiets**

(in Mrd €; Monatswerte; saisonbereinigt)



<sup>1</sup> Dies sind Länder außerhalb der EU sowie Kanada, Japan, die Schweiz und die Vereinigten Staaten.

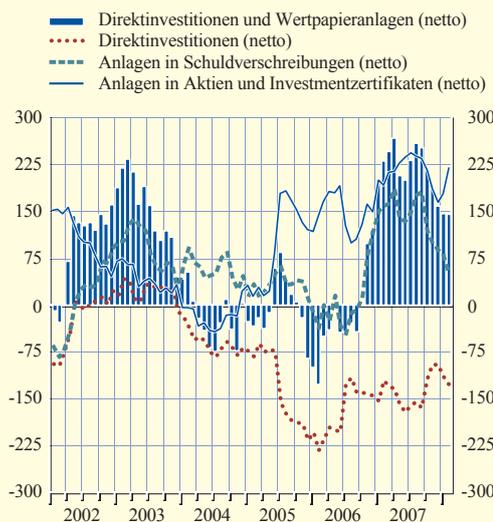
Ausland als auch die Nettoinvestitionen Gebietsfremder im Euroraum im Vergleich zum vorangegangenen Dreimonatszeitraum zurück.

Im Zwölfmonatszeitraum bis Februar 2008 wurden bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen per saldo kumulierte Mittelzuflüsse von 145,5 Mrd € verbucht, verglichen mit 231,2 Mrd € ein Jahr zuvor (siehe Abbildung 35). Diese Abnahme resultierte in erster Linie aus geringeren Nettokapitalimporten bei den Wertpapieranlagen, die wiederum im Wesentlichen die Folge eines niedrigeren Nettoerwerbs von Anleihen des Euroraums durch Gebietsfremde waren. Unterdessen verharrten die Nettokapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen mit insgesamt 126,7 Mrd € in etwa auf ihrem Vorjahrsstand.

Die geografische Aufschlüsselung zeigt, dass die Nettokapitalexporte bei den Direktinvestitionen im Jahr 2007 rückläufig waren (94,8 Mrd € nach 144,7 Mrd € im Jahr 2006). Hierfür waren vor allem der Umschwung von Nettokapitalabflüssen zu Nettokapitalzuflüssen im Kapitalverkehr mit den Vereinigten Staaten sowie niedrigere Nettokapitalabflüsse in das Vereinigte Königreich verantwortlich. Bei den Direktinvestitionen in der Schweiz hingegen verzeichnete das Eurogebiet im Vergleich zu 2006 höhere Nettokapitalexporte. Mit rund 60 % ihrer gesamten Direktinvestitionen konzentrierten Ansässige im Euroraum ihr Auslandsengagement weiterhin vornehmlich auf das Vereinigte Königreich, Offshore-Finanzzentren und die Vereinigten Staaten.

**Abbildung 35 Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets zusammengenommen**

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



Quelle: EZB.



## AUFsätze

# PREISSTABILITÄT UND WACHSTUM



*Der gegenwärtige Konsens zur Geldpolitik beinhaltet die Auffassung, dass die Inflation die gesamtwirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigt und die Gewährleistung von Preisstabilität der beste Beitrag der Geldpolitik ist, um nachhaltiges Wirtschaftswachstum, die Schaffung von Arbeitsplätzen, Wohlstand und sozialen Zusammenhalt sicherzustellen. Inflation wirkt sich auf unterschiedliche Weise negativ auf das Wirtschaftswachstum aus. Vor allem in einem inflationären Umfeld ist es schwieriger, Änderungen der relativen Preise (die zu einer veränderten Ressourcenallokation führen) von Änderungen im allgemeinen Preisniveau (die eine derartige Veränderung nicht auslösen) zu trennen; dadurch kommt es zu einer Fehlallokation der Ressourcen, einer geringeren Produktivität der Produktionsfaktoren und einer Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Außerdem wirkt sich die Teuerung aufgrund der Nicht-Indexierung des Steuersystems negativ auf die Kapitalbildung und somit auch auf das langfristige produktive Potenzial der Wirtschaft aus. Da steuerliche Abschreibungen nicht indiziert sind, kommt es zu einer systematischen Verzerrung der Investitionsentscheidungen der Unternehmen: Höhere Inflation führt ceteris paribus zu einer künstlichen Zunahme der kurzfristigen Investitionsgüter und Lagerhaltung zulasten der langfristigen Investitionsgüter. Dieser Effekt wird dadurch verstärkt, dass erstens höhere Inflationsraten erfahrungsgemäß mit einer größeren Volatilität der Inflation verbunden sind, die durch die erhöhte gesamtwirtschaftliche Unsicherheit auf breiter Front eine Kapitalbildung verhindert, und dass zweitens aufgrund der Inflationsunsicherheit eine Inflationsprämie auf die risikolosen Nominalzinsen zugeschlagen wird und die Realzinsen somit höher sind als sie es sonst wären, was eine Kapitalakkumulation zusätzlich erschwert. Empirische Daten belegen, dass es einen negativen Zusammenhang zwischen Inflation und Produktionswachstum gibt; so geht ein dauerhafter Inflationsanstieg von 100 Basispunkten mit einem Rückgang des Trendwachstums von 10 bis 30 Basispunkten einher.*

*Im vorliegenden Aufsatz wird dargelegt, warum sich die Teuerung systematisch negativ auf die Realwirtschaft auswirken dürfte, und es werden empirische Erkenntnisse zum Zusammenhang zwischen Inflation und Wachstum betrachtet. Der gegenwärtige Konsens bezüglich der negativen Auswirkungen der Inflation auf die Realwirtschaft liefert zusätzlich zu dem üblichen Argument der Neutralität des Geldes zwingende Argumente dafür, dass den Zentralbanken ein explizites Mandat zur Gewährung von Preisstabilität übertragen wird. In dieser Hinsicht minimiert die Geldpolitik nicht nur die mit der Teuerung verbundenen Kosten, sondern trägt auch zu einem langfristigen produktiven Wirtschaftspotenzial bei.*

### I EINLEITUNG

Der derzeitige Konsens zur Geldpolitik unterstreicht die Auffassung, dass die Inflation die gesamtwirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigt und die Geldpolitik durch die Gewährleistung von Preisstabilität den besten Beitrag zu nachhaltigem Wirtschaftswachstum, zur Schaffung von Arbeitsplätzen, zu Wohlstand und sozialem Zusammenhalt leistet. Dieser Konsens entwickelte sich infolge der großen wirtschaftlichen Verwerfungen, die auf die Zeit der hohen Inflationsraten in den Siebzigerjahren folgten. Da die hohen Teuerungsraten in zahlreichen Ländern syste-

matisch mit einer unterdurchschnittlichen gesamtwirtschaftlichen Leistung hinsichtlich Produktionswachstum und Arbeitslosigkeit verbunden waren, wirkte die Zeit der hohen Inflationsraten im Wesentlichen wie ein groß angelegtes Experiment, das dazu beitrug, einige der zugrunde liegenden strukturellen ökonomischen Zusammenhänge besser zu verstehen. Dieser Zeitabschnitt machte die negativen Auswirkungen der Inflation auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung deutlich und untermauerte den von geldpolitischen Entscheidungsträgern und Wissenschaftlern erzielten Konsens, dass Preisstabilität das elementare Ziel der Geldpolitik sein muss.

## KONSENS ÜBER ZIELKONFLIKT ZWISCHEN INFLATION UND KONJUNKTUR ERREICHT

Langfristig betrachtet entspricht der Konsens wieder jenem, den man vor 50 Jahren erreicht hatte, als die sogenannte Phillips-Kurve veröffentlicht worden war. Bevor A. W. Phillips die Ergebnisse seiner Untersuchung über den Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation im Vereinigten Königreich publizierte,<sup>1</sup> waren die Ökonomen sowie die geldpolitischen Entscheidungsträger allgemein der Überzeugung gewesen, dass sich die Inflation negativ auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung auswirkt.<sup>2</sup> Phillips Entdeckung einer negativen Korrelation zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit – basierend auf Daten über einen Zeitraum von fast hundert Jahren für das Vereinigte Königreich – wurde von vielen dahingehend interpretiert, dass den Entscheidungsträgern verschiedene Konstellationen von Inflation und Arbeitslosigkeit zur Verfügung stehen, unter denen sie auswählen konnten. Insbesondere war man der Auffassung, dass dauerhaft höhere Inflationsraten gegen eine anhaltend dynamischere gesamtwirtschaftliche Entwicklung eingetauscht werden können.

Mitte der Sechzigerjahre veröffentlichte Forschungsarbeiten,<sup>3</sup> die vornehmlich dem Denkmuster der Phillips-Kurve folgten, deuteten auf einen weiteren möglichen Vorteil höherer Inflationsraten hin: Durch die Verteuerung der Geldhaltung könnte eine höhere Inflation Akteure dazu bewegen, einen Teil ihres Vermögens von „unproduktivem“ Geld in Sachkapital umzuwandeln und dadurch die Kapitalakkumulation fördern. Dies würde gleichermaßen zu einer höheren Kapitalausstattung je Arbeitnehmer und folglich zu einer größeren Produktionsleistung führen.

Diese Positionen waren umstritten. Die Vorstellung eines ständigen Trade-off zwischen Inflation einerseits und Arbeitslosigkeit sowie Wachstum andererseits (bei freier Wahlmöglichkeit) wurde kritisiert mit dem Argument, dass eine dauerhafte Inflation sich letztlich auf die Erwartungen der Akteure und dadurch auch auf die Stabilität der Phillips-Kurve auswirken würde. Drei bekannte Befürworter dieser

Ansicht, E. Phelps, M. Friedman und R. Lucas,<sup>4</sup> legten dar, wie sich eine dauerhaft höhere Inflation automatisch in den Erwartungen der Akteure widerspiegelt und zu höheren Löhnen, höheren Produktionskosten und weniger Beschäftigung führt, bis schließlich jegliche positive Verbindung zwischen Inflation und Wirtschaftswachstum verschwindet.

Die Wiederbelebung des klassischen Prinzips der Neutralität des Geldes – wonach die Geldpolitik nur die nominalen Variablen beeinflussen kann und reale Variablen durch reale Faktoren außerhalb der Einflussmöglichkeit der Zentralbanken bestimmt werden – bedeutete, dass eine Geldpolitik, die auf eine systematische Stimulierung der gesamtwirtschaftlichen Leistung über das gleichgewichtige Produktionsniveau der Wirtschaft hinaus ausgerichtet ist, lediglich dauerhaft höhere Teuerungsraten zur Folge hätte und keine bleibenden Zuwächse in der realwirtschaftlichen Aktivität.

Die Zeit der hohen Inflationsraten in den Siebzigerjahren stützte maßgeblich die Vorstellung, dass der Zusammenhang zwischen Inflation und Wachstum nicht positiv war und für die Art von geldpolitischen Experimenten, die ein Jahrzehnt zuvor vorgeschlagen worden waren, nicht geeignet war. Die Folgen der schlechten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in den Siebzigerjahren waren jedoch noch gravierender als die, die sich aus der Vorstellung, dass sich Inflation neutral

1 Siehe A. W. Phillips, *The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957*, in: *Economica*, Bd. 25 (November), 1958, S. 283-299.

2 So erklärte der Vorsitzende der Federal Reserve, William McChesney Martin Jr., im August 1958, dass im Falle einer erneut an Fahrt gewinnenden Inflation sich die Zahl der Arbeitslosen möglicherweise vorübergehend verringern würde, es aber auf lange Sicht mehr Arbeitslose geben werde. Die Arbeitslosenzahl könnte auf 10 oder 15 Millionen ansteigen, sollte sich die Inflation tatsächlich sehr stark erhöhen (siehe D. Romer und C. Romer, *A Rehabilitation of Monetary Policy in the 1950s*, in: *American Economic Review*, Bd. 97, Nr. 2, 2002a, S. 123). Zum damaligen Zeitpunkt waren fünf Millionen Menschen arbeitslos.

3 Siehe J. Tobin, *Money and Economic Growth*, in: *Econometrica*, Bd. 32, 1965, S. 671-684.

4 Siehe E. Phelps, *Phillips Curves, Expectations of Inflation, and Optimal Unemployment Over Time*, in: *Economica*, Bd. 34, 1967, S. 254-281, M. Friedman, *The Role of Monetary Policy*, in: *American Economic Review*, Bd. 58, 1968, S. 1-17, und R. E. Lucas Jr., *Expectations and the Neutrality of Money*, in: *Journal of Economic Theory*, Bd. 4 (April), 1972, S. 103-124.

auf das Wachstum auswirkt, ergeben hätten. Da eindeutig gezeigt werden konnte, dass eine höhere Inflation mit einer systematisch schlechteren Entwicklung der Gesamtwirtschaft einhergeht, ließen die in den Siebzigerjahren gesammelten Erfahrungen den Schluss zu, dass der langfristige Zusammenhang zwischen Inflation und Wachstum tatsächlich negativ sein könnte und ein dauerhafter Anstieg der Teuerungsraten mit einem anhaltenden Produktionsrückgang, einem geringeren realen Einkommen und letztendlich einem geringeren wirtschaftlichen Wohlstand verbunden ist.<sup>5</sup>

Seit den Siebzigerjahren sind in zahlreichen Forschungsarbeiten die Mechanismen untersucht worden, durch die sich eine höhere Inflation systematisch negativ auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung auswirkt; dabei wurden die Auswirkungen sowohl länderübergreifend als auch zeitreihenbasiert untersucht und quantifiziert. Im folgenden Abschnitt werden diese Mechanismen genau beleuchtet, in Abschnitt 3 werden daraufhin die empirischen Daten ausgewertet, die den breiten Konsens stützen, dass Preisstabilität der beste Beitrag der Geldpolitik zum Wirtschaftswachstum ist, und in Abschnitt 4 werden einige Folgen erörtert, die sich daraus für die Währungsbehörden ergeben.

## 2 AUSWIRKUNGEN DER INFLATION AUF DIE KONJUNKTUR

Ökonomen haben mehrere Gründe dafür gefunden, weshalb die Teuerung negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft hat. Diese Gründe werden im Folgenden näher erläutert.

Erstens hängt eine gut funktionierende Marktwirtschaft entscheidend davon ab, ob das Preissystem als wichtigster Informationsträger eine effiziente Ressourcenallokation bewirken kann. Dabei liegt der größte durch die Inflation verursachte Schaden darin, dass es in einem inflationären Umfeld schwieriger ist, Änderungen der relativen Preise (die zu einer veränderten Ressourcenallokation führen) von Änderungen des allgemeinen Preisniveaus (die eine derartige Veränderung nicht auslö-

sen) zu trennen. Hingen die Schwankungen der relativen Preise nicht mit dem durchschnittlichen Inflationsniveau zusammen, so würde sich die Interpretation einer Preisänderung bei hohen Inflationsraten nicht schwieriger gestalten. Das oben angesprochene Problem, ein Signal herauszufiltern, würde sowohl in einem Umfeld hoher Preiseraten als auch bei niedriger Inflation auftreten. In der Vergangenheit korrelierte jedoch die Varianz der relativen Preise stark positiv mit der durchschnittlichen Teuerung, was darauf schließen lässt, dass hohe Inflationsraten in der Praxis mit stärkeren Schwankungen bei den relativen Preisen verbunden sind. Da es durch größere Schwankungen für die Wirtschaftsteilnehmer automatisch schwieriger ist, das Signal (d. h. die Änderungen des relativen Preisniveaus) aus den Störgeräuschen (d. h. den Änderungen des allgemeinen Preisniveaus) herauszufiltern,<sup>6</sup> dürfte ein Anstieg der Inflation sicherlich eine Fehlallokation von Ressourcen hervorrufen und dadurch schließlich zu einer schlechteren gesamtwirtschaftlichen Entwicklung führen. Die in den Siebzigerjahren verzeichneten sehr volatilen Inflationsraten spielten auf diesem Wege höchstwahrscheinlich eine wesentliche Rolle bei der mittelmäßigen Entwicklung der Gesamtwirtschaft in diesem Zeitraum. Diese Volatilität stellte die Unternehmen sehr wahrscheinlich vor große Probleme hinsichtlich der Interpretation von und angemessenen Reaktion auf Preisänderungen, die durch eine veränderte relative Nachfrage nach den betreffenden Gütern oder eine relative Knappheit an diesen Gütern ausgelöst wurden oder aber lediglich eine äquiproportionale unterschiedliche Entwicklung bei allen Preisen widerspiegeln könnten.

Zweitens wirkt sich die Inflation über den Kanal der Kapitalakkumulation auf die realwirtschaftliche Entwicklung aus. Ein wichtiges Merkmal vieler Investitionsvorhaben besteht darin, dass sie im Wesentlichen nicht mehr rückgängig gemacht werden können.<sup>7</sup> Anders gesagt, sollten sich die

5 Der Wandel im intellektuellen Klima wurde in Milton Friedmans Nobelpreisrede von 1977 beispielhaft erläutert.

6 Zentrales Thema bei Robert E. Lucas Jr., Expectations and the Neutrality of Money, in: Journal of Economic Theory, Bd. 4 (April), 1972, S. 103-124.

7 Hierzu gibt es umfangreiche Fachliteratur. Siehe etwa R. Pindyck und A. Solimano, Economic Instability and Aggregate Investment, in: O. J. Blanchard und S. Fischer (Hrsg.), NBER Macroeconomics Annuals 1993, Cambridge, The MIT Press, 1993.

**Tabelle 1 Mittelwert und Standardabweichung der Inflation (nach Jahrzehnten)**

	Euro-Währungsgebiet <sup>1</sup>		Vereinigte Staaten		Japan		Vereinigtes Königreich	
	Mittelwert	Standardabweichung	Mittelwert	Standardabweichung	Mittelwert	Standardabweichung	Mittelwert	Standardabweichung
1950-1959	k.A.	k.A.	2,1	2,4	3,2	6,9	1,8	1,6
1960-1969	3,3	1,0	2,4	1,5	5,4	1,7	3,5	1,5
1970-1979	8,8	2,0	7,1	2,8	9,1	6,0	12,6	5,7
1980-1989	5,9	3,2	5,5	3,5	2,4	2,4	7,5	4,5
1990-1999	2,6	1,1	3,0	1,1	1,2	1,3	3,7	2,4
2000-2007	2,2	0,3	2,8	0,9	-0,4	0,4	2,8	0,9
	Kanada		Australien		Schweden		Schweiz	
	Mittelwert	Standardabweichung	Mittelwert	Standardabweichung	Mittelwert	Standardabweichung	Mittelwert	Standardabweichung
1950-1959	1,8	1,0	1,6	0,4	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
1960-1969	2,5	1,3	2,5	1,5	3,9	1,6	2,9	0,9
1970-1979	7,4	2,9	9,8	4,1	8,6	2,2	5,0	3,2
1980-1989	6,5	3,2	8,4	2,2	7,9	3,1	3,3	1,8
1990-1999	2,2	1,7	2,5	2,1	3,3	3,7	2,3	2,1
2000-2007	2,3	0,8	3,3	1,2	1,4	0,9	1,0	0,5

1) Für den Zeitraum von 1960 bis 1969 beruhen die Angaben auf dem einfachen Durchschnitt der Inflationsraten von Deutschland, Frankreich und Italien.

Marktbedingungen als schlechter erweisen als erwartet, könnte ein großer Teil der ursprünglichen Investitionskosten nicht wiedererlangt werden. Es wurde gezeigt, dass Investitionsentscheidungen unter diesen Umständen tendenziell sehr stark von dem wahrgenommenen Anlagerisiko abhängen, sodass selbst eine mäßige Zunahme des Risikos – ob durch makroökonomische oder andere Faktoren bedingt – einen großen negativen Einfluss auf die Investitionsausgaben ausüben kann. In der Vergangenheit korrelierte die Varianz der Teuerungsraten sehr stark mit deren Durchschnittsniveau,<sup>8</sup> was darauf schließen lässt, dass hohe Inflationsraten in der Praxis mit stärker schwankenden und somit unsichereren Raten verbunden sind, die einen negativen Einfluss auf die Investitionen haben.<sup>9</sup>

Tabelle 1 zeigt sowohl den Mittelwert als auch die Standardabweichung des Verbraucherpreisanstiegs für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten, Japan, das Vereinigte Königreich, Kanada, Australien, Schweden und die Schweiz (nach Jahrzehnten) und veranschaulicht somit den oben beschriebenen Zusammenhang. Es besteht eine sehr hohe Korrelation zwischen Inflationsniveau und -volatilität, was besonders im Fall der Vereinigten Staaten, des Vereinigten

Königreichs, Kanadas und der Schweiz deutlich wird. Dies bedeutet, dass sich höhere Inflationsraten – indem sie die gesamtwirtschaftliche Unsicherheit verstärken – ceteris paribus ungünstig auf Investitionsentscheidungen auswirken; folglich würde der Wirtschaft am Ende ein geringerer Kapitalstock als sonst zur Verfügung stehen.

Die negativen Folgen der Teuerungsraten für die Kapitalbildung werden durch einen dritten, konzeptionell ähnlichen Mechanismus verstärkt. Ganz allgemein fordert ein Wirtschaftssubjekt, das in einem unsicheren Umfeld Mittel für ein spezielles Investitionsvorhaben zur Verfügung stellt, eine höhere Rendite als Kompensation für das durch die Unsicherheit höhere Risiko. Je größer die Unsicherheit ist, desto höher ist unter

8 Siehe etwa M. Kiley, Is Moderate-To-High inflation Inherently Unstable?, in: International Journal of Central Banking, Bd. 3, Nr. 2, 2007, S. 173-201.

9 Aus der jüngsten Forschungsarbeit von Ascari und Ropele geht hervor, dass im Rahmen von neukeynesianischen Standardmodellen ein Anstieg der trendmäßigen Inflation systematisch mit einer Zunahme der gesamten makroökonomischen Volatilität und somit auch mit einer größeren Varianz der Teuerungsraten verbunden ist. Siehe vor allem G. Ascari und T. Ropele, Trend inflation, Taylor principle and indeterminacy, Beitrag zur Konferenz zum Thema „Defining price stability: Theoretical options and practical experience“, Frankfurt am Main, 26./27. November 2007. Der Beitrag ist unter [www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/dps.en.html](http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/dps.en.html) abrufbar.

plausiblen Annahmen dieser zusätzliche Ausgleich (Risikoprämie). Durch den Aufschlag einer Inflationsrisikoprämie auf risikolose Nominalzinsen führt die Inflationsunsicherheit zu höheren Realzinsen, als sie es sonst wären, und erschwert eine Kapitalakkumulation, die über den im vorangehenden Abschnitt dargestellten Effekt hinausgeht.

Viertens wirkt sich die Inflation insofern negativ auf die wirtschaftliche Entwicklung aus, als sowohl Privatpersonen wie auch Unternehmen in einem inflationären Umfeld tendenziell einen Großteil ihrer Zeit und Mittel dafür aufwenden, ihr Vermögen vor der Inflation zu schützen, anstatt Investitionen zu tätigen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Teuerung wie eine Steuer auf die Geldbestände wirkt, wobei die Inflationsrate dem Steuersatz und die Höhe der Geldbestände der steuerlichen Bemessungsgrundlage entspricht. Da die optimale Allokation der Privatpersonen und Unternehmen hinsichtlich Zeit und Mitteln verzerrt ist, verschlechtert sich die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zwangsläufig.

Fünftens entstehen im Zusammenhang mit der wechselseitigen Beeinflussung zwischen Inflation und Steuersystem negative Auswirkungen.<sup>10</sup> Diese wechselseitige Beeinflussung umfasst mehrere Aspekte. So sind steuerliche Abschreibungsmöglichkeiten beispielsweise nicht indexiert, wodurch es zu einer systematischen Verzerrung der Investitionsentscheidungen der Unternehmen kommt und die höhere Inflation ceteris paribus zu einer künstlichen Zunahme der kurzfristigen Investitionsgüter und Lagerhaltung zulasten der langfristigen Investitionsgüter führt. Dieser Effekt verstärkt den bereits dargelegten negativen Einfluss der Inflationsunsicherheit auf langfristige Investitionen. Folglich wird der Kapitalstock – und somit auch das langfristige produktive Potenzial – in der Wirtschaft auf lange Sicht verringert. Gleichmaßen führt die Tatsache, dass der progressive Einkommensteuersatz unter Umständen nicht vollständig an den durch die Inflation bedingten Anstieg des Preisniveaus gekoppelt ist, dazu, dass die Teuerungsrate mit der Zeit eine Zunahme des realen Steueraufkommens bewirkt. Auf mittlere Sicht kann ein inflationsbedingter

Rückgang der realen Löhne (nach Steuern) und der realen Verzinsung von Ersparnissen (nach Steuern) zu einem geringeren Anreiz beim Arbeitskräfteangebot bzw. beim Kapitalangebot führen, der wiederum die langfristigen Perspektiven für das Wirtschaftswachstum schmälert.

Der sechste und letzte Mechanismus, durch den sich eine instabile Inflationsentwicklung negativ auf die gesamtwirtschaftliche Leistung auswirkt, ist der Einfluss der Verankerung von Inflationserwartungen. Laut den jüngsten Forschungsergebnissen<sup>11</sup> sind die Inflationserwartungen in auf Preisstabilität basierenden geldpolitischen Systemen tendenziell fest verankert und reagieren kaum auf neue gesamtwirtschaftliche Daten. In geldpolitischen Systemen ohne klare Definition von Preisstabilität werden die Inflationserwartungen hingegen durch neue Datenveröffentlichungen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung eher korrigiert. Dies ist dadurch zu erklären, dass sich die Wirtschaftssubjekte bei der Prognose der Auswirkungen neuer gesamtwirtschaftlicher Daten auf die künftige Inflationsentwicklung in erstgenannten Systemen auf stabilisierende Maßnahmen seitens der Zentralbank einstellen und erwarten, dass diese Stabilisierung negative Einflüsse des Schocks auf die Inflationsraten mittelfristig größtenteils aufhebt. Diese Prognose trägt dazu bei, die aktuellen Inflationserwartungen vor potenziell beunruhigenden Meldungen abzuschirmen. Mit diesem Mechanismus sind wiederum zwei weit reichende Auswirkungen verbunden. Erstens wird der Einfluss makroökonomischer Schocks auf die Inflation durch die Verankerung der Inflationserwartungen verringert, da das Preissetzungsverhalten teilweise auf den künftigen Inflationserwar-

<sup>10</sup> Dieses Thema wurde von Martin Feldstein in einer Reihe von Studien umfassend erörtert. Siehe vor allem M. Feldstein, *The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability*, in: D. Romer und C. Romer (Hrsg.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, The University of Chicago Press, 1997, und M. Feldstein, *Capital Income Taxes and the Benefits of Price Stability*, in: M. Feldstein (Hrsg.), *The Costs and Benefits of Price Stability*, The University of Chicago Press, 1999.

<sup>11</sup> Siehe vor allem M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. S. Gürkaynak und E. Swanson, *Convergence and anchoring of yield curves in the euro area*, Working Paper Nr. 817 der EZB, Oktober 2007, und M. J. Beechey, B. K. Johannsen und A. T. Levin, *Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area than in the United States?*, Diskussionspapier Nr. 6536 des CEPR, Oktober 2007.

tungen der Akteure beruht. Zweitens erlaubt diese relativ geringe Empfindlichkeit der Inflation gegenüber makroökonomischen Schocks der Zentralbank, im Falle schlechter Neuigkeiten eine weniger aggressive Haltung einzunehmen. Aufgrund einer gewissermaßen sich selbst stabilisierenden Reaktion von Inflationserwartungen und tatsächlichen Inflationsraten kann die Zentralbank einen moderateren und stabileren geldpolitischen Kurs verfolgen, als bei weniger fest verankerten Inflationserwartungen. Die Vorteile, ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit erreicht zu haben, sind eindeutig: Gerade weil der private Sektor davon ausgeht, dass die Zentralbank glaubwürdig die Inflation stabilisiert, fällt es der Zentralbank leichter, ihre Aufgabe zu erfüllen, als bei einem geringeren Maß an Glaubwürdigkeit. Das bedeutet folglich nicht nur eine stabile Preisentwicklung, sondern auch weniger variable Zinssätze als es sonst der Fall gewesen wäre, was sich positiv auf Konsum- und Investitionsentscheidungen auswirkt und ein besser prognostizierbares wirtschaftliches Umfeld schafft, was dem Wirtschaftswachstum förderlich ist.

In diesem Zusammenhang ist ein Vergleich zwischen der aktuellen Situation und jener in den Siebzigerjahren aufschlussreich. Damals wie heute stiegen die Rohstoffpreise deutlich und nachhaltig an, was sich über die Kostenstruktur von Unternehmen preistreibend auf die Produktion auswirkte. Trotz dieser ähnlichen Entwicklung sind die gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse der beiden Zeiträume unterschiedlich. Sowohl die Inflationserwartungen als auch die tatsächliche Inflation nahmen in weiten Teilen Europas in den Siebzigerjahren sprunghaft zu, während die Ertragslage der Unternehmen sowie die Beschäftigung von dieser Entwicklung deutlich negativ beeinflusst wurden. In einem monetären Umfeld ohne feste Verankerung, wie sie zuvor durch das Bretton-Woods-System sichergestellt war, verloren die Inflationserwartungen in vielen Ländern ihre Verankerung und bezogen zusehends die wiederholt auftretenden Ölpreisschocks ein. Die Zentralbanken versuchten unter diesen Bedingungen die Preisspirale aufzuhalten und mussten häufig unerwartete und strenge stabilitätspolitische Maßnahmen ergreifen, die gesamtwirt-

schaftliche Schwankungen eher förderten als eindämmten. Der in den vergangenen Jahren beobachtete Anstieg der Ölpreise hat hingegen zu keiner größeren Verschiebung der Inflationserwartungen geführt, wodurch die Reaktion der Zentralbanken gemäßiger ausfallen konnte.

Nachdem nun die konzeptuellen Gründe erläutert wurden, weshalb hohe und volatile Inflationsraten allgemein einen negativen Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung haben dürften, werden im folgenden Abschnitt die verfügbaren empirischen Daten untersucht.

### 3 EMPIRISCHE DATEN

In diesem Abschnitt werden die empirischen Daten, die für den derzeitigen Konsens sprechen, untersucht. Im Wesentlichen wird aufgezeigt, dass der negative Einfluss der Inflation auf die Wirtschaftstätigkeit sowohl bei den länderübergreifenden als auch bei den zeitreihenbasierten Untersuchungen deutlich zu erkennen ist.

#### LÄNDERÜBERGREIFENDE UNTERSUCHUNGEN

Der negative Zusammenhang zwischen Inflation und wirtschaftlicher Entwicklung, der aus den Daten der Siebzigerjahre so deutlich hervorgeht, beschränkt sich nicht auf diesen Zeitraum. Mehrere Ökonomen<sup>12</sup> haben innerhalb großer Ländergruppen in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg eine negative Beziehung zwischen Inflation und Produktionswachstum (bereinigt um andere makroökonomische Variablen) verzeichnet. Basierend auf einer Stichprobe von 100 Ländern im Zeitraum von 1960 bis 1990 wurde zum Beispiel ermittelt, dass ein Anstieg des trendmäßigen Verlaufs der Inflation um zehn Prozentpunkte mit einem Rückgang des Produktionswachstums um 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte pro Jahr verbunden war.<sup>13</sup>

12 Siehe insbesondere Fischer, 1993, a. a. O.; J. De Gregorio, Inflation, Taxation, and Long-Run Growth, in: *Journal of Monetary Economics*, Bd. 31, 1993, S. 271-298; R. J. Barro, Inflation and Growth, in: *Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Review*, Mai/Juni 1996; und J. Andres und I. Hernando, Does Inflation Harm Economic Growth?, Evidence from the OECD, in: M. Feldstein (Hrsg.), *The Costs and Benefits of Price Stability*, The University of Chicago Press, 1999.

13 Siehe R. J. Barro, 1996, a. a. O.

## Kasten I

**AUFSCHLÜSSELUNG UND QUANTIFIZIERUNG DES EINFLUSSES VON INFLATION AUF DAS PRODUKTIONSWACHSTUM**

Es liegen gute konzeptionelle Gründe für die Annahme vor, dass die Inflation das Produktionswachstum dadurch beeinflusst, dass sie sowohl die Kapitalbildung als auch die Produktivität der Produktionsfaktoren beeinträchtigt. Durch die Forschung wurden nicht nur diese Erkenntnisse bestätigt, sondern auch eine Quantifizierung der relativen Bedeutung der beiden Kanäle ermöglicht.

Unter Zugrundelegung des von Barro verwendeten länderübergreifenden Modells schätzte Fischer (1993), dass ein Anstieg der Inflation um 10 Prozentpunkte mit einem Rückgang der Wachstumsrate des Kapitalstocks um 0,4 Prozentpunkte verbunden ist, also einen vergleichsweise starken Einfluss ausübt. Dieser an sich schon signifikante Effekt gewinnt angesichts der Tatsache, dass er sich auf eine Wachstumsrate bezieht und sich somit im Laufe der Zeit tendenziell eher verstärkt, noch mehr an Gewicht. De Gregorio (1993) gelangte anhand einer Auswahl von 12 lateinamerikanischen Ländern zu vergleichbaren Ergebnissen.

Was den Einfluss der Teuerung auf das Produktivitätswachstum betrifft, so schätzte Fischer (1993), dass ein Inflationsanstieg um 10 Prozentpunkte zu einem Rückgang der Wachstumsrate der Produktivität um 0,2 Prozentpunkte pro Jahr führen würde. Wenngleich der Effekt auf den ersten Blick gering erscheinen mag, muss abermals berücksichtigt werden, dass er sich mit der Zeit tendenziell eher verstärkt, da er sich auf eine Wachstumsrate bezieht und so nach einigen Jahren zu erheblichen Ausfällen in der realen Produktionsleistung führt.

Eine Möglichkeit besteht darin, dass der Einfluss der Inflation auf das Wachstum nichtlinear ist: Zum Beispiel kann er bei relativ hohen Inflationsraten stark und bei niedrigeren Inflationsraten viel schwächer oder sogar kaum feststellbar sein. Um dieser Möglichkeit Rechnung zu tragen, nahm Fischer (1993) eine Neuschätzung der Basisregression vor, indem er den Gesamtdatensatz in drei Kategorien unterteilte, und zwar in Länder mit Inflationsraten von bis zu 15 %, Raten von 15 % bis 40 % und Raten von über 40 %. Die gewonnenen Erkenntnisse legen nahe, dass der Einfluss der Teuerung auf das Wachstum tatsächlich nichtlinear ist, aber entgegen dem, was man hätte erwarten können, bei steigender Inflation nachlässt. Insbesondere in der Ländergruppe mit niedrigen Inflationsraten ist der Einfluss eines Inflationsanstiegs um einen Prozentpunkt auf das Produktionswachstum mit -0,13 Prozentpunkten um 60 % stärker als in der mittleren Gruppe und fast sieben Mal so stark wie in der Gruppe der Hochinflationsländer.

Eine derartige negative Verbindung ist auch dann gegeben, wenn Inflation durch andere makroökonomische Variablen ersetzt wird, die Proxyvariablen für Inflation darstellen, um damit zu berücksichtigen, dass Inflation und Produktion in einem makroökonomischen Kontext gemeinsam festgelegt werden. Eine dieser Variablen ist die Inflationsrate der Vergangenheit. Wie bereits ausführlich dokumentiert wurde, wiesen die Inflationsraten zahlreicher Länder in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg großen-

teils allgemein eine bemerkenswerte Persistenz dahingehend auf, dass die in einem bestimmten Zeitraum festgestellte Abweichung der Teuerungsrate von ihrem Durchschnittswert ein guter Indikator für Abweichungen in nachfolgenden Zeiträumen war. Solche Merkmale der Teuerung nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs sind hauptsächlich auf die deutlichen Inflationschwankungen im Zusammenhang mit den in zahlreichen Ländern gemessenen hohen Inflationsraten der Siebzigerjahre sowie die anschlie-

bende allmähliche Stabilisierung zurückzuführen. Allerdings finden sich diese Charakteristika in Ländern und Wirtschaftsräumen, die – wie das Euro-Währungsgebiet – von geldpolitischen Systemen mit klarer Ausrichtung auf Preisstabilität geprägt werden, seit einigen Jahren nicht mehr.<sup>14</sup>

Dies bedeutet, dass in der gesamten Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg die Teuerungsraten der Vergangenheit ein guter Proxy – technisch gesehen ein „Instrument“ – für die gegenwärtige Inflation darstellen. Viele Untersuchungen haben gezeigt, dass die Verwendung der Inflationsraten der Vergangenheit statt der gegenwärtigen Teuerungsraten qualitativ die gleichen Ergebnisse zeitigt, wobei Inflation und Wachstum wiederum deutlich negativ korrelieren. Im Sinne der Quantitätstheorie des Geldes führt ein Austausch der Inflation durch das Geldmengenwachstum qualitativ erneut zu den gleichen Ergebnissen,<sup>15</sup> wobei ein Anstieg der Wachstumsrate der Geldmenge um zehn Prozentpunkte mit einem Rückgang des Produktionswachstums um 0,2 Prozentpunkte verknüpft ist.

Insgesamt ist festzustellen, dass die länderübergreifend untersuchende Literatur zum Verhältnis zwischen Inflation und Produktionswachstum deutliche Hinweise auf einen negativen Einfluss höherer Inflationsraten auf das Wachstum enthält, wobei Hochinflationsländer systematisch ein niedrigeres Wachstum aufweisen.

#### **ZEITREIHENBASIERTE UNTERSUCHUNGEN**

Während länderübergreifende Datensätze einen Hinweis darauf geben, wie institutionelle Unterschiede hinsichtlich der geldpolitischen Ordnung der einzelnen Volkswirtschaften deren relatives Wirtschaftswachstum beeinflussen können, sind zeitreihenbasierte Untersuchungen nützlich, um zu ermitteln, inwieweit Wachstum und Inflation im Zeitverlauf einen Gleichlauf aufweisen.

Der direkteste Ansatz einer derartigen Untersuchung besteht darin, Verschiebungen der Trendkomponenten des Wachstums von Inflation und Produktion zu vergleichen.<sup>16</sup> Abbildung 1 zeigt geglättete Zeitreihen der VPI-Inflation und des Wachstums des realen BIP für eine Reihe von

Volkswirtschaften in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg, die so berechnet sind, dass ihre niederfrequenten, d.h. sich sehr langsam bewegenden, Komponenten herausgefiltert werden können.<sup>17</sup> Eine solche statistische Niederfrequenzkomponente der betrachteten Daten weist auf den zugrundeliegenden Trend hin und prägt die Entwicklung der entsprechenden Variable für ausreichend lange Zeiträume. Zwischen den Niederfrequenzkomponenten der beiden Reihen ist eine bemerkenswert starke negative Korrelation deutlich zu erkennen, wobei Schwankungen der Trendinflationsrate durchweg für alle Länder mit entsprechenden gegenläufigen Schwankungen des trendmäßigen Produktionswachstums verbunden sind.

Auf den ersten Blick könnte eine mögliche Erklärung für diesen Sachverhalt darin liegen, dass im Betrachtungszeitraum Angebotschocks zufälligerweise überwogen. Ein negativer Angebotschock (z. B. eine Ölpreiserhöhung) würde dadurch, dass er sowohl einen Inflationsanstieg als auch einen Rückgang des Produktionswachstums hervorruft, zu einem negativen Zusammenhang zwischen den beiden Variablen jedweder Frequenz führen, also auch im Niederfrequenzbereich, der mit Schwankungen der Trendkomponenten verknüpft ist. Wäre dies die Hauptursache, so müsste erwartungsgemäß auch ein Unterschied zwischen den Siebzigerjahren (einer Zeit, die

14 Siehe L. Benati, Investigating Inflation Persistence Across Monetary Regimes, in: Quarterly Journal of Economics, erscheint 2008, auch erhältlich als Working Paper Nr. 851 der EZB, Januar 2008.

15 Siehe R. J. Barro, 1996, a. a. O.

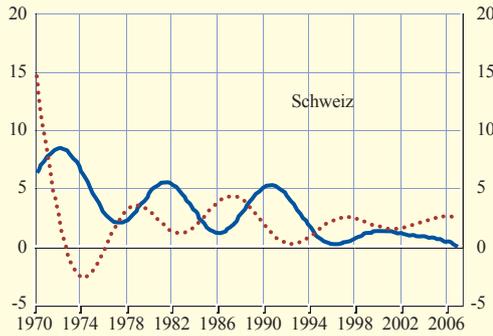
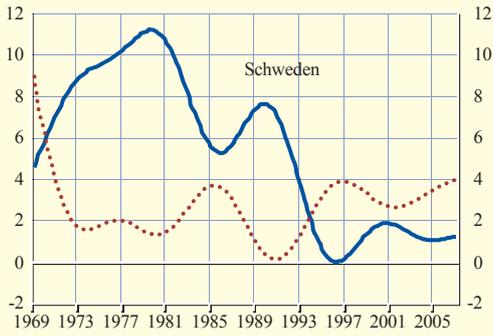
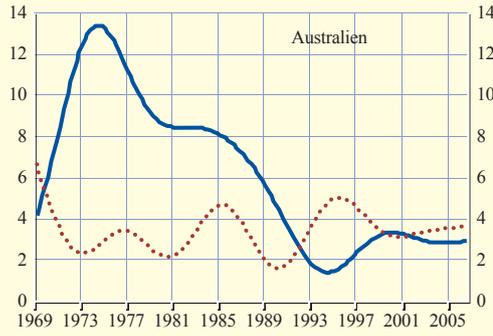
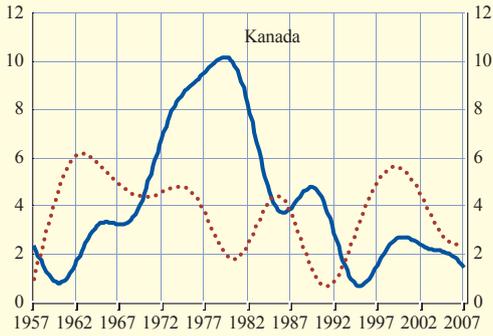
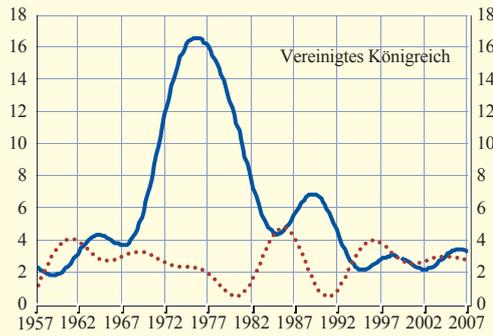
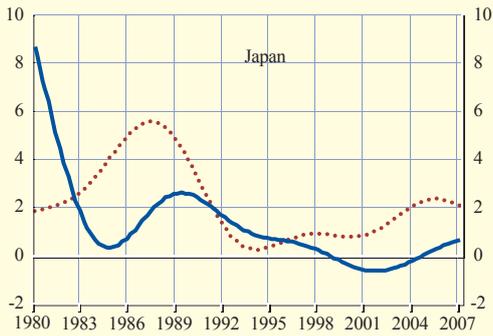
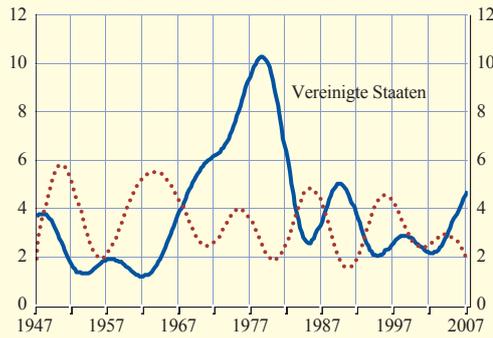
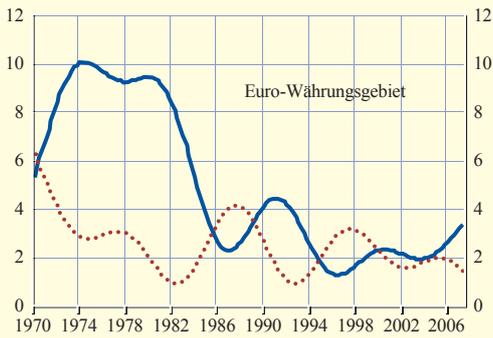
16 Die Untersuchung von P. K. Clark, Inflation and the Productivity Decline, in: American Economic Review, Bd. 72, Nr. 2, 1982, S. 149-154, stellt ein frühes Beispiel für diesen Ansatz dar, der statt auf das Produktionswachstum auf das Produktivitätswachstum angewendet wird. Vor allem deutete Clark an, dass der Produktivitätsrückgang in den Siebzigerjahren auf die hohen Inflationsraten zurückzuführen war. Eine Untersuchung jüngerer Datums im Sinne von Clark findet sich bei A. Sbordone und K. Kuttner, Does Inflation Reduce Productivity?, in: Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, November/Dezember, 1994.

17 Niederfrequenzkomponenten wurden mittels des von L. J. Christiano und T. J. Fitzgerald, The Band Pass Filter, in: International Economic Review, Bd. 44, Nr. 2, 2003, S. 435-465 beschriebenen statistischen Filters extrahiert. Gemäß der etablierten Auslegung von Konjunkturanalysen werden die niederfrequenten Komponenten beider Reihen definiert als die Komponenten, die mit mehr als acht Jahre andauernden Zyklen in Zusammenhang stehen (siehe z. B. J. Stock und M. Watson, Business Cycle Fluctuations in U.S. Macroeconomic Time Series, in: J. B. Taylor und M. Woodford (Hrsg.), Handbook of Macroeconomics, Amsterdam, Nordholland, 1999).

Abbildung I Niederfrequenzkomponenten der Inflation und des Produktionswachstums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

— Inflation  
 ..... Produktionswachstum



Quelle: EZB-Berechnungen.

## ERKENNTNISSE AUS INFLATIONSKRISEN

Bruno and Easterly (1998) definierten Inflationskrisen als Episoden, in denen die Teuerungsrate vorübergehend (für mindestens zwei Jahre) auf über 40 % pro Jahr stieg und anschließend wieder unter diese Marke zurückging. Von 1961 bis 1994 wurden anhand dieses Kriteriums 41 Inflationskrisen in 31 Ländern festgestellt. Basierend auf dem Wirtschaftswachstum pro Kopf oder der Abweichung des Pro-Kopf-Wachstums vom weltweiten Durchschnitt war ein sehr deutliches Muster zu erkennen: Einem durchschnittlichen Wachstumsrückgang um 2,4 Prozentpunkte vom Zeitraum vor der Krise bis zur Krisenperiode folgte ein Anstieg in der Zeit nach der Krise um 3,3 Prozentpunkte, wodurch der vorübergehende Produktionsausfall weitgehend ausgeglichen wurde. Diese Ergebnisse geben deutliche Hinweise darauf, dass ein Inflationsanstieg mit einer Verringerung der Wirtschaftstätigkeit insgesamt einhergeht.

Die Ergebnisse waren auch bei einer mehrmals geänderten Basisspezifizierung robust. Es könnte begründet argumentiert werden, dass beispielsweise Krisen von unterschiedlicher Dauer mit unterschiedlichen Mustern hinsichtlich Abschwächung und Erholung des Produktionswachstums verbunden sind. Um dies zu überprüfen, wurde der Gesamtdatensatz geteilt, und zwar in Länder mit Inflationskrisen, die kürzer waren als der Medianwert der Gruppe (von sechs Jahren) einerseits, und in Länder mit länger als der Medianwert dauernden Krisen andererseits. Auf die beiden Gruppen entfielen 18 bzw. 23 Krisen (sechs Krisen dauerten exakt sechs Jahre). Der Rückgang der Abweichung des pro Kopf gemessenen Produktionswachstums gegenüber dem weltweiten Durchschnitt betrug in beiden Gruppen 1,9 bzw. 2,6 Prozentpunkte. Wenngleich dieser Unterschied statistisch nicht signifikant war, deutet er auf eine deutliche Robustheit der Basisergebnisse hin.

zweifellos von zwei großen negativen Ölschocks geprägt war) und den vorangegangenen und nachfolgenden Perioden festzustellen sein.<sup>18</sup> Die Tatsache jedoch, dass eine solche Korrelation im gesamten Zeitraum seit Ende des Zweiten Weltkriegs so bemerkenswert stabil blieb (besonders deutlich wird dies im Falle des Euroraums, Schwedens und der Schweiz nach Mitte der Achtzigerjahre sowie der Vereinigten Staaten und Kanadas vor und nach der Zeit der hohen Inflationsraten in den Siebziger Jahren), legt den Schluss nahe, dass dies aller Wahrscheinlichkeit nach nicht die Hauptursache für die in Abbildung 1 dargestellte Evidenz ist. Im Gegensatz dazu spiegelt das in der Abbildung erkennbare Verhältnis höchstwahrscheinlich tiefgreifende Strukturmerkmale der Volkswirtschaft wider.

In der Tat wurden zahlreiche Untersuchungen<sup>19</sup> dahingehend verfeinert, dass im Vergleich Belege dafür gesucht wurden, dass eine Variable eine Prognosekraft auf die andere hat. Dieser

Ansatz fußt auf der Erkenntnis, dass das Messen einer Prognosekraft (oder deren Fehlen) einen Hinweis auf die wahrscheinliche Kausalität liefert. Die Ergebnisse dieser Untersuchungen deuten erneut darauf hin, dass das Prinzip, demzufolge höhere Inflationsraten das Wachstum beeinträchtigen, empirisch bestätigt wurde.

Ein anderer interessanter Ansatz besteht darin, sich auf Inflationskrisen zu konzentrieren, die sich definieren lassen als Episoden mit zeitweiligen Infla-

18 Im Zusammenhang mit länderübergreifenden Datenstudien wurde darauf erstmals von S. Fischer, 1993, a. a. O., hingewiesen.

19 Üblicherweise durch Granger-Kausalitätstests. Siehe beispielsweise A. Sbordone und K. Kuttner, 1994, a. a. O., und J. Andres und I. Hernando, Does Inflation Harm Economic Growth?, Evidence from the OECD, in: M. Feldstein (Hrsg.), The Costs and Benefits of Price Stability, in: The University of Chicago Press, S. 315-341, 1999. Sbordone und Kuttner (1994) kommen zu dem Ergebnis, dass die Inflation in einem bivariaten Kontext eine geringe Prognosekraft bezüglich des Produktivitätswachstums bereinigt um das Produktivitätswachstum der Vergangenheit hat, während das Gegenteil nicht zutrifft. Andres und Hernando (1999) kommen zu dem Schluss, dass die Inflation innerhalb einer Gruppe von OECD-Ländern dieselbe Eigenschaft hinsichtlich des Einkommens aufweist.

## Kasten 3

**EINFLUSS PERMANENTER INFLATIONSSCHOCKS AUF DAS TRENDMÄSSIGE PRODUKTIONSWACHSTUM**

In der jüngsten Fachliteratur wird dokumentiert, dass die nach dem Zweiten Weltkrieg verzeichnete Inflationsentwicklung anscheinend eine beträchtliche dauerhafte Komponente beinhaltet,<sup>1</sup> und zwar in dem Sinne, dass im genannten Zeitraum ein nicht zu vernachlässigender Teil inflationärer Schocks letztlich nicht verschwand, sondern vielmehr im System verblieb und sich somit auf die Trendinflation auswirkte. Ein Beispiel hierfür ist das Euro-Währungsgebiet. Wie Benati (2008) gezeigt hat,<sup>2</sup> waren die Inflationsschwankungen im Euroraum vor Beginn der Währungsunion (also vor Januar 1999) weitgehend dauerhafter Natur, sind aber seither meist nur vorübergehend in Erscheinung getreten. Mit anderen Worten: Seit Einführung der Währungsunion weist die Inflation im Eurogebiet eine sehr starke Rückkehr zum Mittelwert („mean reversion“) auf. Ökonometrische Schätzungen zur Größe der dauerhaften Komponente der HVPI-Inflation im Euroraum<sup>3</sup> deuten beispielsweise darauf hin, dass vor Januar 1999 permanente Schocks (d. h. die Trendinflation beeinflussende Schocks) einen Anteil von 47,3 % an der Variation der Inflation (gegenüber dem Stand vor einem Vierteljahr) hatten. Die entsprechende Zahl für das Produktionswachstum – also der Anteil der Schocks, die das Trendwachstum beeinflussen – beläuft sich auf 9,1 %. Dies deckt sich auch mit der anekdotischen Evidenz: In den Siebzigerjahren lag der einfache Mittelwert der HVPI-Inflation und des Produktionswachstums bei 8,8 % bzw. 3,6 %, während er in den Neunzigerjahren 2,5 % bzw. 2,1 % betrug, was auf deutliche Verschiebungen der Trendkomponenten beider Reihen hindeutet.

Dies legt den Schluss nahe, dass es bei einem tatsächlich negativen Einfluss der Inflation auf das Produktionswachstum möglich sein müsste, diesen Effekt anhand einer Analyse des langfristigen Einflusses permanenter Inflationsschocks auf das trendmäßige Produktionswachstum aus den Daten des Euroraums vor Beginn der Währungsunion herauszufiltern. Permanente Inflationsschocks werden im Rahmen eines VAR-Modells identifiziert. Hierbei wird angenommen, dass sich diese Schocks als einzige auf die Trendinflation auswirken.<sup>4</sup> Der Effekt eines permanenten Inflationsschocks in Höhe von 100 Basispunkten auf das trendmäßige Produktionswachstum wird zwischen -11 Basispunkte (bezogen auf den HVPI) und -19 Basispunkte (bezogen auf den BIP-Deflator) geschätzt, was in Einklang steht mit Barros Schätzung für die Ländergruppe mit niedriger Inflation (siehe Kasten 1), die sich auf -13 Basispunkte beläuft.

1 Für die Vereinigten Staaten siehe z. B. J. Stock und M. Watson, Why Has U.S. Inflation Become Harder to Forecast?, in: Journal of Money, Credit, and Banking, Bd. 39, Nr. 1, 2007, S. 3-33.

2 Siehe z. B. L. Benati, 2008, a. a. O.

3 Die Schätzungen basieren auf dem Schätzer des Varianzverhältnisses von Cochrane; siehe J. H. Cochrane, How Big Is the Random Walk in GNP?, in: Journal of Political Economy, Bd. 96, Nr. 5, 1988, S. 893-920.

4 Diese Annahme wird verwendet in J. M. Roberts, The Sources of Business Cycles: A Monetarist Interpretation, in: International Economic Review, Bd. 34, Nr. 4, 1993, S. 923-934, sowie in J. Bullard und J. Keating, The Long-Run Relationship Between Inflation and Output in Post-War Economies, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 36, 1995, S. 477-496.

tionsausschlägen auf Werte oberhalb einer bestimmten Marke und einem anschließenden Rückgang auf ein normaleres Niveau.<sup>20</sup> Die empirischen Daten, die in Kasten 2 ausführlicher untersucht werden, weisen darauf hin, dass sich derartige Phasen durch ein sehr einheitliches Verlaufsmuster auszeichnen, wobei Inflationskrisen mit einem systematischen und statistisch signifikanten Rückgang des Produktionswachstums einhergehen, das seinen Durch-

schnittswert unterschreitet, während das Krisenende einen überdurchschnittlich großen Wachstumsprung zeitigt.

Ein komplexerer Ansatz beruht auf Vektorautoregressionen (VAR-Modelle), die die gemeinsame

20 Dieser Ansatz findet sich zuerst bei M. Bruno und W. Easterly, Inflation Crises and Long-Run Growth, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 41, 1998, S. 3-26.

Dynamik datierter makroökonomischer Indikatoren im Zusammenhang mit ihrer Entwicklung in der Vergangenheit darstellen. Seit Anfang der Achtzigerjahre haben VAR-Modelle in der volkswirtschaftlichen Forschungsarbeit an Beliebtheit gewonnen, da durch sie erstens die Dynamik einer Reihe von makroökonomischen Variablen auf einfache Weise effektiv erfasst werden kann, und sich zweitens der Einfluss struktureller Schocks auf die entsprechenden Variablen dadurch herausarbeiten lässt, dass eine begrenzte Anzahl von Annahmen, welche sich aus der Wirtschaftstheorie ergeben, zugrunde gelegt wird.

In Kasten 3 werden die Ergebnisse der Untersuchung beleuchtet, welchen langfristigen Einfluss permanente Inflationsschocks auf das trendmäßige Produktionswachstum im späteren Euro-Währungsgebiet vor Beginn der Währungsunion hatten. Die Begrenzung der Analyse auf den Zeitraum vor der Währungsunion spiegelt die empirischen Ergebnisse, die in Kasten 3 vorgestellt werden, wider: Seit Januar 1999 weist die Inflation im Euro-Währungsgebiet – wie dies unter einem auf Preisstabilität ausgerichteten geldpolitischen Regime zu erwarten ist – keine permanenten Verschiebungen auf, sodass Daten für die Währungsunion für die vorliegende Untersuchung nicht aussagefähig sind.

Die Evidenz legt nahe, dass ein dauerhafter Inflationsanstieg um 1 % zu einer Verringerung des Trendwachstums um rund 0,1 % bis 0,2 % führt. Anders ausgedrückt implizieren diese Schätzungen, dass bei einem Anstieg der Trendinflation im Euroraum um zwei Prozentpunkte das trendmäßige Produktionswachstum um 0,2 bis 0,4 Prozentpunkte jährlich sinken würde, was wiederum darauf hindeutet, dass das BIP-Niveau nach zehn Jahren 2,0 % bis 4,1 % unter dem Wert ohne eine derartige Verschiebung läge.

#### 4 FOLGEN FÜR DIE WÄHRUNGSBEHÖRDEN

Träfe die von vielen Wissenschaftlern und Analysten in den Sechzigerjahren vertretene Meinung zu, dass eine dauerhaft höhere Inflation tat-

sächlich gegen eine anhaltend dynamischere Entwicklung der Realwirtschaft „eingetauscht“ werden könnte, so wären die Folgen für die Geldpolitik einfach. Zunächst würden die möglichen Konstellationen von Inflation und Realwirtschaft zuverlässig ermittelt und dann die bevorzugte Variante ausgewählt und eingesetzt.

Als das Scheitern der makroökonomischen Experimente der Sechziger- und Siebzigerjahre zunehmend sichtbar wurde, kam die Vorstellung einer vollkommenen Neutralität des Geldes auf – also des Fehlens eines langfristigen Trade-off zwischen Inflation und realwirtschaftlicher Aktivität. Die Implikationen, die sich daraus für die Geldpolitik ergeben, sind jedoch völlig anderer Natur. Die Vorstellung einer Neutralität des Geldes wird durch den gegenwärtigen Konsens über den negativen Einfluss der Inflation auf die Realwirtschaft – der auf den über längere und genauere Zeitspannen gesammelten Erfahrungen gründet – sogar noch bekräftigt. Das Konzept einer Zentralbank, welche explizit beauftragt ist, Preisstabilität zu gewährleisten, hat gegenüber einem Konzept, das auf einer langfristigen Neutralität der Geldpolitik fußt, erheblich an Bedeutung gewonnen. Es hat sich herausgestellt, dass die Geldpolitik beim Streben nach Preisstabilität nicht nur die mit der Teuerung verbundenen Kosten minimiert, sondern auch entscheidend zur Maximierung des langfristigen Produktionspotenzials der Wirtschaft beiträgt.

Während die negativen Folgen der Inflation anscheinend dafür sprechen, dass die Teuerungsrate langfristig so nahe wie möglich bei null liegen sollte, hat eine Zentralbank bei der Festlegung einer präzisen numerischen Definition von Preisstabilität wichtige Überlegungen anzustellen.<sup>21</sup> Erstens kann eine anhaltende Deflation, die mit stagnierendem Wachstum einhergeht, die Zentralbank bei der Umsetzung ihrer Geldpolitik einschränken, da sich die nominalen Zinssätze nicht unter null drücken lassen. Jeder Versuch, die nominalen Zinssätze auf ein Niveau unter null zu

<sup>21</sup> Eine genaue Beschreibung der Gründe für die Preisstabilitätsdefinition der EZB findet sich in: EZB, Ergebnis der von der EZB durchgeführten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie, Monatsbericht Juni 2003.

bringen, würde fehlschlagen, da die Öffentlichkeit es vorziehen würde, Bargeld zu halten, anstatt zu einem negativen Zinssatz Geld zu verleihen oder Einlagen zu halten. Bei einer Deflation schränkt die vorhandene Untergrenze für die nominalen Zinssätze die Möglichkeiten der Zentralbank ein, durch Senkung der Realzinsen die Nachfrage zu stimulieren und deflationärem Druck entgegenzuwirken.

Zweitens können aus verschiedenen Gründen bei Verbraucherpreisindizes Messfehler auftreten. Zu diesen Fehlern kann es kommen, wenn die Preise nicht angemessen um Qualitätsänderungen bereinigt sind oder einschlägige Transaktionen von dem bei der Erstellung des Index verwendeten Warenkorb systematisch nicht erfasst werden. Allerdings ist im Fall des HVPI beim Setzen einer Sicherheitsmarge in Form von Inflationsraten über null die Möglichkeit des Vorhandenseins eines Messfehlers verglichen mit Erwägungen bezüglich der Deflationsrisiken von geringer Bedeutung.

Drittens sind die Veränderungen der relativen Preise in einer Marktwirtschaft ein Schlüsselement zur effizienten Allokation von Ressourcen. Die ökonomische Anpassung der relativen Preise an Schocks könnte zu verhalten ausfallen, wenn Löhne und Preise nominalen Rigiditäten nach unten, d. h. der Aversion der Marktteilnehmer gegenüber nominalen Lohn- und Preissenkungen, unterliegen. In diesem Zusammenhang ist darauf hingewiesen worden, dass eine gewisse Inflation die Anpassung der relativen Preise – und somit auch die reale Anpassung der Wirtschaft – an verschiedene Schocks erleichtern könnte.

Viertens: Grundsätzlich sind in jeder Währungsunion Inflationsunterschiede zwischen Regionen normal und sollten auch so angesehen werden. Sie stellen einen integralen Bestandteil des Mechanismus der Anpassung an Nachfrage- und Angebotschocks in den Volkswirtschaften der einzelnen Regionen dar. Dennoch können Inflationsunterschiede in jeder Währungsunion auch eine strukturelle Komponente aufweisen, beispielsweise aufgrund unterschiedlicher Einkommensniveaus und eines fortlaufenden Aufholprozesses im Hin-

blick auf die Lebensstandards. Angesichts dieser unvermeidlichen Inflationsunterschiede wird argumentiert, dass die Geldpolitik auf mittlere Sicht für das gesamte Euro-Währungsgebiet eine Inflationsrate anstreben sollte, die hoch genug ist, um zu verhindern, dass Regionen mit niedrigeren Preissteigerungsraten mit erheblichen, von nominalen Rigiditäten nach unten verursachten Kosten konfrontiert werden oder in Phasen eines anhaltenden Preisrückgangs eintreten.

Der Beschluss der EZB, beim Streben nach Preisstabilität (die als Anstieg des HVPI für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr definiert ist) mittelfristig eine Preissteigerungsrate nahe der 2 %-Marke beizubehalten, spiegelt alle oben genannten Überlegungen wider.

Nach den hohen Inflationsraten in den Siebzigerjahren wurde der neue Konsens über die negativen Folgen der Inflation für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den letzten zwei Jahrzehnten in immer mehr Ländern gesetzlich verankert. Trotz der zwischen den verschiedenen stabilitätsorientierten geldpolitischen Systemen – der Wirtschafts- und Währungsunion, Systemen mit direktem Inflationsziel, dem neuen geldpolitischen Konzept der Schweiz (seit 1999) und dem geldpolitischen System Japans – bestehenden spezifischen technischen Unterschiede richten sie sich alle nach dem Grundsatz, dass die Inflation aus den bereits genannten Gründen stabil auf einem niedrigen Niveau zu halten ist. In dieser Hinsicht hatten die hohen Inflationsraten in den Siebzigerjahren zumindest einen positiven Effekt. Sie verdeutlichten praktisch die negativen Auswirkungen der Inflation. Dies überzeugte die Gesetzgeber und veranlasste sie, die Lehren aus diesen Erfahrungen gesetzlich festzuschreiben, um derartige Probleme in Zukunft zu vermeiden, indem sie den Zentralbanken größere Unabhängigkeit einräumten und ihnen die Aufgabe der Inflationskontrolle zuwiesen. Somit erscheint der Auftrag der EZB – mit dem vorrangigen Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität und der völligen politischen und institutionellen Unabhängigkeit – besonders geeignet, um die Preisstabilität erfolgreich zu wahren.

Wie die Vergangenheit mehrfach gezeigt hat, ist eine hohe Inflation systematisch mit einer umfangreichen Umverteilung von Einkommen und Vermögen verbunden, wodurch gesellschaftliche Spannungen zunehmen und zuweilen sogar soziale und politische Unruhen aufkommen. Die Gewährleistung von Preisstabilität ist daher nicht nur der beste Beitrag der Geldpolitik zu nachhaltigem Wirtschaftswachstum, zur Schaffung von Arbeitsplätzen und zum Wohlstand, sondern auch und vor allem zur sozialen Stabilität.

## 5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Sowohl die geldpolitischen Entscheidungsträger als auch die Wissenschaftler sind sich derzeit einig, dass sich die Inflation systematisch negativ auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung auswirkt. Da es für die Wirtschaftssubjekte schwierig ist, Änderungen der relativen Preise von Änderungen im allgemeinen Preisniveau zu trennen, führen hohe und schwankende Inflationsraten zu einer systematischen Fehlallokation der Ressourcen und wirken sich folglich negativ auf die Produktivität der Produktionsfaktoren aus. Aufgrund der durch die Variabilität der Inflationsraten ausgelösten gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit und der Tatsache, dass das Steuersystem nicht indexiert ist, führt die Teuerung außerdem über verschiedene Kanäle zu einem systematischen rückläufigen Wachstum der Kapitalakkumulation; dadurch ist der Kapitalstock der Wirtschaft geringer, als er es sonst wäre.

Empirische Erkenntnisse belegen die Existenz beider Effekte und deuten darauf hin, dass sie in Ländern mit niedriger Inflation ziemlich groß sind; ein dauerhafter Inflationsanstieg von 100 Basispunkten ist mit einem Rückgang des Trendwachstums von 10 bis 30 Basispunkten verbunden. Diese Erkenntnisse beinhalten wesentliche Implikationen für die Politik von Währungseinrichtungen. Vor allem weil sich eine sehr geringfügig höhere Teuerungsrate negativ auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung auswirkt, ist es unerlässlich, die Inflation stabil auf einem sehr niedrigen Niveau zu halten.

# DIE OFFENMARKTGESCHÄFTE DES EUROSISTEMS WÄHREND DER JÜNGSTEN PHASE DER FINANZMARKTVOLATILITÄT

AUFSÄTZE

Die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems während der jüngsten Phase der Finanzmarktvolatilität

*Die jüngste Phase der Finanzmarktvolatilität, die im August 2007 auf den Geldmarkt im Euro-Währungsgebiet übergriff, stellte den geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems vor eine schwierige Herausforderung. Im vorliegenden Aufsatz wird ein chronologischer Überblick über die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems im Zeitraum von August 2007 bis März 2008 gegeben. Danach werden mit Blick auf das grundsätzliche Ziel der EZB – d. h. sicherzustellen, dass die sehr kurzfristigen Interbanken-Geldmarktsätze nahe beim vom EZB-Rat beschlossenen Leitzins liegen – die Auswirkungen der ergriffenen Maßnahmen auf die Funktionsfähigkeit des Geldmarkts beschrieben. Der Aufsatz kommt zu dem Schluss, dass die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems weitgehend erfolgreich waren und das Durchschnittsniveau der sehr kurzfristigen Interbanken-Geldmarktsätze in dieser Phase der ungewöhnlich hohen Volatilität, vor allem zu Beginn der Finanzmarkturbulenzen und gegen Jahresende, nahe am Leitzins gehalten wurde. Insgesamt hat sich der geldpolitische Handlungsrahmen als recht widerstandsfähig gegenüber den Finanzmarkturbulenzen erwiesen, und es waren keine strukturellen Änderungen erforderlich, um die höhere Volatilität bewältigen zu können.*

## I EINLEITUNG

Die seit August 2007 anhaltende Finanzmarktvolatilität stellte den geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems vor eine schwierige Herausforderung. Dieser Handlungsrahmen umfasst drei Komponenten: die Offenmarktgeschäfte, die Mindestreservepflicht sowie die ständigen Fazilitäten.<sup>1</sup> Zu den Offenmarktgeschäften zählen zwar verschiedene Arten von Geschäften, bislang hat das Eurosystem allerdings lediglich zwei davon genutzt: Refinanzierungsgeschäfte, über die Geschäftspartnern gegen notenbankfähige Sicherheiten<sup>2</sup> vorübergehend Liquidität (d. h. Guthaben der Banken auf Girokonten des Eurosystems) zur Verfügung gestellt wird, sowie die Hereinnahme von Termineinlagen zu Feinststeuerungszwecken, die verwendet wird, um den Geschäftspartnern zeitweise Liquidität zu entziehen. Die Geschäftspartner benötigen Liquidität in einer bestimmten Höhe, um ihr Mindestreserve-Soll zu erfüllen und den Liquiditätsbedarf aus den autonomen Liquiditätsfaktoren (Positionen in der Bilanz des Eurosystems, die nicht mit der Geldpolitik zusammenhängen) zu decken. Der größte autonome Faktor ist der Banknotenumlauf.

Das Eurosystem bietet zwei ständige Fazilitäten – eine Einlagefazilität und eine Spitzenrefinanzierungsfazilität – an, deren Inanspruchnahme im Ermessen der einzelnen Banken liegt. Die Banken können auf eigene Initiative hin bis zum nächsten Geschäftstag Liquidität in die Einlagefazilität legen, und zwar zu einem vom EZB-Rat beschlos-

senen Zinssatz, der seit April 1999 einen Prozentpunkt unter dem Leitzins (dem Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte) liegt. Über die Spitzenrefinanzierungsfazilität hingegen können sie gegen notenbankfähige Sicherheiten zu einem Zinssatz, der einen Prozentpunkt über dem Leitzins liegt, Übernachtliquidität aufnehmen.

Zugleich müssen die Banken einen ihrem Mindestreserve-Soll entsprechenden Liquiditätsbetrag halten, der sich anhand ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten berechnet. Diese Anforderung muss während jeder Mindestreserve-Erfüllungsperiode im Durchschnitt eingehalten werden. Die Dauer der Erfüllungsperioden variiert, beläuft sich aber auf ungefähr einen Monat.

- 1 Siehe EZB, Die Erfahrungen des Eurosystems mit der Prognose der autonomen Faktoren und der Überschussreserven, Monatsbericht Januar 2008; EZB, Die Erfahrungen des Eurosystems mit Feinststeuerungsoperationen am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, Monatsbericht November 2006; EZB, Erste Erfahrungen mit den Änderungen am geldpolitischen Rahmen des Euro-Währungsgebiets, Monatsbericht Februar 2005; EZB, Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens der EZB, Monatsbericht August 2003; EZB, Veröffentlichung der Benchmark-Zuteilung bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, Kasten 1, Monatsbericht April 2004. Für allgemeinere Informationen siehe EZB, Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems, geändert am 20. September 2007.
- 2 Das Eurosystem akzeptiert eine breite Palette verschiedenartiger Sicherheiten – darunter Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, gedeckte Schuldverschreibungen, ungedeckte Bankschuldverschreibungen, Asset-Backed Securities und Kreditforderungen – als notenbankfähige Sicherheiten. Diese verschiedenen Arten von Sicherheiten unterliegen unterschiedlichen Abschlägen. Insgesamt hat der Sicherheitenrahmen des Eurosystems durch die Erleichterung des Zugangs zu Zentralbankkrediten während der Finanzmarkturbulenzen für eine Verminderung des kurzfristigen Finanzierungsrisikos der Geschäftspartner gesorgt.

Mit den oben beschriebenen Instrumenten setzt das Eurosystem die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats um, das heißt, es steuert die Liquiditätslage am Euro-Geldmarkt mit dem Ziel, die kurzfristigen Interbankensätze so nah wie möglich am vom EZB-Rat beschlossenen Leitzins zu halten. Um dieses Ziel auch während der jüngsten Phase der Finanzmarktvolatilität weiterhin zu erreichen, infolge derer sich das Liquiditätsnachfrageverhalten der Banken veränderte, passte das Eurosystem die Terminierung und die Laufzeiten seiner Offenmarktgeschäfte an, nahm aber an den anderen Komponenten seines Handlungsrahmens keine Änderungen vor.

Im vorliegenden Aufsatz wird untersucht, wie das Eurosystem die Offenmarktgeschäfte während der jüngsten Phase der Finanzmarktvolatilität eingesetzt hat. Abschnitt 2 beschreibt, wie das Eurosystem Offenmarktgeschäfte im Zusammenspiel mit den ständigen Fazilitäten und Mindestreserveanforderungen nutzt, um geldpolitische Entscheidungen umzusetzen, also wie es das Ziel, die kurzfristigen Interbanken-Geldmarktsätze nahe am vom EZB-Rat beschlossenen Leitzins zu halten, zu erreichen versucht. In Abschnitt 3 werden das Übergreifen der Finanzmarkturbulenzen auf den Euro-Geldmarkt und die Auswirkungen auf die Liquiditätsnachfrage der Banken untersucht. Abschnitt 4 enthält eine Erläuterung und Bewertung der Reaktion des Eurosystems auf diese Ereignisse mithilfe von Offenmarktgeschäften. In Abschnitt 5 folgt eine abschließende Zusammenfassung.

## 2 WIE DAS EUROSISTEM DIE GELDPOLITISCHEN BESCHLÜSSE UMSETZT

Das Eurosystem trennt klar zwischen den vom EZB-Rat getroffenen Entscheidungen über den Kurs der Geldpolitik einerseits und deren Umsetzung durch geldpolitische Instrumente andererseits (siehe Kasten 1).<sup>3</sup> Im Rahmen seiner geldpolitischen Strategie und zur Erfüllung seiner Aufgaben beurteilt der EZB-Rat regelmäßig die Risiken für die Preisstabilität auf Grundlage seiner wirtschaftlichen und monetären Analyse. Mithilfe der aus diesen Analysen gewonnenen

Erkenntnisse wird die Höhe der EZB-Leitzinsen festgelegt, die mittelfristig die Preisstabilität gewährleistet. Das EZB-Direktorium setzt diese Beschlüsse um. Diese klare Trennung zwischen den Entscheidungen über den geldpolitischen Kurs und ihrer Umsetzung verringert gemeinsam mit der transparenzorientierten Kommunikationsstrategie der EZB das Risiko, dass Wirtschaftsakteure eine durch vorübergehende und unvorhersehbare Schwankungen in der Liquiditätsnachfrage und im Liquiditätsangebot ausgelöste Volatilität der kurzfristigen Interbanken-Geldmarktsätze fälschlicherweise als geldpolitisches Signal des Eurosystems deuten könnten. Von besonderer Bedeutung war diese Trennung vor allem während der jüngsten Phase der Finanzmarktvolatilität, in der die kurzfristigen Geldmarktsätze zeitweilig sehr stark schwankten.

<sup>3</sup> Diese Trennung wurde im Jahr 2004 durch die Änderungen am geldpolitischen Handlungsrahmen verstärkt. Seitdem gibt es keinen direkten Zusammenhang zwischen den Leitzinsänderungen der EZB und der Entwicklung der sehr kurzfristigen Zinssätze innerhalb einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode, da jede Änderung der Leitzinsen erst zu Beginn der neuen Erfüllungsperiode in Kraft tritt. Der EZB-Rat kann dennoch die Leitzinsen der EZB jederzeit ändern.

## Kasten I

**ABGRENZUNG ZWISCHEN GELDPOLITISCHEN BESCHLÜSSEN UND LIQUIDITÄTSOPERATIONEN**

Die EZB trennt klar zwischen Zinsbeschlüssen, die der Gewährleistung von Preisstabilität (d. h. der Festlegung des geldpolitischen Kurses) dienen, einerseits und Liquiditätsentscheidungen, die bei der Umsetzung dieses Kurses getroffen werden, andererseits.

In „normalen“ Zeiten trägt diese Unterscheidung dazu bei sicherzustellen, dass die Absichten der geldpolitischen Entscheidungsträger von den Marktteilnehmern und der Öffentlichkeit nicht missverstanden werden. Sie dient der Abgrenzung geldpolitischer Signale von den Auswirkungen, die das (mitunter unumgängliche) durch Liquiditätsschwankungen verursachte „Rauschen“ auf die sehr kurzfristigen Zinssätze haben kann. So sind insbesondere Fehler bei der Prognose der autonomen Faktoren (wie etwa der Nachfrage nach Banknoten) unvermeidbar, mit dem Ergebnis, dass die Zuteilungsentscheidungen im Rahmen der regelmäßigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems den Liquiditätsbedarf der Geschäftspartner nicht genau abdecken. Der 1999 eingeführte geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems hat sich als sehr erfolgreich in der Bewahrung dieser Unterscheidung erwiesen. Er ermöglicht klare Hinweise zur jeweiligen geldpolitischen Ausrichtung und vermeidet dadurch Unsicherheiten und Fehlinterpretationen, die sonst zu Geldmarktschwankungen führen und sich anschließend auf die Gesamtwirtschaft übertragen könnten.

In Zeiten von Marktanspannungen kann es sogar noch wichtiger sein, Entscheidungen über den geldpolitischen Kurs klar von Liquiditätsoperationen zu trennen, vor allem wenn der Geldmarkt stark von den Verwerfungen betroffen ist (wie im Falle der jüngsten Finanzmarkturbulenzen). Unter derartigen Bedingungen kann ein aktiveres Liquiditätsmanagement erforderlich sein, um das Funktionieren des Geldmarkts zu fördern und die sehr kurzfristigen Geldmarktsätze nahe am Mindestbietungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems zu halten. Gäbe es die strikte Abgrenzung zwischen geldpolitischen Beschlüssen und Liquiditätsentscheidungen nicht, würde dies die Wahrscheinlichkeit, dass der Markt die geldpolitischen Absichten missversteht, merklich erhöhen, was eine Beeinträchtigung der wirksamen Signalisierung und Transmission des geldpolitischen Kurses zur Folge hätte.

Geldpolitische Beschlüsse und Liquiditätsoperationen sind zwar voneinander zu trennen, um so die Eindeutigkeit der geldpolitischen Zielrichtung und ihre wirksame Transmission zu gewährleisten, doch verstärken sich die in den beiden Bereichen getroffenen Entscheidungen natürlich auch gegenseitig.

Auf der einen Seite ist das ordnungsgemäße Funktionieren des Geldmarkts von äußerster Bedeutung für die Übertragung der Leitzinsen auf die Volkswirtschaft im Allgemeinen und das Preisniveau im Besonderen. Die jüngsten Erfahrungen zeigen, dass Störungen am Geldmarkt durchaus die Transmission der Geldpolitik behindern können. Daher sollten die Zentralbanken für ein reibungsloses Funktionieren der Finanzmärkte und speziell der Geldmärkte sorgen. Wie im Haupttext dargelegt, können Offenmarktgeschäfte diesbezüglich einen Beitrag leisten. Dabei ist aber auch unbedingt zu beachten, dass der Fähigkeit der Zentralbanken, bestimmte Handlungen der Märkte zu gewährleisten, Grenzen gesetzt sind. Letztlich hängt das störungsfreie Funktionieren des Geldmarkts in erster Linie vom Verhalten und Vertrauen der Marktteilnehmer ab.

Auf der anderen Seite beeinflussen die Konditionen am Geldmarkt auch die allgemeinen Finanzierungsbedingungen und somit die Investitionsentscheidungen der privaten Haushalte und Unternehmen sowie schlussendlich die Entwicklung des Preisniveaus. Daher müssen die Geldmarktbedingungen berücksichtigt werden, wenn der EZB-Rat bei seiner umfassenden Beurteilung im Rahmen der regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse geldpolitische Entscheidungen über die angemessene Höhe der Zinssätze trifft.

Die Entwicklung der sehr kurzfristigen Zinsen folgt in „normalen“ Zeiten einem bekannten Muster. In der Regel bilden die Zinssätze der beiden ständigen Fazilitäten einen Korridor und grenzen dadurch die Volatilität des Tagesgeldsatzes ein. Darüber hinaus bedeutet die Durchschnittserfüllung der Mindestreservepflicht innerhalb einer Erfüllungsperiode, dass die Liquiditätshaltung auf dem Girokonto bei der Zentralbank an einem bestimmten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode ein (nahezu) perfektes Substitut für die Liquiditätshaltung an einem anderen Tag ist. Dies erleichtert die Stabilisierung der sehr kurzfristigen Zinssätze, da die täglichen Schwankungen der Liquiditätslage innerhalb dieses Zeitraums geglättet werden können. Am letzten Tag einer Reserveverfüllungsperiode, wenn eine Durchschnittserfüllung nicht mehr möglich ist, wird der Tagesgeldsatz von den Liquiditätsbedingungen bestimmt. Ist die Liquiditätslage ausgewogen (d. h. gleiche Wahrscheinlichkeit eines Liquiditätsdefizits/-überschusses, das/der am Ende der Erfüllungsperiode über die ständigen Fazilitäten ausgeglichen werden müsste, und daher gleiche Wahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungs- bzw. Einlagefazilität) wird der Tagesgeldsatz an diesem Tag nahe am Mindestbietungssatz gehalten. Dies hat auch an den vorangehenden Tagen eine Ankerfunktion für den Tagesgeldsatz und sorgt dafür, dass die sehr kurzfristigen Zinssätze während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode nahe am Leitzins bleiben.

Bislang hat die EZB in den einwöchigen Hauptrefinanzierungsgeschäften (HRGs) dem Bankensystem normalerweise einen Liquiditätsbetrag zugeteilt, der in etwa dem Benchmark-Betrag entspricht.<sup>4</sup> Dabei handelt es sich um den Zuteilungsbetrag, der es den Geschäftspartnern ermög-

licht, ihr Mindestreserve-Soll reibungslos zu erfüllen, indem sie im Schnitt an jedem Tag der Erfüllungsperiode auf den Girokonten der Zentralbank ein Guthaben in derselben Höhe unterhalten. Bei der Berechnung des Benchmark-Betrags werden sämtliche zum Zeitpunkt der Zuteilung bekannten Einflüsse auf die Liquiditätslage berücksichtigt, also die über andere Offenmarktgeschäfte bereits bereitgestellte Liquidität sowie die EZB-Prognosen zu den autonomen Faktoren und den Überschussreserven, wobei Letztere die Nachfrage der Banken nach Reserveguthaben widerspiegeln, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen. Vor Beginn der Finanzmarkturbulenzen führte eine annähernd dem Benchmark-Betrag entsprechende Zuteilung im Allgemeinen zu einer ausgewogenen Liquiditätslage am sehr kurzfristigen Geldmarkt und zu einem in der Nähe des Mindestbietungssatz liegenden Tagesgeldsatz.

Da die EZB normalerweise bestrebt ist, für ausgeglichene Liquiditätsbedingungen zu sorgen, führt sie zudem seit Oktober 2004 am letzten Tag der Erfüllungsperiode in der Regel eine Feinsteuerungsoperation durch. Dieses Vorgehen verstärkt die Ex-ante-Erwartungen des Marktes, dass der Tagesgeldsatz am letzten Tag dieses Zeitraums dem Mittelwert des von den ständigen Fazilitäten gebildeten Korridors (d. h. dem Mindestbietungssatz) entspricht, wodurch der EONIA<sup>5</sup> im früheren Verlauf der Erfüllungsperiode nahe am Leitzins gehalten wird.

4 Siehe EZB, Veröffentlichung der Benchmark-Zuteilung bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, Kasten 1, Monatsbericht April 2004.

5 Der „Euro Overnight Index Average“ (EONIA) ist der gängige Referenzzinssatz für täglich fällige Einlagen in Euro. Er wird als gewichteter Durchschnitt aller unbesicherten Übernachtkontrakte am Interbankenmarkt innerhalb des Euro-Währungsgebiets berechnet, die von 43 beteiligten Banken gemeldet werden.

In den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (LRGs) wird normalerweise Liquidität für einen Dreimonatszeitraum bereitgestellt, um dem Bedarf der Geschäftspartner an einer Refinanzierung durch das Eurosystem mit einer Laufzeit von mehr als einer Woche nachzukommen. Im Allgemeinen verfolgt das Eurosystem mit dem Einsatz dieser Refinanzierungsgeschäfte nicht die Absicht, dem Markt Signale zu geben, und tritt damit in der Regel als Preisnehmer auf. Deshalb werden die LRGs üblicherweise als Zinstender mit einem im Voraus bekanntgegebenen Zuteilungsbetrag durchgeführt. Die EZB informiert von Zeit zu Zeit über das für die nächsten Tender geplante Zuteilungsvolumen. Das Eurosystem kann LRGs auch über Mengentender oder ohne vorher angekündigten Zuteilungsbetrag anbieten.

Was den Umfang der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems betrifft, so belief sich der ausstehende Betrag im Jahr 2007 auf durchschnittlich rund 450 Mrd € und entsprach dem Liquiditätsbedarf, der sich fast vollständig aus der Mindestreservepflicht und der per saldo liquiditätsabschöpfenden Wirkung der autonomen Faktoren ergab. Aufgrund der strukturellen Besonderheiten sind diese beiden Komponenten wesentlich größer als in anderen Währungsräumen, sodass die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems sehr viel umfangreicher sind als die der anderen großen Zentralbanken.

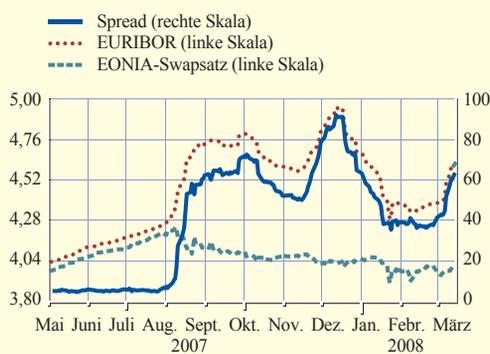
### 3 FINANZMARKTVOLATILITÄT UND DIE NACHFRAGE DER BANKEN NACH LIQUIDITÄT

Die Finanzmarkturbulenzen, die vom US-amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkt ausgingen, griffen am 9. August 2007 auf den Euro-Geldmarkt über. Infolge der ungünstigen Entwicklungen in den Vereinigten Staaten waren die Banken dem Risiko ausgesetzt, Kredite an Structured Investment Vehicles und Conduits, die in hypothekarisch gesicherte Wertpapiere investiert hatten, zu vergeben oder diese wieder in ihre eigene Bilanz eingliedern zu müssen. Dadurch wuchs die Besorgnis der Banken hinsichtlich ihrer Liquiditätspositionen und Bilanzen. Zudem

waren die Banken angesichts der steigenden Anzahl von Banken, die ein Engagement am US-amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkt meldeten, aufgrund von Bedenken über die Kreditwürdigkeit ihrer Geschäftspartner immer weniger bereit, diesen am Interbankenmarkt Liquidität bereitzustellen. Da viele der ursprünglichen Schätzungen bezüglich des Engagements und der Abschreibungen der Banken nach oben korrigiert werden mussten, war die Stimmung von allgemeinem Misstrauen und Unsicherheit geprägt. Dies bewirkte, dass die Einschätzung der Banken zum Kreditrisiko (d. h. dem Risiko von Verlusten im Zusammenhang mit Ausfällen) sowie zum kurzfristigen Finanzierungsrisiko (d. h. dem Risiko, die für Schuldendienstzahlungen benötigte Liquidität nicht oder nur zu Kosten, die in keinem Verhältnis zur Bonität der Banken stehen, beschaffen zu können) in die Höhe schnellte. Zu Beginn der Turbulenzen hatte dies die Hortung von Liquidität sowie eine zunehmende Abschwächung der Aktivität am Interbankengeldmarkt zur Folge, die die anschließende Zentralbankintervention nur zum Teil ausglich. In bestimmten Zeiträumen wurde die Vergabe von unbesicherten Interbankenkrediten, insbesondere von Krediten mit längeren Laufzeiten, weitgehend eingestellt. Ein möglicher Indikator für Schwierigkeiten im längeren Laufzeitenbereich des Geldmarkts ist der Spread zwischen den dreimonatigen Einlagenzinsen und den Swapsätzen (siehe Abbildung 1 und Kasten 2).

Abbildung 1 Spread zwischen dem Dreimonats-EURIBOR und dem EONIA-Swapsatz

(in % p. a. und Basispunkten)



Quellen: EZB und Bloomberg.

**DER SPREAD ZWISCHEN EINLAGENZINS UND SWAPSATZ ALS INDIKATOR DER GELDMARKTSPANNUNGEN**

Im Hinblick auf den Interbanken-Geldmarkt müssen folgende Beobachtungen zu den Determinanten des Einlagenzinssatzes (in diesem Kasten durch den Dreimonats-EURIBOR dargestellt) und des EONIA-Swapsatzes (mit derselben Laufzeit) berücksichtigt werden, um den Abstand zwischen den beiden angemessen interpretieren zu können.

Erstens ist der Einlagenzins der Preis für die unwiderrufliche Gewährung von Krediten und Liquidität in einem bestimmten Zeitraum ohne Stellung von Sicherheiten. Daher enthält der Zinssatz einen Aufschlag für das Kontrahentenkreditrisiko und das Liquiditätsrisiko sowie eine Laufzeitprämie, die aus der Unsicherheit über die künftige Entwicklung der Kurzfristzinsen resultiert. Zweitens ist der EONIA-Swapsatz der Festzinssatz, den die Banken im Gegenzug für den Erhalt des durchschnittlichen EONIA-Satzes, der für die Vertragslaufzeit berechnet wird, zu zahlen bereit sind. Daher enthält der Swap-Satz dieselben Risikoaufschläge, die in die erwarteten Zinssätze für täglich fällige Einlagen (für die der EONIA ein Referenzzinssatz ist) eingepreist sind und sowohl einen Liquiditäts- als auch einen Kreditaspekt umfassen. Das durchschnittliche Kreditrisiko bei den kurzfristigen Übernachtguthaben ist allerdings im Vergleich zu den langfristigen Termineinlagen sehr gering, da Erstere täglich an neue Gegebenheiten angepasst werden können. Wenn also die Banken das Kredit- und Liquiditätsrisiko als erhöht einschätzen, reagiert der EONIA-Swapsatz wesentlich schwächer als der Einlagenzinssatz. Die Differenz zwischen den beiden Sätzen kann somit als Indikator für die gesamten Liquiditäts- und Kreditrisikoprämien am Geldmarkt herangezogen werden.<sup>1</sup>

Dennoch ist es schwierig auszumachen, ob ein Anstieg des Spreads ein höheres Liquiditätsrisiko oder Kreditrisiko anzeigt, da diese in enger Beziehung stehen und nur schwer voneinander zu trennen sind. Da aber die beiden Risiken tendenziell gemeinsam steigen und es vereinzelte Hinweise darauf gibt, dass einige Banken den Zugang zu Liquidität am unbesicherten Geldmarkt bei den über einige Wochen hinausgehenden Laufzeiten offenbar komplett verloren haben, dürfte der Spread bis zu einem gewissen Grad von der Entwicklung des Liquiditätsrisikos bestimmt worden sein.

<sup>1</sup> Ein weiterer Unterschied besteht darin, dass die EURIBOR-Sätze um 11.00 Uhr, die EONIA-Swapsätze hingegen erst um 18.30 Uhr festgelegt werden. Die Differenz zwischen den beiden Raten spiegelt daher auch Änderungen der Zinsstrukturkurve wider, die an einem Tag zwischen diesen beiden Zeitpunkten aufgetreten sind.

Das von den Banken während der Finanzmarkt-turbulenzen wahrgenommene erhöhte Liquiditätsrisiko hatte im Wesentlichen zwei Folgen für die Liquiditätssteuerung des Eurosystems. Erstens waren die Banken zunehmend auf die Bereitstellung von Liquidität durch das Eurosystem angewiesen, da sie den Zugang zu Liquidität am Interbankenmarkt entweder verloren hatten oder lediglich zu erhöhten Preisen darauf zugreifen konnten. Infolgedessen war verglichen mit den EONIA-Swap-Sätzen mit gleicher Laufzeit eine beträchtliche Erhöhung der HRG- und

LRG-Tendersätze zu beobachten. Zweitens schien sich das Liquiditätsnachfrageverhalten der Banken zu verändern, da die Banken es vorzogen, ihr Mindestreserve-Soll relativ früh während der Reserveperiode zu erfüllen. Durch dieses frühe Halten von Reserven verringerten die Banken die Notwendigkeit, im späteren Verlauf der Erfüllungsperiode Liquidität beschaffen zu müssen. Dadurch wurde das Prinzip der (nahezu) perfekten Substituierbarkeit der Liquidität, das in einem System mit Durchschnittserfüllung der Mindestreservepflicht in der Regel für zwei

beliebige Tage einer Erfüllungsperiode galt, abgeschwächt, und der Tagesgeldsatz war stärkeren Schwankungen unterworfen.

#### 4 OFFENMARKTGESCHÄFTE WÄHREND DER FINANZMARKTTURBULENZEN

Angesichts der oben beschriebenen Situation widmete die EZB der allgemeinen Funktionsfähigkeit sowohl der kurz- als auch der längerfristigen Segmente des Geldmarkts große Aufmerksamkeit. Sie führte ab dem ersten Tag des Übergreifens der Finanzmarkturbulenz auf den Geldmarkt des Euroraums verschiedene zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte durch, zunächst mit sehr kurzen (eintägigen), danach auch mit längeren (dreimonatigen) Laufzeiten. In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass eine Zentralbank die Entwicklung von Spreads wie beispielsweise der Differenz zwischen dem Dreimontas-EURIBOR und dem EONIA-Swapsatz nicht direkt steuern kann, da diese von Faktoren beeinflusst werden, die außerhalb des Einflussbereichs der Zentralbank liegen, was vor allem für die Kreditrisikokomponente gilt. Allgemein hat die EZB immer betont, dass nicht erwartet werden kann, dass Zentralbanken grundlegendere Probleme lösen, die einzelne Banken oder Kreditmärkte betreffen. Allerdings spiegelt die Liquiditätsrisikoprämie zumindest teilweise den Zusammenbruch des Geldmarkts insbesondere im längerfristigen Segment wider, in dem die Zentralbank einen gewissen Spielraum hat, um den Zugang solventer Banken zu Liquidität zu verbessern. Aus diesem Grund bestand der Beitrag des Eurosystems während der Phase der Finanzmarktvolatilität darin, die aggregierten Liquiditätsbedingungen in einer Weise zu steuern, die das Liquiditätsmanagement der Banken unterstützt. Der wichtigste Beitrag, den eine Zentralbank leisten kann, um erhöhten Liquiditätsrisiken bei den längeren Laufzeiten entgegenzuwirken, besteht darin, die Wiederherstellung der reibungslosen Funktionsfähigkeit des sehr kurzfristigen Geldmarkts zu fördern sowie immer wieder ihre Verpflichtung zur Erreichung dieses Ziels zu bekräftigen und danach zu handeln.

#### 4.1 ÜBERBLICK ÜBER DIE GETROFFENEN MASSNAHMEN

Die EZB hat angesichts der erhöhten Liquiditätsrisiken und als Reaktion auf das veränderte Liquiditätsnachfrageverhalten einiger Banken den Zugang der Banken zu Liquidität und die allgemeine Funktionsfähigkeit des Geldmarkts durch die Anpassung a) der Verteilung des Liquiditätsangebots innerhalb der Mindestreserve-Erfüllungsperiode und b) der Art der Liquiditätszuteilung an das Bankensystem unterstützt.

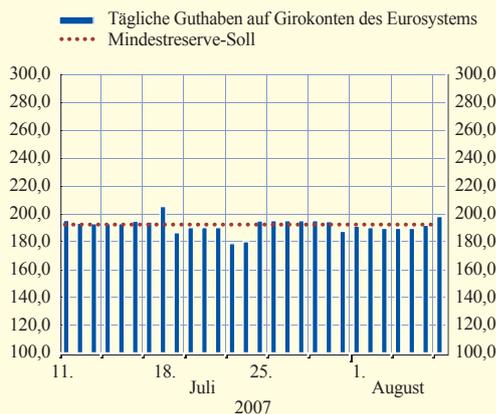
Im Zusammenhang mit dem veränderten Liquiditätsnachfrageverhalten der Banken im Verlauf der Mindestreserve-Erfüllungsperiode hat die EZB die Liquiditätsverteilung angepasst, indem sie das Angebot zu Beginn der Reserveerfüllungsperiode erhöhte und im späteren Verlauf verringerte, sodass die durchschnittliche Liquiditätsversorgung unverändert blieb. So entsprachen die Mindestreserveguthaben vor Ausbruch der Turbulenzen tatsächlich überwiegend dem Mindestreserve-Soll (Abbildung 2 zeigt die Guthaben in der letzten Erfüllungsperiode vor Beginn der Finanzmarkturbulenz), wohingegen sie während der Marktunruhen zu Beginn der Reserveerfüllungsperioden weitgehend über dem Mindestreserve-Soll und im späteren Verlauf darunter lagen (Abbildung 3 zeigt die Guthaben in der ersten Erfüllungsperiode nach Beginn der Finanzmarkturbulenz).

Aus der technischen Definition der Benchmark-Zuteilung geht hervor, dass eine solche Steuerung des Liquiditätsangebots, die man als „Frontloading“ bezeichnet, erreicht wird, indem früh in der Mindestreserve-Erfüllungsperiode deutlich über dem Benchmark-Betrag liegende Beträge zugeteilt und diese Zuteilungsbeträge danach in späteren HRGs allmählich verringert werden.

Die Liquiditätszuteilung an das Bankensystem umfasste folgende Maßnahmen: a) Da vor allem zu Beginn der Finanzmarkturbulenz keine genauen Schätzungen des veränderten Nachfrageverhaltens der Banken vorlagen, nutzte die EZB häufiger als in „normalen“ Zeiten Feinsteu-

**Abbildung 2 Erfüllung der Mindestreservepflicht in „normalen“ Zeiten**

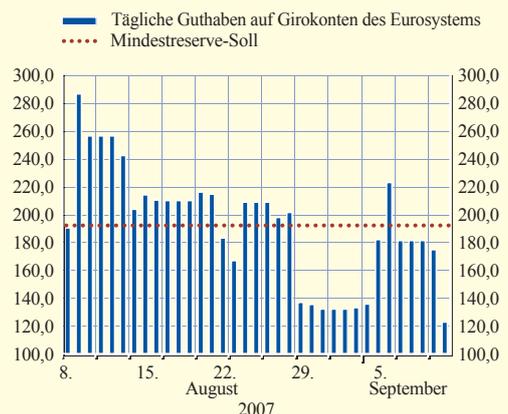
(in Mrd €; Erfüllungsperiode vom 11. Juli bis 7. August 2007)



Quelle: EZB.

**Abbildung 3 Erfüllung der Mindestreservepflicht während der Finanzmarkturbulenz**

(in Mrd €; Erfüllungsperiode vom 8. August bis 11. September 2007)



Quelle: EZB.

erungsoperationen, um zusätzlich zu der über die Benchmark hinausgehenden Zuteilung in den HRGs Liquidität zuzuführen oder aber Überschussliquidität abzuschöpfen, je nachdem was erforderlich war, um den EONIA nahe am Mindestbietungssatz zu halten, b) Die durchschnittliche Laufzeit der Offenmarktgeschäfte wurde hauptsächlich durch zusätzliche LRGs verlängert, wodurch die Geschäftspartner ihren zukünftigen Liquiditätsbedarf, d. h. ihre „Liquiditätslücken“, bei denen es sich um gebräuchliche Messgrößen für das Liquiditätsrisiko handelt, verringern konnten. c) Bei zwei Geschäften wurde ein spezielles Tenderverfahren mit vollständiger Zuteilung durchgeführt, da es in diesen Fällen für effizienter erachtet wurde, dem Markt die Festlegung des genauen Zuteilungsbetrags zu überlassen.

Keine dieser Maßnahmen stellt eine strukturelle Änderung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems dar. Darüber hinaus vermittelte die EZB während der Finanzmarkturbulenz ihre liquiditätspolitischen Absichten und erläuterte ihr Vorgehen durch Pressemitteilungen und Meldungen bei Nachrichtenagenturen<sup>6</sup> sowie ihre wichtigsten Kommunikationskanäle (z. B. Pressekonferenzen, Reden, EZB-Monatsberichte usw.). Der laufende Kontakt mit Marktteilnehmern, durch den das Eurosystem Informationen zu

bestimmten Ereignissen und Rückmeldungen zur Marktstimmung erhielt, erwies sich in dieser Zeit ebenfalls als sehr hilfreich.

#### 4.2 CHRONOLOGISCHER ÜBERBLICK ÜBER DIE ERGRIFFENEN MASSNAHMEN

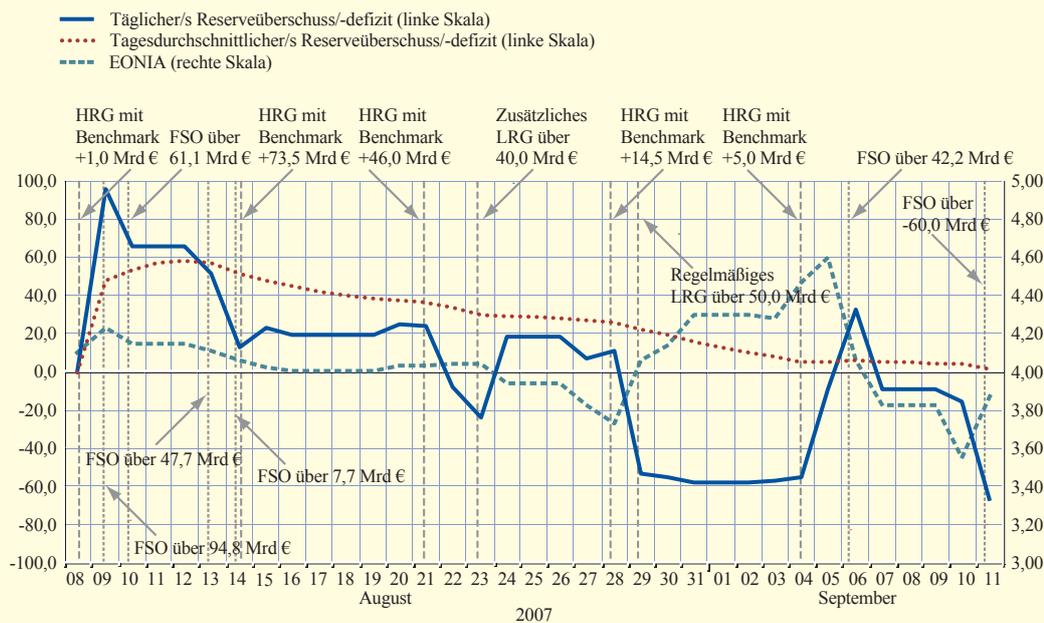
##### SCHWERER START: AUGUST UND SEPTEMBER 2007

Als sich am Vormittag des 9. August das unmittelbar bevorstehende Risiko eines Stillstands am Euro-Geldmarkt abzeichnete und der Tagesgeldsatz auf 4,60 % anstieg, kommunizierte die EZB ihre Bereitschaft, zur Normalisierung der Verhältnisse am Euro-Geldmarkt beizutragen. Einige Stunden später führte sie dem Markt über eine Feinsteuerungsoperation in Form eines Mengentenders mit vollständiger Zuteilung aller Gebote Übernachtliquidität zu. In den darauffolgenden Tagen setzte sich der Aufwärtsdruck auf den Tagesgeldsatz fort, da die Geschäftspartner nur zögerlich liquide Mittel verliehen und einen unerwarteten Liquiditätsbedarf befürchteten. Aus diesem Grund führte die EZB drei weitere Feinsteuerungsoperationen mit eintägiger Laufzeit und zunehmend geringerem Zuteilungsvolumen durch. Anders als die erste Feinsteuerungsoperation wurden diese Geschäfte jedoch als

<sup>6</sup> Einzelheiten finden sich unter [www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/communication.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/communication.en.html).

Abbildung 4 Maßnahmen der EZB, Mindestreserveguthaben und EONIA während der Erfüllungsperiode vom 8. August bis 11. September 2007

(in Mrd € und % p. a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der tägliche Reserveüberschuss/das tägliche Reserverefizit berechnet sich als Differenz zwischen den täglichen Giroguthaben der Banken und dem Mindestreserve-Soll; der tagesdurchschnittliche Reserveüberschuss/das tagesdurchschnittliche Reserverefizit berechnet sich als Durchschnitt der täglichen Reserveüberschüsse/-defizite seit Beginn der Erfüllungsperiode. FSO steht für „Feinststeuerungsoperation“.

Zinstender mit einem Mindestbietungssatz abgewickelt. Durch diese Feinststeuerungsoperationen und das darauffolgende HRG, bei dem 73,5 Mrd € mehr als der Benchmark-Betrag zugeteilt wurden, gelang es der EZB, die sehr kurzfristigen Zinssätze für einige Zeit zu stabilisieren. In den anschließenden HRGs verringerte sie allmählich den über die Benchmark hinausgehenden Zuteilungsbetrag von seinem historisch hohen Niveau, sodass die Überschussreserven der Banken bis zum Ende der Erfüllungsperiode wieder abgebaut wurden. Diese Strategie der Liquiditätsbereitstellung hatte allerdings den Nachteil, dass etwa eine Woche lang ein großes tägliches Reserverefizit (Differenz zwischen den Guthaben der Banken auf Girokonten des Eurosystems und dem Mindestreserve-Soll) in Höhe von fast 60 Mrd € verbucht wurde. Dadurch schrumpfte der üblicherweise durch das Mindestreservesystem bereitgestellte Puffer, was vor allem am letzten Handelstag im August (d. h. am Meldetag zum Monatsende, an dem die Banken mit Blick

auf ihre Bilanzen häufig „Window Dressing“ betreiben) einen starken Anstieg des EONIA zur Folge hatte. Nach dem letzten HRG der Erfüllungsperiode reagiert der Tagesgeldsatz in der Regel stärker auf Differenzen zwischen dem tatsächlichen Zuteilungsvolumen und dem Benchmark-Betrag. Bei dem betreffenden Geschäft wurden 5 Mrd € mehr als der Benchmark-Betrag zugeteilt, d. h., im historischen Vergleich wurde reichlich Liquidität zur Verfügung gestellt. Da der Tagesgeldsatz jedoch nach der Zuteilung kräftig anstieg, führte die EZB am nächsten Tag eine weitere liquiditätszuführende Feinststeuerungsoperation durch.

Da die Aktivität im längerfristigen Segment des Geldmarkts insbesondere bei den unbesicherten Krediten verhalten blieb, führte die EZB am 22. August ein zusätzliches längerfristiges Refinanzierungsgeschäft in Form eines Zinstenders durch. Das Geschäft zielte darauf ab, den Zugang der Banken zu längerfristigen Finanzierungsmit-

teln weiter zu verbessern und durch die entsprechende Umverteilung des aggregierten Zuteilungsbetrags unter den Banken die Marktaktivität anzuregen. Beide Faktoren sollten dazu beitragen, die Funktionsfähigkeit des Geldmarkts im sehr kurzfristigen Laufzeitenbereich zu fördern und dadurch besser Einfluss auf den EONIA nehmen zu können. Der Grundsatz, dass das Gesamtvolumen der bereitgestellten Liquidität unverändert zu bleiben habe, wurde durch das zusätzliche LRG nicht beeinträchtigt, da das Zuteilungsvolumen der nachfolgenden HRGs entsprechend verringert wurde. Im Grunde veränderte die EZB also die Laufzeitstruktur ihrer ausstehenden Refinanzierungsgeschäfte, indem sie den dreimonatigen Geschäften stärkeres Gewicht verlieh.

Insgesamt zeichnete sich die Phase der starken Marktspannungen durch eine ungewöhnlich rege Inanspruchnahme der Offenmarktgeschäfte aus, die eine wirksame Steuerung der durchschnittlichen Höhe des EONIA (4,05 %) ermöglichten, eine recht hohe Volatilität aber nicht verhindern konnten. Abbildung 4 bietet eine Übersicht über die Offenmarktgeschäfte der EZB und die Entwicklung der Mindestreserveguthaben und des EONIA in der ersten Mindestreserve-Erfüllungsperiode während der Finanzmarkturbulenzen (8. August bis 11. September 2007).

In der anschließenden Erfüllungsperiode (12. September bis 9. Oktober 2007) verfuhr die EZB im Großen und Ganzen ähnlich, d. h., sie teilte zu Beginn der Erfüllungsperiode erhebliche Überschussliquidität zu, die in den folgenden Wochen durch eine Verringerung des über der Benchmark liegenden Zuteilungsbetrags allmählich wieder abgeschöpft wurde. Der EONIA lag mit durchschnittlich 3,93 % erneut nahe am Leitzins, blieb dabei aber recht volatil, u. a. weil es einige Zeit dauerte, das veränderte Nachfrageverhalten der Banken zu quantifizieren.

Das längerfristige Segment des Geldmarkts blieb trotz der im August bereitgestellten Liquidität mit dreimonatiger Laufzeit relativ illiquide, was die EZB zu einem weiteren zusätzlichen LRG bewog. Dieses Geschäft wurde als Zinstender

ohne im Voraus angekündigtes Zuteilungsvolumen durchgeführt. Auf diese Weise konnte die EZB die zusätzlichen Informationen berücksichtigen, die sich aus der Gebotabgabe der Banken (d. h. aus den von ihnen gebotenen Zinssätzen und Volumen) über ihre Nachfrage ergaben. Es stellte sich heraus, dass das Bankensystem insgesamt nach wie vor bereit war, für Kredite des Eurosystems mit dreimonatiger Laufzeit eine hohe Prämie zu zahlen. So fiel der gewichtete Durchschnittssatz dieses Geschäfts mit 4,52 % deutlich höher aus als in dem LRG, das vor dem Einsetzen der Markturbulenzen durchgeführt worden war (4,20 %).

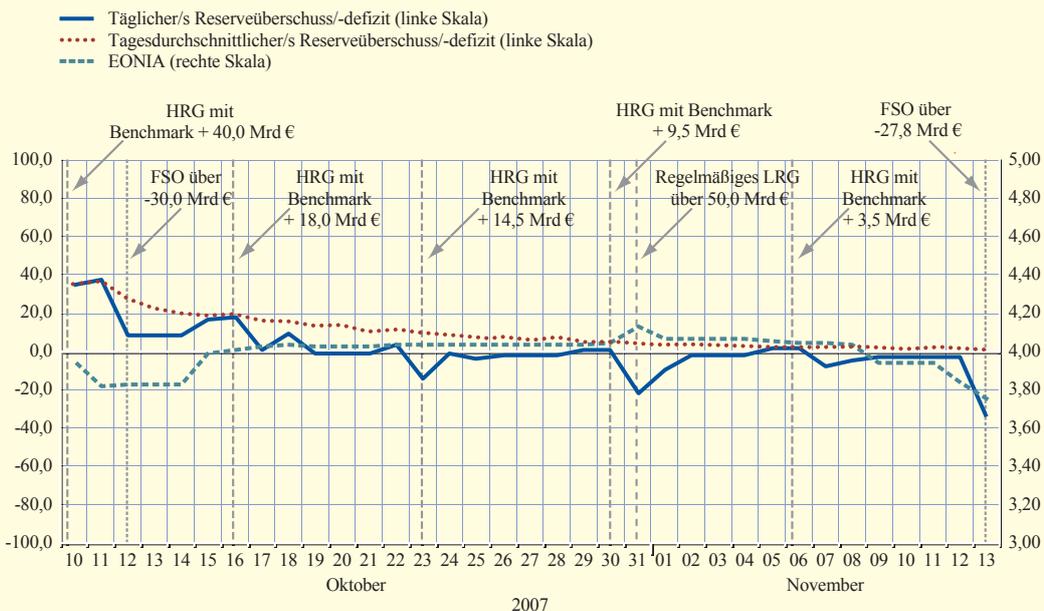
#### **ANZEICHEN DER ENTSPANNUNG: OKTOBER UND NOVEMBER 2007**

In der anschließenden Erfüllungsperiode (10. Oktober bis 13. November 2007, siehe Abbildung 5) kam es zu einer weitgehenden Normalisierung der Volatilität des Tagesgeldsatzes und der Liquiditätspolitik. Die Liquiditätsnachfrage stabilisierte sich, da sich die allgemeine Finanzmarktlage etwas verbesserte, und wahrscheinlich spielte auch die Mitteilung der EZB vor Beginn der Erfüllungsperiode am 8. Oktober eine Rolle, in der sie ihre Liquiditätspolitik bestätigte. Beim ersten HRG der Erfüllungsperiode teilte die EZB erheblich mehr als den Benchmark-Betrag zu. Da sich diese Zuteilung als zu reichlich herausstellte und einen deutlichen Zinsrückgang bewirkte, wurde ein Teil der Überschussliquidität in einer Feinsteuerungsoperation abgeschöpft. Danach stabilisierten sich die Zinsen am sehr kurzen Ende bei nahe 4,00 %. In den folgenden HRGs wurde der über der Benchmark liegende Zuteilungsbetrag schrittweise abgebaut. Um ein Hochschnellen der sehr kurzfristigen Marktzinsen zu verhindern, stellte die EZB dabei Liquidität in einer Höhe bereit, die sie als leicht überschüssig einschätzte. Durch diese Liquiditätspolitik und ihre Kommunikation gelang es der EZB bemerkenswert gut, die sehr kurzfristigen Zinssätze in der Nähe des Mindestbietungssatzes zu halten.

In der nächsten Erfüllungsperiode (14. November bis 11. Dezember 2007) gerieten die sehr kurzfristigen Zinssätze vor dem Monatsende November sowie vor dem Jahresende erneut unter Aufwärts-

Abbildung 5 Maßnahmen der EZB, Mindestreserveguthaben und EONIA während der Erfüllungsperiode vom 10. Oktober bis 13. November 2007

(in Mrd € und % p. a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der tägliche Reserveüberschuss/das tägliche Reserverefizit berechnet sich als Differenz zwischen den täglichen Giroguthaben der Banken und dem Mindestreserve-Soll; der tagesdurchschnittliche Reserveüberschuss/das tagesdurchschnittliche Reserverefizit berechnet sich als Durchschnitt der täglichen Reserveüberschüsse/-defizite seit Beginn der Erfüllungsperiode. FSO steht für „Feinsteuersoperation“.

druck, da die Banken zu dieser Zeit besonders darauf bedacht waren, ihre Liquiditätsbestände zu wahren. Angesichts dieser Entwicklung erhöhte die EZB den über der Benchmark liegenden Zuteilungsbetrag, sodass sich der Tagesgeldsatz in den darauffolgenden Tagen erneut dem Mindestbietungssatz annäherte. Nach der letzten Zuteilung der Erfüllungsperiode ging der Tagesgeldsatz relativ stark zurück. Einen Teil der vorhandenen Überschussliquidität schöpfte die EZB in einer Feinsteuersoperation ab, den verbleibenden Rest am letzten Tag der Erfüllungsperiode in einer weiteren Feinsteuersoperation. Dadurch stabilisierten sich die sehr kurzfristigen Zinssätze näher am Mindestbietungssatz, blieben aber gleichwohl etwas darunter.

Um schließlich die erzielten Fortschritte bei der Normalisierung des Euro-Geldmarkts weiter zu untermauern beschloss die EZB, die beiden ausstehenden zusätzlichen LRGs nach ihrer Fälligkeit am 23. November bzw. 12. Dezember in

Form von Zinstendern mit einem festgelegten Volumen von 60 Mrd € fortzuführen.

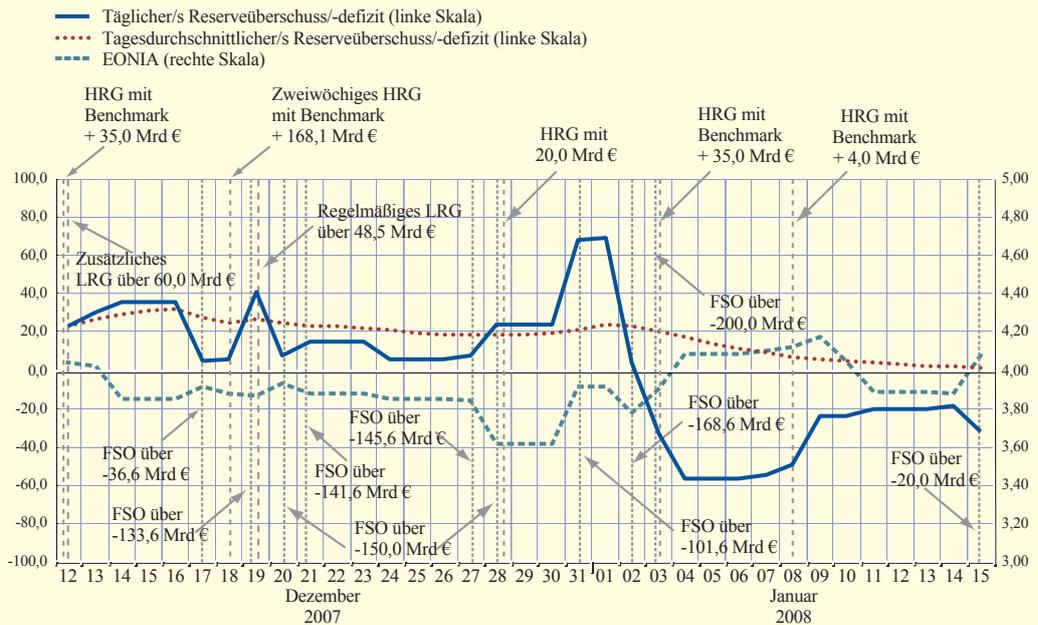
**SPANNUNGEN ZUM JAHRESENDE: DEZEMBER 2007**

Angesichts des nahenden Jahresendes traten erneute Spannungen auf, die in der Erfüllungsperiode vom 12. Dezember 2007 bis zum 15. Januar 2008 wieder ein aktiveres Vorgehen erforderten (siehe Abbildung 6). Um die Marktteilnehmer zu beruhigen und ihre Entschlossenheit zur Gewährleistung eines reibungslos funktionierenden Geldmarkts zu bekräftigen, teilte die EZB am 30. November mit, dass sie die Laufzeit des vorletzten HRG des Jahres ausnahmsweise auf zwei Wochen ausdehnen werde, um damit die Weihnachtsfeiertage und das Jahresende abzudecken.

Trotz dieser Ankündigung und der großzügigen Liquiditätszuteilung im ersten HRG der Periode ging die Prämie, die die Banken im Voraus für die Bereitstellung von Liquidität am letzten Tag des

Abbildung 6 Maßnahmen der EZB, Mindestreserveguthaben und EONIA während der Erfüllungsperiode vom 12. Dezember 2007 bis 15. Januar 2008

(in Mrd € und % p. a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der tägliche Reserveüberschuss/das tägliche Reserverefizit berechnet sich als Differenz zwischen den täglichen Giroguthaben der Banken und dem Mindestreserve-Soll; der tagesdurchschnittliche Reserveüberschuss/das tagesdurchschnittliche Reserverefizit berechnet sich als Durchschnitt der täglichen Reserveüberschüsse/-defizite seit Beginn der Erfüllungsperiode. FSO steht für „Feinsteuerungsoperation“.

Jahres zahlen müssen, anders als in den Vorjahren nicht zurück, als sich das Jahresende näherte. So notierte der zweiwöchige EURIBOR am 17. Dezember, dem ersten Tag also, an dem das Jahresende enthalten war, bei 4,95 % und lag damit nahe am Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität. Dies verdeutlichte die ausgesprochen angespannte Lage am Geldmarkt. Vor diesem Hintergrund gab die EZB als zusätzliche Maßnahme bekannt, bei dem verlängerten HRG mit zweiwöchiger Laufzeit alle zum gewichteten Durchschnittssatz des vorangegangenen HRG (4,21 %) oder darüber abgegebenen Gebote zu berücksichtigen. Infolgedessen teilte sie bei diesem Geschäft 348,6 Mrd € zu, d. h. 168,1 Mrd € mehr als den Benchmark-Betrag. Die daraus resultierende erhebliche Überschussliquidität wurde anschließend zu großen Teilen über mehrere Feinsteuerungsoperationen mit überwiegend eintägiger Laufzeit absorbiert. Der EONIA blieb geringfügig unter dem Mindestbietungssatz und gab damit die komfortable Liquiditätslage der Banken wieder.

Kurz darauf kam es im regelmäßigen LRG zu einer leichten Unterbietung, wobei der Bietungsbetrag 1,5 Mrd € unter dem angekündigten Zuteilungsvolumen von 50 Mrd € lag. Dies spiegelte erneut die sehr reichliche Liquiditätsausstattung nach der Zuteilung des zweiwöchigen HRG wider. Schließlich wurde im letzten einwöchigen HRG des Jahres trotz eines „negativen“ Benchmark-Betrags<sup>7</sup> Liquidität in Höhe vom 20 Mrd € zugeteilt, um den verbleibenden Liquiditätsbedarf im Vorfeld des Jahresendes zu decken.

In dieser Erfüllungsperiode lag der EONIA im Schnitt bei 3,93 %. Erstmals seit 1999 notierte er am letzten Handelstag des Jahres leicht unter dem Leitzins.

<sup>7</sup> Die EZB erklärte am 27. Dezember, dass der negative Benchmark-Betrag nach dem üblichen Verfahren berechnet wurde. Er ergab sich daraus, dass das zweiwöchige HRG über seine gesamte Laufzeit eine sehr großzügige Liquiditätsausstattung bewirkte und sich eine Woche dieser Laufzeit mit dem regulären HRG überschneidet.

Darüber hinaus gab die EZB am 12. Dezember bekannt, dass sie sich im Rahmen einer internationalen Zentralbankkooperation an einer Reihe gemeinsamer Zentralbankmaßnahmen beteiligen werde, um dem erhöhten Druck an den Märkten für kurzfristige Refinanzierung in US-Dollar entgegenzuwirken. Danach sollte das Eurosystem seinen Geschäftspartnern gegen Bereitstellung von Sicherheiten, die für Kreditgeschäfte des Eurosystems zugelassen sind, Refinanzierung in US-Dollar anbieten. Entsprechend wurden in zwei Geschäften des Eurosystems Mittel in Höhe von 10 Mrd USD mit einer Laufzeit von etwa einem Monat zur Verfügung gestellt. Die beiden Geschäfte wurden zu einem festen Zinssatz durchgeführt, der dem marginalen Zuteilungssatz des zeitgleich erfolgenden Tenders des Federal Reserve System entsprach. Diese US-Dollar „Term Auction Facility“ wirkte sich zwar nicht direkt auf die Liquiditätsversorgung in Euro aus, verringerte aber die Liquiditätslücken der Banken in US-Dollar, wodurch auch ihre Nachfrage nach Liquidität in Euro gesunken sein dürfte. Die Geschäfte wurden im Januar und März 2008 erneut durchgeführt.

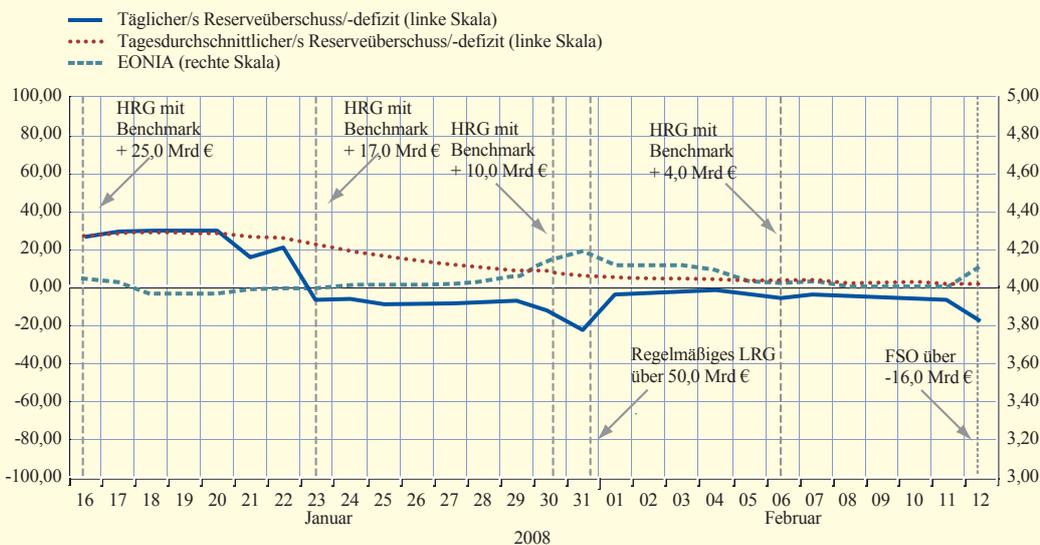
Im Bereich der Devisenmärkte ist eine internationale Zusammenarbeit der Zentralbanken nicht ungewöhnlich. Was den Geldmarkt betrifft, der für die Durchführung der Geldpolitik von zentraler Bedeutung ist, stellten diese Geschäfte jedoch die erste multilaterale Zentralbankkooperation dar.

**TROTZ VERBESSERUNGEN ANHALTEN DER SPANNUNGEN: JANUAR BIS MÄRZ 2008**

In der ersten Mindestreserve-Erfüllungsperiode nach dem Jahreswechsel (16. Januar bis 12. Februar 2008, siehe Abbildung 7) stellte sich die Lage am Geldmarkt ähnlich dar wie in der Erfüllungsperiode vom 10. Oktober bis 13. November 2007. Daher konnte diese Periode bei der Bestimmung des über die Benchmark hinausgehenden HRG-Zuteilungsbetrags als Referenzzeitraum herangezogen werden. Der EONIA war im Verlauf der Erfüllungsperiode bemerkenswert stabil und blieb mit Ausnahme einer Ende Januar verzeichneten, relativ ausgeprägten Spitze sehr nahe am Mindestbietungssatz. Feinsteuerungsoperationen waren abgesehen von dem regelmäßigen Geschäft am Ende der Erfüllungsperiode nicht erforderlich.

**Abbildung 7 Maßnahmen der EZB, Mindestreserveguthaben und EONIA während der Erfüllungsperiode vom 16. Januar bis 12. Februar 2008**

(in Mrd € und % p. a.)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Der tägliche Reserveüberschuss/das tägliche Reserverefizit berechnet sich als Differenz zwischen den täglichen Giroguthaben der Banken und dem Mindestreserve-Soll; der tagesdurchschnittliche Reserveüberschuss/das tagesdurchschnittliche Reserverefizit berechnet sich als Durchschnitt der täglichen Reserveüberschüsse/-defizite seit Beginn der Erfüllungsperiode. FSO steht für „Feinsteuerungsoperation“.

Dennoch blieben gewisse Spannungen bestehen, die beispielsweise in der Differenz zwischen dem Dreimonats-EURIBOR und dem EONIA-Swap-satz zum Ausdruck kamen. Diese verringerte sich lediglich auf knapp unter 40 Basispunkte, blieb also weit höher als vor den Turbulenzen, als sie weniger als 10 Basispunkte betragen hatte. Daher kündigte die EZB am 7. Februar an, die beiden ausstehenden zusätzlichen LRGs nach ihrer Fälligkeit am 21. Februar bzw. 13. März erneut fortzuführen.

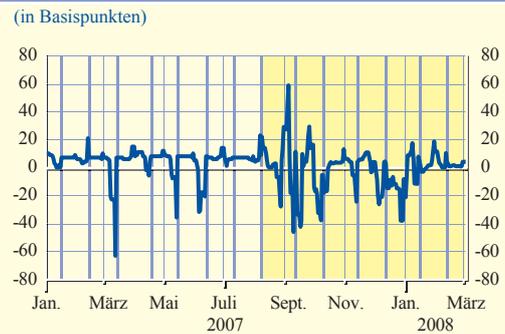
In der darauffolgenden Erfüllungsperiode (13. Februar bis 11. März 2008) war der EONIA weiterhin stabil und blieb mit durchschnittlich 4,03 % sehr nahe am Mindestbietungssatz. Wie in der vorangegangenen Erfüllungsperiode waren abgesehen von dem Geschäft am letzten Tag der Erfüllungsperiode keine Feinsteuerungsoperationen erforderlich.

#### 4.3 AUSWIRKUNGEN DER MASSNAHMEN

Der chronologische Überblick zeigt, dass es dank der verschiedenen Maßnahmen – vor allem des „Frontloading“ von Liquidität während einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode und der häufigeren Durchführung von Feinsteuerungsoperationen – gelang, das durchschnittliche Niveau des EONIA weitgehend nahe am Mindestbietungssatz zu halten, wenngleich seine Volatilität, insbesondere zu Beginn der Turbulenzen und zum Jahresende, höher war als in „normalen“ Zeiten (siehe Abbildung 8).

Die Effektivität der Durchschnittserfüllung als Instrument zur Steuerung des Tagesgeldsatzes im Verlauf einer Erfüllungsperiode ließ während der Turbulenzen nach. In diesem Zusammenhang ist interessanterweise festzustellen, dass lediglich vor dem letzten Tag der Reserveerfüllungsperiode ein deutlicher Anstieg der Volatilität des Tagesgeldsatzes zu beobachten war, wohingegen die Volatilität an diesem letzten Tag selbst sogar abnahm (siehe Tabelle). Wie in „normalen“ Zeiten wird der Tagesgeldsatz am letzten Tag der Erfüllungsperiode ausschließlich durch die Wahrscheinlichkeit einer Nettoin-

**Abbildung 8 Spread zwischen dem EONIA und dem Mindestbietungssatz**



Quelle: EZB.  
Anmerkungen: Die gelbe Markierung zeigt die Phase der Turbulenzen am Euro-Geldmarkt an. Die senkrechten Linien zeigen das Ende der jeweiligen Erfüllungsperioden an.

spruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität bzw. der Einlagefazilität und die entsprechenden Zinssätze bestimmt; die Möglichkeit der Substitution von Mindestreserveguthaben an anderen Tagen spielt an diesem letzten Tag keine Rolle. Der Grund für die zusätzliche relative Stabilität des Tagesgeldsatzes am letzten Tag der Reserveerfüllungsperiode während der Finanzmarkturbulenzen könnte darin liegen, dass die Durchführung von Feinsteuerungsoperationen zur Absorbierung von Liquiditätsungleichgewichten, die nicht mehr durch die Durchschnittserfüllung ausgeglichen werden können, eine notwendige Voraussetzung für einen stabilen Tagesgeldsatz an diesem Tag ist. Angesichts der von der EZB gewählten Liquiditätspolitik war die Durchführung solcher Operationen während der Finanzmarkturbulenzen nahezu gewiss.

Es ist deutlich schwieriger zu beurteilen, inwieweit die Maßnahmen der EZB die Bedingungen im längerfristigen Segment des Geldmarkts beeinflusst haben. Dennoch dürfte die Verlängerung der Laufzeitenstruktur der ausstehenden Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems durch Reduzierung des Umfangs der einwöchigen HRGs und Aufstockung der LRGs (siehe Abbildung 9) die relativ starke Nachfrage innerhalb des Bankensystems zur Verringerung der Liquiditätslücken befriedigt haben.

Entwicklung des EONIA-Spreads im Verlauf der Erfüllungsperioden vor und während der Finanzmarkturbulenzen

(in Basispunkten)

EONIA-Spread		Vor der letzten Woche	Letzte Woche ohne letzten Tag	Letzter Tag
Vor den Turbulenzen (März 2004 bis Juli 2007)	Standardabweichung	3,1	7,4	23,8
	Durchschnitt	7,3	5,3	5,1
Während der Turbulenzen (Aug. 2007 bis März 2008)	Standardabweichung	12,3	20,3	15,9
	Durchschnitt	0,7	-4,0	-0,2

Quelle: EZB.

Diese starke Nachfrage wird auch daraus ersichtlich, dass sich der Spread zwischen dem gewichteten LRG-Durchschnittssatz und dem Dreimonats-EONIA-Swapsatz Ende August 2007 auf 50 Basispunkte und Anfang Dezember auf 85 Basispunkte ausweitete, während der Spread zwischen dem gewichteten Durchschnittssatz der HRGs und dem 1-Wochen-EONIA-Swapsatz auf 10 Basispunkte bzw. 35 Basispunkte anstieg (siehe Abbildung 10).

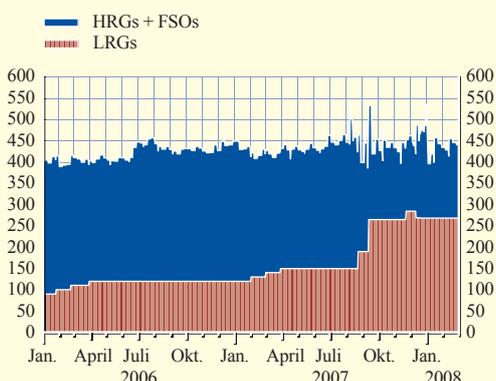
und die vollständige Zuteilung im zweiwöchigen HRG am Jahresende am erfolgreichsten gewesen zu sein. Darüber hinaus haben die im Rahmen der US-Dollar „Term Auction Facility“ durchgeführten Geschäfte die Liquiditätslücken der Banken in US-Dollar und dadurch wahrscheinlich auch die damit zusammenhängende Nachfrage nach Liquidität in Euro verringert und so das Vertrauen der Märkte gestärkt (siehe Abbildung 11).

Im Hinblick auf die Maßnahmen des Eurosystems, den Banken den Zugang zur Liquidität zu erleichtern und ganz allgemein die Funktionsfähigkeit des Geldmarkts in längeren Laufzeiten als über Nacht zu verbessern, scheinen vor allem die Durchführung mehrerer zusätzlicher LRGs

Die allgemeine, auf die Steuerung des Tagesgeldsatzes abzielende Politik der Liquiditätszuteilung dürfte zudem indirekt einen beträchtlichen positiven Einfluss auf die Gesamtlage am Geldmarkt gehabt haben, da sich der Erfolg bei der Stabilisierung des Tagesgeldsatzes – zumin-

Abbildung 9 Gesamtvolumen der ausstehenden Offenmarktgeschäfte

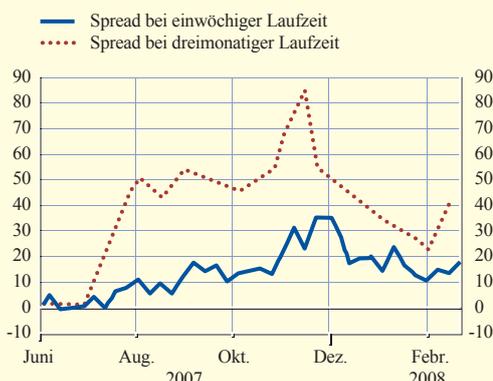
(in Mrd €)



Quelle: EZB.

Abbildung 10 Spread zwischen dem gewichteten HRG-Durchschnittssatz und dem 1-Wochen-EONIA-Swapsatz sowie zwischen dem gewichteten LRG-Durchschnittssatz und dem Dreimonats-EONIA-Swapsatz

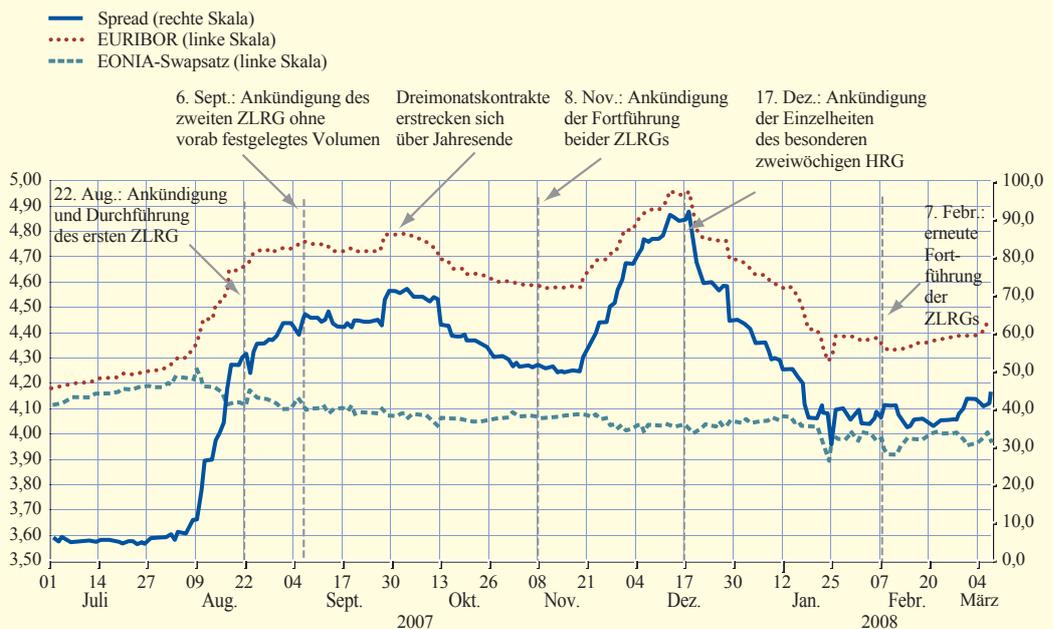
(in Basispunkten)



Quelle: EZB.

Abbildung 11 Spread zwischen dem Dreimonats-EURIBOR und dem EONIA-Swapsatz

(in % p. a. und Basispunkten)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: ZLRG steht für „zusätzliches längerfristiges Refinanzierungsgeschäft“.

dest bis Mitte Januar 2008 – auch auf die etwas längeren Laufzeiten auswirkte, z. B. durch die Verbesserung der Möglichkeiten für eine Arbitrage zwischen den verschiedenen Laufzeiten.

Schließlich ist hervorzuheben, dass das durchschnittliche Liquiditätsangebot in den Offenermarktgeschäften während der Finanzmarkturbulenzen nicht höher war als in der Zeit davor, da die höhere HRG-Zuteilung zu Beginn jeder Mindestreserve-Erfüllungsperiode durch niedrigere Zuteilungen im späteren Verlauf kompensiert und der gestiegene Umfang der LRGs mit dreimonatiger Laufzeit durch eine Verringerung des Umfangs der über die einwöchigen HRGs bereitgestellten Refinanzierung ausgeglichen wurde (siehe auch Abbildung 2, 3 und 9). Daher blieb das Liquiditätsangebot, sofern es im engeren Sinn als das Guthaben auf den Girokonten der Zentralbank definiert wird, unverändert, wenngleich die Maßnahmen eine mindernde Wirkung auf das Gesamtliquiditätsrisiko der Banken ausübten. Somit schuf die EZB keine Bedingungen, um zu gewährleisten, dass die

Zinssätze während der Turbulenzen systematisch unter dem Leitzins blieben. Sie stellte auch nicht so viel Liquidität bereit, dass die Banken gezwungen waren, die Einlagefazilität zu nutzen, obwohl die Nutzung der Einlagefazilität von tagesdurchschnittlich 0,2 Mrd € im Jahr 2006 auf einen Tagesdurchschnitt von 0,7 Mrd € während der Finanzmarkturbulenzen stieg (wohingegen die durchschnittliche Nutzung der Spitzenrefinanzierungsfazilität nur leicht von 0,1 Mrd € pro Tag im Jahr 2006 auf 0,2 Mrd € pro Tag während der Turbulenzen zunahm). Insgesamt haben die verschiedenen Maßnahmen, die im Zusammenhang mit der Umsetzung der Geldpolitik über den geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems ergriffen wurden, auch zur Aufrechterhaltung der Finanzmarktstabilität beigetragen.

## 5 SCHLUSSFOLGERUNGEN

Der vorliegende Aufsatz gibt einen Überblick über die Gründe für die Art und Weise, wie das

Eurosystem seine Offenmarktgeschäfte während der Finanzmarktvolatilität, die im August 2007 auf den Euro-Geldmarkt übergriff, durchgeführt hat. Der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems, der darauf abzielt, die sehr kurzfristigen Geldmarktsätze nahe am vom EZB-Rat festgelegten HRG-Mindestbietungssatz zu halten, erwies sich als geeignet, um den für das Erreichen dieses Ziels auch in Zeiten von Finanzmarktspannungen notwendigen Grad an Flexibilität zu gewährleisten. In „normalen“ Zeiten reicht es aus, die regelmäßigen Offenmarktgeschäfte so zu kalibrieren, dass die nahezu gleich bleibende Liquiditätsnachfrage seitens des Bankensystems befriedigt wird und so die Geldmarktsätze stabilisiert werden. Die Erfahrungen während der Finanzmarkturbulenzen haben aber gezeigt, dass es auch in angespannten Phasen möglich und effektiv war, den volatilen Liquiditätsbedarf zu decken. Insgesamt waren zur Bewältigung der anhaltenden Finanzmarkturbulenzen keine strukturellen Anpassungen am geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems erforderlich.

# STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS





# INHALT<sup>1</sup>

## ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Übersicht über volkswirtschaftliche Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet

S 5

### I MONETÄRE STATISTIK

1.1 Konsolidierter Ausweis des Eurosystems

S 6

1.2 Schlüsselzinssätze der EZB

S 7

1.3 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren)

S 8

1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik

S 9

### 2 MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

2.1 Aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet

S 10

2.2 Konsolidierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet

S 11

2.3 Monetäre Statistik

S 12

2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung

S 14

2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung

S 17

2.6 Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung

S 20

2.7 Neubewertung ausgewählter Bilanzpositionen der MFIs

S 21

2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen

S 22

2.9 Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet

S 24

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

S 25

### 3 VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

3.1 Integrierte Wirtschafts- und Finanzkonten nach institutionellen Sektoren

S 26

3.2 Nichtfinanzielle Konten des Euro-Währungsgebiets

S 30

3.3 Private Haushalte

S 32

3.4 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

S 33

3.5 Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

S 34

### 4 FINANZMÄRKTE

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

S 35

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

S 36

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

S 38

4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet

S 40

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

S 42

4.6 Geldmarktsätze

S 44

4.7 Zinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets

S 45

4.8 Börsenindizes

S 46

### 5 PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

S 47

5.2 Produktion und Nachfrage

S 50

5.3 Arbeitsmärkte

S 54

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

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

#### **ERWEITERUNG DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS ZUM 1. JANUAR 2008 – DER BEITRITT ZYPERNS UND MALTAS**

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich alle Zeitreihen, die Werte für das Jahr 2008 umfassen, über die gesamte Datenreihe hinweg auf die 15 Euro-Länder (Euro-Währungsgebiet einschließlich Zyperns und Maltas). Bei den Zinssätzen, den monetären Statistiken und dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (und aus Konsistenzgründen den Komponenten und Gegenposten von M3 und den Komponenten des HVPI) geben die statistischen Zeitreihen zum Euro-Währungsgebiet Auskunft über die EU-Mitgliedstaaten, die den Euro im Referenzzeitraum der jeweiligen Statistik bereits eingeführt hatten. Gegebenenfalls wird dies in den Tabellen durch eine Fußnote kenntlich gemacht. Soweit es sich bei den zugrunde liegenden Daten um absolute oder prozentuale Veränderungen für 2001, 2007 und 2008 handelt, die gegenüber Daten für 2000, 2006 und 2007 berechnet wurden, werden Zeitreihen herangezogen, die die Auswirkungen des Beitritts von Griechenland, Slowenien sowie Zypern und Malta zum Euro-Währungsgebiet berücksichtigen. Historische Daten, die sich auf das Euro-Währungsgebiet vor dem Beitritt Zyperns und Maltas beziehen, sind auf der Website der EZB unter [www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html) abrufbar.

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

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



# ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

## Übersicht über volkswirtschaftliche Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet

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

### 1. Monetäre Entwicklung und Zinssätze

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1),2)</sup>	Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3 <sup>1),2)</sup>	Kredite der MFIs an Ansässige im Euro-Währungs- gebiet (ohne MFIs und öffent- liche Haushalte) <sup>1)</sup>	Von Kapitalge- sellschaften ohne MFIs begebene Wertpapiere ohne Aktien in Euro <sup>1)</sup>	Dreimonats- zinssatz (EURIBOR, in % p. a., Durchschnitts- werte der Berichtszeit- räume)	Zehnjähriger Kassazinssatz (in % p. a., Stand am Ende des Berichts- zeitraums) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,8	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,9	4,28	4,38
2007 Q2	6,2	9,2	10,6	-	10,5	18,7	4,07	4,51
Q3	6,5	10,3	11,5	-	11,0	20,2	4,49	4,38
Q4	5,9	10,7	12,0	-	11,2	19,8	4,72	4,38
2008 Q1	3,8	10,4	11,3	-	11,0	.	4,48	4,13
2007 Nov.	6,2	10,9	12,3	12,0	11,1	19,3	4,64	4,21
Dez.	4,0	10,1	11,5	11,8	11,2	22,0	4,85	4,38
2008 Jan.	4,4	10,4	11,6	11,5	11,1	21,8	4,48	4,05
Febr.	3,7	10,7	11,3	11,1	11,0	20,4	4,36	4,06
März	2,9	9,8	10,3	.	10,8	.	4,60	4,13
April	.	.	.	.	.	.	4,78	4,32

### 2. Preise, Produktion, Nachfrage und Arbeitsmärkte

	Harmonisierter Verbraucher- preisindex (HVPI)	Industrielle Erzeugerpreise	Arbeitskosten pro Stunde	Bruttoinlands- produkt (BIP) in konstanten Preisen	Industrie- produktion (ohne Baugewerbe)	Kapazitäts- auslastung im verarbeitenden Gewerbe (in %)	Erwerbstätige	Arbeitslose (in % der Erwerbs- personen)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	2,2	5,1	2,5	2,8	4,0	83,2	1,6	8,2
2007	2,1	2,8	2,6	2,6	3,4	84,2	1,8	7,4
2007 Q3	1,9	2,1	2,5	2,7	3,9	84,0	1,9	7,3
Q4	2,9	4,0	2,7	2,2	3,1	84,0	1,7	7,2
2008 Q1	3,4	5,4	.	.	.	83,7	.	7,1
2007 Nov.	3,1	4,3	-	-	3,1	-	-	7,2
Dez.	3,1	4,4	-	-	1,8	-	-	7,2
2008 Jan.	3,2	5,0	-	-	3,4	83,9	-	7,1
Febr.	3,3	5,4	-	-	.	-	-	7,1
März	3,6	5,7	-	-	.	-	-	7,1
April	3,3	.	-	-	.	83,5	-	.

### 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-22 <sup>4)</sup> (Index, 1999 Q1 = 100)		EUR/USD- Wechselkurs
	Leistungsbilanz und Vermögens- übertragungen	Warenhandel	Direkt- investitionen	Wertpapier- anlagen		Nominal	Real (VPI)	
2006	7,9	19,2	-144,7	266,3	325,8	103,6	104,5	1,2556
2007	40,5	55,6	-94,8	253,9	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 Q2	0,1	20,1	-57,9	90,4	325,3	107,1	107,7	1,3481
Q3	15,2	17,1	-40,9	65,1	340,5	107,6	108,2	1,3738
Q4	16,8	9,7	18,2	-44,2	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 Q1	.	.	.	.	356,3	112,7	113,1	1,4976
2007 Nov.	4,7	5,1	9,5	9,9	339,2	111,0	111,7	1,4684
Dez.	6,1	-2,3	-20,8	-10,1	347,4	111,2	111,7	1,4570
2008 Jan.	-15,5	-7,3	-29,9	49,3	374,8	112,0	112,3	1,4718
Febr.	7,3	2,9	-13,8	34,8	375,4	111,8	111,9	1,4748
März	.	.	.	.	356,3	114,6	115,0	1,5527
April	.	.	.	.	.	116,0	116,6	1,5751

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.
- Auf der Grundlage der Zinsstrukturkurven von Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets. Weitere Informationen finden sich in Tabelle 4.7.
- Die Abgrenzung der Handelspartnergruppen und weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.



# MONETÄRE STATISTIK

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

### 1. Aktiva

	11. April 2008	18. April 2008	25. April 2008	2. Mai 2008
<b>Gold und Goldforderungen</b>	209 697	209 661	209 643	209 643
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	136 169	138 188	138 660	137 964
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>	41 747	40 481	40 142	39 571
<b>Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	14 904	15 776	15 890	16 255
<b>Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	424 987	499 525	468 020	465 039
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	131 649	204 500	173 000	170 000
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	293 110	295 001	295 001	295 007
Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Spitzenrefinanzierungsfazitat	195	1	1	27
Forderungen aus Margenausgleich	33	23	18	5
<b>Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	35 171	34 639	34 832	32 022
<b>Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	109 597	109 302	109 350	110 015
<b>Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte</b>	38 614	38 592	38 592	38 009
<b>Sonstige Aktiva</b>	350 896	347 026	350 730	351 256
<b>Aktiva insgesamt</b>	1 361 782	1 433 190	1 405 859	1 399 774

### 2. Passiva

	11. April 2008	18. April 2008	25. April 2008	2. Mai 2008
<b>Banknotenumlauf</b>	662 330	662 793	664 260	671 693
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	175 545	246 960	197 364	209 303
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	174 879	246 314	196 875	209 077
Einlagefazitat	321	288	140	73
Termineinlagen	0	0	0	0
Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	345	358	349	153
<b>Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	213	192	184	176
<b>Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen</b>	0	0	0	0
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	75 126	72 649	90 394	65 129
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	57 408	58 444	58 072	57 862
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	797	762	888	1 664
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	18 495	19 101	19 348	17 454
<b>Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte</b>	5 148	5 148	5 148	5 148
<b>Sonstige Passiva</b>	139 074	139 493	142 150	143 293
<b>Ausgleichsposten aus Neubewertung</b>	156 231	156 231	156 231	156 231
<b>Kapital und Rücklagen</b>	71 415	71 417	71 820	71 821
<b>Passiva insgesamt</b>	1 361 782	1 433 190	1 405 859	1 399 774

Quelle: EZB.

**1.2 Schlüsselzinssätze der EZB**

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

Mit Wirkung vom <sup>1)</sup>		Einlagefazilität		Hauptrefinanzierungsgeschäfte			Spitzenrefinanzierungsfazilität	
				Mengentender	Zinstender	Veränderung	Stand	Veränderung
		Festzinssatz	Mindestbietungssatz	Stand	Veränderung			
		Stand 1	Veränderung 2	Stand 3	Stand 4	Veränderung 5	Stand 6	Veränderung 7
1999	1. Jan.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4. <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22.	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9. April	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5. Nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4. Febr.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17. März	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28. April	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9. Juni	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28. <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1. Sept.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6. Okt.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11. Mai	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31. Aug.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18. Sept.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9. Nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6. Dez.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7. März	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6. Juni	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6. Dez.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8. März	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15. Juni	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9. Aug.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11. Okt.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13. Dez.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14. März	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13. Juni	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25

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

(in Mio €; Zinssätze in % p. a.)

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

Abwicklungstag	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Zinstender			Laufzeit (Tage)	
				Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungssatz <sup>4)</sup>	Gewichteter Durchschnittssatz		
	1	2	3	4	5	6	7	
<b>Hauptrefinanzierungsgeschäfte</b>								
2008	9. Jan	283 354	301	151 500	4,00	4,20	4,22	7
	16.	242 078	281	190 500	4,00	4,16	4,21	7
	23.	234 633	276	175 500	4,00	4,16	4,19	7
	30.	253 268	264	167 500	4,00	4,18	4,20	7
	6. Febr.	223 805	226	161 500	4,00	4,17	4,20	7
	13.	223 706	229	187 500	4,00	4,10	4,18	7
	20.	226 655	262	178 000	4,00	4,10	4,15	7
	27.	233 242	260	183 000	4,00	4,10	4,15	7
	5. März	240 542	264	176 500	4,00	4,11	4,14	7
	12.	260 402	298	209 500	4,00	4,12	4,16	7
	19.	295 701	336	202 000	4,00	4,16	4,20	7
	26.	302 534	301	216 000	4,00	4,23	4,28	7
	2. April	283 699	306	150 000	4,00	4,21	4,25	7
	9.	247 590	295	130 000	4,00	4,23	4,24	7
	16.	249 682	310	204 500	4,00	4,21	4,26	7
	23.	218 419	302	173 000	4,00	4,21	4,25	7
	30.	247 451	316	170 000	4,00	4,26	4,29	7
	7. Mai	229 288	304	150 000	4,00	4,26	4,29	7
<b>Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte</b>								
2007	27. Sept.	85 353	159	50 000	-	4,50	4,63	84
	1. Nov.	87 587	157	50 000	-	4,45	4,53	91
	23.	147 977	130	60 000	-	4,55	4,61	90
	29.	132 386	175	50 000	-	4,65	4,70	91
	12. Dez.	105 126	122	60 000	-	4,81	4,88	92
	20.	48 476	97	48 476	-	4,00	4,56	98
2008	31. Jan.	98 183	151	50 000	-	4,21	4,33	92
	21. Febr.	110 490	105	60 000	-	4,15	4,26	91
	28.	109 612	165	50 000	-	4,16	4,23	91
	13. März	132 591	139	60 000	-	4,25	4,40	91
	27.	131 334	190	50 000	-	4,44	4,53	91
	3. April	103 109	177	25 000	-	4,55	4,61	189
	2. Mai	101 175	177	50 000	-	4,67	4,75	90

#### 2. Sonstige Tendergeschäfte

Abwicklungstag	Art des Geschäfts	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Mengtender				Laufzeit (Tage)	
					Festzinssatz	Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungs- satz <sup>4)</sup>	Gewichteter Durch- schnittssatz		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2007	11. Dez.	Hereinnahme von Termineinlagen	23 550	20	21 000	4,00	-	-	-	1
	17.	Hereinnahme von Termineinlagen	36 610	25	36 610	4,00	-	-	-	2
	19.	Hereinnahme von Termineinlagen	133 610	52	133 610	4,00	-	-	-	1
	20.	Hereinnahme von Termineinlagen	165 815	58	150 000	4,00	-	-	-	1
	21.	Hereinnahme von Termineinlagen	141 565	55	141 565	4,00	-	-	-	6
	27.	Hereinnahme von Termineinlagen	145 640	49	145 640	4,00	-	-	-	1
	28.	Hereinnahme von Termineinlagen	160 450	52	150 000	4,00	-	-	-	3
2008	2. Jan.	Hereinnahme von Termineinlagen	168 640	54	168 640	4,00	-	-	-	1
	3.	Hereinnahme von Termineinlagen	212 620	69	200 000	4,00	-	-	-	1
	15.	Hereinnahme von Termineinlagen	45 712	28	20 000	4,00	-	-	-	1
	12. Febr.	Hereinnahme von Termineinlagen	29 155	22	16 000	4,00	-	-	-	1
	11. März	Befristete Transaktion	45 085	32	9 000	-	4,00	4,13	4,14	1
	20.	Befristete Transaktion	65 810	44	15 000	-	4,00	4,13	4,20	5
	31.	Befristete Transaktion	30 720	25	15 000	-	4,00	4,06	4,13	1
	15. April	Hereinnahme von Termineinlagen	14 880	7	14 880	4,00	-	-	-	1

Quelle: EZB.

- 1) Geringfügige Abweichungen von den in Abschnitt 1.1 ausgewiesenen Beträgen sind aufgrund von zugewiesenen, jedoch nicht abgewickelten Geschäften möglich.
- 2) Mit Wirkung vom April 2002 werden Ausgleichstender, d. h. Operationen mit einer Laufzeit von einer Woche, die parallel zu einem Hauptrefinanzierungsgeschäft als Standardtender durchgeführt werden, als Hauptrefinanzierungsgeschäfte klassifiziert. Angaben zu vor diesem Monat durchgeführten Ausgleichstendern sind in Tabelle 2 in Abschnitt 1.3 enthalten.
- 3) Am 8. Juni 2000 kündigte die EZB an, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft als Zinstender durchgeführt würden. Der Mindestbietungssatz bezieht sich auf den Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können.
- 4) Bei liquiditätszuführenden (-abschöpfenden) Geschäften bezieht sich der marginale Zuteilungssatz auf den niedrigsten (höchsten) Zinssatz, zu dem Gebote angenommen wurden.

## 1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik

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

### 1. Mindestreservebasis der reservspflichtigen Kreditinstitute

Reservebasis per <sup>1)</sup> :	Insgesamt	Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 2 %			Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 0 %		
		Einlagen (täglich fällig, mit vereinbarter Laufzeit und Kündigungsfrist von bis zu 2 Jahren)	Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren		Einlagen (mit vereinbarter Laufzeit und Kündigungsfrist von mehr als 2 Jahren)	Repogeschäfte	Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren
	1	2	3	4	5	6	
2005	14 040,7	7 409,5	499,2	1 753,5	1 174,9	3 203,6	
2006	15 648,3	8 411,7	601,9	1 968,4	1 180,3	3 486,1	
2007 Q1	16 253,0	8 634,2	657,4	2 009,8	1 358,8	3 592,8	
Q2	16 753,3	8 940,5	677,6	2 066,6	1 383,5	3 685,1	
Q3	16 968,2	9 073,2	745,5	2 075,7	1 424,9	3 649,0	
2007 Okt. <sup>2)</sup>	17 242,4	9 255,8	799,4	2 098,1	1 425,0	3 664,2	
Nov. <sup>2)</sup>	17 338,9	9 302,0	804,7	2 096,9	1 489,0	3 646,4	
Dez. <sup>2)</sup>	17 394,7	9 438,8	815,0	2 143,1	1 364,0	3 633,9	
2008 Jan.	17 678,3	9 525,3	845,1	2 140,6	1 512,9	3 654,4	
Febr.	17 734,6	9 572,1	844,7	2 132,6	1 533,9	3 651,2	

### 2. Mindestreserve-Erfüllung

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode:	Reserve-Soll	Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Überschussreserven	Unterschreitungen des Reserve-Solls	Verzinsung der Mindestreserven
	1	2	3	4	5
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 Q1	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
Q2	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
Q3	191,9	192,7	0,9	0,0	4,09
Q4	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2007 11. Dez.	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 15. Jan. <sup>3)</sup>	199,8	200,9	1,1	0,0	4,20
12. Febr.	201,6	202,4	0,8	0,0	4,17
11. März	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
15. April	206,9	207,5	0,6	0,0	4,19
13. Mai	207,8				

### 3. Liquidität

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode:	Liquiditätszuführende Faktoren					Liquiditätsabschöpfende Faktoren					Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Basisgeld
	Nettoaktiva des Eurosystems in Gold und Devisen	Hauptrefinanzierungsgeschäfte	Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			Einlagefazilität	Sonstige liquiditätsabschöpfende Faktoren <sup>4)</sup>	Banknoten-umlauf	Einlagen von Zentralstaaten beim Eurosystem	Sonstige Faktoren (netto)		
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte			Spitzenrefinanzierungsfazilität	Sonstige liquiditätszuführende Faktoren	8						9	10
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007 Q1	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	0,8	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2
Q2	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7
Q3	317,3	268,7	171,7	0,2	10,7	0,4	1,7	639,2	52,3	-117,8	192,7	832,4
Q4	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008 12. Febr.	353,6	173,8	268,5	0,2	0,0	0,4	0,6	651,7	51,7	-110,7	202,4	854,5
11. März	343,3	181,3	268,5	0,1	0,3	0,3	0,0	653,2	59,7	-125,0	205,3	858,7
15. April	349,1	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	661,7	70,2	-128,6	207,5	869,9

Quelle: EZB.

- Stand am Ende des Berichtszeitraums.
- Einschließlich der Mindestreservebasis der Kreditinstitute in Malta und Zypern. Übergangsweise konnten die Kreditinstitute des Euro-Währungsgebiets entscheiden, von ihrer eigenen Reservebasis Verbindlichkeiten gegenüber in Malta oder Zypern ansässigen Kreditinstituten abzuziehen. Mit der Reservebasis ab Ende Januar 2008 gilt das Standardverfahren (siehe Verordnung (EG) Nr. 1348/2007 der EZB vom 9. November 2007 über Übergangsbestimmungen für die Auferlegung einer Mindestreservepflicht durch die Europäische Zentralbank nach der Einführung des Euro in Zypern und Malta (EZB/2007/11)).
- Aufgrund der Einführung des Euro in Zypern und Malta am 1. Januar 2008 entspricht das Reserve-Soll dem Durchschnitt des – mit der Anzahl der Kalendertage gewichteten – Reserve-Solls der damaligen 13 Euro-Länder im Zeitraum vom 12. bis 31. Dezember 2007 und des Reserve-Solls der jetzigen 15 Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets im Zeitraum vom 1. bis zum 15. Januar 2008.
- Ab dem 1. Januar 2008 einschließlich geldpolitischer Geschäfte im Wege der Hereinnahme von Termineinlagen, die vor dem 1. Januar 2008 von der Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta und der Zentralbank von Zypern getätigt wurden und nach diesem Zeitpunkt noch ausstanden.



# MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

## 2.1 Aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>

(in Mrd €, Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

### 1. Aktiva

	Insgesamt	Kredite an Ansässige im Euro-Währungsgebiet				Wertpapiere ohne Aktien von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet				Geldmarktfondsanteile <sup>2)</sup>	Aktien und sonstige Dividendenwerte 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
<b>Eurosysteem</b>														
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	1 558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2 046,1	1 031,7	17,8	0,6	1 013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2007 Q3	1 707,3	753,5	17,8	0,6	735,1	259,5	219,3	2,2	38,0	-	17,7	368,8	15,6	292,3
2007 Q4	2 046,1	1 031,7	17,8	0,6	1 013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 Jan.	1 934,2	886,8	19,4	0,7	866,7	273,5	230,2	2,0	41,3	-	16,3	401,3	15,4	341,1
2008 Febr.	1 957,7	902,9	19,4	0,7	882,8	279,1	236,2	2,2	40,7	-	16,5	400,6	15,3	343,3
2008 März <sup>3)</sup>	2 024,2	968,2	19,4	0,7	948,1	278,5	235,9	2,3	40,3	-	16,2	383,3	15,2	362,8
<b>MFIs ohne Eurosysteem</b>														
2005	23 631,5	13 681,7	826,9	8 285,1	4 569,7	3 498,6	1 429,4	551,5	1 517,7	83,1	1 008,7	3 652,8	165,7	1 540,9
2006	25 974,6	14 904,3	810,5	9 160,3	4 933,5	3 555,4	1 276,5	645,9	1 632,9	83,5	1 194,5	4 330,4	172,6	1 733,9
2007	29 468,0	16 903,0	955,8	10 158,3	5 788,9	3 880,9	1 194,2	949,8	1 736,9	93,5	1 314,8	4 873,3	206,0	2 196,6
2007 Q3	28 473,1	16 176,3	793,0	9 949,9	5 433,4	3 746,8	1 214,4	804,8	1 727,6	95,9	1 257,1	4 878,8	203,1	2 115,2
2007 Q4	29 468,0	16 903,0	955,8	10 158,3	5 788,9	3 880,9	1 194,2	949,8	1 736,9	93,5	1 314,8	4 873,3	206,0	2 196,6
2008 Jan.	30 052,0	17 122,7	961,0	10 299,3	5 862,5	3 973,4	1 219,7	962,1	1 791,7	98,2	1 315,4	5 089,9	205,7	2 246,6
2008 Febr.	30 224,5	17 164,8	951,4	10 354,6	5 858,7	4 024,3	1 216,4	984,3	1 823,6	102,7	1 302,8	5 128,9	200,6	2 300,4
2008 März <sup>3)</sup>	30 228,5	17 230,5	958,1	10 447,4	5 825,0	4 038,3	1 216,8	1 006,7	1 814,8	100,4	1 311,9	4 971,5	197,5	2 378,3

### 2. Passiva

	Insgesamt	Bargeldumlauf	Einlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet			Geldmarktfondsanteile <sup>3)</sup>	Begebene Schuldverschreibungen <sup>4)</sup>	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sonstige Passivpositionen	
			Zusammen	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte/sonstige Ansässige im Euro-Währungsgebiet						MFIs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosysteem</b>											
2005	1 404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1 558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2 046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2007 Q3	1 707,3	657,2	510,7	51,7	19,1	439,9	-	0,1	222,6	48,3	268,4
2007 Q4	2 046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 Jan.	1 934,2	671,3	626,6	54,6	21,0	551,1	-	0,1	254,5	72,9	308,9
2008 Febr.	1 957,7	674,4	653,9	53,7	23,1	577,0	-	0,1	259,3	58,2	311,9
2008 März <sup>3)</sup>	2 024,2	681,9	705,8	60,4	20,8	624,6	-	0,1	246,5	70,3	319,7
<b>MFIs ohne Eurosysteem</b>											
2005	23 631,5	-	12 212,2	149,2	7 211,9	4 851,2	698,9	3 858,3	1 310,6	3 518,0	2 033,5
2006	25 974,6	-	13 257,2	124,2	7 890,6	5 242,4	698,3	4 247,6	1 449,7	3 991,1	2 330,6
2007	29 468,0	-	15 085,4	127,1	8 865,9	6 092,4	754,1	4 645,3	1 678,8	4 530,1	2 774,3
2007 Q3	28 473,1	-	14 254,9	144,3	8 410,0	5 700,6	778,4	4 577,2	1 589,5	4 527,4	2 745,7
2007 Q4	29 468,0	-	15 085,4	127,1	8 865,9	6 092,4	754,1	4 645,3	1 678,8	4 530,1	2 774,3
2008 Jan.	30 052,0	-	15 192,5	114,3	8 931,4	6 146,7	835,5	4 687,2	1 699,3	4 795,7	2 841,8
2008 Febr.	30 224,5	-	15 224,3	135,4	8 947,6	6 141,3	852,8	4 686,6	1 702,7	4 869,1	2 889,1
2008 März <sup>3)</sup>	30 228,5	-	15 295,4	139,8	9 018,0	6 137,7	848,3	4 679,8	1 718,0	4 755,4	2 931,6

Quelle: EZB.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 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.
- Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gehaltene Bestände.
- Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltene Bestände mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in den Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets enthalten.

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

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

**I. Aktiva**

	Ins- gesamt	Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Wertpapiere ohne Aktien von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Aktien und sonstige Divi- dendenwerte von sowie Beteiligungen an sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sachanlagen	Sonstige Aktiv- posi- tionen
		Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro- Währungs- gebiet	Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro- Währungs- gebiet				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2005	17 870,7	9 133,3	847,5	8 285,7	2 148,5	1 595,0	553,6	710,5	3 989,7	180,4	1 708,2
2006	19 743,9	9 991,1	830,2	9 161,0	2 112,4	1 464,0	648,4	829,9	4 681,8	187,3	1 941,4
2007	22 352,2	11 132,6	973,6	10 158,9	2 371,0	1 419,3	951,8	902,8	5 247,0	221,1	2 477,7
2007 Q3	21 680,8	10 761,3	810,8	9 950,5	2 240,7	1 433,7	807,0	851,9	5 247,5	218,7	2 360,7
2007 Q4	22 352,2	11 132,6	973,6	10 158,9	2 371,0	1 419,3	951,8	902,8	5 247,0	221,1	2 477,7
2008 Jan.	22 839,6	11 280,3	980,4	10 299,9	2 413,9	1 449,9	964,0	893,5	5 491,2	221,1	2 539,5
2008 Febr. <sup>(a)</sup>	22 981,0	11 326,1	970,8	10 355,2	2 439,1	1 452,6	986,6	872,3	5 529,5	216,0	2 598,0
2008 März	23 018,8	11 425,6	977,6	10 448,1	2 461,7	1 452,7	1 009,0	871,8	5 354,8	212,8	2 692,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2005	1 608,0	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	80,0	53,2	448,0	1,4	240,4
2006	1 998,4	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	98,5	802,0	6,4	203,5
2007	2 598,3	1 014,7	-9,9	1 024,6	236,7	-38,9	275,6	55,8	791,9	-0,5	499,6
2007 Q3	367,4	247,6	-5,1	252,7	-16,3	-62,2	45,9	-23,9	85,1	1,6	73,4
2007 Q4	558,9	231,0	8,8	222,3	105,4	-6,6	112,0	42,2	91,1	-5,8	95,0
2008 Jan.	411,1	95,0	3,8	91,3	21,7	12,9	8,8	7,8	239,2	-1,3	48,8
2008 Febr. <sup>(a)</sup>	191,1	51,2	-9,5	60,8	26,6	2,9	23,7	-20,8	83,8	-5,1	55,5
2008 März	175,6	111,3	6,9	104,4	35,2	8,8	26,5	1,6	-58,9	-3,2	89,5

**2. Passiva**

	Insgesamt	Barggeld- umlauf	Einlagen von Zentralstaaten	Einlagen von sonstigen öffentlichen Haushalten/ sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Geldmarkt- fonds- anteile <sup>2)</sup>	Begebene Schuld- verschrei- bungen <sup>3)</sup>	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sonstige Passiv- posi- tionen	Überschuss der Inter- MFI-Ver- bindlich- keiten
<b>Bestände</b>										
2005	17 870,7	532,8	173,6	7 226,4	615,8	2 322,6	1 200,6	3 545,6	2 239,7	13,7
2006	19 743,9	592,2	158,0	7 906,5	614,7	2 587,8	1 276,5	4 026,5	2 566,2	15,6
2007	22 352,2	638,5	151,0	8 885,0	660,6	2 867,0	1 487,4	4 596,1	3 104,6	-38,0
2007 Q3	21 680,8	610,4	196,0	8 429,2	682,5	2 811,7	1 389,3	4 575,7	3 014,0	-28,1
2007 Q4	22 352,2	638,5	151,0	8 885,0	660,6	2 867,0	1 487,4	4 596,1	3 104,6	-38,0
2008 Jan.	22 839,6	623,1	168,9	8 952,4	737,3	2 854,3	1 515,7	4 868,6	3 150,7	-31,4
2008 Febr.	22 981,0	628,7	189,2	8 970,7	750,1	2 822,4	1 514,9	4 927,3	3 201,0	-23,3
2008 März <sup>(a)</sup>	23 018,8	632,9	200,2	9 038,7	747,9	2 824,8	1 508,3	4 825,6	3 251,3	-10,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2005	1 608,0	64,4	10,9	495,7	-3,1	213,5	95,5	448,0	333,9	-50,8
2006	1 998,4	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,2	601,6	253,3	45,3
2007	2 598,3	45,8	-13,4	835,0	54,7	270,7	167,4	775,8	467,2	-4,9
2007 Q3	367,4	5,5	-25,6	141,6	-17,0	60,0	38,9	154,1	20,4	-10,6
2007 Q4	558,9	28,1	-49,8	311,2	-12,7	22,6	87,1	98,8	66,6	7,1
2008 Jan.	411,1	-16,4	15,3	21,3	43,7	2,8	10,3	259,9	60,7	13,4
2008 Febr.	191,1	5,6	20,3	25,3	11,9	-23,1	1,3	98,0	36,8	15,1
2008 März <sup>(a)</sup>	175,6	4,2	11,0	77,7	3,1	18,4	15,4	-23,6	42,9	26,6

Quelle: EZB.

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

2) Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gehaltene Bestände.

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

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

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

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

	M1		M2	M3-M2	M3	Zentrierter Dreimonatsdurchschnitt von M3	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten	Kredite an öffentliche Haushalte	Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	Buchkredite	Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Bestände										
2005	3 423,3	2 653,2	6 076,5	998,1	7 074,6	-	5 000,6	2 473,0	9 564,3	8 289,3	424,3
2006	3 686,1	2 953,0	6 639,1	1 101,7	7 740,9	-	5 429,7	2 321,3	10 664,1	9 171,5	635,7
2007	3 835,4	3 504,1	7 339,4	1 311,0	8 650,5	-	5 978,3	2 417,0	12 045,7	10 174,9	630,6
2007 Q3	3 819,3	3 314,8	7 134,1	1 264,8	8 398,9	-	5 790,5	2 257,5	11 632,5	9 950,5	666,4
2007 Q4	3 835,4	3 504,1	7 339,4	1 311,0	8 650,5	-	5 978,3	2 417,0	12 045,7	10 174,9	630,6
2008 Jan.	3 857,2	3 580,6	7 437,8	1 350,4	8 788,2	-	6 037,6	2 430,7	12 172,7	10 303,8	620,2
2008 Febr.	3 853,5	3 635,9	7 489,4	1 340,1	8 829,6	-	6 014,7	2 423,7	12 246,5	10 372,6	598,9
2008 März <sup>6)</sup>	3 854,1	3 672,2	7 526,2	1 348,6	8 874,8	-	5 970,1	2 421,9	12 330,4	10 451,5	547,2
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2005	339,8	139,3	479,1	8,4	487,5	-	401,5	94,1	837,0	701,8	-0,4
2006	261,2	309,8	571,0	131,0	702,0	-	427,5	-114,7	1 107,4	898,6	200,6
2007	147,3	523,5	670,8	220,9	891,7	-	494,5	-52,4	1 363,6	1 029,9	15,5
2007 Q3	38,3	145,9	184,2	43,2	227,5	-	91,8	-37,5	333,4	280,2	-67,5
2007 Q4	18,2	160,6	178,9	54,4	233,2	-	143,1	12,7	385,4	238,3	-22,5
2008 Jan.	9,6	45,6	55,2	17,4	72,6	-	42,0	-7,1	90,8	79,2	-3,0
2008 Febr.	-0,1	57,5	57,4	-10,7	46,7	-	-11,1	-6,8	80,8	74,3	-14,9
2008 März <sup>6)</sup>	3,7	40,5	44,1	14,5	58,6	-	-5,2	6,9	101,8	90,5	-14,1
Wachstumsraten											
2005 Dez.	11,4	5,4	8,5	0,9	7,4	7,5	8,9	4,1	9,6	9,3	-0,4
2006 Dez.	7,6	11,7	9,4	13,3	10,0	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,6
2007 Dez.	4,0	17,7	10,1	20,1	11,5	11,8	9,1	-2,3	12,8	11,2	15,5
2007 Sep.	6,1	15,4	10,2	18,1	11,4	11,7	8,9	-4,3	11,6	11,0	201,5
2007 Dez.	4,0	17,7	10,1	20,1	11,5	11,8	9,1	-2,3	12,8	11,2	15,5
2008 Jan.	4,4	17,9	10,4	18,3	11,6	11,5	9,1	-2,3	12,7	11,1	18,1
2008 Febr.	3,7	19,4	10,7	15,0	11,3	11,1	8,0	-2,5	12,5	11,0	-37,6
2008 März <sup>6)</sup>	2,9	18,4	9,8	12,8	10,3	.	6,6	-1,6	12,1	10,8	-155,4

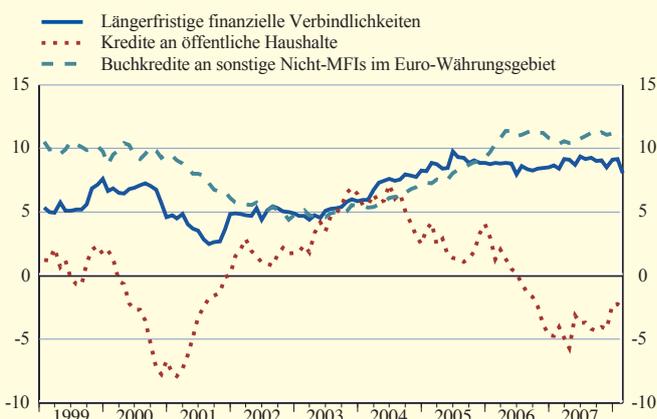
### A1 Geldmengenaggregate <sup>1)</sup>

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



### A2 Gegenposten <sup>1)</sup>

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

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

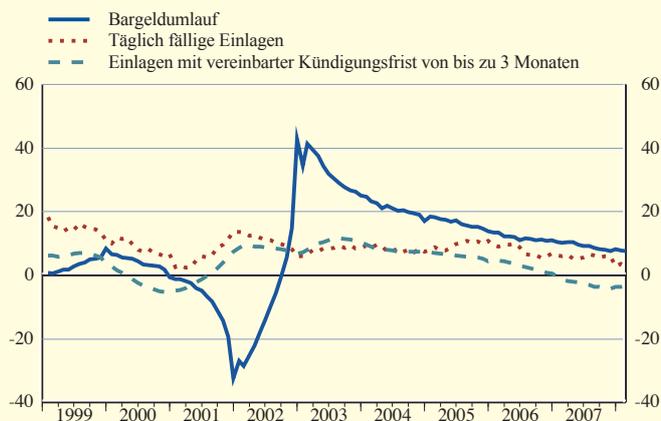
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

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

	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit ver- einbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo- geschäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen bis zu 2 Jahren	Schuld- verschrei- bungen von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von mehr als 3 Monaten	Einlagen mit ver- einbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2005	521,1	2 902,2	1 109,6	1 543,7	236,0	635,9	126,2	2 205,0	86,8	1 511,3	1 197,5
2006	578,4	3 107,7	1 401,0	1 552,0	266,1	637,0	198,7	2 399,6	102,2	1 655,0	1 273,0
2007	625,8	3 209,6	1 968,8	1 535,3	307,4	686,8	316,8	2 561,7	119,6	1 813,4	1 483,5
2007 Q3	611,5	3 207,7	1 807,8	1 507,0	295,3	687,2	282,3	2 526,6	112,9	1 766,9	1 384,0
Q4	625,8	3 209,6	1 968,8	1 535,3	307,4	686,8	316,8	2 561,7	119,6	1 813,4	1 483,5
2008 Jan.	629,5	3 227,7	2 043,5	1 537,0	306,4	745,1	298,9	2 579,0	122,9	1 819,3	1 516,5
Febr.	634,2	3 219,3	2 099,3	1 536,6	313,4	754,8	272,0	2 561,4	121,3	1 815,8	1 516,2
März <sup>(p)</sup>	638,0	3 216,0	2 130,7	1 541,4	308,7	752,3	287,5	2 538,5	119,4	1 813,3	1 498,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2005	63,0	276,8	70,3	69,0	-7,1	-0,9	16,4	199,5	-4,3	111,4	94,9
2006	57,3	203,9	300,5	9,3	30,9	30,0	70,1	217,2	15,4	138,1	56,8
2007	46,9	100,4	579,5	-56,0	43,3	58,8	118,8	153,0	9,9	164,4	167,1
2007 Q3	10,8	27,5	162,0	-16,0	7,8	-8,1	43,5	27,8	2,9	25,3	35,8
Q4	14,2	4,0	171,7	-11,1	12,2	8,8	33,4	3,7	-0,1	51,0	88,5
2008 Jan.	2,7	6,9	49,6	-4,0	-0,9	25,0	-6,7	21,5	1,9	3,6	15,0
Febr.	4,7	-4,7	57,7	-0,3	7,0	8,8	-26,6	-9,0	-1,5	-2,3	1,7
März <sup>(p)</sup>	3,8	-0,2	35,6	4,9	-4,5	2,9	16,1	-7,6	-1,8	-0,3	4,6
<b>Wachstumsraten</b>											
2005 Dez.	13,8	11,0	6,6	4,4	-3,0	-0,1	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,8
2006 Dez.	11,0	7,0	27,2	0,6	13,2	4,9	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Dez.	8,1	3,2	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,8	6,4	9,6	9,9	12,8
2007 Sept.	8,3	5,7	38,2	-3,6	12,1	9,8	55,7	10,1	15,1	9,0	6,4
Dez.	8,1	3,2	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,8	6,4	9,6	9,9	12,8
2008 Jan.	7,8	3,7	41,3	-3,7	17,6	11,0	40,8	6,5	9,2	9,5	13,5
Febr.	7,7	2,9	43,4	-3,1	18,4	10,9	22,3	4,8	6,3	8,8	12,9
März <sup>(p)</sup>	7,7	2,0	39,6	-2,6	11,5	8,9	24,7	3,7	3,5	7,0	11,4

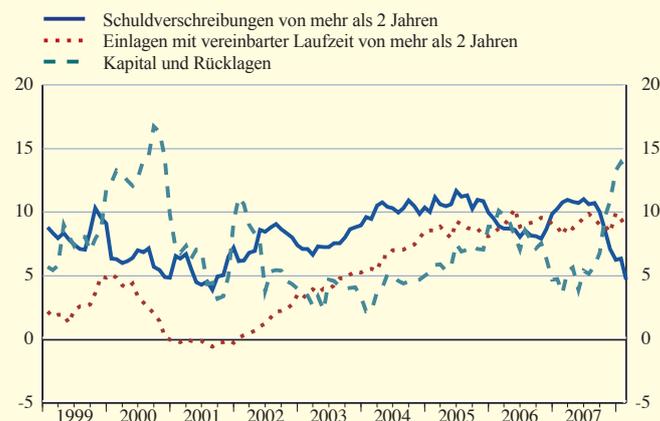
### A3 Komponenten der Geldmengenaggregate<sup>1)</sup>

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



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

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

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

## 2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

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

### 1. Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen		Sonstige Finanzintermediäre <sup>4)</sup>		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1		2					
<b>Bestände</b>								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3 409,1	1 037,7	594,0	1 777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3 844,5	1 137,9	707,1	1 999,5
2007	96,4	70,6	865,2	524,3	4 388,6	1 276,7	858,9	2 253,0
2007 Q3	112,0	87,8	855,0	535,4	4 230,6	1 248,2	814,1	2 168,4
2007 Q4	96,4	70,6	865,2	524,3	4 388,6	1 276,7	858,9	2 253,0
2008 Jan.	101,7	75,7	899,8	557,5	4 462,3	1 296,6	878,7	2 287,0
2008 Febr.	102,7	76,7	900,4	557,9	4 499,8	1 309,0	887,9	2 302,9
2008 März <sup>4)</sup>	104,2	78,4	935,1	587,8	4 547,6	1 329,5	895,8	2 322,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007	14,0	15,8	174,0	111,6	557,1	145,2	155,6	256,2
2007 Q3	1,7	4,4	57,7	37,5	129,3	25,7	39,6	64,0
2007 Q4	-15,5	-17,1	15,3	-7,7	161,6	30,5	47,5	83,6
2008 Jan.	5,3	5,2	31,6	30,5	45,8	12,7	14,0	19,1
2008 Febr.	1,1	1,0	2,3	1,8	39,9	13,5	10,3	16,1
2008 März <sup>4)</sup>	1,6	1,8	38,7	32,7	53,5	22,3	9,2	21,9
<b>Wachstumsraten</b>								
2005 Dez.	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 Dez.	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 Dez.	16,9	28,5	24,8	26,5	14,5	12,8	22,0	12,8
2007 Sept.	25,6	40,0	20,7	23,3	14,0	12,6	20,3	12,5
2007 Dez.	16,9	28,5	24,8	26,5	14,5	12,8	22,0	12,8
2008 Jan.	2,3	5,4	26,3	28,0	14,5	12,4	22,7	12,8
2008 Febr.	6,4	9,9	22,8	22,7	14,8	13,2	22,8	12,9
2008 März <sup>4)</sup>	6,4	9,9	22,7	22,4	15,0	13,9	21,8	13,1

### A5 Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

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

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

4) Hierzu gehören auch Investmentfonds.

## 2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung<sup>1), 2)</sup>

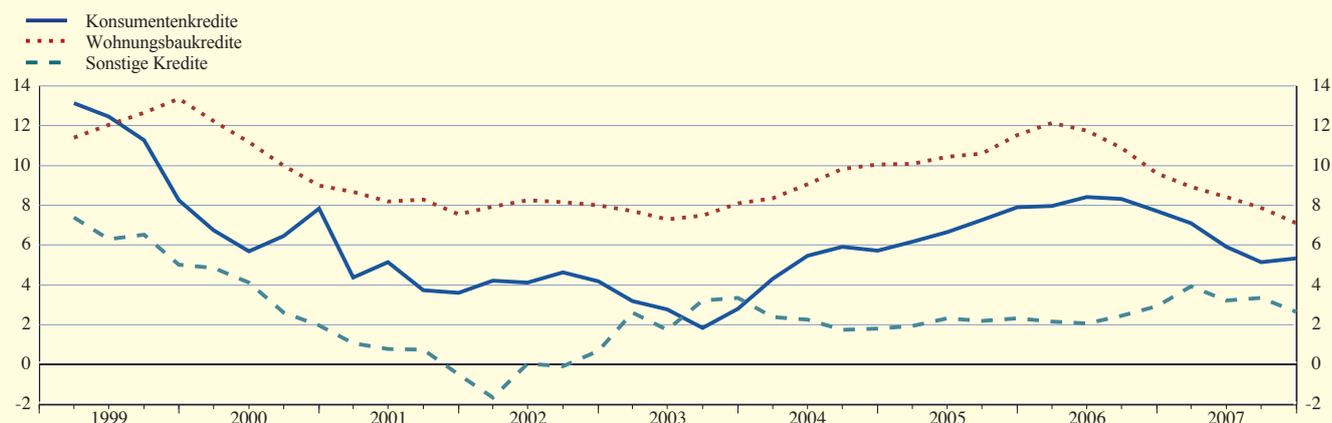
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 2. Kredite an private Haushalte<sup>3)</sup>

	Insgesamt	Konsumentenkredite			Wohnungsbaukredite				Sonstige Kredite				
		Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Bestände</b>													
2005	4 191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2 915,3	15,2	67,5	2 832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4 537,0	586,5	135,3	202,7	248,5	3 212,1	15,6	72,1	3 124,5	738,4	146,2	101,5	490,7
2007	4 808,1	617,9	137,8	203,5	276,6	3 436,9	15,9	73,8	3 347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2007 Q3	4 752,3	607,3	134,1	203,1	270,1	3 392,3	16,1	73,4	3 302,9	752,7	146,6	104,2	501,9
2007 Q4	4 808,1	617,9	137,8	203,5	276,6	3 436,9	15,9	73,8	3 347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2008 Jan.	4 835,4	619,5	136,8	204,1	278,5	3 457,1	15,9	73,7	3 367,4	758,9	146,7	104,8	507,3
2008 Febr.	4 851,7	619,1	135,7	202,5	280,8	3 471,5	15,8	73,5	3 382,1	761,2	145,4	105,7	510,1
2008 März <sup>(p)</sup>	4 860,5	623,0	137,3	202,9	282,8	3 476,3	16,1	73,6	3 386,6	761,2	147,3	105,6	508,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,6	8,2	4,8	29,5	281,8	1,5	4,6	275,8	20,9	1,4	3,8	15,7
2007	279,4	31,3	3,6	1,1	26,7	228,5	0,9	2,3	225,3	19,6	1,4	4,4	13,8
2007 Q3	64,0	4,8	-0,5	-1,4	6,7	57,3	0,1	0,8	56,4	1,9	-3,4	0,9	4,5
2007 Q4	60,9	10,8	4,2	0,6	6,0	46,6	0,0	0,6	46,1	3,4	1,2	1,0	1,2
2008 Jan.	8,6	-1,5	-1,7	-0,7	0,8	11,0	-0,1	-0,2	11,4	-0,9	-1,9	-0,1	1,1
2008 Febr.	17,5	-0,6	-1,0	-1,5	2,0	14,8	-0,1	-0,2	15,1	3,3	-1,2	1,0	3,5
2008 März <sup>(p)</sup>	10,6	4,1	1,7	0,5	1,9	5,5	0,2	0,1	5,2	1,0	2,0	0,1	-1,1
<b>Wachstumsraten</b>													
2005 Dez.	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 Dez.	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 Dez.	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,7	1,0	4,3	2,8
2007 Sept.	6,8	5,1	3,9	-0,5	10,5	7,9	7,1	4,4	8,0	3,4	1,0	5,3	3,7
2007 Dez.	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,7	1,0	4,3	2,8
2008 Jan.	6,0	5,3	1,9	0,7	10,8	6,9	7,2	2,4	7,0	2,6	0,5	4,9	2,7
2008 Febr.	5,8	5,4	2,8	0,3	11,0	6,6	4,5	1,9	6,7	2,7	-0,6	6,0	3,0
2008 März <sup>(p)</sup>	5,4	5,3	4,4	0,0	9,9	6,1	2,3	2,5	6,2	1,9	-0,2	4,5	2,1

## A6 Kredite an private Haushalte<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

- 1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.
- 2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. Vor Januar 2003 wurden die Daten jährlich im März, Juni, September und Dezember erhoben. Die Monatswerte vor Januar 2003 wurden von Quartalswerten abgeleitet.

## 2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

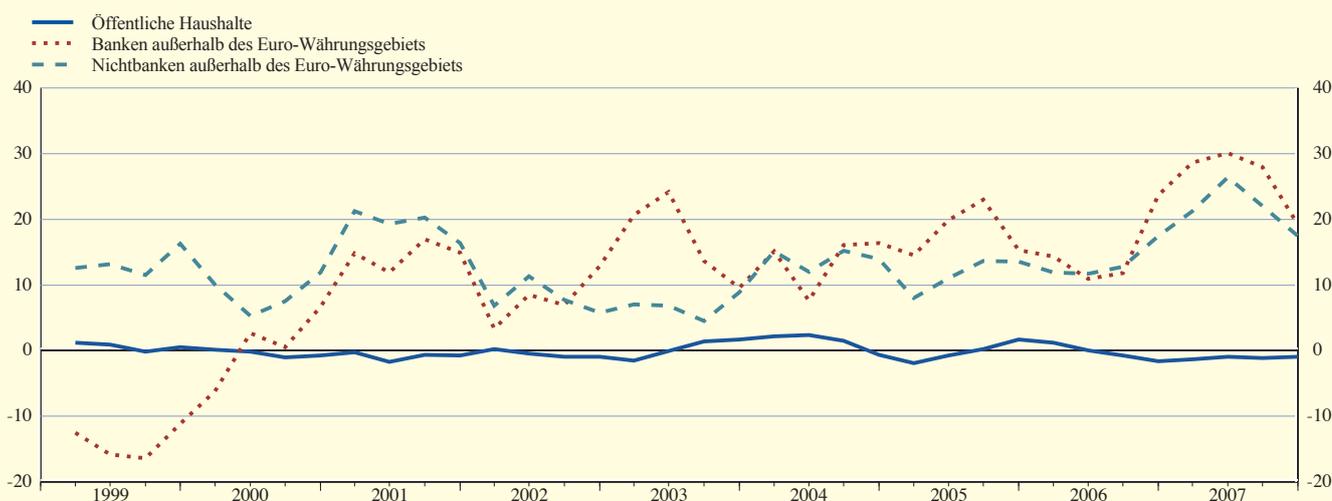
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

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

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken <sup>3)</sup>	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2 485,2	1 722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2 924,3	2 061,0	863,4	63,2	800,2
2007 <sup>(p)</sup>	955,8	213,0	217,6	485,0	40,5	3 295,4	2 349,7	946,1	60,3	885,8
2007 Q1	801,4	97,2	225,2	447,8	31,2	3 169,7	2 265,1	904,6	60,0	844,6
Q2	798,2	95,7	218,8	446,1	37,6	3 286,4	2 334,3	952,0	61,4	890,6
Q3	793,0	91,8	213,9	446,0	41,4	3 303,1	2 353,2	948,5	61,3	887,2
Q4 <sup>(p)</sup>	955,8	213,0	217,6	485,0	40,5	3 295,4	2 349,7	946,1	60,3	885,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	1,3	87,7
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,6	-0,1	129,6
2007 <sup>(p)</sup>	-8,0	-4,9	-13,0	-4,5	14,6	542,3	394,4	148,4	0,7	147,7
2007 Q1	-8,2	-6,9	-6,3	-0,3	5,3	272,7	222,0	50,8	-2,7	53,4
Q2	-3,4	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,3	79,6	55,7	1,8	53,9
Q3	-5,1	-3,8	-5,0	-0,2	3,8	77,6	56,5	19,6	1,2	18,3
Q4 <sup>(p)</sup>	8,7	7,6	3,8	-1,4	-0,9	56,7	36,3	22,4	0,3	22,0
<b>Wachstumsraten</b>										
2005 Dez.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	2,0	14,9
2006 Dez.	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-0,1	19,1
2007 <sup>(p)</sup> Dez.	-1,0	-4,7	-5,6	-1,0	56,5	18,7	19,3	17,4	1,2	18,7
2007 März	-1,3	-15,2	-6,1	4,6	6,8	26,4	28,7	21,2	-0,9	23,2
Juni	-0,9	-7,7	-5,9	2,0	17,3	29,0	30,1	26,5	-5,2	29,4
Sept.	-1,2	-8,8	-6,3	1,9	16,0	26,3	28,0	22,0	-2,0	24,1
Dez. <sup>(p)</sup>	-1,0	-4,7	-5,6	-1,0	56,5	18,7	19,3	17,4	1,2	18,7

## A7 Kredite an öffentliche Haushalte und Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

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

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

## 2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung<sup>1), 2)</sup>

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

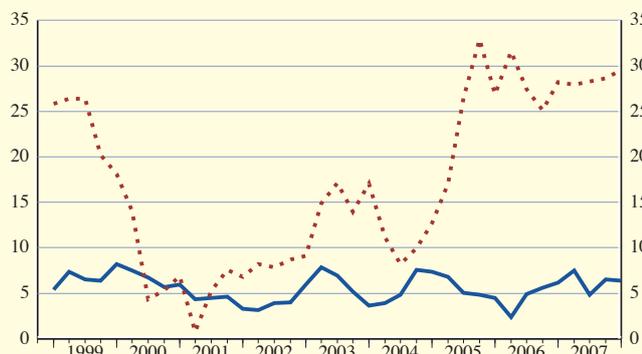
### 1. Einlagen von Finanzintermediären

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen						Sonstige Finanzintermediäre <sup>3)</sup>							
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Bestände</b>														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1 140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1 472,7	312,3	347,9	652,8	12,2	0,3	147,1
2007 Q3	676,6	67,9	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1 392,9	331,2	305,9	580,9	13,0	0,8	161,1
2007 Q4	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1 472,7	312,3	347,9	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 Jan.	714,7	83,6	76,3	526,6	1,5	1,4	25,2	1 508,0	332,4	345,1	652,8	12,9	0,3	164,5
2008 Febr.	707,2	72,8	75,9	530,7	1,6	1,6	24,6	1 504,8	315,2	367,7	643,7	11,9	0,3	166,1
2008 März <sup>(6)</sup>	723,3	81,7	83,9	532,6	1,6	1,6	21,9	1 533,9	335,8	367,0	648,2	13,2	0,2	169,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007	41,4	0,8	11,7	33,4	-0,2	-0,3	-4,1	341,1	32,7	98,9	183,7	1,7	0,1	24,1
2007 Q3	22,9	3,0	5,1	13,1	0,0	-0,1	1,8	51,1	11,5	19,8	7,9	1,6	0,6	9,8
2007 Q4	12,7	3,4	5,9	3,6	0,0	0,0	-0,1	82,4	-17,6	41,9	73,1	-0,7	-0,5	-13,8
2008 Jan.	24,0	12,2	5,9	1,4	0,1	0,0	4,4	32,5	18,2	-3,4	0,2	0,5	-0,1	17,2
2008 Febr.	-7,3	-10,8	-0,2	4,1	0,1	0,2	-0,6	1,3	-14,6	23,3	-8,0	-0,9	0,0	1,6
2008 März <sup>(6)</sup>	16,5	9,1	8,2	2,0	0,0	0,0	-2,8	34,1	22,0	0,7	6,6	1,4	0,0	3,4
<b>Wachstumsraten</b>														
2005 Dez.	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	-	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 Dez.	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 Dez.	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	15,9	-	19,1
2007 Sept.	6,5	1,5	23,4	6,6	-18,2	-	-13,7	28,7	20,5	31,1	38,5	29,0	-	12,1
2007 Dez.	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	15,9	-	19,1
2008 Jan.	9,2	15,9	30,1	6,2	-21,5	-	4,0	28,9	8,9	41,2	37,6	24,1	-	21,8
2008 Febr.	7,8	4,3	28,2	6,3	-21,4	-	1,9	29,0	6,5	50,4	34,5	16,7	-	21,2
2008 März <sup>(6)</sup>	10,0	12,6	41,8	6,6	-17,6	-	-4,3	22,5	7,1	38,8	26,4	17,7	-	13,5

### A8 Einlagen insgesamt, nach Sektoren<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

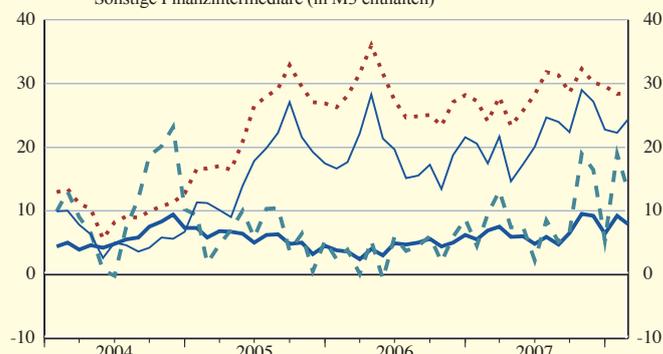
- Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (insgesamt)
- Sonstige Finanzintermediäre (insgesamt)



### A9 Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

- Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds (insgesamt)
- Sonstige Finanzintermediäre (insgesamt)
- - - Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds (in M3 enthalten)<sup>4)</sup>
- Sonstige Finanzintermediäre (in M3 enthalten)<sup>5)</sup>



Quelle: EZB.

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

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

3) Hierzu gehören auch Investmentfonds.

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

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

## 2.5 Einlagen bei MFI, Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

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

### 2. Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und privater Haushalte

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften							Private Haushalte <sup>3)</sup>						
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Bestände</b>														
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	1 343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4 552,6	1 751,2	669,0	606,8	1 355,7	99,8	70,0
2007	1 470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4 989,0	1 777,6	994,5	561,0	1 457,6	111,1	87,1
2007 Q3	1 405,0	844,6	438,8	64,1	31,6	1,4	24,4	4 706,3	1 754,3	886,5	565,7	1 308,0	107,9	84,0
2007 Q4	1 470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4 989,0	1 777,6	994,5	561,0	1 457,6	111,1	87,1
2008 Jan.	1 425,5	840,7	471,7	60,0	29,4	1,6	22,3	5 044,9	1 763,0	1 057,4	558,5	1 462,4	112,0	91,6
2008 Febr.	1 441,0	833,3	494,0	60,3	28,6	1,5	23,3	5 053,9	1 747,7	1 084,4	553,1	1 461,6	111,1	95,9
2008 März <sup>4)</sup>	1 448,1	846,5	488,4	59,7	28,9	1,5	23,2	5 076,8	1 757,2	1 100,6	548,6	1 465,8	109,1	95,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
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	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007	134,5	31,8	123,4	-8,0	-11,0	-0,7	-1,1	280,8	21,7	322,0	-45,4	-45,7	11,2	17,1
2007 Q3	23,4	-15,6	48,0	-2,6	-4,4	0,1	-2,0	29,5	-31,1	85,3	-11,6	-21,0	1,7	6,3
2007 Q4	69,6	38,0	38,3	-4,1	-1,8	-0,1	-0,7	136,6	23,4	107,7	-3,1	2,3	3,3	3,1
2008 Jan.	-55,5	-43,8	-8,8	-0,1	-1,3	0,0	-1,5	26,2	-21,2	45,8	-4,4	1,4	0,0	4,6
2008 Febr.	16,9	-6,7	23,0	0,4	-0,8	-0,1	1,1	9,7	-15,2	27,4	-5,3	-0,7	-0,9	4,3
2008 März <sup>4)</sup>	10,0	14,5	-4,1	-0,5	0,3	0,0	-0,2	24,4	9,8	17,2	-4,5	4,2	-2,0	-0,4
<b>Wachstumsraten</b>														
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 Dez.	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 Dez.	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2007 Sept.	11,4	7,1	32,5	-8,8	-28,4	-26,9	-2,8	5,8	2,7	43,9	-7,2	-3,5	16,0	29,6
2007 Dez.	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 Jan.	9,6	4,3	31,4	-11,9	-27,7	-34,7	-10,6	6,9	2,3	48,6	-7,4	-3,5	9,2	25,7
2008 Febr.	10,6	3,2	37,1	-10,7	-26,9	-37,4	-11,3	6,9	1,4	48,1	-7,4	-2,8	6,2	27,9
2008 März <sup>4)</sup>	7,6	1,9	29,1	-11,2	-29,0	-1,3	-14,3	6,8	1,4	45,7	-7,6	-2,2	2,7	25,1

### A10 Einlagen insgesamt, nach Sektoren <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

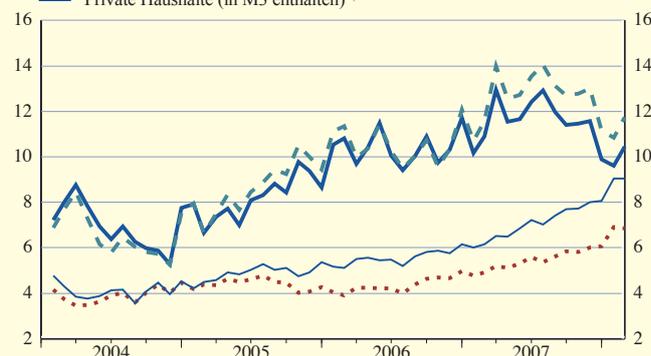
- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (insgesamt)
- Private Haushalte (insgesamt)



### A11 Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (insgesamt)
- Private Haushalte (insgesamt)
- - - Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (in M3 enthalten) <sup>4)</sup>
- Private Haushalte (in M3 enthalten) <sup>5)</sup>



Quelle: EZB.

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

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

3) Hierzu gehören auch private Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

## 2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

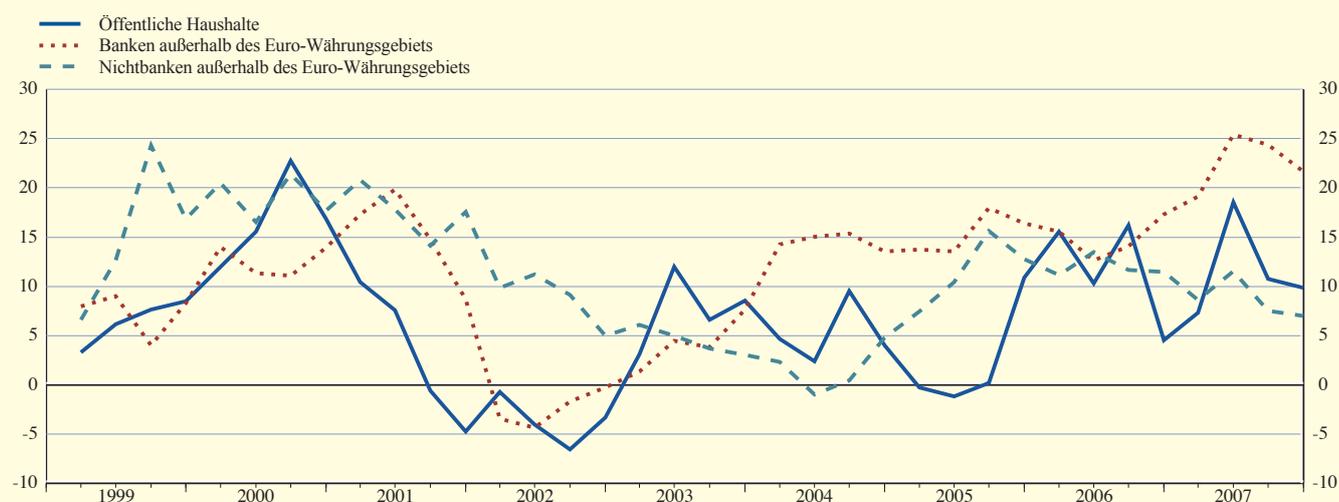
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

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

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken <sup>3)</sup>	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3 050,5	2 250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3 429,0	2 557,1	871,9	128,6	743,3
2007 <sup>(p)</sup>	372,9	127,1	58,5	107,7	79,9	3 853,2	2 964,2	888,0	141,5	746,5
2007										
Q1	337,8	139,0	42,1	88,8	67,9	3 663,9	2 778,3	885,6	132,4	753,2
Q2	380,2	169,8	43,8	95,2	71,4	3 821,5	2 898,7	922,8	137,5	785,3
Q3	373,5	144,3	60,0	97,2	72,0	3 877,1	2 962,0	913,6	145,9	767,6
Q4 <sup>(p)</sup>	372,9	127,1	58,5	107,7	79,9	3 853,2	2 964,2	888,0	141,5	746,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	17,8	70,5
2006	14,2	-24,5	7,0	7,8	23,9	476,6	385,8	90,8	6,6	84,2
2007 <sup>(p)</sup>	30,9	-3,1	13,2	9,8	11,3	611,7	549,7	61,1	18,3	42,8
2007										
Q1	7,8	14,1	-3,3	-2,3	-0,7	256,6	237,2	19,4	4,2	15,2
Q2	42,4	30,8	1,7	6,4	3,5	177,7	136,1	41,6	5,7	35,9
Q3	-7,3	-26,1	16,1	2,0	0,6	130,2	119,2	9,4	10,8	-1,4
Q4 <sup>(p)</sup>	-12,0	-21,9	-1,4	3,7	7,9	47,2	57,2	-9,3	-2,5	-6,8
<b>Wachstumsraten</b>										
2005 Dez.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 Dez.	4,5	-16,5	18,4	9,6	53,5	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 <sup>(p)</sup> Dez.	9,4	-2,3	29,0	10,7	16,4	18,0	21,6	7,0	14,2	5,8
2007										
März	7,3	-6,3	10,4	12,2	38,6	16,4	19,2	8,6	5,8	9,1
Juni	18,5	21,9	10,5	12,2	25,3	21,8	25,4	11,5	8,9	12,0
Sept.	10,7	-3,5	44,0	13,3	19,4	20,0	24,4	7,5	13,2	6,5
Dez. <sup>(p)</sup>	9,4	-2,3	29,0	10,7	16,4	18,0	21,6	7,0	14,2	5,8

### A12 Einlagen öffentlicher Haushalte und Ansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

- 1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.
- 2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 3) Der Begriff „Banken“ bezeichnet in dieser Tabelle MFI-ähnliche Institute, die außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässig sind.

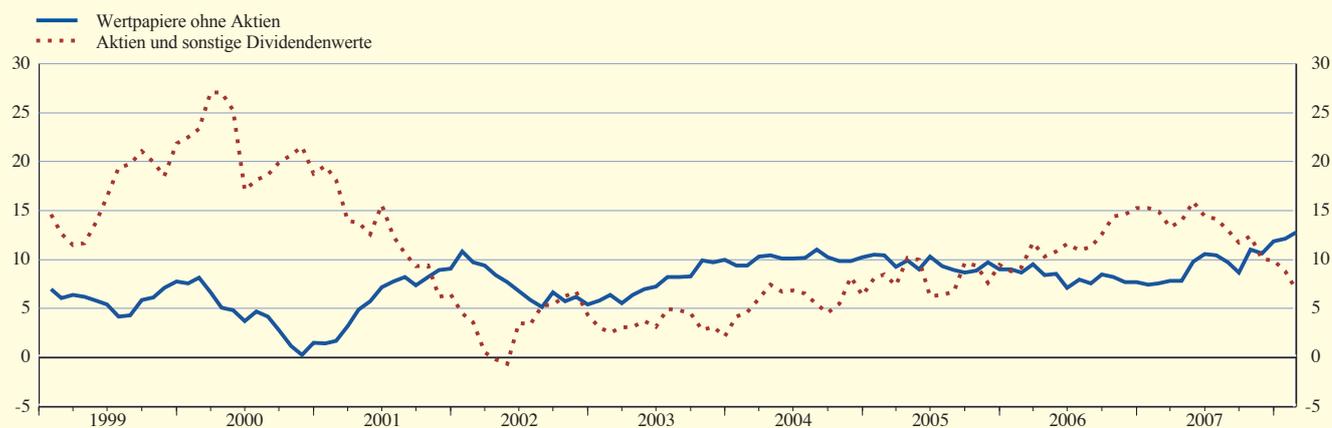
## 2.6 Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

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

	Wertpapiere ohne Aktien							Aktien und sonstige Dividendenwerte				
	Insgesamt	MFIs		Öffentliche Haushalte		Sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet		Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Insgesamt	MFIs	Nicht-MFIs	Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets
		Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2005	4 418,9	1 450,4	67,3	1 412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1 254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4 664,3	1 560,6	72,3	1 260,4	16,2	615,8	30,1	1 108,9	1 490,3	377,3	817,2	295,8
2007	5 113,7	1 652,8	84,0	1 177,6	16,6	916,4	33,4	1 232,8	1 658,6	424,9	889,9	343,8
2007 Q3	4 971,4	1 645,5	82,1	1 199,7	14,7	769,1	35,7	1 224,7	1 606,7	418,3	838,7	349,7
2007 Q4	5 113,7	1 652,8	84,0	1 177,6	16,6	916,4	33,4	1 232,8	1 658,6	424,9	889,9	343,8
2008 Jan.	5 251,1	1 698,0	93,7	1 202,1	17,6	925,3	36,8	1 277,7	1 646,7	433,6	881,7	331,3
2008 Febr.	5 313,4	1 728,8	94,9	1 200,7	15,7	950,4	34,0	1 289,1	1 629,1	442,5	860,3	326,3
2008 März <sup>(p)</sup>	5 301,8	1 727,6	87,2	1 201,5	15,4	962,4	44,4	1 263,4	1 605,1	451,7	860,1	293,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	337,4	122,8	10,6	-122,7	0,5	100,6	6,5	219,0	194,4	58,8	97,0	38,6
2007	549,0	136,1	18,3	-78,8	1,5	266,6	9,5	195,7	154,3	48,0	55,7	50,6
2007 Q3	-8,5	5,4	5,7	-66,6	-0,4	42,9	3,0	1,5	-9,4	13,4	-23,9	1,1
2007 Q4	195,6	48,7	5,0	-14,7	2,5	113,4	-1,2	42,0	49,9	8,6	42,3	-0,9
2008 Jan.	103,0	28,9	7,2	13,4	0,7	5,5	3,2	43,9	17,0	8,9	7,8	0,3
2008 Febr.	80,2	29,8	2,8	-1,6	-1,6	25,4	-2,0	27,4	-15,8	8,5	-21,1	-3,2
2008 März <sup>(p)</sup>	34,5	-1,1	-4,6	8,0	0,3	14,4	12,0	5,4	-21,5	8,2	1,7	-31,3
<b>Wachstumsraten</b>												
2005 Dez.	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 Dez.	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 Dez.	11,8	8,7	25,7	-6,2	10,5	42,8	33,4	17,8	10,3	12,7	6,8	17,1
2007 Sept.	8,7	6,3	27,2	-9,8	-5,7	31,3	49,2	21,1	11,7	20,9	3,2	25,0
2007 Dez.	11,8	8,7	25,7	-6,2	10,5	42,8	33,4	17,8	10,3	12,7	6,8	17,1
2008 Jan.	12,1	8,9	32,6	-6,3	20,0	44,0	31,9	17,9	9,0	12,9	6,0	12,0
2008 Febr.	12,7	10,1	28,4	-6,2	8,7	45,3	15,8	18,3	7,0	12,2	4,8	6,2
2008 März <sup>(p)</sup>	12,0	8,6	24,5	-4,9	12,3	41,4	48,1	16,4	3,5	13,3	2,8	-6,8

## A13 Wertpapierbestände der MFIs <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

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

**2.7 Neubewertung ausgewählter Bilanzpositionen der MFIs<sup>1), 2)</sup>**  
(in Mrd €)

**1. Abschreibungen/Wertberichtigungen von Krediten an private Haushalte<sup>3)</sup>**

	Konsumentenkredite				Wohnungsbaukredite				Sonstige Kredite			
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,8	-0,8	-2,3	-3,7
2007 Q3	-0,8	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,3	-0,2	-0,5	-0,7
Q4	-1,6	-0,4	-0,6	-0,6	-1,2	-0,1	-0,1	-1,0	-2,2	-0,2	-1,1	-1,0
2008 Jan.	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,7	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,3
Febr.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
März <sup>(p)</sup>	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,5	0,0	-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
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,4	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2007 Q3	-1,8	-0,4	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1
Q4	-4,9	-0,9	-2,6	-1,4	-3,7	-3,3	-0,4
2008 Jan.	-1,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3
Febr.	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,2
März <sup>(p)</sup>	-1,0	-0,3	-0,3	-0,4	-1,8	-1,7	-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
2005	21,5	3,4	0,5	6,7	0,7	1,3	0,2	8,6	25,7	5,0	14,4	6,3
2006	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0
2007	-19,3	-2,3	-0,1	-7,2	-0,2	-1,7	-0,5	-7,3	17,1	2,8	12,9	1,4
2007 Q3	-1,6	1,0	0,1	1,0	-0,1	-1,0	-0,2	-2,6	-5,8	-1,7	-3,3	-0,8
Q4	-9,5	-1,1	0,0	-4,7	-0,1	-0,2	-0,2	-3,2	2,8	2,0	2,6	-1,9
2008 Jan.	-6,9	-3,3	0,0	3,2	0,0	-3,1	-0,1	-3,7	-17,2	-2,1	-9,7	-5,4
Febr.	-3,5	0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-3,1	-1,8	0,3	-0,4	-1,8
März <sup>(p)</sup>	-11,9	-0,9	-0,2	-2,1	-0,2	-1,7	-0,4	-6,4	-2,5	1,1	-1,8	-1,8

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen<sup>1), 2)</sup>

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

### 1. Einlagen

	MFIs <sup>3)</sup>							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen					
			Insgesamt	USD	JPY	CHF			GBP	Insgesamt	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>														
2005	4 851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7 361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5 242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8 014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 <sup>(p)</sup>	6 092,4	92,1	7,9	4,7	0,4	1,2	1,0	8 993,0	96,3	3,7	2,2	0,4	0,1	0,5
2007														
Q1	5 395,9	90,5	9,5	5,6	0,5	1,4	1,2	8 199,9	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
Q2	5 572,9	90,5	9,5	5,8	0,4	1,3	1,1	8 448,1	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
Q3	5 700,6	91,2	8,8	5,3	0,4	1,3	1,0	8 554,3	96,1	3,9	2,4	0,3	0,1	0,6
Q4 <sup>(p)</sup>	6 092,4	92,1	7,9	4,7	0,4	1,2	1,0	8 993,0	96,3	3,7	2,2	0,4	0,1	0,5
<b>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>														
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	2 557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 <sup>(p)</sup>	2 964,2	46,8	53,2	33,3	2,8	2,5	11,5	888,0	50,1	49,9	32,8	1,6	1,6	10,1
2007														
Q1	2 778,3	46,4	53,6	34,3	2,5	2,5	11,2	885,6	51,1	48,9	31,8	1,6	2,2	9,4
Q2	2 898,7	45,0	55,0	34,8	2,6	2,4	11,8	922,8	51,2	48,8	32,3	1,3	1,8	9,7
Q3	2 962,0	46,1	53,9	33,6	2,6	2,3	11,9	913,6	49,5	50,5	33,8	1,1	1,9	9,6
Q4 <sup>(p)</sup>	2 964,2	46,8	53,2	33,3	2,8	2,5	11,5	888,0	50,1	49,9	32,8	1,6	1,6	10,1

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

	Alle Währungen	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen			
	1	2	Insgesamt			
			3	USD	JPY	CHF
			4	5	6	7
2005	4 051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	3,2
2006	4 485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	3,5
2007 <sup>(p)</sup>	4 948,0	81,4	18,6	9,3	1,6	3,4
2007						
Q1	4 673,7	80,7	19,3	9,8	1,7	3,5
Q2	4 797,0	80,2	19,8	10,1	1,6	3,7
Q3	4 862,4	80,8	19,2	9,7	1,7	3,6
Q4 <sup>(p)</sup>	4 948,0	81,4	18,6	9,3	1,6	3,4

Quelle: EZB.

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

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

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

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

**2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen<sup>1), 2)</sup>**

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

**3. Kredite**

	Alle Währungen 1	MFIs <sup>3)</sup>						Nicht-MFIs						
		Euro <sup>4)</sup> 2	Andere Währungen				Alle Währungen 8	Euro <sup>4)</sup> 9	Andere Währungen					
			Insgesamt 3	USD 4	JPY 5	CHF 6			GBP 7	Insgesamt 10	USD 11	JPY 12	CHF 13	GBP 14
<b>An Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>														
2005	4 569,7	-	-	-	-	-	9 112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006	4 933,5	-	-	-	-	-	9 970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 <sup>(p)</sup>	5 788,9	-	-	-	-	-	11 114,1	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,5	
2007 Q1	5 097,6	-	-	-	-	-	10 242,4	96,4	3,6	1,7	0,2	1,1	0,5	
Q2	5 264,5	-	-	-	-	-	10 510,8	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6	
Q3	5 433,4	-	-	-	-	-	10 742,9	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5	
Q4 <sup>(p)</sup>	5 788,9	-	-	-	-	-	11 114,1	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,5	
<b>An Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>														
2005	1 722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006	2 061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 <sup>(p)</sup>	2 349,7	48,1	51,9	28,9	2,3	2,4	12,7	946,1	40,5	59,5	41,5	1,2	3,7	8,5
2007 Q1	2 265,1	51,7	48,3	27,7	2,2	2,5	10,8	904,6	41,3	58,7	41,8	1,0	4,1	8,1
Q2	2 334,3	50,3	49,7	28,7	1,9	2,4	11,7	952,0	39,4	60,6	43,1	1,0	3,8	8,4
Q3	2 353,2	48,8	51,2	28,4	2,1	2,5	12,9	948,5	39,2	60,8	43,3	1,1	3,9	8,2
Q4 <sup>(p)</sup>	2 349,7	48,1	51,9	28,9	2,3	2,4	12,7	946,1	40,5	59,5	41,5	1,2	3,7	8,5

**4. Wertpapiere ohne Aktien**

	Alle Währungen 1	Von MFIs <sup>3)</sup> begeben						Von Nicht-MFIs begeben						
		Euro <sup>4)</sup> 2	Andere Währungen				Alle Währungen 8	Euro <sup>4)</sup> 9	Andere Währungen					
			Insgesamt 3	USD 4	JPY 5	CHF 6			GBP 7	Insgesamt 10	USD 11	JPY 12	CHF 13	GBP 14
<b>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>														
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	1 632,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1 922,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 <sup>(p)</sup>	1 736,9	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2 144,0	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2007 Q1	1 693,0	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1 968,0	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
Q2	1 716,4	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,6	2 043,1	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
Q3	1 727,6	95,2	4,8	2,4	0,3	0,2	1,5	2 019,2	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
Q4 <sup>(p)</sup>	1 736,9	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2 144,0	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
<b>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>														
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006	514,5	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,4	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 <sup>(p)</sup>	578,2	53,9	46,1	27,5	0,7	0,4	14,4	655,9	35,7	64,3	39,3	4,0	0,8	13,7
2007 Q1	545,5	52,7	47,3	28,5	0,6	0,5	14,4	636,2	38,1	61,9	36,9	4,4	0,6	14,8
Q2	584,0	51,9	48,1	28,5	0,7	0,5	14,6	667,1	37,4	62,6	36,9	4,3	0,7	15,7
Q3	574,3	53,9	46,1	26,7	0,7	0,4	15,0	650,9	35,4	64,6	38,9	4,1	0,7	14,5
Q4 <sup>(p)</sup>	578,2	53,9	46,1	27,5	0,7	0,4	14,4	655,9	35,7	64,3	39,3	4,0	0,8	13,7

Quelle: EZB.

- 1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.
- 2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 3) Bei Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets bezieht sich der Begriff „MFIs“ auf Institute, die den MFIs im Euro-Währungsgebiet ähnlich sind.
- 4) Einschließlich in den nationalen Währungseinheiten des Euro angegebener Positionen.

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

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

### 1. Aktiva

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien			Aktien, sonstige Dividenden- werte und Beteiligungen 6	Investment- fondsanteile 7	Sachanlagen 8	Sonstige Aktiva 9
			Zusammen 3	Bis zu 1 Jahr 4	Mehr als 1 Jahr 5				
2006 Q3	5 359,0	317,5	1 985,0	178,4	1 806,6	1 874,4	631,3	181,5	369,2
Q4	5 551,3	320,6	2 005,8	170,6	1 835,2	2 022,0	670,6	187,9	344,3
2007 Q1	5 713,3	332,4	2 031,8	181,0	1 850,8	2 068,9	718,7	188,9	372,7
Q2	5 989,1	346,2	2 044,4	192,9	1 851,5	2 216,1	784,1	182,0	416,3
Q3	5 892,3	358,1	2 015,8	187,0	1 828,8	2 165,9	773,3	182,5	396,6
Q4 <sup>(p)</sup>	5 779,8	353,0	1 994,4	183,8	1 810,6	2 073,7	783,3	190,7	384,7

### 2. Passiva

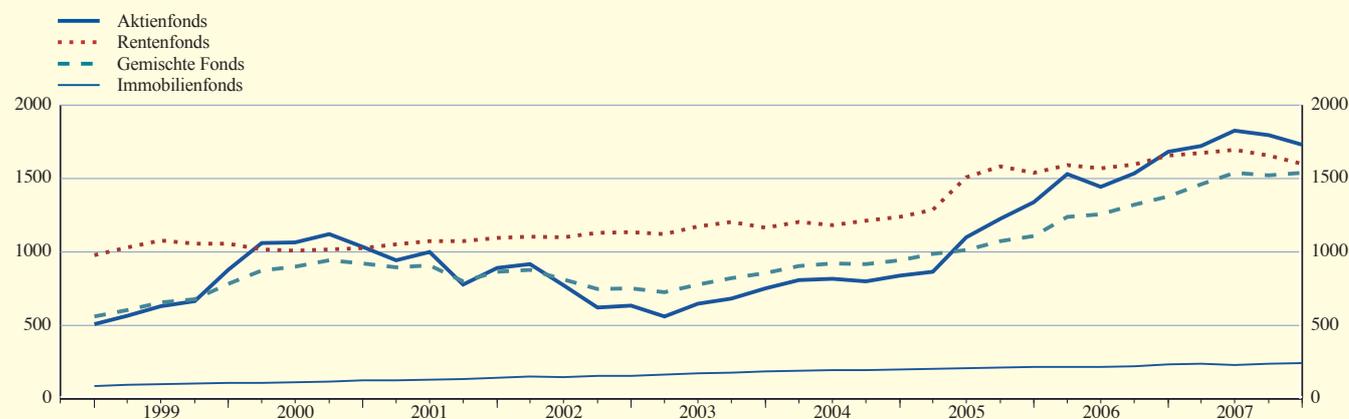
	Insgesamt 1	Einlagen und aufgenommene Kredite 2	Investmentfondsanteile 3	Sonstige Passiva 4
Q4	5 551,3	77,8	5 217,0	256,4
2007 Q1	5 713,3	82,2	5 349,3	281,8
Q2	5 989,1	85,9	5 586,6	316,6
Q3	5 892,3	80,1	5 495,5	316,7
Q4 <sup>(p)</sup>	5 779,8	78,2	5 409,4	292,2

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

	Insgesamt 1	Fonds nach Anlageschwerpunkten					Fonds nach Anlegergruppen	
		Aktienfonds 2	Rentenfonds 3	Gemischte Fonds 4	Immobilien- fonds 5	Sonstige Fonds 6	Publikumsfonds 7	Spezialfonds 8
2006 Q3	5 359,0	1 533,3	1 594,2	1 321,5	221,2	688,9	4 085,5	1 273,5
Q4	5 551,3	1 680,5	1 657,0	1 376,0	231,8	606,0	4 252,1	1 299,2
2007 Q1	5 713,3	1 723,2	1 674,9	1 459,3	238,4	617,5	4 372,8	1 340,6
Q2	5 989,1	1 824,8	1 693,4	1 539,2	230,9	700,7	4 577,2	1 411,8
Q3	5 892,3	1 796,1	1 655,8	1 522,8	236,1	681,4	4 468,4	1 423,9
Q4 <sup>(p)</sup>	5 779,8	1 732,0	1 598,1	1 537,2	244,0	668,6	4 344,1	1 435,7

## A14 Gesamtaktiva der Investmentfonds

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Ohne Geldmarktfonds. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

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

**1. Fonds nach Anlageschwerpunkten**

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien			Aktien, sonstige Dividenden- werte und Beteiligungen 6	Investment- fondsanteile 7	Sachanlagen 8	Sonstige Aktiva 9
			Zusammen 3	Bis zu 1 Jahr 4	Mehr als 1 Jahr 5				
<b>Aktienfonds</b>									
2006 Q3	1 533,3	53,8	76,1	33,2	42,9	1 284,3	66,8	-	52,3
Q4	1 680,5	56,1	66,0	22,7	43,3	1 429,3	74,3	-	54,8
2007 Q1	1 723,2	59,3	65,7	25,7	40,0	1 461,2	78,4	-	58,6
Q2	1 824,8	60,9	67,9	27,4	40,4	1 546,2	84,0	-	65,9
Q3	1 796,1	71,9	68,6	26,7	41,9	1 505,0	82,2	-	68,4
Q4 <sup>(p)</sup>	1 732,0	57,7	71,7	26,5	45,2	1 461,4	79,2	-	61,8
<b>Rentenfonds</b>									
2006 Q3	1 594,2	105,5	1 288,5	86,8	1 201,8	41,6	48,2	-	110,3
Q4	1 657,0	108,3	1 343,6	91,1	1 252,5	45,4	49,8	-	110,0
2007 Q1	1 674,9	112,3	1 356,5	95,1	1 261,4	44,5	52,5	-	109,0
Q2	1 693,4	114,9	1 346,7	99,5	1 247,2	62,9	55,7	-	113,2
Q3	1 655,8	109,9	1 319,6	97,0	1 222,6	62,6	53,2	-	110,5
Q4 <sup>(p)</sup>	1 598,1	116,1	1 274,3	92,8	1 181,6	58,1	49,8	-	99,8
<b>Gemischte Fonds</b>									
2006 Q3	1 321,5	68,5	510,6	45,2	465,4	332,3	272,3	0,3	137,4
Q4	1 376,0	71,0	519,4	43,4	476,0	364,2	292,8	0,4	128,2
2007 Q1	1 459,3	73,8	530,5	45,5	485,0	380,8	322,3	0,3	151,5
Q2	1 539,2	84,0	529,2	50,2	479,0	398,9	346,4	0,9	179,8
Q3	1 522,8	86,2	522,4	46,3	476,1	405,3	345,0	0,5	163,3
Q4 <sup>(p)</sup>	1 537,2	89,9	546,9	47,0	499,9	394,8	343,3	0,8	161,5
<b>Immobilienfonds</b>									
2006 Q3	221,2	16,4	6,0	1,6	4,4	1,9	6,2	180,3	10,4
Q4	231,8	17,6	6,1	1,7	4,4	2,2	7,0	187,0	11,9
2007 Q1	238,4	18,9	6,7	1,9	4,8	2,3	9,6	188,4	12,6
Q2	230,9	18,8	6,6	1,9	4,7	2,0	10,0	180,4	12,9
Q3	236,1	20,7	6,4	1,6	4,8	2,0	13,1	181,1	12,8
Q4 <sup>(p)</sup>	244,0	19,6	6,0	1,5	4,5	1,7	12,5	189,5	14,7

**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
2006 Q3	4 085,5	260,6	1 374,1	1 531,3	470,9	151,2	297,3
Q4	4 252,1	265,4	1 402,4	1 650,2	498,2	155,2	280,6
2007 Q1	4 372,8	274,3	1 420,9	1 693,5	529,0	155,6	299,5
Q2	4 577,2	280,9	1 432,0	1 816,8	576,5	147,3	323,7
Q3	4 468,4	287,8	1 376,6	1 788,8	564,0	144,8	306,4
Q4 <sup>(p)</sup>	4 344,1	279,7	1 337,8	1 714,9	569,1	150,7	291,9
<b>Spezialfonds</b>							
2006 Q3	1 273,5	56,9	610,9	343,1	160,5	30,2	71,9
Q4	1 299,2	55,2	603,4	371,8	172,4	32,7	63,7
2007 Q1	1 340,6	58,0	610,8	375,4	189,7	33,3	73,2
Q2	1 411,8	65,3	612,4	399,3	207,6	34,7	92,7
Q3	1 423,9	70,3	639,2	377,1	209,3	37,7	90,2
Q4 <sup>(p)</sup>	1 435,7	73,2	656,5	358,8	214,2	40,0	92,9

Quelle: EZB.



# VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

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

Mittelverwendung	2007 Q4	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>Außenkonto</b>							
Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen							523,0
<i>Handelsbilanz</i> <sup>1)</sup>							-27,9
<b>Einkommensentstehungskonto</b>							
Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)							
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen							
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)							
Arbeitnehmerentgelt	1 144,1		119,1	718,4	57,9	248,7	
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen	39,7		9,2	20,7	4,7	5,1	
Abschreibungen	321,8		87,9	180,4	10,9	42,6	
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i> <sup>1)</sup>	557,1		280,7	255,7	26,6	-6,0	
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>							
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto							
Arbeitnehmerentgelt							4,5
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen							
Vermögenseinkommen	835,6		53,9	313,8	403,7	64,2	137,2
Zinsen	501,1		50,8	84,9	301,2	64,2	84,3
Sonstige Vermögenseinkommen	334,5		3,0	228,9	102,5	0,0	53,0
<i>Nationaleinkommen, netto</i> <sup>1)</sup>	2 003,0		1 634,5	73,4	47,7	247,4	
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>							
Nationaleinkommen, netto							
Einkommen- und Vermögensteuer	336,0		249,5	71,2	15,0	0,3	1,4
Sozialbeiträge	428,1		428,1				1,0
Monetäre Sozialleistungen	420,4		1,5	16,0	25,3	377,7	0,8
Sonstige laufende Transfers	192,6		72,3	25,1	49,1	46,1	8,9
Nettoprämien für Schadenversicherungen	46,3		33,4	11,1	1,0	0,7	1,1
Schadenversicherungsleistungen	46,2				46,2		0,6
Sonstige	100,1		38,9	14,0	1,9	45,4	7,2
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i> <sup>1)</sup>	1 977,6		1 392,5	-8,2	46,3	547,0	
<b>Einkommensverwendungskonto</b>							
Verfügbares Einkommen, netto							
Konsumausgaben	1 775,2		1 278,9			496,3	
Konsumausgaben für den Individualverbrauch	1 575,6		1 278,9			296,7	
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch	199,6					199,6	
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	16,2		0,1	1,8	14,3	0,0	0,1
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen</i> <sup>1)</sup>	202,5		129,8	-10,0	32,0	50,7	-16,9
<b>Vermögensbildungskonto</b>							
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen							
Bruttoinvestitionen	507,4		163,1	256,4	9,6	78,3	
Bruttoanlageinvestitionen	513,1		163,8	261,6	9,5	78,2	
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen	-5,8		-0,7	-5,2	0,1	0,1	
Abschreibungen							
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern	0,1		0,0	0,7	0,0	-0,6	-0,1
Vermögenstransfers	60,4		9,8	2,5	2,7	45,4	7,8
Vermögenswirksame Steuern	6,3		6,0	0,2	0,0		0,0
Sonstige Vermögenstransfers	54,1		3,8	2,2	2,7	45,4	7,8
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i> <sup>1)</sup>	22,0		59,5	-52,7	31,6	-16,3	-22,0
Statistische Abweichung	0,0		17,6	-17,6	0,0	0,0	0,0

Quellen: EZB und Eurostat.

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

**3.1 Noch: Integrierte Wirtschafts- und Finanzkonten nach institutionellen Sektoren**  
(in Mrd €)

Mittelaufkommen 2007 Q4	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>Außenkonto</b>						
Einfuhr von Waren und Dienstleistungen						495,1
<i>Handelsbilanz</i>						
<b>Einkommensentstehungskonto</b>						
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)	2 062,7	497,0	1 175,2	100,1	290,3	
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	247,8					
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>	2 310,5					
Arbeitnehmerentgelt						
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen						
Abschreibungen						
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>						
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>						
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto	557,1	280,7	255,7	26,6	-6,0	
Arbeitnehmerentgelt	1 145,9	1 145,9				2,7
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen	295,6				295,6	-8,1
Vermögenseinkommen	840,1	261,8	131,5	424,7	22,0	132,7
Zinsen	489,1	77,8	48,1	354,0	9,2	96,3
Sonstige Vermögenseinkommen	351,0	184,0	83,5	70,7	12,8	36,4
<i>Nationaleinkommen, netto</i>						
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>						
Nationaleinkommen, netto	2 003,0	1 634,5	73,4	47,7	247,4	
Einkommen- und Vermögensteuer	336,7				336,7	0,7
Sozialbeiträge	428,1	1,2	18,3	40,7	368,0	1,0
Monetäre Sozialleistungen	418,5	418,5				2,7
Sonstige laufende Transfers	168,5	89,7	12,5	47,3	19,1	33,0
Nettoprämien für Schadenversicherungen	46,2			46,2		1,2
Schadenversicherungsleistungen	45,7	35,3	9,2	0,8	0,3	1,1
Sonstige	76,7	54,3	3,3	0,3	18,8	30,7
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>						
<b>Einkommensverwendungskonto</b>						
Verfügbares Einkommen, netto	1 977,6	1 392,5	-8,2	46,3	547,0	
Konsumausgaben						
Konsumausgaben für den Individualverbrauch						
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch						
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	16,3	16,3				0,0
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen</i>						
<b>Vermögensbildungskonto</b>						
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen	202,5	129,8	-10,0	32,0	50,7	-16,9
<b>Bruttoinvestitionen</b>						
Bruttoanlageinvestitionen						
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen						
Abschreibungen	321,8	87,9	180,4	10,9	42,6	
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern						
Vermögenstransfers	65,6	14,8	36,4	1,0	13,4	2,6
Vermögenswirksame Steuern	6,3				6,3	0,0
Sonstige Vermögenstransfers	59,3	14,8	36,4	1,0	7,1	2,6
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i>						
Statistische Abweichung						

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

Aktiva	Euro- Währungs- gebiet	Private Haushalte	Nichtfinan- zielle Kapital- gesell- schaften	MFIs	Sonstige Finanz- intermediäre	Versiche- rungsgesell- schaften und Pensions- kassen	Staat	Übrige Welt
<b>2007 Q4</b>								
<b>Bilanz am Jahresanfang, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		17 530,1	14 616,1	21 596,0	10 129,1	6 221,1	2 904,5	15 059,5
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				191,7				
Bargeld und Einlagen		5 494,2	1 686,2	2 465,4	1 490,3	775,8	580,3	3 999,6
Kurzfristige Schuldverschreibungen		50,0	122,8	111,5	269,1	261,8	41,3	799,7
Langfristige Schuldverschreibungen		1 258,6	223,0	3 473,6	1 962,7	1 956,1	220,0	2 391,4
Kredite		41,8	2 015,9	11 717,4	1 490,6	335,0	362,5	1 645,2
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		25,8	1 171,0	8 790,8	1 178,2	298,6	321,6	.
Anteilsrechte		5 188,2	7 752,1	1 877,2	4 701,7	2 414,7	1 137,7	5 436,2
Börsennotierte Aktien		1 215,4	1 920,0	740,2	2 514,3	860,3	427,1	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		2 321,4	5 434,8	858,7	1 482,6	464,2	561,1	.
Investmentzertifikate		1 651,4	397,4	278,3	704,7	1 090,3	149,6	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		5 164,2	136,1	2,0	0,0	149,6	3,2	220,4
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		333,2	2 680,0	1 757,2	214,8	328,1	559,3	567,1
<i>Finanzielles Reinvermögen</i>								
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Forderungen</b>								
Transaktionen mit Forderungen insgesamt		151,4	209,0	504,8	331,2	80,7	-50,0	258,4
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				-1,4				1,4
Bargeld und Einlagen		147,5	50,2	40,3	115,2	10,4	-42,9	67,2
Kurzfristige Schuldverschreibungen		-1,5	2,5	3,0	18,3	-2,7	-6,8	-17,4
Langfristige Schuldverschreibungen		9,3	4,0	176,8	-20,6	40,9	6,0	85,1
Kredite		-1,4	48,7	250,9	96,0	-5,7	8,1	68,9
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		-1,9	4,1	225,9	59,1	-5,0	-1,0	.
Anteilsrechte		-46,4	46,1	21,3	123,6	41,4	-3,1	40,9
Börsennotierte Aktien		-24,8	34,0	-3,4	41,5	4,6	0,6	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		3,6	47,7	31,7	70,4	21,3	-5,1	.
Investmentzertifikate		-25,2	-35,6	-7,0	11,8	15,5	1,4	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		58,6	0,3	0,0	0,0	2,4	0,0	3,3
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		-14,6	57,2	13,9	-1,3	-6,0	-11,3	9,0
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Forderungen</b>								
Sonstige Forderungsänderungen insgesamt		-108,4	52,3	79,6	-257,8	-55,4	29,4	-100,0
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				15,3				
Bargeld und Einlagen		7,1	-1,4	-41,1	-82,7	-5,0	-0,1	-71,3
Kurzfristige Schuldverschreibungen		-2,3	12,5	3,1	-0,6	0,2	0,0	-8,1
Langfristige Schuldverschreibungen		0,6	-2,6	-14,5	-16,1	-4,3	-0,1	0,6
Kredite		-0,1	6,8	115,5	-78,2	1,3	7,5	-11,7
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		0,0	2,5	139,1	-73,4	0,7	7,5	.
Anteilsrechte		-111,7	43,0	-16,3	-81,9	-46,5	20,8	-42,1
Börsennotierte Aktien		-61,8	7,2	-17,2	-41,0	-21,4	11,4	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		-38,3	38,4	6,0	-39,3	-3,8	12,1	.
Investmentzertifikate		-11,5	-2,5	-5,1	-1,6	-21,4	-2,7	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		-0,7	-0,1	0,0	0,0	-4,2	0,0	22,9
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		-1,4	-6,0	17,6	1,7	3,2	1,3	9,7
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Bilanz am Jahresende, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		17 573,1	14 877,4	22 180,4	10 202,5	6 246,4	2 883,8	15 216,5
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				205,6				
Bargeld und Einlagen		5 648,7	1 735,0	2 464,6	1 522,7	781,3	537,3	3 995,5
Kurzfristige Schuldverschreibungen		46,2	137,8	117,6	286,7	259,3	34,5	774,2
Langfristige Schuldverschreibungen		1 268,5	224,4	3 635,9	1 926,1	1 992,6	225,9	2 477,1
Kredite		40,3	2 071,5	12 083,8	1 508,3	330,6	378,1	1 702,3
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		23,9	1 177,6	9 155,7	1 163,9	294,3	328,2	.
Anteilsrechte		5 030,1	7 841,2	1 882,2	4 743,4	2 409,5	1 155,4	5 435,0
Börsennotierte Aktien		1 128,7	1 961,1	719,6	2 514,8	843,5	439,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		2 286,6	5 520,8	896,4	1 513,7	481,7	568,0	.
Investmentzertifikate		1 614,7	359,3	266,2	714,9	1 084,3	148,3	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		5 222,1	136,3	2,0	0,0	147,8	3,3	246,6
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		317,2	2 731,2	1 788,7	215,2	325,3	549,4	585,8
<i>Finanzielles Reinvermögen</i>								

Quelle: EZB.

**3.1 Noch: Integrierte Wirtschafts- und Finanzkonten nach institutionellen Sektoren**  
(in Mrd €)

Passiva	Euro- Währungs- gebiet	Private Haushalte	Nichtfinan- zielle Kapital- gesell- schaften	MFIs	Sonstige Finanz- intermediäre	Versicherungs- gesellschaften und Pensions- kassen	Staat	Übrige Welt
<b>2007 Q4</b>								
<b>Bilanz am Jahresanfang, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		5 826,4	23 570,5	21 699,9	10 017,0	6 413,4	6 811,3	13 526,2
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			26,5	13 182,7	221,8	4,6	331,2	2 724,9
Kurzfristige Schuldverschreibungen			276,4	405,7	79,3	0,8	661,4	232,6
Langfristige Schuldverschreibungen			445,6	2 691,3	1 446,0	25,0	4 343,1	2 534,4
Kredite		5 245,0	6 931,5		1 483,2	184,3	1 081,9	2 682,3
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		4 935,6	4 729,8		734,0	73,4	920,5	.
Anteilsrechte			13 149,7	3 185,4	6 571,7	677,5	10,2	4 913,4
Börsennotierte Aktien			4 978,1	1 032,2	264,0	295,1	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			8 171,6	1 105,6	904,7	381,8	10,2	.
Investmentzertifikate				1 047,6	5 402,9			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		32,7	335,7	53,3	0,6	5 252,8	0,5	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		548,7	2 405,0	2 181,6	214,5	268,4	383,0	438,7
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 341,5	11 703,7	-8 954,3	-103,9	112,1	-192,3	-3 906,9	
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Verbindlichkeiten</b>								
Transaktionen mit Verbindlichkeiten insgesamt		74,3	279,3	450,8	362,0	72,3	-33,7	280,4
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			-1,6	396,1	9,6	-0,2	12,3	-28,5
Kurzfristige Schuldverschreibungen			4,6	34,9	8,2	-0,1	-55,7	3,3
Langfristige Schuldverschreibungen			9,6	11,7	215,4	1,6	-7,2	70,4
Kredite		83,5	201,9		78,1	-18,1	-2,8	122,8
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		77,7	162,7		50,9	-7,8	17,9	.
Anteilsrechte			40,1	39,2	63,1	2,3	0,2	78,9
Börsennotierte Aktien			-20,0	-1,1	13,8	-1,0	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			60,1	43,8	80,6	3,3	0,2	.
Investmentzertifikate				-3,5	-31,3			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		0,0	2,1	-0,2	0,0	62,7	0,0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		-9,3	22,6	-31,1	-12,3	24,1	19,4	33,5
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	22,0	77,1	-70,4	54,0	-30,8	8,4	-16,3	-22,0
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Verbindlichkeiten</b>								
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten insgesamt		1,8	35,9	74,1	-235,5	-33,8	0,6	-218,9
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			0,0	77,9	-142,5	0,0	-90,2	-39,6
Kurzfristige Schuldverschreibungen			0,2	5,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,5
Langfristige Schuldverschreibungen			-2,3	20,7	-22,4	-0,4	-12,1	-19,7
Kredite		0,3	-18,9		-1,6	-0,3	98,0	-36,4
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		0,7	-2,5		-4,1	-0,1	98,2	.
Anteilsrechte			25,3	-54,9	-71,9	-17,5	0,0	-115,8
Börsennotierte Aktien			10,7	-30,7	-14,4	-17,6	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			14,6	-14,9	-10,4	0,0	0,0	.
Investmentzertifikate				-9,2	-47,1			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		0,0	0,0	0,0	0,0	17,8	0,0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		1,5	31,7	25,1	3,0	-33,4	5,1	-7,0
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	-103,6	-110,2	16,4	5,5	-22,3	-21,7	28,7	118,9
<b>Bilanz am Jahresende, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		5 902,5	23 885,7	22 224,9	10 143,5	6 451,9	6 778,3	13 587,7
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			25,0	13 656,8	88,9	4,5	253,3	2 656,8
Kurzfristige Schuldverschreibungen			281,2	446,0	87,4	0,6	605,6	235,4
Langfristige Schuldverschreibungen			452,8	2 723,7	1 638,9	26,2	4 323,8	2 585,1
Kredite		5 328,9	7 114,5		1 559,7	165,9	1 177,1	2 768,8
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		5 014,0	4 890,0		780,8	65,5	1 036,6	.
Anteilsrechte			13 215,1	3 169,7	6 562,8	662,3	10,4	4 876,5
Börsennotierte Aktien			4 968,8	1 000,3	263,3	276,5	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			8 246,3	1 134,5	974,9	385,1	10,4	.
Investmentzertifikate				1 034,9	5 324,6			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		32,7	337,7	53,2	0,6	5 333,4	0,5	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		541,0	2 459,3	2 175,6	205,1	259,1	407,5	465,2
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 423,1	11 670,6	-9 008,3	-44,4	59,0	-205,5	-3 894,5	

Quelle: EZB.

### 3.2 Nichtfinanzielle Konten des Euro-Währungsgebiets

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme)

Mittelverwendung	2003	2004	2005	2006 Q1- 2006 Q4	2006 Q2- 2007 Q1	2006 Q3- 2007 Q2	2006 Q4- 2007 Q3	2007 Q1- 2007 Q4
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)								
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen								
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)								
Arbeitnehmerentgelt	3 666,7	3 772,0	3 878,6	4 031,3	4 074,5	4 116,5	4 155,5	4 203,8
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen	110,2	121,5	130,2	131,3	132,8	133,4	132,6	128,7
Abschreibungen	1 072,7	1 120,3	1 171,7	1 223,7	1 235,5	1 246,4	1 256,9	1 269,0
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	1 889,1	1 990,9	2 055,5	2 163,3	2 199,3	2 236,3	2 279,2	2 312,5
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto								
Arbeitnehmerentgelt								
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen								
Vermögenseinkommen	2 281,2	2 338,2	2 556,9	2 929,9	3 025,6	3 128,2	3 213,7	3 296,7
Zinsen	1 268,1	1 243,6	1 331,7	1 602,1	1 676,0	1 751,2	1 821,4	1 896,1
Sonstige Vermögenseinkommen	1 013,1	1 094,7	1 225,1	1 327,9	1 349,6	1 377,0	1 392,3	1 400,6
<i>Nationaleinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	6 408,3	6 679,7	6 913,0	7 241,0	7 336,8	7 423,5	7 516,1	7 607,9
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto								
Einkommen- und Vermögensteuern	856,8	882,1	931,6	1 023,0	1 035,9	1 058,7	1 085,0	1 106,7
Sozialbeiträge	1 388,8	1 428,2	1 470,7	1 532,5	1 545,7	1 560,8	1 573,1	1 588,3
Monetäre Sozialleistungen	1 408,7	1 453,7	1 498,2	1 543,0	1 551,1	1 559,8	1 569,7	1 586,0
Sonstige laufende Transfers	658,4	683,6	703,2	708,3	711,5	717,4	719,3	726,5
Nettoprämien für Schadenversicherungen	173,8	175,7	175,6	175,3	176,2	177,4	177,9	178,8
Schadenversicherungsleistungen	174,5	176,3	176,7	175,5	176,6	177,8	178,1	178,6
Sonstige	310,0	331,7	350,8	357,5	358,7	362,2	363,4	369,1
<i>Verfügbares Einkommen, netto<sup>1)</sup></i>	6 338,5	6 602,1	6 826,4	7 151,1	7 247,3	7 334,8	7 427,9	7 517,7
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto								
Konsumausgaben	5 854,8	6 075,8	6 307,5	6 565,3	6 619,5	6 670,7	6 727,0	6 789,8
Konsumausgaben für den Individualverbrauch	5 234,7	5 432,1	5 646,9	5 887,0	5 936,1	5 983,5	6 034,6	6 090,8
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch	620,1	643,7	660,6	678,3	683,4	687,2	692,4	698,9
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	54,6	57,3	59,5	63,0	63,1	61,2	61,2	60,9
<i>Sparen, netto<sup>1)</sup></i>	483,9	526,5	519,2	586,2	628,1	664,4	701,2	728,1
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto								
Bruttoinvestitionen	1 528,0	1 609,6	1 701,8	1 842,7	1 884,5	1 918,1	1 947,2	1 981,5
Bruttoanlageinvestitionen	1 527,5	1 600,3	1 689,5	1 814,7	1 857,6	1 890,6	1 919,4	1 946,5
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen	0,5	9,3	12,3	28,0	26,9	27,5	27,7	35,0
Abschreibungen								
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern	0,6	-1,1	-0,1	0,6	0,2	0,0	0,0	0,3
Vermögenstransfers	182,6	172,7	181,4	175,8	174,0	170,5	168,7	160,2
Vermögenswirksame Steuern	35,9	29,8	24,3	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0
Sonstige Vermögenstransfers	146,8	142,9	157,2	153,5	151,1	147,1	144,6	136,2
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)<sup>1)</sup></i>	40,2	54,7	2,7	-17,9	-3,2	9,8	26,8	30,1

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

Mittelaufkommen	2003	2004	2005	2006 Q1- 2006 Q4	2006 Q2- 2007 Q1	2006 Q3- 2007 Q2	2006 Q4- 2007 Q3	2006 Q1- 2007 Q4
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)	6 738,7	7 004,7	7 235,9	7 549,6	7 642,1	7 732,7	7 824,3	7 914,0
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	761,3	797,2	839,7	904,4	921,3	933,5	944,2	953,9
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>	7 500,0	7 801,9	8 075,6	8 454,0	8 563,3	8 666,1	8 768,5	8 867,9
Arbeitnehmerentgelt								
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen								
Abschreibungen								
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>								
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto	1 889,1	1 990,9	2 055,5	2 163,3	2 199,3	2 236,3	2 279,2	2 312,5
Arbeitnehmerentgelt	3 673,9	3 779,1	3 884,3	4 037,4	4 080,7	4 122,8	4 161,8	4 210,2
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen	880,7	932,4	981,5	1 046,9	1 063,7	1 076,4	1 085,6	1 091,8
Vermögenseinkommen	2 246,0	2 315,5	2 548,7	2 923,3	3 018,7	3 116,2	3 203,2	3 290,1
Zinsen	1 237,2	1 212,6	1 303,5	1 570,0	1 642,2	1 718,6	1 786,8	1 857,4
Sonstige Vermögenseinkommen	1 008,8	1 103,0	1 245,2	1 353,4	1 376,5	1 397,6	1 416,4	1 432,7
<i>Nationaleinkommen, netto</i>								
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto	6 408,3	6 679,7	6 913,0	7 241,0	7 336,8	7 423,5	7 516,1	7 607,9
Einkommen- und Vermögensteuern	858,7	885,2	935,4	1 027,8	1 041,2	1 065,7	1 092,5	1 114,2
Sozialbeiträge	1 387,9	1 427,4	1 470,3	1 532,0	1 545,3	1 560,3	1 572,5	1 587,8
Monetäre Sozialleistungen	1 402,2	1 446,2	1 490,6	1 535,4	1 543,2	1 551,8	1 561,4	1 577,8
Sonstige laufende Transfers	594,0	611,3	620,8	621,6	624,9	630,3	632,5	637,5
Nettoprämien für Schadenversicherungen	174,5	176,3	176,7	175,5	176,6	177,8	178,1	178,6
Schadenversicherungsleistungen	171,2	173,5	174,4	172,9	173,9	175,2	175,7	176,5
Sonstige	248,3	261,5	269,7	273,2	274,4	277,3	278,7	282,4
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>								
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto	6 338,5	6 602,1	6 826,4	7 151,1	7 247,3	7 334,8	7 427,9	7 517,7
Konsumausgaben								
Konsumausgaben für den Individualverbrauch								
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch								
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	54,8	57,5	59,8	63,4	63,5	61,5	61,4	61,1
<i>Sparen, netto</i>								
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto	483,9	526,5	519,2	586,2	628,1	664,4	701,2	728,1
Bruttoinvestitionen								
Bruttoanlageinvestitionen								
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen								
Abschreibungen	1 072,7	1 120,3	1 171,7	1 223,7	1 235,5	1 246,4	1 256,9	1 269,0
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern								
Vermögenstransfers	194,8	189,2	195,0	191,4	191,8	187,5	184,5	175,0
Vermögenswirksame Steuern	35,9	29,8	24,3	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0
Sonstige Vermögenstransfers	158,9	159,4	170,7	169,1	168,9	164,1	160,4	151,0
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i>								

Quellen: EZB und Eurostat.

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

### 3.3 Private Haushalte

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

	2003	2004	2005	2006 Q1- 2006 Q4	2006 Q2- 2007 Q1	2006 Q3- 2007 Q2	2006 Q4- 2007 Q3	2007 Q1- 2007 Q4
<b>Einkommen, Sparen und Reinvermögensänderung</b>								
Arbeitnehmerentgelt (+)	3 673,9	3 779,1	3 884,3	4 037,4	4 080,7	4 122,8	4 161,8	4 210,2
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, brutto (+)	1 229,9	1 281,7	1 330,5	1 404,7	1 425,3	1 447,0	1 467,5	1 484,5
Empfangene Zinsen (+)	237,6	230,7	228,8	259,8	267,2	275,4	284,1	292,9
Geleistete Zinsen (-)	124,0	125,2	128,8	157,0	165,3	174,3	181,4	189,0
Empfangene sonstige Vermögenseinkommen (+)	614,9	650,9	696,4	736,5	743,1	755,6	759,7	765,2
Geleistete sonstige Vermögenseinkommen (-)	8,9	9,3	9,4	9,5	9,5	9,6	9,6	9,7
Einkommen- und Vermögensteuern (-)	702,2	705,6	738,4	788,8	796,7	810,2	828,4	845,9
Sozialbeiträge, netto (-)	1 385,1	1 424,5	1 466,7	1 528,2	1 541,4	1 556,5	1 568,8	1 584,0
Monetäre Sozialleistungen, netto (+)	1 397,5	1 441,3	1 485,4	1 529,9	1 537,7	1 546,2	1 555,9	1 572,2
Empfangene laufende Transfers, netto (+)	66,8	65,4	67,8	64,3	65,4	65,3	65,7	66,0
<b>= Verfügbares Einkommen, brutto</b>	<b>5 000,3</b>	<b>5 184,6</b>	<b>5 349,8</b>	<b>5 549,0</b>	<b>5 606,5</b>	<b>5 661,8</b>	<b>5 706,5</b>	<b>5 762,6</b>
Konsumausgaben (-)	4 319,8	4 484,8	4 652,4	4 843,5	4 881,5	4 920,4	4 960,6	5 005,4
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche (+)	54,4	57,1	59,4	62,9	63,0	61,1	61,0	60,7
<b>= Sparen, brutto</b>	<b>734,9</b>	<b>756,9</b>	<b>756,8</b>	<b>768,4</b>	<b>788,1</b>	<b>802,5</b>	<b>806,9</b>	<b>818,0</b>
Abschreibungen (-)	288,3	303,6	318,7	335,6	339,1	342,4	344,8	347,3
Empfangene Vermögenstransfers, netto (+)	12,6	18,8	24,9	28,4	27,6	25,7	23,6	17,5
Sonstige Vermögensänderungen <sup>1)</sup> (+)	265,3	305,8	564,3	497,3	404,9	611,2	225,6	-100,0
<b>= Reinvermögensänderung<sup>1)</sup></b>	<b>724,5</b>	<b>777,9</b>	<b>1 027,3</b>	<b>958,5</b>	<b>881,5</b>	<b>1 096,9</b>	<b>711,4</b>	<b>388,2</b>
<b>Investitionen, Finanzierung und Reinvermögensänderung</b>								
Sachvermögensbildung, netto (+)	495,9	526,8	560,2	612,6	627,3	638,1	644,6	649,9
Abschreibungen (-)	288,3	303,6	318,7	335,6	339,1	342,4	344,8	347,3
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	211,4	214,7	207,6	304,6	347,5	379,7	395,6	418,9
Bargeld und Einlagen	226,5	213,0	247,9	283,8	293,2	316,8	328,2	348,0
Geldmarktfondsanteile	25,1	-6,4	-20,2	0,7	25,7	44,7	44,4	43,3
Schuldverschreibungen <sup>2)</sup>	-40,1	8,2	-20,2	20,1	-28,6	18,2	23,0	27,6
Langfristige Forderungen	309,4	342,2	443,1	322,2	284,6	246,3	196,2	144,8
Einlagen	-8,7	29,6	-8,8	-6,6	-20,6	-31,0	-37,4	-48,0
Schuldverschreibungen	27,3	65,1	12,3	70,2	51,7	38,1	8,3	8,6
Anteilsrechte	59,6	-4,6	139,2	-30,6	-22,9	-37,4	-36,2	-65,5
Börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien sowie sonstige Anteilsrechte	7,5	-11,1	65,7	-0,1	36,2	32,1	40,6	21,1
Investmentzertifikate	52,1	6,5	73,6	-30,5	-59,0	-69,5	-76,9	-86,6
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	231,0	251,3	300,4	298,2	277,1	257,4	254,8	226,3
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Kredite	262,8	311,6	390,6	390,0	382,0	365,1	360,4	341,1
Darunter: von MFI's im Euro-Währungsgebiet	211,6	280,8	358,3	346,5	337,2	316,8	302,3	279,4
Sonstige Änderungen der Forderungen (+)								
Anteilsrechte	274,6	252,9	483,8	474,6	371,4	576,5	203,0	-112,4
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	28,8	56,3	129,5	51,3	35,6	65,2	32,1	16,8
Übrige Veränderungen, netto (+)	-44,5	0,2	-87,5	-81,2	-63,9	-101,3	-54,9	-41,5
<b>= Reinvermögensänderung<sup>1)</sup></b>	<b>724,5</b>	<b>777,9</b>	<b>1 027,3</b>	<b>958,5</b>	<b>881,5</b>	<b>1 096,9</b>	<b>711,4</b>	<b>388,2</b>
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	4 058,1	4 276,0	4 494,1	4 752,8	4 830,8	4 970,1	5 017,5	5 204,0
Bargeld und Einlagen	3 710,1	3 926,0	4 176,7	4 456,5	4 497,3	4 613,3	4 653,9	4 844,8
Geldmarktfondsanteile	321,0	313,9	300,5	261,7	281,0	305,0	304,3	303,7
Schuldverschreibungen <sup>2)</sup>	27,1	36,0	16,9	34,6	52,4	51,8	59,4	55,5
Langfristige Forderungen	9 131,2	9 767,9	10 808,8	11 675,7	11 889,6	11 979,0	11 788,2	11 661,5
Einlagen	843,0	881,6	890,9	881,3	854,2	841,7	840,3	804,0
Schuldverschreibungen	1 207,2	1 248,0	1 233,6	1 286,1	1 296,4	1 249,8	1 249,2	1 259,2
Anteilsrechte	3 554,3	3 803,2	4 419,4	4 903,0	5 057,7	5 120,1	4 883,9	4 726,4
Börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien sowie sonstige Anteilsrechte	2 406,4	2 638,3	3 102,5	3 524,3	3 682,4	3 734,8	3 536,7	3 415,3
Investmentzertifikate	1 147,9	1 164,9	1 316,8	1 378,6	1 375,3	1 385,4	1 347,2	1 311,0
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	3 526,7	3 835,2	4 265,0	4 605,4	4 681,2	4 767,4	4 814,7	4 871,9
Übrige Nettoforderungen	213,8	252,9	187,1	146,0	155,1	143,3	143,0	134,0
Verbindlichkeiten (-)								
Kredite	3 923,9	4 247,6	4 634,4	5 018,6	5 079,2	5 170,1	5 245,0	5 328,9
Darunter: von MFI's im Euro-Währungsgebiet	3 521,2	3 812,5	4 195,9	4 543,0	4 611,3	4 692,7	4 752,9	4 808,7
<b>= Finanzielles Reinvermögen (Nettogeldvermögen)</b>	<b>9 479,2</b>	<b>10 049,2</b>	<b>10 855,7</b>	<b>11 556,0</b>	<b>11 796,3</b>	<b>11 922,3</b>	<b>11 703,7</b>	<b>11 670,6</b>

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Ohne Reinvermögensänderung durch sonstige Vermögensänderungen wie die Neubewertung von Wohnungseigentum.

2) Von MFI's begebene Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als zwei Jahren sowie von anderen Sektoren begebene Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr.

**3.4 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

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

	2003	2004	2005	2006 Q1- 2006 Q4	2006 Q2- 2007 Q1	2006 Q3- 2007 Q2	2006 Q4- 2007 Q3	2007 Q1- 2007 Q4
<b>Einkommen und Sparen</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise) (+)	3 834,8	3 989,3	4 113,8	4 294,8	4 354,3	4 412,3	4 467,6	4 518,7
Arbeitnehmerentgelt (-)	2 313,1	2 382,4	2 445,7	2 544,6	2 573,2	2 605,6	2 633,5	2 664,4
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen (-)	58,6	64,6	71,4	75,1	77,1	78,0	77,6	73,4
= <b>Bruttobetriebsüberschuss (+)</b>	1 463,1	1 542,4	1 596,8	1 675,1	1 704,1	1 728,7	1 756,5	1 780,9
Abschreibungen (-)	607,2	631,9	660,4	686,9	693,0	698,6	704,5	711,2
= <b>Nettobetriebsüberschuss (+)</b>	855,8	910,5	936,4	988,2	1 011,0	1 030,2	1 052,0	1 069,7
Empfangene Vermögenseinkommen (+)	320,5	364,2	427,8	468,7	478,5	485,4	496,3	507,5
Empfangene Zinsen	126,6	121,9	132,5	154,8	161,1	168,6	175,1	181,3
Empfangene sonstige Vermögenseinkommen	193,9	242,3	295,4	313,9	317,4	316,8	321,2	326,2
Geleistete Zinsen und Pachteinkommen (-)	228,9	226,8	235,4	279,2	293,4	307,5	318,6	331,2
= <b>Unternehmensgewinn, netto (+)</b>	947,5	1 047,8	1 128,8	1 177,7	1 196,2	1 208,1	1 229,7	1 246,0
Ausschüttungen und Entnahmen (-)	693,4	751,5	837,2	906,8	915,1	923,4	931,3	933,1
Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern (-)	117,0	135,6	147,8	184,1	188,4	195,8	203,6	208,1
Empfangene Sozialbeiträge (+)	73,4	73,5	74,2	76,8	77,2	76,0	74,7	73,0
Monetäre Sozialleistungen (-)	59,9	60,4	62,2	62,1	62,1	61,9	62,0	62,2
Geleistete sonstige laufende Transfers, netto (-)	57,0	63,2	61,8	61,6	61,3	58,5	56,1	55,3
= <b>Sparen, netto</b>	93,6	110,7	94,0	39,8	46,5	44,6	51,4	60,4
<b>Investitionen, Finanzierung und Sparen</b>								
Sachvermögensbildung, netto (+)	196,5	214,4	241,2	288,6	304,0	318,3	330,2	349,2
Bruttoanlageinvestitionen (+)	803,8	841,0	889,4	950,2	973,6	993,4	1 010,8	1 029,8
Abschreibungen (-)	607,2	631,9	660,4	686,9	693,0	698,6	704,5	711,2
Sonstige Sachvermögensbildung, netto (+)	-0,1	5,4	12,2	25,3	23,4	23,5	23,9	30,6
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	105,9	103,1	126,7	155,4	188,8	205,1	177,7	176,2
Bargeld und Einlagen	64,9	88,9	112,9	144,5	163,2	163,4	157,6	148,3
Geldmarktfondsanteile	22,5	16,5	8,6	3,7	19,7	23,5	-9,2	-18,5
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	18,5	-2,4	5,2	7,2	5,8	18,2	29,3	46,4
Langfristige Forderungen	281,6	213,0	365,4	376,0	372,5	395,2	429,8	430,3
Einlagen	43,9	5,2	35,6	27,6	28,6	35,5	20,0	-1,8
Schuldverschreibungen	-46,1	-52,5	-29,7	-21,7	-31,4	-42,5	-42,5	-56,1
Anteilsrechte	149,4	179,3	228,9	207,3	197,7	207,0	243,5	295,5
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen Unternehmen	134,3	81,0	130,7	162,7	177,7	195,2	208,8	192,7
Übrige Nettoforderungen (+)	56,1	76,0	100,7	171,0	159,5	149,5	194,2	182,4
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schulden	289,7	235,0	422,0	657,7	660,8	695,4	750,1	781,0
<i>Darunter: Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	102,7	172,4	264,6	448,6	443,9	483,6	520,6	557,1
<i>Darunter: Schuldverschreibungen</i>	63,1	7,0	12,0	40,2	39,4	53,6	37,3	49,5
Anteilsrechte	210,6	197,1	257,2	223,9	245,6	256,3	260,0	230,7
Börsennotierte Aktien	18,7	11,9	100,5	36,2	55,6	74,4	81,1	44,2
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	191,8	185,3	156,8	187,7	190,0	181,9	178,9	186,6
Empfangene Vermögenstransfers, netto (-)	46,3	63,8	60,8	69,6	71,9	69,5	68,1	66,7
= <b>Sparen, netto</b>	93,6	110,7	94,0	39,8	46,5	44,6	51,4	60,4
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen								
Kurzfristige Forderungen	1 318,8	1 379,2	1 510,2	1 655,6	1 694,4	1 747,0	1 762,3	1 830,7
Bargeld und Einlagen	1 028,9	1 102,6	1 220,7	1 356,8	1 364,8	1 405,0	1 429,0	1 499,7
Geldmarktfondsanteile	143,8	163,7	176,3	185,9	204,2	205,2	185,8	162,3
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	146,1	112,9	113,2	112,9	125,4	136,8	147,5	168,7
Langfristige Forderungen	6 696,2	7 194,0	8 160,6	9 371,6	9 733,8	10 115,2	10 037,8	10 179,2
Einlagen	136,5	137,4	180,3	210,2	261,7	269,0	257,2	235,3
Schuldverschreibungen	380,9	328,5	284,8	260,3	236,5	228,6	198,3	193,5
Anteilsrechte	4 709,8	5 191,4	6 020,7	7 050,3	7 309,1	7 637,8	7 566,4	7 678,9
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen Unternehmen	1 469,1	1 536,7	1 674,7	1 850,8	1 926,5	1 979,8	2 015,9	2 071,5
Übrige Nettoforderungen	195,2	240,6	285,2	356,8	430,5	428,1	437,7	433,2
Verbindlichkeiten								
Schulden	6 163,8	6 344,9	6 788,9	7 422,7	7 588,5	7 836,9	7 989,2	8 186,3
<i>Darunter: Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	3 034,4	3 160,8	3 419,5	3 857,4	3 956,3	4 106,8	4 230,6	4 388,6
<i>Darunter: Schuldverschreibungen</i>	628,2	650,8	668,9	690,5	698,2	730,3	722,0	734,0
Anteilsrechte	8 289,2	9 216,8	10 539,2	12 229,6	12 685,1	13 315,8	13 149,7	13 215,1
Börsennotierte Aktien	2 731,5	2 986,7	3 680,5	4 451,1	4 685,5	5 060,7	4 978,1	4 968,8
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	5 557,7	6 230,1	6 858,7	7 778,4	7 999,6	8 255,1	8 171,6	8 246,3

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Von MFIs begebene Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als zwei Jahren sowie von anderen Sektoren begebene Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr.

### 3.5 Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

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

	2003	2004	2005	2006 Q1- 2006 Q4	2006 Q2- 2007 Q1	2006 Q3- 2007 Q1	2006 Q4- 2007 Q3	2007 Q1- 2007 Q4
<b>Finanzierungskonto, finanzielle Transaktionen</b>								
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	21,7	40,0	23,8	50,6	69,5	57,7	49,3	44,2
Bargeld und Einlagen	7,0	13,2	7,2	12,4	18,0	2,4	8,9	7,8
Geldmarktfondsanteile	7,7	2,7	0,4	3,7	7,1	3,6	0,3	0,1
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	7,1	24,1	16,2	34,5	44,4	51,7	40,2	36,3
Langfristige Forderungen	231,0	218,5	286,4	318,1	289,7	295,5	266,3	273,2
Einlagen	22,7	37,6	17,1	51,9	61,6	65,4	62,2	53,5
Schuldverschreibungen	144,9	131,2	132,9	131,3	148,3	162,1	155,8	158,3
Kredite	11,6	6,6	-2,6	-0,9	-18,4	-17,2	-23,0	-17,0
Börsennotierte Aktien	9,5	13,0	31,7	19,2	14,9	8,1	7,1	8,5
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	5,1	-0,4	20,3	28,2	20,8	23,3	29,1	31,1
Investmentzertifikate	37,1	30,6	87,1	88,4	62,6	53,8	35,2	38,8
Übrige Nettoforderungen (+)	-2,3	11,7	15,1	30,0	34,6	30,5	41,3	2,4
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schuldverschreibungen	4,9	-1,7	-0,4	5,2	5,0	3,9	3,3	1,4
Kredite	12,5	4,6	18,4	32,7	19,8	25,5	21,9	9,2
Anteilsrechte	11,6	13,6	9,9	8,6	11,1	12,5	10,7	12,0
Versicherungstechnische Rückstellungen	236,8	262,1	335,3	344,5	340,0	341,3	324,2	301,8
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	210,5	230,5	292,0	288,6	280,3	281,7	274,5	263,9
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	26,4	31,6	43,3	55,9	59,7	59,7	49,8	37,9
= <b>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	-15,3	-8,3	-37,8	7,7	18,0	0,6	-3,2	-4,7
<b>Konto sonstiger Vermögensänderungen</b>								
Sonstige Änderungen der Forderungen (+)								
Anteilsrechte	106,8	110,3	175,7	176,4	136,5	253,0	141,9	17,8
Übrige Nettoforderungen	-12,3	140,1	53,8	-49,6	-64,5	-86,0	-119,6	-55,3
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten (-)								
Anteilsrechte	98,3	21,0	124,1	44,2	31,0	95,1	12,7	-17,9
Versicherungstechnische Rückstellungen	33,5	83,7	139,8	56,3	43,3	72,5	34,5	34,8
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	34,0	63,9	145,4	59,1	43,7	70,2	34,0	20,5
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	-0,5	19,8	-5,6	-2,8	-0,4	-2,2	0,6	14,3
= <b>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	-37,3	145,6	-34,5	26,2	-2,3	-0,5	-24,9	-54,4
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	264,5	401,4	430,2	481,4	505,4	511,2	515,6	521,5
Bargeld und Einlagen	121,3	133,6	142,7	154,6	155,9	144,4	154,0	163,2
Geldmarktfondsanteile	68,5	72,2	74,3	80,4	82,8	84,3	81,0	78,2
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	74,7	195,5	213,2	246,4	266,7	282,6	280,6	280,1
Langfristige Forderungen	3 754,0	4 110,3	4 588,6	5 014,9	5 102,1	5 205,3	5 227,8	5 251,8
Einlagen	457,6	497,1	515,6	570,8	595,1	609,4	621,8	618,1
Schuldverschreibungen	1 470,6	1 639,7	1 789,9	1 857,7	1 890,8	1 901,2	1 937,3	1 971,8
Kredite	368,3	363,5	360,1	353,6	337,5	338,9	335,0	330,6
Börsennotierte Aktien	524,9	574,9	703,7	827,0	847,2	873,9	860,3	843,5
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	304,7	334,5	377,5	444,0	447,3	468,1	464,2	481,7
Investmentzertifikate	627,8	700,6	841,8	961,8	984,2	1 013,8	1 009,3	1 006,1
Übrige Nettoforderungen (+)	108,5	125,0	165,6	209,6	207,9	205,7	204,8	209,5
Verbindlichkeiten (-)								
Schuldverschreibungen	24,4	22,9	22,0	26,8	26,6	25,7	25,8	26,8
Kredite	126,3	119,8	131,7	160,6	167,3	178,4	184,3	165,9
Anteilsrechte	446,7	481,3	615,4	668,2	684,0	711,4	677,5	662,3
Versicherungstechnische Rückstellungen	3 775,0	4 120,8	4 595,9	4 996,7	5 094,2	5 193,8	5 252,8	5 333,4
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	3 194,2	3 488,6	3 926,0	4 273,7	4 352,8	4 443,5	4 495,8	4 558,1
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	580,8	632,2	669,9	723,0	741,4	750,3	757,0	775,3
= <b>Finanzielles Reinvermögen (Nettogeldvermögen)</b>	-245,4	-108,1	-180,4	-146,5	-156,7	-187,1	-192,3	-205,5

Quelle: EZB.

1) Von MFIs begebene Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als zwei Jahren sowie von anderen Sektoren begebene Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr.

# FINANZMÄRKTE



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

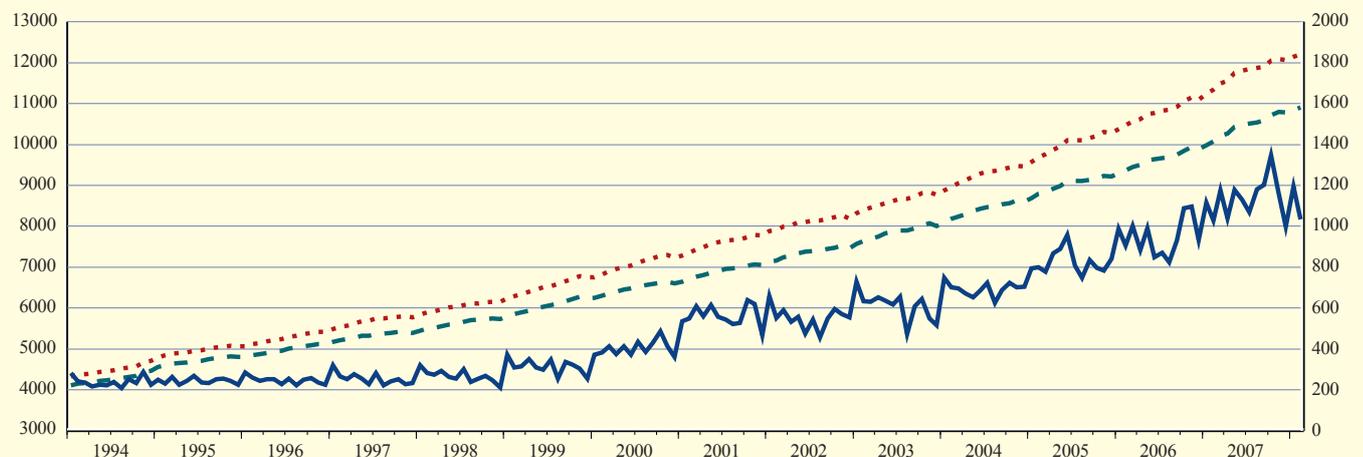
(in Mrd € und Wachstumsraten im Berichtszeitraum; saisonbereinigt; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)

	Euro insgesamt <sup>1)</sup>			Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet								
	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Euro			Alle Währungen			Jahreswachstumsraten	Saisonbereinigt <sup>2)</sup>	
				Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz		Nettoabsatz	Sechsmonatsraten
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Insgesamt</b>												
2007 Febr.	11 961,3	1 046,2	110,8	10 077,9	959,8	97,4	11 346,9	1 027,4	124,5	8,2	95,7	9,3
März	12 193,3	1 258,9	230,8	10 215,5	1 120,2	136,3	11 490,2	1 174,2	142,5	8,6	108,1	10,1
April	12 216,4	1 041,5	23,3	10 271,0	983,1	55,7	11 555,3	1 039,6	72,5	8,6	63,7	9,1
Mai	12 430,3	1 217,7	214,3	10 432,6	1 115,2	161,9	11 744,9	1 178,8	183,6	9,0	137,7	9,8
Juni	12 560,8	1 221,2	130,4	10 477,0	1 069,0	44,4	11 806,3	1 128,9	58,7	9,2	52,6	9,7
Juli	12 564,7	1 076,2	2,8	10 506,4	1 004,1	28,4	11 850,4	1 068,0	46,2	9,2	62,0	9,4
Aug.	12 593,2	1 184,3	28,8	10 533,1	1 131,6	26,9	11 871,6	1 181,5	27,0	9,2	84,2	9,1
Sept.	12 685,7	1 243,7	90,8	10 590,7	1 153,8	56,0	11 901,4	1 201,6	46,3	9,1	57,8	8,1
Okt.	12 793,9	1 349,9	107,0	10 719,6	1 277,7	127,9	12 045,9	1 346,6	145,1	9,2	129,0	9,3
Nov.	12 882,4	1 176,0	86,7	10 790,5	1 107,6	69,0	12 090,4	1 159,6	63,7	8,7	47,4	7,6
Dez.	12 907,6	1 036,5	28,2	10 785,0	954,7	-2,6	12 068,9	997,7	-20,0	9,1	104,5	8,4
2008 Jan.	.	.	.	10 839,5	1 129,8	58,7	12 137,6	1 195,0	68,0	8,5	20,0	7,7
Febr.	.	.	.	10 911,6	964,9	72,2	12 197,6	1 032,6	75,1	8,0	42,0	6,9
<b>Langfristig</b>												
2007 Febr.	10 923,8	237,9	99,9	9 158,8	190,1	83,6	10 255,9	223,7	105,1	8,4	82,9	9,6
März	11 061,4	277,8	137,4	9 255,5	213,2	96,5	10 355,8	234,3	101,9	8,6	78,7	9,9
April	11 103,2	182,6	41,9	9 287,2	156,1	31,8	10 392,5	177,9	45,3	8,6	53,5	9,0
Mai	11 290,3	267,0	188,4	9 422,9	199,3	136,9	10 549,5	225,6	151,9	9,1	108,1	9,2
Juni	11 390,9	259,3	99,2	9 488,2	190,9	64,0	10 630,9	217,8	77,8	9,0	47,3	8,9
Juli	11 417,5	198,4	26,2	9 499,9	162,2	11,5	10 654,6	188,2	25,6	8,8	46,8	8,4
Aug.	11 412,3	102,8	-5,8	9 493,7	86,9	-6,8	10 653,3	104,2	-1,7	8,6	51,4	7,6
Sept.	11 437,9	157,5	24,3	9 511,4	132,2	16,4	10 644,5	146,6	15,2	8,0	10,7	6,2
Okt.	11 513,3	235,7	76,5	9 573,8	199,5	63,6	10 705,0	223,7	70,5	7,8	79,0	6,7
Nov.	11 593,9	174,7	78,8	9 633,9	141,1	58,4	10 746,9	155,8	55,1	7,2	35,5	5,2
Dez.	11 649,5	194,7	56,3	9 679,0	160,7	45,6	10 778,9	171,8	34,4	7,4	78,5	5,8
2008 Jan.	.	.	.	9 672,1	166,1	-3,4	10 776,2	189,1	1,1	6,7	11,6	5,1
Febr.	.	.	.	9 721,1	161,2	48,9	10 817,7	185,2	50,8	6,1	27,1	4,6

## A15 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien – Umlauf und Bruttoabsatz

(in Mrd €)

- Bruttoabsatz insgesamt (rechte Skala)
- Umlauf insgesamt (linke Skala)
- - - Umlauf in Euro (linke Skala)



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

- 1) Gesamte auf Euro lautende Wertpapiere (ohne Aktien), die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben wurden.
- 2) Zur Berechnung der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“. Die Sechsmonatsraten sind auf Jahresraten hochgerechnet.

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

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

### 1. Umlauf und Bruttoabsatz

	Umlauf						Bruttoabsatz					
	Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	<b>Insgesamt</b>											
2006	11 101	4 573	1 171	636	4 417	305	11 360	8 396	422	1 114	1 342	85
2007	12 069	5 052	1 487	685	4 530	315	13 619	10 085	542	1 459	1 453	80
2007 Q1	11 490	4 768	1 265	648	4 499	309	3 317	2 452	141	285	416	23
Q2	11 806	4 878	1 325	684	4 610	308	3 347	2 369	118	453	389	18
Q3	11 901	4 960	1 357	679	4 595	310	3 451	2 604	89	394	346	19
Q4	12 069	5 052	1 487	685	4 530	315	3 504	2 661	193	327	302	21
2007 Nov.	12 090	5 062	1 421	693	4 597	317	1 160	897	37	109	110	6
Dez.	12 069	5 052	1 487	685	4 530	315	998	761	88	91	52	5
2008 Jan.	12 138	5 103	1 478	696	4 546	315	1 195	887	7	108	181	12
Febr.	12 198	5 105	1 494	695	4 590	314	1 033	743	32	102	148	8
	<b>Kurzfristig</b>											
2006	1 015	575	12	94	330	4	9 194	7 392	59	1 023	688	31
2007	1 290	787	18	122	357	7	11 348	9 052	58	1 367	832	38
2007 Q1	1 134	626	12	106	386	4	2 657	2 138	16	271	223	8
Q2	1 175	632	11	120	407	5	2 726	2 081	12	413	210	9
Q3	1 257	715	9	117	409	7	3 012	2 406	10	378	207	11
Q4	1 290	787	18	122	357	7	2 953	2 427	20	304	192	10
2007 Nov.	1 344	786	16	127	408	8	1 004	828	3	101	69	2
Dez.	1 290	787	18	122	357	7	826	694	5	86	39	3
2008 Jan.	1 361	825	17	131	380	7	1 006	793	3	104	101	5
Febr.	1 380	819	30	132	392	7	847	649	15	98	82	4
	<b>Langfristig <sup>1)</sup></b>											
2006	10 086	3 998	1 158	542	4 087	301	2 166	1 004	363	90	654	54
2007	10 779	4 265	1 469	564	4 173	309	2 271	1 033	484	92	621	42
2007 Q1	10 356	4 142	1 253	542	4 114	304	660	314	125	13	193	14
Q2	10 631	4 246	1 314	564	4 203	304	621	287	106	40	179	8
Q3	10 644	4 245	1 348	562	4 186	304	439	198	79	16	138	8
Q4	10 779	4 265	1 469	564	4 173	309	551	233	173	23	110	11
2007 Nov.	10 747	4 277	1 406	566	4 190	309	156	69	34	8	41	4
Dez.	10 779	4 265	1 469	564	4 173	309	172	67	83	6	14	2
2008 Jan.	10 776	4 278	1 461	565	4 166	308	189	94	5	3	80	7
Febr.	10 818	4 286	1 464	563	4 198	306	185	94	17	4	66	5
	<b>Darunter festverzinslich</b>											
2006	7 059	2 136	544	413	3 729	237	1 292	475	143	56	579	39
2007	7 325	2 272	589	427	3 787	250	1 280	530	117	58	540	36
2007 Q1	7 176	2 211	570	414	3 739	243	404	172	40	9	170	13
Q2	7 319	2 256	584	426	3 809	244	339	132	29	24	147	7
Q3	7 319	2 254	591	423	3 805	246	263	100	25	8	123	7
Q4	7 325	2 272	589	427	3 787	250	274	126	23	17	99	8
2007 Nov.	7 350	2 282	587	431	3 799	252	95	41	4	8	39	4
Dez.	7 325	2 272	589	427	3 787	250	56	31	8	3	13	1
2008 Jan.	7 303	2 278	587	426	3 766	247	122	48	2	2	65	4
Febr.	7 323	2 280	585	424	3 789	244	120	51	5	2	58	3
	<b>Darunter variabel verzinslich</b>											
2006	2 607	1 512	604	115	312	64	719	408	216	31	49	15
2007	2 998	1 615	861	126	338	58	819	372	358	33	51	5
2007 Q1	2 729	1 564	671	115	318	61	213	114	83	4	12	1
Q2	2 850	1 608	716	126	341	60	228	112	76	16	23	1
Q3	2 871	1 610	740	128	336	57	138	71	51	7	8	1
Q4	2 998	1 615	861	126	338	58	239	74	147	7	8	3
2007 Nov.	2 936	1 611	801	124	343	57	51	20	28	1	2	0
Dez.	2 998	1 615	861	126	338	58	104	26	74	3	0	1
2008 Jan.	3 007	1 618	855	127	346	60	46	32	2	1	8	3
Febr.	3 025	1 625	859	128	351	62	53	35	10	1	5	1

Quelle: EZB.

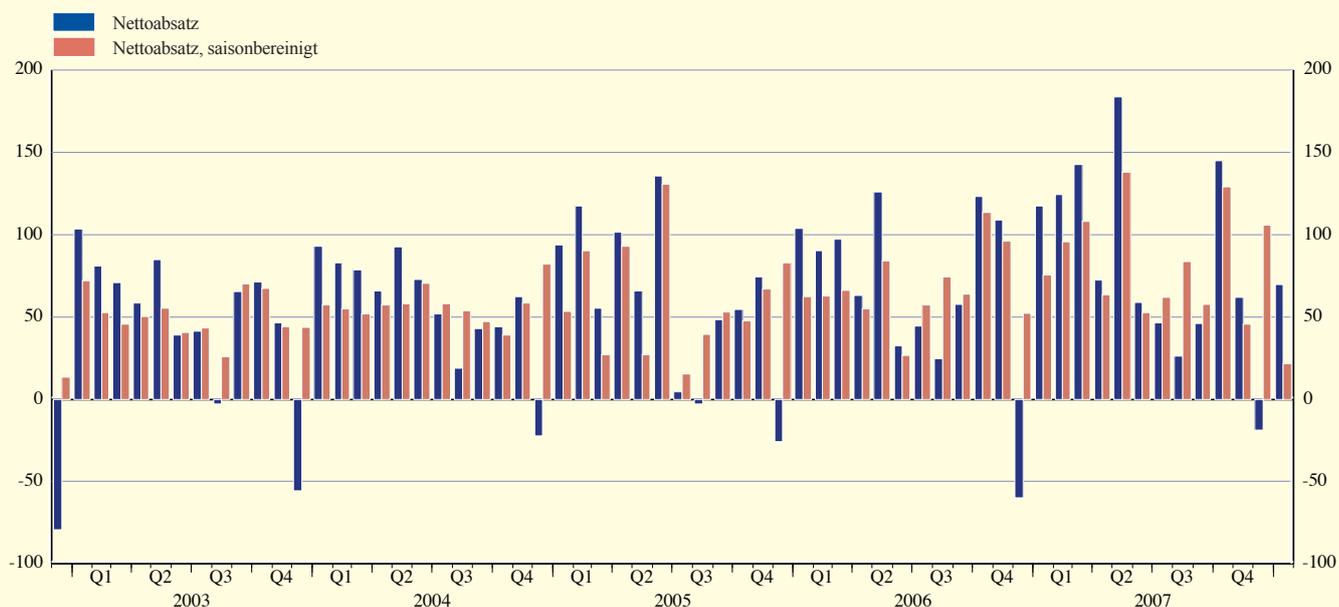
1) Die Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen und den langfristigen festverzinslichen und langfristigen variabel verzinslichen Schuldverschreibungen zusammengenommen ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

**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	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	<b>Insgesamt</b>											
2006	811,4	422,3	244,0	32,6	90,3	22,3	813,2	427,8	240,3	32,8	89,9	22,3
2007	1 007,4	483,1	337,7	55,0	120,6	10,9	1 018,4	493,4	333,0	57,7	123,4	10,9
2007 Q1	384,2	188,1	96,1	13,0	83,1	3,9	279,4	123,2	113,5	10,6	29,5	2,6
Q2	314,8	105,9	60,8	36,4	111,9	-0,1	254,0	114,2	47,4	28,2	65,1	-0,9
Q3	119,6	95,3	36,5	-3,2	-11,3	2,3	204,1	120,9	64,8	3,8	8,3	6,3
Q4	188,7	93,8	144,2	8,9	-63,1	4,9	280,9	135,1	107,2	15,1	20,6	2,9
2007 Nov.	63,7	17,6	24,9	5,0	14,5	1,8	47,4	19,2	15,7	5,6	8,3	-1,4
Dez.	-20,0	-10,2	66,6	-6,8	-67,8	-1,9	104,5	53,8	41,7	3,5	5,9	-0,4
2008 Jan.	68,0	48,8	-8,3	11,1	16,7	-0,4	20,0	16,3	15,8	9,6	-20,6	-1,1
Febr.	75,1	13,7	18,5	-0,1	44,2	-1,2	42,0	-12,8	18,2	-1,6	40,3	-2,1
	<b>Langfristig</b>											
2006	760,1	347,4	238,6	29,2	121,6	23,3	760,1	349,3	235,1	29,0	123,4	23,3
2007	743,2	283,5	331,7	27,6	92,3	8,1	740,7	285,3	327,2	27,6	92,7	8,0
2007 Q1	269,2	141,5	96,4	1,0	27,0	3,3	230,0	107,5	113,5	7,5	-0,6	2,1
Q2	275,0	101,2	61,9	22,3	90,2	-0,6	208,9	97,0	48,3	15,8	49,1	-1,3
Q3	39,1	14,2	38,3	0,1	-14,0	0,4	108,9	27,9	66,9	2,7	7,1	4,2
Q4	159,9	26,6	135,1	4,3	-11,0	4,9	192,9	52,9	98,4	1,7	37,1	2,9
2007 Nov.	55,1	3,7	24,6	4,6	20,7	1,6	35,5	5,4	15,8	4,3	11,4	-1,5
Dez.	34,4	-10,3	64,0	-1,6	-16,9	-0,9	78,5	16,8	39,9	-2,1	23,4	0,5
2008 Jan.	1,1	14,9	-7,4	1,3	-6,9	-0,8	11,6	17,9	15,9	6,0	-26,9	-1,3
Febr.	50,8	14,6	5,6	-0,7	32,6	-1,2	27,1	-8,8	4,9	1,0	31,7	-1,8

**A16 Nettoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien, saisonbereinigt und nicht saisonbereinigt**  
(in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen; Nominalwerte)



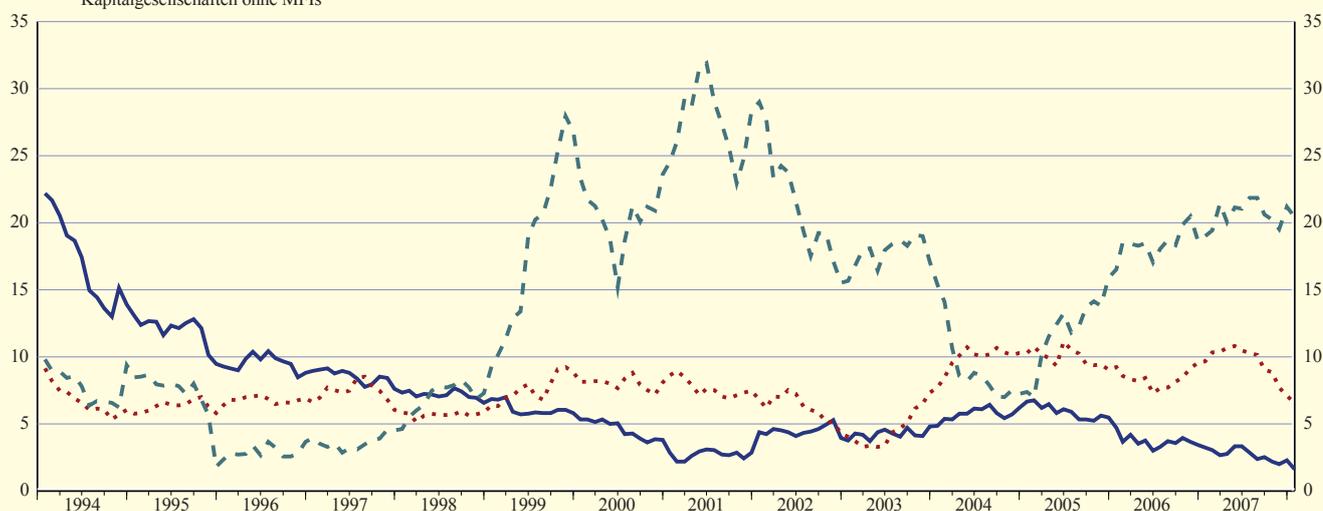
Quelle: EZB.

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

	Jahreswachstumsraten (nicht saisonbereinigt)						Sechsmonatsraten (saisonbereinigt)					
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	<b>Insgesamt</b>											
2007 Febr.	8,2	10,8	27,6	4,7	2,1	5,8	9,3	12,3	31,0	7,5	2,3	2,1
März	8,6	10,5	30,3	5,7	2,4	6,6	10,1	11,8	37,2	7,3	3,1	5,1
April	8,6	10,7	28,3	6,0	2,6	7,2	9,1	10,9	28,6	7,8	3,0	6,1
Mai	9,0	10,5	30,1	6,0	3,5	5,0	9,8	11,5	30,6	8,2	3,7	3,3
Juni	9,2	10,8	28,6	8,2	3,8	3,3	9,7	10,5	29,9	12,5	4,3	1,1
Juli	9,2	10,8	29,0	10,1	3,3	2,5	9,4	9,7	29,9	15,5	3,8	0,7
Aug.	9,2	11,0	29,0	9,8	3,1	2,6	9,1	9,8	27,2	12,1	3,8	3,1
Sept.	9,1	10,9	27,4	8,6	3,2	4,3	8,1	10,1	18,6	10,1	3,3	3,5
Okt.	9,2	11,0	27,4	9,0	3,0	5,6	9,3	11,1	26,2	10,2	3,0	5,5
Nov.	8,7	10,4	26,2	9,0	2,7	4,3	7,6	9,4	21,8	9,8	1,6	5,3
Dez.	9,1	10,6	29,0	8,7	2,7	3,6	8,4	10,8	28,1	5,7	1,3	6,1
2008 Jan.	8,5	9,9	27,5	10,4	2,2	3,0	7,7	10,2	25,1	6,0	0,6	5,3
Febr.	8,0	8,6	24,8	9,7	3,0	2,7	6,9	7,4	22,6	7,4	2,1	2,3
	<b>Langfristig</b>											
2007 Febr.	8,4	10,3	27,4	4,8	2,8	5,9	9,6	12,4	31,2	6,2	2,6	2,6
März	8,6	10,4	30,0	5,3	2,4	6,9	9,9	12,1	37,4	5,7	2,1	5,2
April	8,6	10,6	28,2	4,7	2,4	7,4	9,0	11,9	29,0	5,8	1,7	5,8
Mai	9,1	10,8	30,1	4,2	3,2	5,1	9,2	11,1	31,0	6,0	2,5	2,8
Juni	9,0	10,5	28,8	6,3	3,3	3,4	8,9	10,4	30,4	8,8	2,4	0,6
Juli	8,8	10,3	29,3	7,2	2,9	2,7	8,4	9,3	30,6	8,3	2,1	0,6
Aug.	8,6	10,1	29,4	7,1	2,4	2,7	7,6	8,0	27,7	8,0	2,1	2,8
Sept.	8,0	9,0	27,9	6,3	2,4	3,5	6,2	6,1	19,3	6,9	2,7	2,0
Okt.	7,8	8,8	27,3	5,9	2,0	4,6	6,7	5,9	25,5	5,9	2,4	3,7
Nov.	7,2	7,7	26,1	6,2	1,9	3,1	5,2	4,3	21,3	6,3	1,3	3,4
Dez.	7,4	7,1	28,8	5,1	2,3	2,7	5,8	3,9	27,2	1,5	2,1	4,8
2008 Jan.	6,7	6,5	27,3	5,8	1,6	2,2	5,1	3,9	24,1	3,3	1,0	3,7
Febr.	6,1	5,2	23,5	5,6	2,4	1,9	4,6	2,5	19,4	3,3	2,6	0,9

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

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



Quelle: EZB.

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

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

	Langfristig festverzinslich						Langfristig variabel verzinslich					
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
	<b>Alle Währungen</b>											
2006	4,5	4,7	13,9	0,8	3,2	13,4	16,4	11,9	41,2	28,0	5,0	4,5
2007	5,2	7,1	17,8	3,8	2,4	6,6	15,8	11,1	37,6	18,3	3,8	-1,8
2007 Q1	5,3	6,3	20,7	2,7	3,0	7,7	15,2	12,2	33,5	21,9	1,0	4,6
Q2	5,5	7,5	19,9	2,7	2,7	7,5	16,5	12,1	37,9	18,9	5,1	-0,3
Q3	5,4	8,0	17,6	4,7	2,3	5,0	16,2	11,1	39,3	19,6	4,4	-4,7
Q4	4,5	6,7	13,5	5,0	1,8	6,3	15,1	9,0	39,2	13,5	4,8	-6,5
2007 Sept.	5,1	6,8	16,7	4,2	2,5	5,6	15,2	10,6	37,8	18,9	1,3	-4,3
Okt.	4,6	6,9	13,9	5,1	1,7	6,8	15,6	9,9	39,3	13,2	4,9	-3,4
Nov.	4,3	6,5	12,6	5,5	1,7	6,4	14,2	8,3	37,6	13,1	4,6	-9,3
Dez.	4,3	6,7	11,5	4,6	1,7	5,8	15,4	7,1	43,4	9,7	8,3	-8,8
2008 Jan.	3,4	5,9	10,5	4,8	0,7	4,0	15,3	6,7	41,6	11,9	11,6	-4,6
Febr.	3,1	4,7	7,0	4,6	1,5	2,4	13,7	5,2	37,2	11,6	12,2	-0,2
	<b>Euro</b>											
2006	3,8	3,1	11,3	0,1	3,2	13,6	15,2	10,1	37,7	30,9	5,2	3,7
2007	4,6	6,4	14,6	2,2	2,7	6,7	15,1	10,2	35,4	18,3	3,9	-2,4
2007 Q1	4,7	5,4	16,2	1,0	3,3	7,7	14,0	10,9	30,0	23,3	1,0	4,1
Q2	4,9	6,8	16,4	0,8	2,9	7,4	15,8	11,2	35,4	19,7	5,2	-0,8
Q3	4,7	7,1	14,6	3,3	2,5	5,2	15,6	10,3	37,5	18,8	4,5	-5,6
Q4	4,1	6,2	11,4	3,6	2,1	6,6	14,9	8,6	37,7	12,3	4,9	-7,2
2007 Sept.	4,5	5,9	13,5	2,4	2,9	5,9	14,7	9,8	36,2	17,9	1,5	-5,2
Okt.	4,1	6,3	11,9	3,4	1,9	7,1	15,3	9,5	37,4	11,9	5,1	-4,2
Nov.	4,0	6,1	10,6	4,4	1,9	6,8	14,1	8,1	35,9	11,8	4,8	-10,0
Dez.	3,9	6,2	9,8	3,5	1,9	6,2	15,8	6,9	43,4	8,8	8,6	-8,9
2008 Jan.	2,9	5,3	9,1	3,6	0,9	4,3	15,9	6,6	41,7	11,1	11,9	-5,0
Febr.	2,9	4,4	6,2	3,4	1,7	2,5	14,4	5,1	37,9	10,8	12,5	-1,5

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

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



Quelle: EZB.

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

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

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

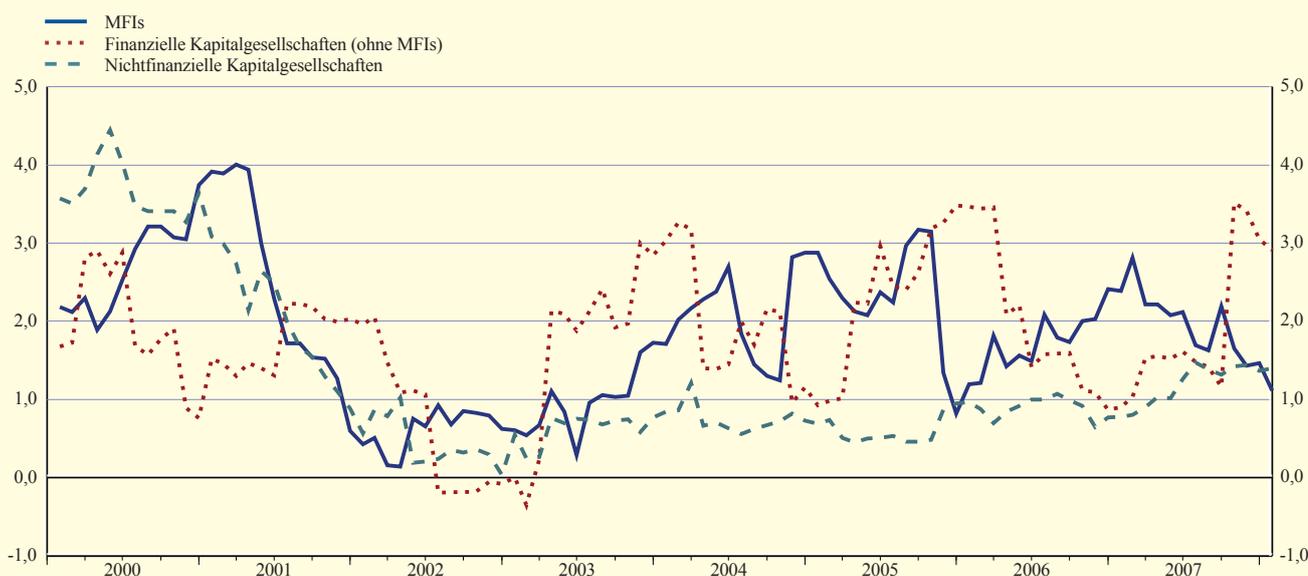
##### 1. Umlauf und Jahreswachstumsraten

(Umlauf am Ende des Berichtszeitraums)

		Insgesamt			MFIs		Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
		Umlauf	Index Dez. 2001 = 100	Jahres- wachstums- raten (in %)	Umlauf	Jahres- wachstums- raten (in %)	Umlauf	Jahres- wachstums- raten (in %)	Umlauf	Jahres- wachstums- raten (in %)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006	Febr.	5 455,3	103,6	1,2	947,5	1,2	567,7	3,4	3 940,0	0,9
	März	5 656,9	103,7	1,2	971,1	1,8	585,1	3,5	4 100,7	0,7
	April	5 681,7	103,8	1,1	957,5	1,4	579,1	2,1	4 145,1	0,8
	Mai	5 390,8	103,9	1,2	901,3	1,6	543,6	2,2	3 945,8	0,9
	Juni	5 402,3	104,0	1,1	909,8	1,5	539,7	1,4	3 952,8	1,0
	Juli	5 399,1	104,1	1,2	923,0	2,1	553,7	1,6	3 922,4	1,0
	Aug.	5 580,7	104,2	1,2	963,8	1,8	604,6	1,6	4 012,4	1,1
	Sept.	5 722,5	104,2	1,2	991,8	1,7	616,7	1,6	4 114,0	1,0
	Okt.	5 911,5	104,3	1,1	1 022,4	2,0	623,8	1,1	4 265,2	0,9
	Nov.	5 966,3	104,4	0,9	1 031,8	2,0	613,6	1,1	4 320,9	0,6
	Dez.	6 184,5	104,6	1,1	1 063,9	2,4	633,2	0,9	4 487,4	0,8
	2007	Jan.	6 364,1	104,7	1,1	1 123,5	2,4	646,2	0,9	4 594,4
Febr.		6 278,9	104,8	1,2	1 092,8	2,8	637,8	1,0	4 548,3	0,8
März		6 504,8	104,8	1,1	1 111,4	2,2	649,3	1,0	4 744,1	0,9
April		6 754,5	105,0	1,2	1 168,6	2,2	675,5	1,1	4 910,4	1,0
Mai		7 034,1	105,1	1,2	1 174,5	2,1	688,8	1,0	5 170,7	1,0
Juni		6 955,9	105,4	1,4	1 128,6	2,1	677,1	1,1	5 150,1	1,2
Juli		6 725,7	105,6	1,4	1 099,8	1,7	608,8	1,0	5 017,0	1,4
Aug.		6 612,3	105,6	1,3	1 060,2	1,6	583,8	0,9	4 968,4	1,3
Sept.		6 675,8	105,6	1,3	1 048,8	1,9	597,2	0,7	5 029,8	1,3
Okt.		6 929,5	105,9	1,5	1 072,8	1,3	629,2	3,0	5 227,5	1,4
Nov.		6 615,1	105,9	1,5	1 032,7	1,1	579,2	2,9	5 003,2	1,4
Dez.		6 571,3	106,1	1,4	1 017,2	1,2	579,0	2,6	4 975,2	1,3
2008	Jan.	5 749,8	106,1	1,3	887,9	0,8	497,3	2,4	4 364,6	1,3
	Febr.	5 803,3	106,1	1,3	858,2	0,5	492,4	2,2	4 452,8	1,3

#### 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“.

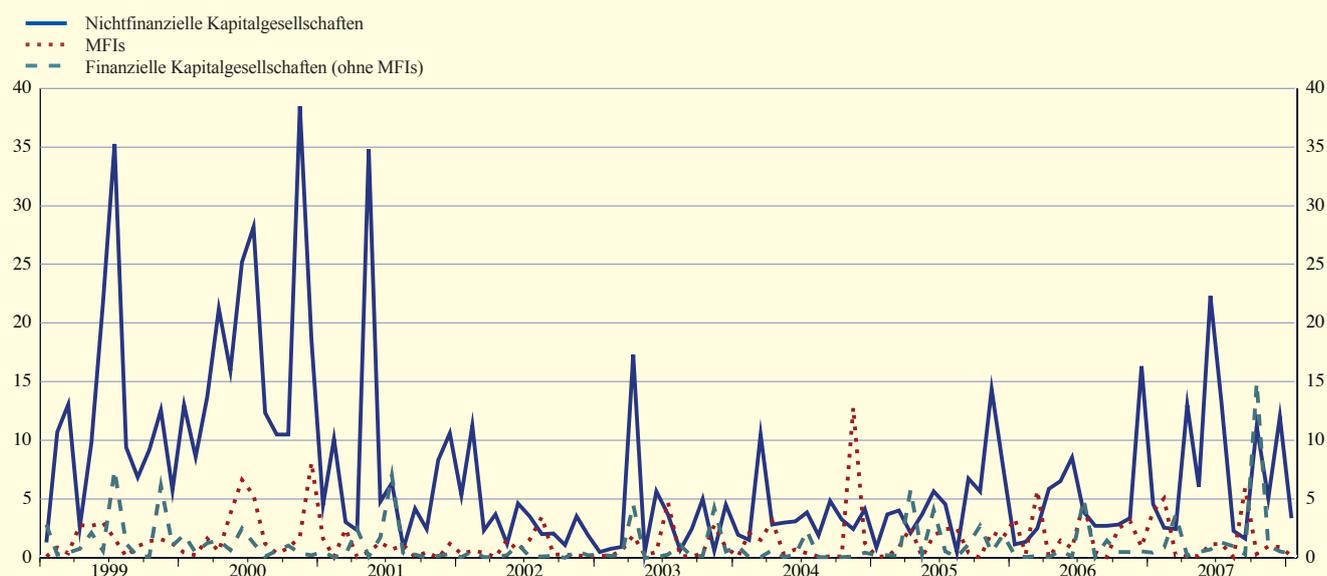
**4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>**  
(in Mrd €; Marktkurse)

**2. Während des Monats getätigte Transaktionen**

		Insgesamt			MFIs			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
		Bruttoabsatz 1	Tilgungen 2	Nettoabsatz 3	Bruttoabsatz 4	Tilgungen 5	Nettoabsatz 6	Bruttoabsatz 7	Tilgungen 8	Nettoabsatz 9	Bruttoabsatz 10	Tilgungen 11	Nettoabsatz 12
2006	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	8,3	5,4	2,9	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	2,5	5,4	-2,9
	April	5,9	0,5	5,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,9	0,3	5,5
	Mai	8,5	2,2	6,3	1,4	0,0	1,4	0,6	0,0	0,6	6,5	2,2	4,3
	Juni	9,4	2,7	6,7	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	8,5	2,4	6,2
	Juli	13,6	6,6	7,0	4,7	0,0	4,7	5,0	3,5	1,5	3,9	3,1	0,8
	Aug.	3,2	1,8	1,4	0,5	0,0	0,5	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,6	1,1
	Sept.	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
	Okt.	5,8	1,2	4,6	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,8	1,2	1,6
	Nov.	6,9	2,0	5,0	3,1	0,0	3,1	0,5	0,2	0,3	3,4	1,8	1,6
	Dez.	17,7	5,1	12,6	0,9	0,3	0,6	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,6
2007	Jan.	8,5	3,9	4,6	4,0	0,1	3,8	0,4	0,0	0,4	4,1	3,8	0,3
	Febr.	8,4	2,0	6,3	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
	März	3,2	1,7	1,5	0,2	0,0	0,2	0,6	0,4	0,2	2,4	1,4	1,0
	April	12,9	0,4	12,5	0,1	0,3	-0,2	0,2	0,0	0,1	12,7	0,2	12,5
	Mai	6,6	1,9	4,7	0,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,5	6,0	1,9	4,2
	Juni	22,6	1,6	21,0	1,1	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,8	1,6	19,3
	Juli	15,8	1,8	13,9	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	13,3	1,5	11,8
	Aug.	2,5	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,5	5,1	-3,6
	Sept.	4,5	2,5	2,0	2,6	0,0	2,6	0,3	0,3	-0,1	1,6	2,1	-0,5
	Okt.	26,0	8,0	18,0	0,3	3,2	-2,9	14,9	0,5	14,4	10,8	4,3	6,5
	Nov.	7,0	3,3	3,6	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	5,0	2,0	3,0
	Dez.	13,1	4,6	8,5	0,9	0,0	0,9	0,5	2,2	-1,6	11,6	2,5	9,2
2008	Jan.	3,9	1,4	2,6	0,1	0,0	0,1	0,3	0,7	-0,4	3,5	0,7	2,8
	Febr.	2,7	1,9	0,8	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,6	1,6	0,1

**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<sup>1)</sup>

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

### 1. Einlagezinsen (Neugeschäft)

	Einlagen von privaten Haushalten						Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften			Repo- geschäfte		
	Täglich fällig <sup>2)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit			Mit vereinbarter Kündigungsfrist <sup>2),3)</sup>		Täglich fällig <sup>2)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit				
		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 2 Jahren		Mehr als 2 Jahre	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2007	März	1,02	3,51	3,65	2,68	2,39	3,14	1,71	3,67	3,83	3,72	3,64
	April	1,04	3,59	3,68	2,78	2,42	3,20	1,75	3,74	4,01	3,87	3,70
	Mai	1,06	3,62	3,51	2,72	2,43	3,25	1,78	3,74	3,80	3,72	3,73
	Juni	1,08	3,78	3,79	2,64	2,42	3,32	1,77	3,94	4,09	4,16	3,90
	Juli	1,10	3,86	3,90	2,97	2,45	3,40	1,81	4,01	4,16	4,51	3,95
	Aug.	1,14	3,93	3,93	3,01	2,53	3,46	1,89	4,08	4,33	4,20	3,93
	Sept.	1,16	4,07	3,98	2,92	2,58	3,50	1,91	4,14	4,34	4,41	3,97
	Okt.	1,17	4,11	4,16	3,31	2,53	3,57	1,97	4,07	4,37	4,63	3,93
	Nov.	1,18	4,08	4,22	3,20	2,54	3,64	2,01	4,10	4,41	4,04	3,98
	Dez.	1,18	4,28	4,14	3,18	2,57	3,68	1,95	4,26	4,40	4,03	3,95
2008	Jan.	1,20	4,19	4,32	3,43	2,57	3,75	2,01	4,13	4,39	4,68	3,95
	Febr.	1,21	4,12	4,19	3,25	2,65	3,77	2,01	4,07	4,18	4,32	3,93

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

	Über- ziehungs- kredite <sup>2)</sup>	Konsumentenkredite			Effektiver Jahres- zinssatz <sup>4)</sup>	Wohnungsbaukredite				Effektiver Jahres- zinssatz <sup>4)</sup>	Sonstige Kredite mit anfänglicher Zinsbindung			
		Mit anfänglicher Zinsbindung				Mit anfänglicher Zinsbindung					mit anfänglicher Zinsbindung			
		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre 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		
2007	März	10,22	7,51	6,68	8,34	8,14	4,79	4,76	4,71	4,62	4,94	5,26	5,60	5,20
	April	10,29	7,77	6,69	8,24	8,15	4,85	4,73	4,75	4,67	5,00	5,29	5,57	5,21
	Mai	10,32	8,10	6,73	8,30	8,27	4,88	4,80	4,81	4,74	5,02	5,38	5,65	5,32
	Juni	10,38	8,07	6,66	8,25	8,26	5,00	4,93	4,90	4,82	5,15	5,49	5,77	5,37
	Juli	10,49	8,06	6,76	8,30	8,35	5,06	4,93	5,02	4,91	5,26	5,54	5,80	5,41
	Aug.	10,55	8,43	6,85	8,31	8,48	5,15	4,98	5,08	4,90	5,24	5,36	5,93	5,47
	Sept.	10,53	8,48	6,83	8,39	8,54	5,23	5,04	5,09	5,02	5,31	5,46	5,87	5,51
	Okt.	10,64	8,10	6,88	8,40	8,38	5,29	5,07	5,08	5,11	5,38	5,63	6,05	5,59
	Nov.	10,50	8,38	6,90	8,36	8,47	5,28	5,03	5,10	5,11	5,38	5,60	5,95	5,49
	Dez.	10,46	8,05	6,93	8,17	8,26	5,32	5,03	5,07	5,18	5,40	5,67	5,83	5,43
2008	Jan.	10,46	8,11	7,00	8,50	8,48	5,32	5,02	5,07	5,14	5,37	5,59	5,93	5,49
	Febr.	10,44	8,52	7,21	8,44	8,71	5,26	4,96	5,01	5,09	5,40	5,55	5,86	5,51

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

	Über- ziehungs- kredite <sup>2)</sup>	Sonstige Kredite bis zu 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung			Sonstige Kredite von mehr als 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung			
		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	
		1	2	3	4	5	6	7
2007	März	6,04	5,30	5,45	4,88	4,66	4,81	4,87
	April	6,12	5,37	5,47	4,88	4,70	4,99	4,90
	Mai	6,12	5,43	5,57	4,95	4,72	5,10	5,12
	Juni	6,17	5,53	5,70	5,03	4,89	5,28	5,17
	Juli	6,30	5,58	5,77	5,09	4,90	4,95	5,17
	Aug.	6,35	5,77	5,86	5,17	5,01	5,46	5,29
	Sept.	6,49	5,93	5,90	5,23	5,20	5,60	5,41
	Okt.	6,53	5,95	6,00	5,26	5,11	5,19	5,31
	Nov.	6,50	5,96	5,90	5,29	5,08	5,28	5,36
	Dez.	6,62	6,08	5,96	5,30	5,35	5,62	5,48
2008	Jan.	6,62	5,93	5,92	5,27	5,12	5,35	5,25
	Febr.	6,51	5,84	5,85	5,23	5,04	5,46	5,14

Quelle: EZB.

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

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

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

**4. Einlagenzinsen (Bestände)**

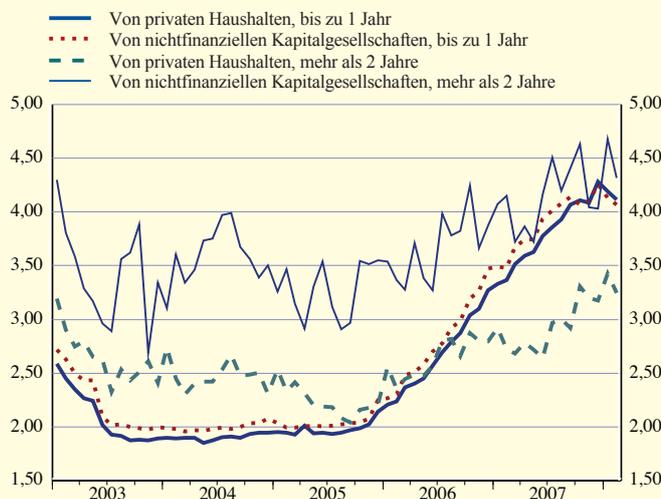
		Einlagen von privaten Haushalten					Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften			Repo- geschäfte
		Täglich fällig <sup>1)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist <sup>1),2)</sup>		Täglich fällig <sup>1)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit		
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007	März	1,02	3,16	3,05	2,39	3,14	1,71	3,61	3,93	3,54
	April	1,04	3,23	3,06	2,42	3,20	1,75	3,67	3,93	3,59
	Mai	1,06	3,30	3,03	2,43	3,25	1,78	3,72	3,96	3,66
	Juni	1,08	3,39	3,04	2,42	3,32	1,77	3,87	3,99	3,79
	Juli	1,10	3,49	3,02	2,45	3,40	1,81	3,92	4,00	3,85
	Aug.	1,14	3,58	3,03	2,53	3,46	1,89	4,03	4,07	3,89
	Sept.	1,16	3,68	3,06	2,58	3,50	1,91	4,13	4,09	3,93
	Okt.	1,17	3,79	3,04	2,53	3,57	1,97	4,18	4,11	3,93
	Nov.	1,18	3,85	3,06	2,54	3,64	2,01	4,21	4,18	3,97
	Dez.	1,18	3,95	3,03	2,57	3,68	1,95	4,34	4,16	4,01
2008	Jan.	1,20	3,98	3,06	2,57	3,75	2,01	4,27	4,20	4,01
	Febr.	1,21	3,99	3,11	2,65	3,77	2,01	4,23	4,24	3,97

**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
2007	März	5,14	4,45	4,79	8,62	6,88	5,95	5,44	4,90	4,84
	April	5,14	4,48	4,80	8,68	6,96	5,97	5,50	4,95	4,87
	Mai	5,16	4,48	4,82	8,71	6,95	5,97	5,50	4,99	4,90
	Juni	5,20	4,53	4,86	8,68	6,94	6,01	5,62	5,09	4,96
	Juli	5,28	4,57	4,89	8,80	6,95	6,06	5,70	5,15	5,00
	Aug.	5,35	4,58	4,90	8,85	6,97	6,08	5,76	5,24	5,05
	Sept.	5,44	4,64	4,94	8,99	7,00	6,13	5,91	5,35	5,14
	Okt.	5,49	4,68	4,98	9,02	7,10	6,16	5,96	5,44	5,22
	Nov.	5,48	4,72	4,99	8,86	7,12	6,21	5,96	5,49	5,22
	Dez.	5,53	4,75	5,00	8,97	7,13	6,22	6,08	5,57	5,28
2008	Jan.	5,61	4,76	5,01	9,00	7,16	6,24	6,06	5,55	5,27
	Febr.	5,60	4,82	5,04	9,06	7,22	6,28	5,98	5,52	5,31

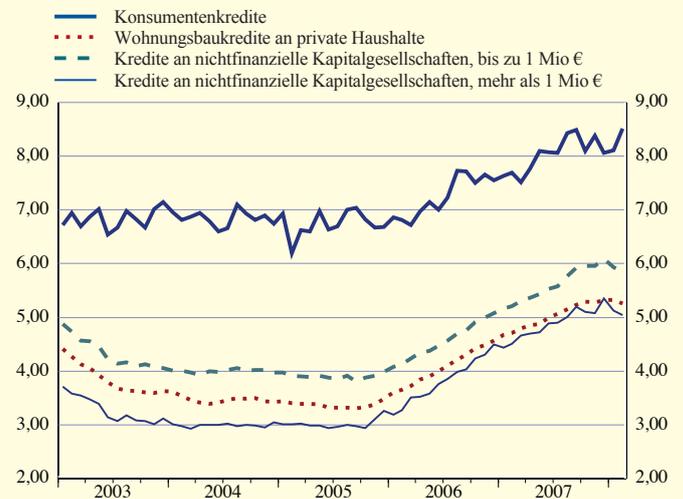
**A21 Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit**

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



**A22 Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr**

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



Quelle: EZB.

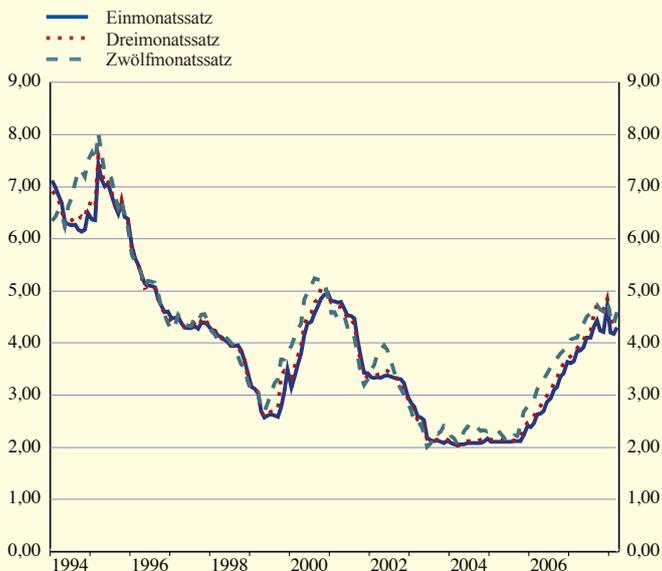
## 4.6 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet <sup>1), 2)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmonatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2007 Q1	3,61	3,71	3,82	3,94	4,09	5,36	0,62
Q2	3,86	3,96	4,07	4,20	4,38	5,36	0,69
Q3	4,05	4,28	4,49	4,56	4,65	5,45	0,89
Q4	3,95	4,37	4,72	4,70	4,68	5,02	0,96
2008 Q1	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,26	0,92
2007 April	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	5,35	0,66
Mai	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	5,36	0,67
Juni	3,96	4,10	4,15	4,28	4,51	5,36	0,73
Juli	4,06	4,11	4,22	4,36	4,56	5,36	0,77
Aug.	4,05	4,31	4,54	4,59	4,67	5,48	0,92
Sept.	4,03	4,43	4,74	4,75	4,72	5,49	0,99
Okt.	3,94	4,24	4,69	4,66	4,65	5,15	0,97
Nov.	4,02	4,22	4,64	4,63	4,61	4,96	0,91
Dez.	3,88	4,71	4,85	4,82	4,79	4,97	0,99
2008 Jan.	4,02	4,20	4,48	4,50	4,50	3,92	0,89
Febr.	4,03	4,18	4,36	4,36	4,35	3,09	0,90
März	4,09	4,30	4,60	4,59	4,59	2,78	0,97
April	3,99	4,37	4,78	4,80	4,82	2,79	0,92

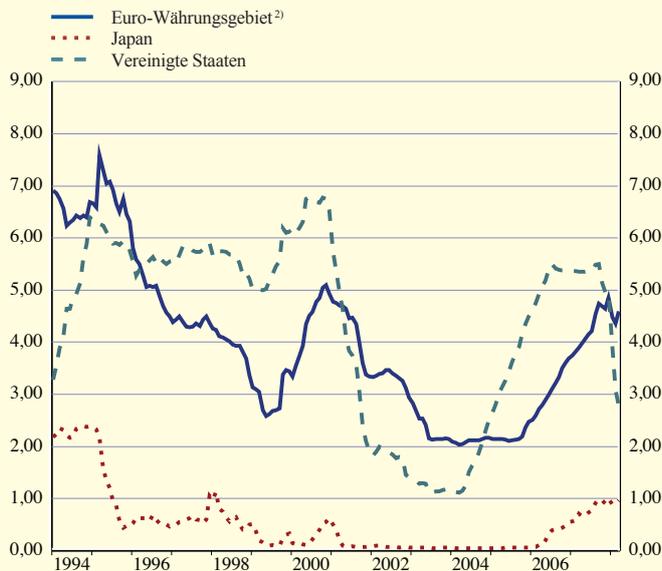
## A23 Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet<sup>2)</sup>

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

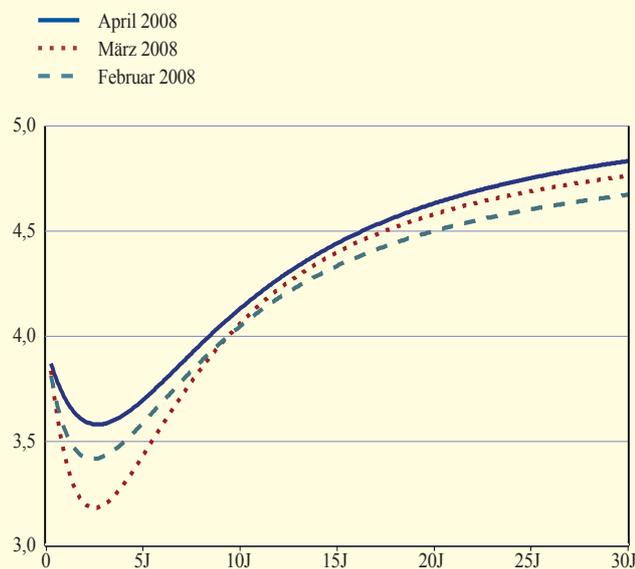
**4.7 Zinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>**

(Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets; Stand am Ende des Berichtszeitraums; Sätze in % p. a.; Spreads in Prozentpunkten)

	Kassazinssätze								Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 3 Monate (Spread)	10 Jahre - 2 Jahre (Spread)	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 Dez.	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 Jan.	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
Febr.	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
März	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
April	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
Mai	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
Juni	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
Juli	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
Aug.	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
Sept.	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
Okt.	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
Nov.	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
Dez.	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 Jan.	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
Febr.	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
März	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
April	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95

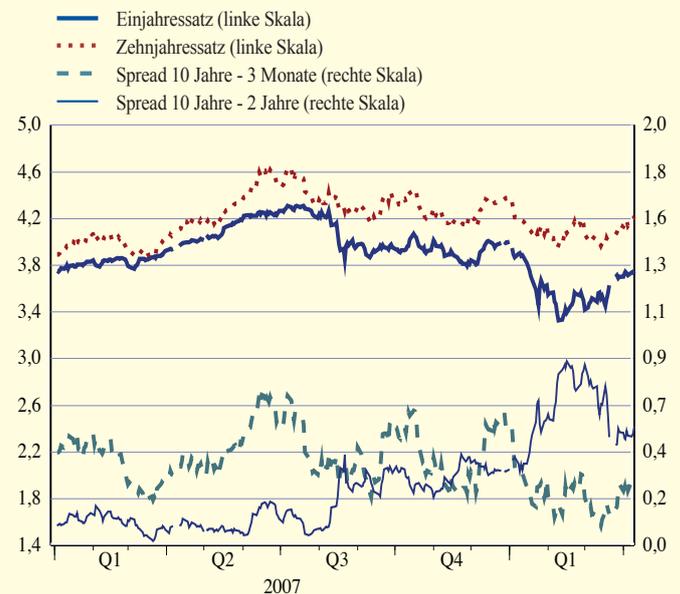
**A25 Kassazinnsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets**

(in % p. a.; Stand am Ende des Berichtszeitraums)



**A26 Kassazinnsätze und Spreads im Euro-Währungsgebiet**

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



Quelle: EZB. Zugrunde liegende Daten von EuroMTS; Bonitätseinstufungen von Fitch Ratings.

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

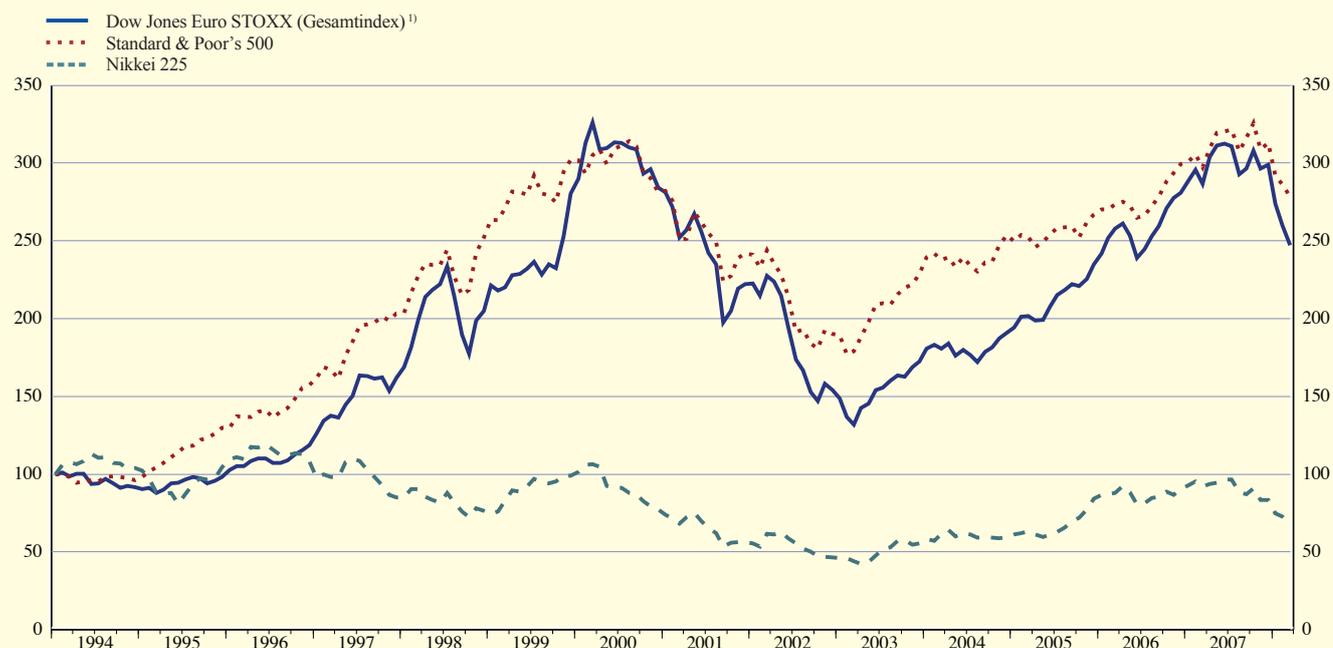
## 4.8 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX <sup>1)</sup>												Vereinigte Staaten Standard & Poor's 500	Japan Nikkei 225
	Benchmark		Hauptbranchen											
	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	
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
2006	357,3	3 795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1 310,5	16 124,0
2007	416,4	4 315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1 476,5	16 984,4
2007 Q1	402,5	4 150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1 424,8	17 363,9
Q2	429,0	4 416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1 496,6	17 678,7
Q3	416,4	4 317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1 489,8	16 907,5
Q4	417,8	4 377,9	567,3	228,3	383,8	455,7	381,2	484,1	406,3	620,0	544,8	509,2	1 494,6	16 002,5
2008 Q1	361,8	3 809,4	520,9	194,0	327,1	412,0	318,1	413,3	339,2	573,3	490,1	454,4	1 351,7	13 372,7
2007 April	421,7	4 330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1 462,7	17 466,5
Mai	431,7	4 444,8	545,5	248,5	374,4	454,1	439,8	514,4	374,5	559,2	476,2	547,7	1 511,3	17 577,7
Juni	433,4	4 470,2	571,9	244,2	380,4	471,1	429,4	529,0	393,1	568,2	473,8	529,9	1 514,5	18 001,4
Juli	431,3	4 449,0	585,9	242,6	384,7	491,4	418,7	529,3	399,8	563,1	467,1	513,1	1 520,9	17 986,8
Aug.	406,4	4 220,6	550,8	227,8	362,5	444,5	393,5	479,0	390,0	544,4	469,2	495,4	1 454,6	16 461,0
Sept.	411,3	4 284,4	569,1	230,1	373,2	461,5	386,3	473,8	414,7	562,7	495,9	503,2	1 496,0	16 233,9
Okt.	427,1	4 430,8	587,6	234,9	394,6	463,8	399,4	492,9	419,5	602,4	527,9	507,6	1 539,7	16 910,4
Nov.	411,4	4 314,9	549,1	225,3	380,2	450,3	369,1	477,1	400,8	624,1	555,0	501,9	1 461,3	15 514,0
Dez.	414,5	4 386,0	564,0	224,1	375,8	452,5	374,0	481,8	397,8	634,9	552,6	518,6	1 480,0	15 520,1
2008 Jan.	380,2	4 042,1	529,7	202,3	338,7	431,4	339,7	426,3	351,2	602,9	528,4	492,9	1 380,3	13 953,4
Febr.	360,6	3 776,6	520,7	194,0	323,8	407,6	311,9	417,7	356,2	573,9	493,2	452,6	1 354,6	13 522,6
März	342,9	3 587,3	511,4	184,7	317,6	395,2	300,8	394,7	308,9	540,2	444,9	414,1	1 317,5	12 586,6
April	359,6	3 768,1	553,9	189,3	324,6	423,2	326,5	406,2	312,8	550,2	449,3	429,6	1 370,5	13 382,1

## A27 Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225

(Januar 1994 = 100; Monatsdurchschnitte)



Quelle: EZB.

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

# PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE



## 5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

### 1. Harmonisierter Verbraucherpreisindex<sup>1)</sup>

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)						Nachrichtlich: Administrierte Preise <sup>2)</sup>	
	Index 2005 = 100	Insgesamt		Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
		Insgesamt ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie											
Gewichte in % <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	87,8	12,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	1,9	3,6
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,6
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,2	2,0
2006 Q4	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,0	0,7	0,6	0,2	-4,2	0,6	1,6	2,7
2007 Q1	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,3	0,1	0,4	1,0	0,7	1,8	2,4
Q2	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,5	0,8	0,2	3,3	0,7	1,9	2,1
Q3	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,5	1,1	0,9	0,2	0,7	0,6	1,9	1,7
Q4	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,6	1,2	0,3	2,9	0,6	3,1	1,8
2007 Nov.	105,8	3,1	2,3	3,4	2,5	0,6	0,8	0,3	0,1	3,4	0,2	3,2	1,8
Dez.	106,2	3,1	2,3	3,4	2,5	0,1	0,6	0,1	0,0	-0,3	0,2	3,3	1,8
2008 Jan.	105,8	3,2	2,3	3,7	2,5	0,4	0,8	0,3	0,0	1,6	0,2	3,4	2,1
Febr.	106,2	3,3	2,4	3,8	2,4	0,2	0,7	-0,3	0,2	0,1	0,2	3,4	2,1
März	107,2	3,6	2,7	4,1	2,8	0,6	0,3	0,7	0,1	2,3	0,5	3,7	2,4
April <sup>4)</sup>		3,3											

	Waren						Dienstleistungen						
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und Dienstleistungen aus dem persönlichen Bereich	Sonstige Dienstleistungen		
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten	
Gewichte in % <sup>3)</sup>	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,1	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
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	
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3	
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2	
2006 Q4	2,9	2,2	4,1	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,3	-2,5	2,4	2,4	
2007 Q1	2,5	2,1	3,1	1,1	1,1	1,1	2,6	2,0	2,9	-2,1	2,8	2,5	
Q2	2,5	2,0	3,3	1,0	1,0	0,5	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,6	
Q3	2,5	2,5	2,4	0,9	1,0	0,7	2,7	2,0	2,4	-1,5	3,0	3,4	
Q4	3,9	4,5	3,1	2,8	1,0	8,1	2,7	2,0	2,6	-2,1	3,0	3,2	
2007 Okt.	3,5	3,8	3,1	2,1	1,1	5,5	2,7	2,0	2,5	-2,1	2,9	3,2	
Nov.	4,0	4,6	3,0	3,2	1,1	9,7	2,7	2,0	2,6	-1,9	3,0	3,2	
Dez.	4,3	5,1	3,1	3,0	1,0	9,2	2,6	2,0	2,8	-2,3	3,0	3,2	
2008 Jan.	4,9	5,9	3,3	3,1	0,7	10,6	2,6	1,9	3,1	-2,9	3,0	3,3	
Febr.	5,2	6,5	3,3	3,1	0,8	10,4	2,5	1,9	3,0	-3,1	3,1	3,2	
März	5,6	6,8	3,8	3,4	0,9	11,2	2,5	1,9	3,3	-1,5	3,7	3,1	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Die EZB-Schätzungen basieren auf Angaben von Eurostat; diese experimentellen Daten liefern nur einen Näherungswert der Preisadministrierung, da Änderungen der administrierten Preise nicht vollständig von anderen Einflüssen getrennt werden können. Eine Erläuterung der bei der Erstellung dieses Indikators verwendeten Methodik findet sich unter [www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html).

3) Bezogen auf den Indexzeitraum 2008.

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

## 5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe										Bauge- werbe <sup>1)</sup>	Preise für Wohnim- mobilien <sup>2)</sup>	Weltmarktpreise für Rohstoffe <sup>3)</sup>	Ölpreise <sup>4)</sup> (€/Bar- rel)	
	Insgesamt (Index 2000=100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie					Insgesamt
			Verar- beitendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsumgüter								
							Zu- sammen	Ge- brauchs- güter	Ver- brauchs- güter						
Gewichte in % <sup>5)</sup>	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	105,8	2,3	2,6	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,5	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	3,1	7,8	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,3	4,1	6,5	19,7	24,8	52,9
2007	119,1	2,8	3,1	3,2	4,8	1,8	2,3	1,9	2,4	1,7	3,9	4,5	3,9	9,2	52,8
2007 Q1	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,6	2,0	1,5	1,2	4,4	-	-5,5	15,7	44,8
Q2	118,5	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,8	1,7	-0,4	4,3	5,0 <sup>6)</sup>	-3,1	13,8	51,0
Q3	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,7	3,5	-	-2,0	6,7	54,2
Q4	121,2	4,0	4,5	3,2	3,7	1,5	3,6	1,9	3,9	7,0	3,1	4,0 <sup>6)</sup>	23,5	1,6	61,0
2008 Q1	123,6	5,4	5,4	3,6	4,1	1,5	4,4	2,3	4,7	11,7	-	-	36,5	11,9	64,2
2007 Nov.	121,6	4,3	4,8	3,2	3,7	1,5	3,7	1,9	4,0	8,1	-	-	26,9	-0,1	62,8
Dez.	121,7	4,4	4,8	3,2	3,5	1,5	3,9	2,0	4,3	8,6	-	-	24,1	1,4	62,8
2008 Jan.	122,7	5,0	5,1	3,4	3,8	1,3	4,2	2,3	4,6	10,8	-	-	37,5	10,4	62,4
Febr.	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,3	2,3	4,7	11,7	-	-	37,2	15,0	64,1
März	124,4	5,7	5,6	3,7	4,2	1,5	4,6	2,5	5,0	12,7	-	-	34,8	10,3	66,1
April											-	-	32,7	5,8	69,8

### 3. Arbeitskosten pro Stunde<sup>7)</sup>

	Insgesamt (saison- bereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Nach ausgewählten Wirtschaftszweigen			Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>8)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Dienstleistungen	
Gewichte in % <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	
2004	113,7	2,5	2,3	3,1	2,9	2,6	2,2	2,1
2005	116,8	2,7	2,7	2,8	2,6	2,4	2,9	2,1
2006	119,7	2,5	2,6	2,2	3,3	2,1	2,1	2,3
2007	122,7	2,5	2,6	2,2	2,6	3,0	2,4	2,2
2006 Q4	120,7	2,1	2,2	1,7	2,7	2,3	1,7	2,5
2007 Q1	121,5	2,2	2,3	2,0	2,5	1,9	2,1	2,0
Q2	122,3	2,6	2,8	2,3	2,9	3,1	2,4	2,3
Q3	123,1	2,5	2,6	2,3	2,2	3,4	2,5	2,2
Q4	124,0	2,7	2,9	2,2	2,8	3,7	2,5	2,1

Quellen: Eurostat, HWWI (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) Baukostenindex für Wohngebäude.

2) Experimentelle Daten auf Grundlage nicht harmonisierter nationaler Quellen (weitere Einzelheiten finden sich auf der Website der EZB).

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 (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.

8) Experimentelle Daten (weitere Einzelheiten finden sich auf der Website der EZB).

**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					
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Handel, Gast- gewerbe, Verkehr und Nachrichten- übermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmens- dienstleister	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Lohnstückkosten<sup>1)</sup></b>								
2004	107,6	0,8	-11,3	-1,2	3,3	0,3	2,2	2,1
2005	108,8	1,1	7,7	-0,6	3,3	0,8	1,6	1,9
2006	109,9	1,0	1,0	-0,6	1,6	0,6	2,2	2,5
2007	111,6	1,5	0,6	-0,6	4,2	0,4	3,3	1,7
2006 Q4	109,9	0,2	-0,5	-1,3	2,0	-0,2	2,0	0,7
2007 Q1	110,9	1,0	0,6	-1,2	1,7	-0,4	3,5	1,9
Q2	111,6	1,4	1,3	0,1	4,8	0,1	3,8	0,7
Q3	111,5	1,4	1,6	-1,3	5,4	0,7	2,8	1,9
Q4	112,1	2,0	-0,3	-0,4	5,0	1,4	3,1	2,3
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>								
2004	110,0	2,1	1,3	2,8	3,0	1,4	1,8	2,4
2005	112,0	1,8	2,0	1,6	2,5	1,7	2,1	1,8
2006	114,5	2,2	1,4	3,3	3,3	1,7	1,8	1,8
2007	117,1	2,3	2,7	2,4	3,4	1,8	2,6	2,1
2006 Q4	115,2	1,8	2,5	2,8	3,4	2,0	2,0	0,3
2007 Q1	116,3	2,4	2,5	2,1	3,7	1,8	3,2	2,3
Q2	116,9	2,2	3,0	2,8	2,6	1,9	2,8	1,4
Q3	117,2	2,2	3,1	2,1	3,5	1,8	2,3	2,1
Q4	118,0	2,5	2,1	2,6	3,5	1,8	2,4	2,6
<b>Arbeitsproduktivität<sup>2)</sup></b>								
2004	102,2	1,3	14,2	4,0	-0,3	1,1	-0,4	0,3
2005	102,9	0,7	-5,3	2,2	-0,8	0,8	0,5	-0,1
2006	104,1	1,2	0,3	3,9	1,7	1,1	-0,4	-0,7
2007	105,0	0,8	2,1	3,0	-0,8	1,3	-0,6	0,4
2006 Q4	104,8	1,6	3,0	4,2	1,3	2,2	0,0	-0,5
2007 Q1	104,9	1,4	1,9	3,3	2,0	2,2	-0,3	0,4
Q2	104,8	0,8	1,7	2,8	-2,1	1,8	-0,9	0,7
Q3	105,1	0,8	1,5	3,4	-1,8	1,0	-0,5	0,3
Q4	105,3	0,5	2,5	3,0	-1,4	0,3	-0,7	0,3

**5. Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts**

	Insgesamt (saison- bereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung			Exporte <sup>3)</sup>	Importe <sup>3)</sup>	
			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates			Bruttoanlage- investitionen
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	109,4	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,0	1,4
2005	111,5	1,9	2,3	2,1	2,5	2,4	2,4	3,6
2006	113,6	1,9	2,3	2,2	1,9	2,7	2,7	3,8
2007	116,1	2,2	2,1	2,0	1,5	2,7	1,3	1,1
2006 Q4	114,4	1,7	1,8	1,9	0,5	2,7	1,8	1,8
2007 Q1	115,1	2,1	1,8	1,8	1,5	3,0	1,3	0,4
Q2	115,9	2,2	1,9	1,8	0,8	2,8	1,4	0,6
Q3	116,3	2,1	2,0	1,8	1,6	2,5	1,0	0,6
Q4	116,9	2,2	2,7	2,6	2,1	2,4	1,5	2,7

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 <sup>1)</sup>		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen	Vorratsveränderungen <sup>2)</sup>	Zusammen	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<b>In jeweiligen Preisen (in Mrd €; saisonbereinigt)</b>									
2004	7 792,6	7 641,6	4 467,7	1 590,8	1 576,0	7,0	151,0	2 849,7	2 698,7
2005	8 075,0	7 967,6	4 634,8	1 654,9	1 664,5	13,3	107,4	3 063,2	2 955,9
2006	8 463,9	8 373,6	4 823,4	1 721,1	1 800,8	28,4	90,3	3 398,9	3 308,7
2007	8 873,2	8 740,3	4 991,2	1 785,0	1 925,9	38,2	132,8	3 650,9	3 518,1
2006 Q4	2 154,6	2 118,6	1 221,0	434,0	463,8	-0,2	36,0	880,7	844,7
2007 Q1	2 185,1	2 153,3	1 227,1	441,2	474,4	10,5	31,8	890,2	858,4
Q2	2 207,1	2 170,2	1 242,6	444,0	477,2	6,4	36,9	904,2	867,3
Q3	2 231,2	2 199,0	1 254,4	448,8	484,1	11,8	32,2	923,6	891,4
Q4	2 249,8	2 217,9	1 267,1	451,0	490,2	9,5	32,0	933,0	901,0
<i>In % des BIP</i>									
2007	100,0	98,5	56,3	20,1	21,7	0,4	1,5	-	-
<b>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise, saisonbereinigt<sup>3)</sup>)</b>									
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>									
2006 Q4	0,8	0,2	0,5	0,5	1,5	-	-	3,3	1,7
2007 Q1	0,7	0,9	0,1	1,0	1,3	-	-	0,8	1,3
Q2	0,3	0,1	0,6	0,2	0,0	-	-	0,9	0,3
Q3	0,7	0,9	0,5	0,6	1,1	-	-	2,0	2,5
Q4	0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,8	-	-	0,6	-0,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>									
2004	2,1	1,9	1,6	1,4	2,4	-	-	7,2	7,0
2005	1,6	1,8	1,6	1,5	3,0	-	-	4,7	5,5
2006	2,8	2,6	1,8	2,0	5,0	-	-	7,9	7,7
2007	2,6	2,2	1,5	2,2	4,3	-	-	6,0	5,2
2006 Q4	3,2	2,4	2,1	2,3	5,5	-	-	9,0	7,1
2007 Q1	3,2	2,9	1,4	2,2	6,3	-	-	6,6	5,9
Q2	2,5	2,0	1,6	2,2	3,5	-	-	6,0	5,0
Q3	2,7	2,1	1,7	2,4	3,9	-	-	7,2	5,9
Q4	2,2	1,9	1,1	1,8	3,2	-	-	4,4	3,8
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>									
2006 Q4	0,8	0,2	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,6	-	-
2007 Q1	0,7	0,9	0,0	0,2	0,3	0,4	-0,2	-	-
Q2	0,3	0,1	0,4	0,0	0,0	-0,3	0,2	-	-
Q3	0,7	0,9	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,1	-	-
Q4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,4	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>									
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,6	1,8	0,9	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,0	0,1	0,2	-	-
2007	2,6	2,2	0,9	0,4	0,9	0,0	0,4	-	-
2006 Q4	3,2	2,4	1,2	0,5	1,1	-0,4	0,8	-	-
2007 Q1	3,2	2,8	0,8	0,5	1,3	0,2	0,3	-	-
Q2	2,5	2,0	0,9	0,5	0,7	-0,1	0,5	-	-
Q3	2,7	2,1	1,0	0,5	0,8	-0,2	0,6	-	-
Q4	2,2	1,9	0,6	0,4	0,7	0,2	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 den Tabellen 7.1.2 und 7.3.1 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>								
2004	6 995,9	153,1	1 434,7	412,9	1 483,9	1 911,4	1 599,9	796,7
2005	7 235,5	141,6	1 467,5	439,9	1 520,3	2 004,2	1 662,0	839,5
2006	7 558,0	138,7	1 531,9	482,8	1 572,0	2 110,3	1 722,4	905,9
2007	7 920,3	150,1	1 614,0	520,3	1 633,2	2 218,9	1 783,8	952,9
2006 Q4	1 921,8	35,3	389,6	125,0	400,4	536,9	434,7	232,8
2007 Q1	1 948,1	35,8	397,2	128,7	403,3	542,8	440,3	236,9
Q2	1 969,9	36,4	402,4	128,9	406,9	551,1	444,3	237,1
Q3	1 995,0	38,6	407,5	130,8	411,3	558,4	448,5	236,2
Q4	2 007,2	39,3	406,9	131,9	411,7	566,6	450,8	242,7
<i>In % der Wertschöpfung</i>								
2007	100,0	1,9	20,4	6,6	20,6	28,0	22,5	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise, saisonbereinigt <sup>1)</sup>)</i>								
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>								
2006 Q4	0,8	0,3	0,9	1,2	0,8	0,9	0,3	1,3
2007 Q1	0,9	1,7	1,1	1,7	0,7	0,8	0,6	-0,5
Q2	0,5	-1,2	0,6	-1,4	0,7	0,7	0,5	-0,9
Q3	0,7	-0,5	1,3	0,3	0,9	0,7	0,3	0,7
Q4	0,4	1,4	0,4	0,2	0,0	0,7	0,2	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2004	2,2	10,9	2,7	0,9	2,3	1,8	1,6	1,0
2005	1,6	-6,1	1,0	1,7	1,6	2,9	1,3	1,5
2006	2,7	-1,1	3,5	4,5	2,6	3,3	1,2	3,1
2007	2,8	1,3	3,6	3,0	3,1	3,1	1,7	0,5
2006 Q4	3,3	0,6	4,1	5,3	3,6	3,7	1,4	2,9
2007 Q1	3,4	2,0	3,7	7,0	3,6	3,6	1,7	1,5
Q2	2,7	0,5	3,3	2,4	3,1	3,0	1,8	0,2
Q3	2,9	0,3	4,0	1,8	3,2	3,2	1,8	0,7
Q4	2,5	1,4	3,5	0,8	2,4	3,0	1,6	-0,4
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>								
2006 Q4	0,8	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2007 Q1	0,9	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	-
Q2	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	-
Q3	0,7	0,0	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	-
Q4	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>								
2004	2,2	0,2	0,6	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005	1,6	-0,1	0,2	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,7	0,0	0,7	0,3	0,6	0,9	0,3	-
2007	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	0,4	-
2006 Q4	3,3	0,0	0,8	0,3	0,8	1,0	0,3	-
2007 Q1	3,4	0,0	0,8	0,4	0,7	1,0	0,4	-
Q2	2,7	0,0	0,7	0,2	0,7	0,8	0,4	-
Q3	2,9	0,0	0,8	0,1	0,7	0,9	0,4	-
Q4	2,5	0,0	0,7	0,1	0,5	0,8	0,4	-

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

	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe								Baugewerbe	
	Gewichte in % <sup>1)</sup>	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie		
				Verarbeitendes Gewerbe	Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter				
								Zusammen	Gebrauchsgüter			Verbrauchsgüter
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	100,0	82,8	82,8	74,8	73,7	29,9	22,2	21,6	3,6	18,0	9,0	17,2
2005	1,3	103,9	1,3	1,3	1,1	0,8	2,9	0,4	-0,9	0,7	1,4	0,4
2006	4,0	108,1	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,5	4,2	2,2	0,8	4,2
2007	3,5	111,8	3,4	4,0	3,9	3,8	5,8	2,4	1,2	2,6	-0,4	3,4
2007 Q1	4,7	110,5	3,9	5,9	5,9	6,7	7,0	3,8	4,5	3,6	-7,6	10,9
Q2	3,0	111,0	2,8	3,3	3,2	3,2	4,8	2,1	1,5	2,2	-0,2	2,7
Q3	3,7	112,6	3,9	4,2	4,1	3,5	6,6	3,0	2,0	3,1	1,3	1,9
Q4	2,7	113,0	3,1	2,6	2,4	1,9	5,0	0,9	-2,7	1,6	5,9	-0,5
2007 Sept.	2,9	112,4	3,3	3,1	2,9	2,8	5,4	1,8	0,6	2,0	3,7	0,5
Okt.	4,4	113,2	4,4	4,0	3,9	3,3	7,1	2,0	0,3	2,3	7,0	3,2
Nov.	2,5	112,8	3,1	2,4	2,1	1,7	4,9	0,7	-3,8	1,5	6,4	-1,4
Dez.	1,1	112,9	1,8	1,4	1,1	0,6	3,0	0,0	-5,0	0,8	4,6	-3,6
2008 Jan.	3,2	113,5	3,4	3,3	3,2	2,3	6,8	1,6	0,2	1,9	3,3	2,7
Febr.	3,5	114,1	3,4	3,2	3,5	2,4	7,2	0,7	-1,1	1,0	4,2	4,4
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>												
2007 Sept.	-1,0	-	-1,0	-1,3	-1,4	-1,5	-1,2	-1,6	-3,9	-1,2	0,4	-0,3
Okt.	1,0	-	0,8	0,7	0,7	0,8	1,1	0,2	0,0	0,3	0,9	1,8
Nov.	-0,6	-	-0,4	-0,5	-0,6	-0,9	-0,2	-0,4	-2,0	-0,2	0,2	-1,7
Dez.	0,2	-	0,1	0,3	0,4	0,7	-0,3	0,1	-0,2	0,2	0,4	-0,1
2008 Jan.	0,9	-	0,7	1,1	1,2	0,8	2,4	0,7	2,4	0,5	-4,3	2,2
Febr.	0,7	-	0,4	0,4	0,6	0,5	1,0	-0,3	-0,5	-0,3	1,1	1,5

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

	Auftragseingang in der Industrie		Umsätze in der Industrie		Einzelhandelsumsätze							Pkw-Neuzulassungen	
	Verarbeitendes Gewerbe <sup>2)</sup> (in jeweiligen Preisen)		Verarbeitendes Gewerbe (in jeweiligen Preisen)		In jeweiligen Preisen	In konstanten Preisen						Insgesamt (saisonbereinigt; in Tsd) <sup>3)</sup>	Insgesamt
	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nahrungsmittel, Getränke, Tabakwaren	Sonstige Waren				
									Textilien, Bekleidung, Schuhe	Haushaltsausstattung			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8			
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,2	106,7	1,2	0,6	1,7	2,3	1,2	939	0,9
2006	119,3	9,3	118,9	7,3	2,9	108,4	1,6	0,3	2,5	2,8	4,4	968	3,0
2007	128,9	8,4	126,1	6,3	2,4	109,4	0,9	-0,3	1,8	3,2	1,8	963	-0,5
2007 Q2	129,4	10,6	125,8	6,3	2,2	109,3	1,0	-0,2	1,8	3,2	2,6	950	-2,6
Q3	129,1	6,6	127,4	6,3	2,6	109,9	1,4	-0,6	2,8	5,7	2,5	965	2,1
Q4	131,9	8,4	127,1	5,2	2,1	109,1	-0,4	-0,8	0,0	0,1	-1,6	981	0,3
2008 Q1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	950	-0,6
2007 Okt.	131,9	11,3	127,5	9,4	3,1	109,4	0,9	0,7	1,3	2,1	-0,1	973	0,9
Nov.	134,3	11,4	128,0	4,6	2,2	108,9	-0,5	-1,1	-0,2	-0,8	-2,3	960	-3,7
Dez.	129,4	2,2	125,9	1,6	1,3	108,9	-1,3	-1,8	-0,8	-1,0	-2,3	1 009	4,1
2008 Jan.	132,3	7,2	132,1	7,4	3,6	109,5	0,7	-1,7	2,4	2,9	0,3	955	-1,3
Febr.	133,1	10,0	131,7	10,0	4,2	109,3	1,0	-0,4	1,8	3,8	-0,8	981	5,7
März	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	913	-4,8
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>													
2007 Okt.	-	2,9	-	0,6	-0,1	-	-0,5	-0,3	-0,6	-3,1	-0,5	-	0,2
Nov.	-	1,8	-	0,4	-0,1	-	-0,5	-0,8	-0,3	-0,6	-0,8	-	-1,3
Dez.	-	-3,7	-	-1,6	0,3	-	0,1	-0,2	0,1	0,3	0,6	-	5,1
2008 Jan.	-	2,3	-	4,9	0,9	-	0,5	0,0	1,0	1,9	0,5	-	-5,4
Febr.	-	0,5	-	-0,3	0,0	-	-0,2	0,0	-0,3	1,0	-0,4	-	2,8
März	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,9

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

1) Im Jahr 2000.

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

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

## 5.2 Produktion und Nachfrage

(soweit nicht anders angegeben, Salden in %<sup>1)</sup>; saisonbereinigt)

### 5. Branchen- und Verbraucherumfragen

	Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>2)</sup> (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe					Vertrauensindikator für die Verbraucher				
		Vertrauensindikator für die Industrie				Kapazitätsauslastung <sup>3)</sup> (in %)	Insgesamt <sup>4)</sup>	Finanzlage in den nächsten 12 Monaten	Wirtschaftliche Lage in den nächsten 12 Monaten	Arbeitslosigkeit in den nächsten 12 Monaten	Ersparnisse in den nächsten 12 Monaten
		Insgesamt <sup>4)</sup>	Auftragsbestand	Fertigwarenlager	Produktionserwartungen						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004	98,7	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,3	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,4	4	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2007 Q1	109,4	6	7	4	14	84,4	-5	-2	-5	6	-8
Q2	111,0	6	8	4	15	84,3	-3	-1	0	2	-7
Q3	108,7	4	5	6	13	84,0	-4	-2	-3	3	-7
Q4	104,3	2	1	7	11	84,0	-8	-4	-10	7	-10
2008 Q1	100,5	0	-1	7	10	83,7	-12	-7	-17	11	-12
2007 Nov.	104,1	3	2	6	12	-	-8	-4	-11	7	-11
Dez.	103,4	2	0	7	11	-	-9	-5	-12	8	-10
2008 Jan.	101,7	1	-1	7	12	83,9	-12	-7	-17	11	-11
Febr.	100,2	0	-2	7	10	-	-12	-7	-18	12	-12
März	99,6	0	-1	7	8	-	-12	-7	-17	11	-13
April	97,1	-2	-5	9	8	83,5	-12	-8	-19	11	-12

	Vertrauensindikator für das Baugewerbe			Vertrauensindikator für den Einzelhandel				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor			
	Insgesamt <sup>4)</sup>	Auftragsbestand	Beschäftigungserwartungen	Insgesamt <sup>4)</sup>	Aktuelle Geschäftslage	Lagerbestand	Erwartete Geschäftslage	Insgesamt <sup>4)</sup>	Geschäftsklima	Nachfrage in den letzten 12 Monaten	Nachfrage in den kommenden 12 Monaten
2004	-12	-19	-4	-8	-12	14	2	11	6	8	18
2005	-7	-11	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	5	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	-1	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2007 Q1	1	-8	9	-1	2	16	12	21	16	21	25
Q2	0	-6	6	2	4	13	14	22	19	22	25
Q3	0	-8	7	1	7	14	11	20	16	20	24
Q4	-3	-11	4	0	4	16	13	15	11	14	20
2008 Q1	-7	-14	-1	-1	2	16	12	10	4	12	15
2007 Nov.	-4	-12	4	2	7	16	15	13	10	12	18
Dez.	-5	-11	2	1	4	17	15	14	9	13	19
2008 Jan.	-6	-13	1	-3	-2	18	10	13	6	12	19
Febr.	-7	-13	-2	1	5	16	14	10	3	13	13
März	-9	-15	-3	1	5	15	11	9	2	11	13
April	-12	-17	-6	-5	-4	18	7	7	1	7	12

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

- 1) Differenz zwischen den prozentualen Anteilen der Umfrageteilnehmer mit positiver und negativer Einschätzung.
- 2) Der Indikator für die konjunkturelle Einschätzung setzt sich aus den Vertrauensindikatoren für die Industrie, den Dienstleistungssektor, die Verbraucher, das Baugewerbe und den Einzelhandel zusammen; der Vertrauensindikator für die Industrie hat dabei einen Gewichtsanteil von 40 %, der Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor besitzt einen Gewichtsanteil von 30 %, der Vertrauensindikator für die Verbraucher wird mit 20 % und die beiden anderen Indikatoren werden mit jeweils 5 % gewichtet. Werte des Indikators für die konjunkturelle Einschätzung über (unter) 100 zeigen ein überdurchschnittliches (unterdurchschnittliches) Konjunkturvertrauen an, berechnet für den Zeitraum von 1990 bis 2007.
- 3) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinanderfolgenden Umfragen dar. Jahresangaben werden anhand von Quartalsdurchschnitten errechnet.
- 4) Die Vertrauensindikatoren werden als einfaches Mittel der aufgeführten Teilkomponenten berechnet. Die Beurteilung der Lagerbestände (Spalte 4 und 17) und der Arbeitslosigkeit (Spalte 10) geht mit umgekehrten Vorzeichen in die Berechnung der Vertrauensindikatoren ein.

## 5.3 Arbeitsmärkte <sup>1)</sup>

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

### 1. Beschäftigung

	Gesamtwirtschaft		Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen					
	Mio (saisonbereinigt)		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleister	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen
Gewichte in % <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,0	15,0	4,1	17,1	7,7	25,4	15,7	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	137,871	0,7	0,7	0,9	-2,9	-1,3	1,2	1,2	2,3	1,3
2005	139,146	0,9	1,0	0,4	-0,9	-1,2	2,5	0,8	2,4	1,4
2006	141,343	1,6	1,7	0,8	-1,4	-0,4	2,8	1,5	3,7	1,8
2007	143,827	1,8	1,9	0,9	-0,8	0,5	3,8	1,7	3,8	1,3
2006 Q4	142,087	1,6	1,7	1,0	-2,6	-0,3	3,9	1,3	3,7	1,8
2007 Q1	142,940	1,8	2,0	0,6	0,1	0,5	5,0	1,3	3,9	1,3
Q2	143,638	1,7	1,9	0,6	-1,0	0,7	4,6	1,3	3,9	1,1
Q3	144,230	1,9	1,9	1,8	-1,1	0,4	3,6	2,2	3,6	1,5
Q4	144,501	1,7	1,9	0,5	-1,2	0,3	2,2	2,1	3,7	1,3
<i>Veränderung gegen Vorquartal in % (saisonbereinigt)</i>										
2006 Q4	0,527	0,4	0,4	0,3	-0,5	0,1	1,5	0,1	0,7	0,4
2007 Q1	0,853	0,6	0,6	0,5	1,2	0,2	1,9	0,5	1,2	0,2
Q2	0,698	0,5	0,5	0,4	-0,6	0,1	0,4	0,8	1,0	0,4
Q3	0,592	0,4	0,4	0,5	-1,1	0,1	-0,2	0,8	0,7	0,5
Q4	0,271	0,2	0,4	-0,9	-0,5	0,0	0,2	0,0	0,8	0,2

### 2. Arbeitslosigkeit

(saisonbereinigt)

	Insgesamt		Nach Alter <sup>3)</sup>				Nach Geschlecht <sup>4)</sup>			
	Mio	In % der Erwerbspersonen	Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen	
			Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen
Gewichte in % <sup>2)</sup>	100,0		78,1		21,9		49,7		50,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,097	8,8	10,157	7,7	2,939	17,0	6,557	7,9	6,540	9,9
2005	13,285	8,8	10,339	7,8	2,946	17,1	6,697	8,0	6,588	9,9
2006	12,509	8,2	9,769	7,2	2,740	16,1	6,213	7,4	6,297	9,3
2007	11,365	7,4	8,890	6,5	2,476	14,8	5,587	6,6	5,778	8,4
2007 Q1	11,615	7,6	9,101	6,7	2,514	15,0	5,697	6,7	5,918	8,7
Q2	11,434	7,5	8,951	6,6	2,483	14,8	5,598	6,6	5,836	8,5
Q3	11,293	7,3	8,837	6,5	2,456	14,6	5,567	6,6	5,726	8,3
Q4	11,119	7,2	8,669	6,3	2,449	14,6	5,486	6,4	5,633	8,2
2008 Q1	10,967	7,1	8,528	6,2	2,438	14,5	5,383	6,3	5,584	8,1
2007 Okt.	11,182	7,3	8,722	6,4	2,460	14,7	5,513	6,5	5,669	8,2
Nov.	11,115	7,2	8,669	6,3	2,445	14,6	5,485	6,4	5,629	8,2
Dez.	11,060	7,2	8,617	6,3	2,443	14,6	5,458	6,4	5,602	8,1
2008 Jan.	11,014	7,1	8,569	6,2	2,445	14,6	5,403	6,3	5,611	8,1
Febr.	10,956	7,1	8,522	6,2	2,434	14,5	5,375	6,3	5,581	8,1
März	10,930	7,1	8,495	6,2	2,436	14,5	5,370	6,3	5,560	8,0

Quelle: Eurostat.

1) 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.

2) Im Jahr 2006.

3) Erwachsene: 25 Jahre und älter; Jugendliche: unter 25 Jahren; gemessen in Prozent der Erwerbspersonen der jeweiligen Altersgruppe.

4) Gemessen in Prozent der erwerbstätigen Männer bzw. Frauen.

# ÖFFENTLICHE FINANZEN



## 6.1 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo<sup>1)</sup> (in % des BIP)

### 1. Euro-Währungsgebiet – Einnahmen

	Ins- gesamt	Laufende Einnahmen									Vermögens- wirksame Einnahmen		Nach- richtlich: Fiska- lische Be- lastung <sup>2)</sup>	
		Direkte Steuern			Indirekte Steuern		Sozial- beiträge		Verkäufe	Vermö- gens- wirksame Steuern				
		Private Haushalte	Kapital- gesell- schaften	Einnahmen von EU-Institutionen	Arbeit- geber	Arbeit- nehmer								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,5	46,2	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,5	12,3	9,2	2,7	13,5	0,5	15,6	8,1	4,7	2,2	0,2	0,3	41,7
2002	45,2	44,8	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	8,8	2,3	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,0
2004	44,6	44,1	11,3	8,5	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,9	44,4	11,6	8,6	2,6	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,0
2006	45,5	45,2	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,4	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,6
2007	45,7	45,4	12,5	9,0	3,2	13,9	0,3	15,2	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,9

### 2. Euro-Währungsgebiet – Ausgaben

	Ins- gesamt	Laufende Ausgaben							Vermögens- wirksame Ausgaben			Nach- richtlich: Primäraus- gaben <sup>3)</sup>		
		Zu- sammen	Arbeitnehmer- entgelte	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Laufende Übertra- gungen	Sozialaus- gaben	Subven- tionen	Investi- tionen	Vermö- gens- transfers				
											Gezahlt von EU-Institu- tionen			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	46,5	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,7	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,6
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,1	3,0	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,8	43,0	10,2	5,0	2,9	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2007	46,3	42,5	10,1	5,0	3,0	24,5	21,7	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,3

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

	Finanzierungssaldo					Primär- saldo	Konsumausgaben des Staates <sup>4)</sup>						Kollektiv- verbrauch	Individual- verbrauch
	Ins- gesamt	Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- siche- rung		Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelt	Vorlei- stungen	Sachtransfers über Markt- produzenten	Abschrei- bungen	Verkäufe (minus)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,8	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,5	3,9	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,8	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3
2007	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,5	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,2

### 4. Länder des Euro-Währungsgebiets – Finanzierungssaldo<sup>5)</sup>

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	0,0	-3,8	1,4	-7,4	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,6	-1,7	-3,7	-3,4	-2,3	2,4
2005	-2,3	-3,4	1,6	-5,1	1,0	-2,9	-4,2	-2,4	-0,1	-3,0	-0,3	-1,5	-6,1	-1,5	2,9
2006	0,3	-1,6	3,0	-2,6	1,8	-2,4	-3,4	-1,2	1,3	-2,5	0,5	-1,5	-3,9	-1,2	4,1
2007	-0,2	0,0	0,3	-2,8	2,2	-2,7	-1,9	3,3	2,9	-1,8	0,4	-0,5	-2,6	-0,1	5,3

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

- Die Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die 15 Euro-Länder. Daten zu Einnahmen, Ausgaben und dem Finanzierungssaldo basieren auf dem ESGV 95. Einschließlich Transaktionen, die den EU-Haushalt betreffen; konsolidierte Angaben. Transaktionen zwischen den Mitgliedstaaten sind nicht konsolidiert.
- Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.
- Umfassen Gesamtausgaben abzüglich Zinsausgaben.
- Entsprechen Konsumausgaben (P.3) der öffentlichen Haushalte im ESGV 95.
- Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen und aus Swap- sowie Zinstermingeschäften.

## 6.2 Verschuldung<sup>1)</sup> (in % des BIP)

### 1. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldarten und Gläubigergruppen

	Insgesamt	Schuldart				Gläubiger				
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Inländische Gläubiger <sup>2)</sup>				Sonstige Gläubiger <sup>3)</sup>
						Zusammen	MFIs	Sonstige finanzielle Kapital- gesellschaften	Sonstige Sektoren	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1998	72,8	2,7	15,2	5,3	49,5	52,4	26,5	14,5	11,4	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,3	50,5	48,8	25,4	13,8	9,7	23,2
2000	69,3	2,7	13,1	3,7	49,7	44,2	22,0	12,4	9,8	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,4	26,2
2002	68,0	2,7	11,8	4,5	49,0	40,2	19,3	10,7	10,1	27,9
2003	69,2	2,1	12,4	5,0	49,7	39,4	19,5	11,2	8,7	29,7
2004	69,6	2,2	11,9	5,0	50,5	37,6	18,4	10,8	8,3	32,0
2005	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	35,5	17,2	11,1	7,2	34,7
2006	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5	33,8	17,5	9,4	6,9	34,6
2007	66,4	2,2	10,8	4,3	49,1	32,3	17,0	8,5	6,9	34,1

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

	Insgesamt	Schuldner <sup>4)</sup>				Ursprungslaufzeit			Restlaufzeit			Währung	
		Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- siche- rung	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabler Zinssatz	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Mitglied- staats <sup>5)</sup>	Sonstige Währun- gen
1998	72,8	61,1	6,1	5,2	0,4	8,2	64,6	7,8	15,5	26,4	30,9	71,0	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	6,8	13,6	27,9	30,6	69,9	2,2
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,7	6,1	13,4	27,8	28,0	67,3	1,9
2001	68,2	57,0	6,1	4,7	0,4	7,0	61,2	5,2	13,7	26,5	28,0	66,5	1,7
2002	68,0	56,6	6,3	4,7	0,4	7,6	60,4	5,1	15,3	25,0	27,7	66,6	1,5
2003	69,2	57,0	6,5	5,1	0,6	7,8	61,4	5,0	14,8	25,8	28,6	68,0	1,1
2004	69,6	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,7	14,7	26,2	28,7	68,5	1,1
2005	70,2	57,7	6,7	5,3	0,5	7,9	62,3	4,6	14,9	25,7	29,6	68,9	1,2
2006	68,5	56,0	6,5	5,4	0,5	7,5	61,0	4,5	14,4	24,5	29,6	67,5	1,0
2007	66,4	54,3	6,3	5,3	0,5	7,5	58,9	4,2	14,2	23,4	28,8	65,6	0,8

### 3. Länder des Euro-Währungsgebiets

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	94,2	65,6	29,5	98,6	46,2	64,9	103,8	70,2	6,3	72,6	52,4	63,8	58,3	27,6	44,1
2005	92,1	67,8	27,4	98,0	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	70,4	52,3	63,5	63,6	27,5	41,3
2006	88,2	67,6	25,1	95,3	39,7	63,6	106,5	64,8	6,6	64,2	47,9	61,8	64,7	27,2	39,2
2007	84,9	65,0	25,4	94,5	36,2	64,2	104,0	59,8	6,8	62,6	45,4	59,1	63,6	24,1	35,4

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

- 1) Die Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die 15 Euro-Länder. Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert nach Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates. Verbindlichkeiten gegenüber öffentlichen Haushalten gebietsfremder Staaten sind nicht konsolidiert. Daten teilweise geschätzt.
- 2) Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- 3) Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- 4) Konsolidiert um Schuldverhältnisse innerhalb der öffentlichen Haushalte eines Mitgliedstaats.
- 5) Vor 1999 einschließlich Schuldtiteln, die auf ECU, Landeswährung oder eine der Währungen der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, lauten.

**6.3 Veränderung der Verschuldung <sup>1)</sup>**  
(in % des BIP)

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

	Ins- gesamt	Ursache der Veränderung				Schuldarten				Gläubiger			
		Nettoneuverschuldung <sup>2)</sup>	Bewertungseffekte <sup>3)</sup>	Sonstige Volumensänderungen <sup>4)</sup>	Aggregations-effekte <sup>5)</sup>	Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Inländische Gläubiger <sup>6)</sup>	Sonstige Gläubiger <sup>7)</sup>		
											MFI's	Sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,8	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,7	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,7	3,9
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,5	0,0	1,1	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,9	0,1	0,3	-0,5	1,0

**2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments**

Schuldenstandsänderung	Finanzierungs-saldo <sup>8)</sup>	Deficit-Debt-Adjustments <sup>9)</sup>												
		Ins-gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)								Bewertungseffekte	Wechselkurseffekte	Sonstige Volumensänderungen	Sonstige <sup>10)</sup>
			Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Wertpapiere <sup>11)</sup>	Aktien und sonstige Anteilsrechte	Privatisierungen	Kapitalzuführungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,9	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2006	1,5	-1,3	0,1	0,4	0,4	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3
2007	1,1	-0,6	0,4	0,5	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1

Quelle: EZB.

- Die Daten beziehen sich auf die 15 Euro-Länder und sind teilweise geschätzt. Jährliche Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert in % des BIP: [Verschuldung (t) - Verschuldung (t-1)] / BIP (t).
- Die Nettoverschuldung entspricht per Definition dem Saldo der Transaktionen in Schuldtiteln.
- Neben den Auswirkungen von Wechselkurschwankungen auch einschließlich der Effekte aus der Bewertung zum Nennwert (z. B. Agios oder Disagios auf emittierte Wertpapiere).
- Umfassen insbesondere den Einfluss von Reklassifizierungen von institutionellen Einheiten und bestimmter Arten von Schuldenübernahmen.
- 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.
- Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen.
- Differenz zwischen der jährlichen Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert und dem Defizit in % des BIP.
- Umfassen hauptsächlich Transaktionen in sonstigen Aktiva und Passiva (Handelskredite, sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten und Finanzderivate).
- Ohne Finanzderivate.

## 6.4 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis<sup>1)</sup>

(in % des BIP)

### 1. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Einnahmen

	Insgesamt	Laufende Einnahmen					Vermögenswirksame Einnahmen		Nachrichtlich: Fiskalische Belastung <sup>2)</sup>	
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Sozialbeiträge	Verkäufe	Vermögenseinkommen	Vermögenswirksame Steuern			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 Q4	49,0	48,6	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	43,9
2002 Q1	41,8	41,4	10,1	12,7	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,4
2002 Q2	45,5	45,0	12,5	12,7	15,5	1,9	1,5	0,5	0,3	41,0
2002 Q3	43,4	43,0	11,1	12,7	15,4	1,9	0,8	0,4	0,3	39,5
2002 Q4	49,1	48,5	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 Q1	41,9	41,4	9,7	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,3
2003 Q2	45,9	44,4	12,0	12,7	15,7	2,0	1,3	1,5	1,2	41,6
2003 Q3	42,8	42,3	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
2003 Q4	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 Q1	41,3	40,8	9,5	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	37,9
2004 Q2	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	0,9	0,8	0,6	41,0
2004 Q3	42,6	42,1	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
2004 Q4	49,3	48,3	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	43,9
2005 Q1	41,9	41,4	9,9	12,9	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,3
2005 Q2	44,6	44,0	11,8	13,2	15,2	2,0	1,0	0,6	0,3	40,5
2005 Q3	43,2	42,6	11,0	12,9	15,2	2,0	0,8	0,7	0,3	39,4
2005 Q4	49,4	48,6	13,4	14,3	16,1	2,9	0,9	0,8	0,3	44,1
2006 Q1	42,5	42,0	10,2	13,3	15,2	1,7	0,8	0,5	0,3	38,9
2006 Q2	45,7	45,3	12,5	13,6	15,2	2,0	1,2	0,5	0,3	41,6
2006 Q3	43,5	43,0	11,4	12,9	15,2	1,9	0,8	0,5	0,3	39,8
2006 Q4	49,8	49,1	14,2	14,4	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,8
2007 Q1	42,4	42,0	10,3	13,5	14,9	1,6	0,9	0,4	0,3	39,0
2007 Q2	46,3	45,8	13,1	13,6	15,2	1,9	1,2	0,4	0,3	42,1
2007 Q3	43,8	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
2007 Q4	49,8	49,3	14,5	14,2	15,9	2,8	0,9	0,6	0,3	44,9

### 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
2001 Q4	51,1	46,2	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-2,1	1,5
2002 Q1	46,1	42,7	10,3	4,3	3,7	24,5	21,1	1,3	3,4	2,0	1,5	-4,3	-0,6
2002 Q2	46,5	43,1	10,3	4,9	3,5	24,3	21,1	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,1	2,5
2002 Q3	46,7	43,1	10,0	4,7	3,5	24,8	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
2002 Q4	50,8	46,4	11,0	5,7	3,3	26,3	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 Q1	46,8	43,3	10,3	4,5	3,5	25,0	21,5	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
2003 Q2	47,2	43,7	10,4	4,8	3,4	25,1	21,7	1,3	3,6	2,4	1,2	-1,4	2,0
2003 Q3	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,0	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
2003 Q4	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 Q1	46,4	43,0	10,3	4,6	3,1	24,9	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
2004 Q2	46,6	43,3	10,4	4,9	3,3	24,8	21,4	1,3	3,3	2,3	1,0	-1,7	1,6
2004 Q3	46,0	42,6	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-0,2
2004 Q4	51,0	45,8	11,0	5,7	2,9	26,2	22,7	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,7	1,2
2005 Q1	46,8	43,1	10,2	4,7	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,9	-4,9	-1,8
2005 Q2	46,3	42,9	10,2	5,0	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
2005 Q3	45,7	42,3	9,9	4,8	2,9	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,5	0,5
2005 Q4	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,6	1,4	4,8	3,1	1,7	-1,3	1,4
2006 Q1	45,4	42,3	10,1	4,5	2,9	24,8	21,2	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
2006 Q2	45,7	42,5	10,3	4,9	3,1	24,2	21,2	1,1	3,3	2,3	1,0	0,0	3,1
2006 Q3	45,3	41,8	9,8	4,7	2,9	24,4	21,1	1,2	3,5	2,5	1,0	-1,8	1,1
2006 Q4	50,6	45,2	10,7	5,8	2,7	25,9	22,3	1,3	5,4	3,3	2,2	-0,8	1,9
2007 Q1	44,6	41,4	9,9	4,5	2,9	24,1	20,6	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,8
2007 Q2	45,0	41,8	10,0	4,9	3,2	23,8	20,8	1,1	3,2	2,4	0,9	1,3	4,4
2007 Q3	44,7	41,2	9,6	4,7	2,9	24,0	20,8	1,2	3,5	2,6	0,9	-0,9	2,0
2007 Q4	50,6	45,2	10,7	5,8	2,8	25,9	22,2	1,4	5,3	3,4	2,0	-0,7	2,0

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

- 1) Die Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die 15 Euro-Länder. Daten zu Einnahmen, Ausgaben und zum Finanzierungssaldo basieren auf dem ESGV 95. Ohne Transaktionen zwischen dem EU-Haushalt und Einheiten außerhalb des Staatssektors. Ansonsten stimmen die vierteljährlichen Daten abgesehen von Unterschieden im Hinblick auf den Datenstand zum jeweiligen Übermittlungszeitpunkt mit den Jahresdaten überein. Die Daten sind nicht saisonbereinigt.
- 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 Schuldarten<sup>2)</sup>**

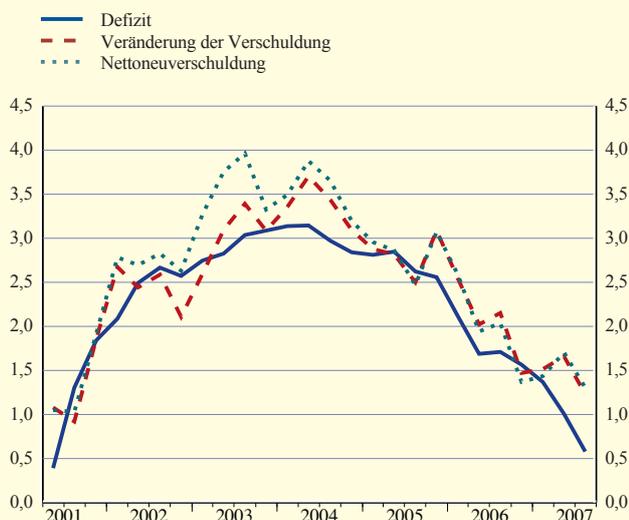
		Insgesamt 1	Schuldarten			
			Bargeld und Einlagen 2	Kredite 3	Kurzfristige Wertpapiere 4	Langfristige Wertpapiere 5
2005	Q1	70,9	2,2	12,0	5,2	51,5
	Q2	71,5	2,3	11,7	5,2	52,3
	Q3	71,1	2,4	11,8	5,2	51,8
	Q4	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006	Q1	70,6	2,5	11,7	4,9	51,4
	Q2	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
	Q3	70,1	2,5	11,6	4,7	51,3
	Q4	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5
2007	Q1	68,9	2,4	11,4	4,8	50,2
	Q2	69,0	2,2	11,2	5,1	50,6
	Q3	68,1	2,1	11,0	5,2	49,7
	Q4	66,4	2,2	10,8	4,3	49,1

**2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments**

		Schuldenstandsänderung 1	Finanzierungssaldo 2	Deficit-Debt-Adjustments							Nachrichtlich: Nettoverschuldung 11	
				Insgesamt 3	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)					Bewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen 9		Sonstige 10
					Zusammen 4	Bargeld und Einlagen 5	Kredite 6	Wertpapiere 7	Aktien und sonstige Anteilsrechte 8			
2005	Q1	7,3	-4,9	2,4	2,4	1,3	0,3	0,3	0,5	-0,1	0,0	7,3
	Q2	5,4	-1,7	3,7	3,3	2,5	0,0	0,3	0,5	0,1	0,3	5,3
	Q3	0,6	-2,5	-1,9	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,1	0,4	0,5
	Q4	-0,6	-1,3	-2,0	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	-1,5	-0,6
2006	Q1	4,8	-2,9	1,9	1,3	1,0	0,1	0,7	-0,5	-0,4	1,0	5,2
	Q2	3,3	0,0	3,3	3,2	2,5	0,0	0,4	0,2	0,6	-0,5	2,6
	Q3	1,2	-1,8	-0,6	-0,8	-0,7	-0,1	0,2	-0,2	0,2	0,1	1,0
	Q4	-3,1	-0,8	-3,9	-2,1	-1,2	-0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-1,7	-3,0
2007	Q1	5,1	-2,2	2,9	2,0	1,0	0,1	0,6	0,2	-0,1	1,0	5,2
	Q2	3,7	1,3	5,0	4,7	4,1	0,0	0,5	0,1	0,1	0,1	3,6
	Q3	-0,6	-0,9	-1,5	-1,6	-2,1	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,6
	Q4	-3,6	-0,7	-4,3	-2,9	-2,0	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1	-1,4	-3,5

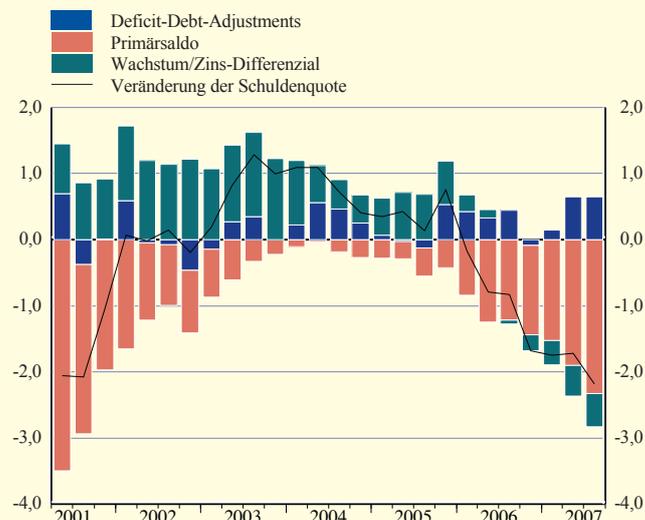
**A28 Defizit, Nettoneverschuldung und Veränderung der Verschuldung**

(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 Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die 15 Euro-Länder.

2) Die Bestandsdaten in Quartal t sind ausgedrückt in Prozent der Summe des BIP in Quartal t und den drei vorangegangenen Quartalen.



# AUSSENWIRTSCHAFT

## 7.1 Zahlungsbilanz – Gesamtübersicht <sup>1)</sup> (in Mrd €; Nettotransaktionen)

	Leistungsbilanz					Ver- mögens- übertra- gungen	Finanz- ierungssaldo gegenüber der übrigen Welt (Spalte 1+6)	Kapitalbilanz					Rest- posten	
	Ins- gesamt	Waren- handel	Dienst- leistun- gen	Erwerbs- und Ver- mögens- ein- kommen	Laufende Übertra- gungen			Ins- gesamt	Direkt- investi- tionen	Wert- papier- anlagen	Finanz- derivate	Übriger Kapital- verkehr		Wäh- rungs- reserven
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	18,1	48,3	37,3	5,4	-72,9	11,4	29,5	9,2	-216,4	131,4	-18,2	94,6	17,8	-38,8
2006	-1,3	19,2	42,3	15,1	-77,9	9,2	7,9	112,4	-144,7	266,3	2,4	-10,3	-1,4	-120,3
2007	26,4	55,6	51,5	3,0	-83,6	14,1	40,5	102,8	-94,8	253,9	-110,1	58,9	-5,2	-143,3
2006 Q4	18,9	16,2	8,2	10,6	-16,2	4,6	23,5	-29,6	-50,9	117,7	-3,3	-90,4	-2,6	6,1
2007 Q1	3,7	8,6	9,4	6,9	-21,3	4,6	8,4	29,4	-14,3	142,6	-15,2	-82,2	-1,4	-37,8
Q2	-2,0	20,1	14,0	-19,4	-16,7	2,1	0,1	49,8	-57,9	90,4	-19,7	41,4	-4,4	-50,0
Q3	13,6	17,1	17,2	5,0	-25,6	1,6	15,2	97,5	-40,9	65,1	-26,8	104,4	-4,3	-112,7
Q4	11,0	9,7	10,9	10,4	-20,1	5,8	16,8	-74,0	18,2	-44,2	-48,3	-4,7	4,9	57,2
2007 Febr.	-3,7	2,5	3,2	2,8	-12,1	1,2	-2,5	9,1	-0,4	22,6	-6,5	-6,1	-0,6	-6,6
März	9,4	10,2	4,5	2,7	-7,9	1,2	10,6	-26,8	-2,4	76,8	-3,8	-99,4	2,0	16,2
April	-2,5	4,9	3,7	-3,4	-7,7	0,6	-1,9	51,8	-5,1	6,5	-9,5	61,4	-1,6	-49,8
Mai	-13,2	4,0	3,8	-16,0	-5,0	1,5	-11,7	7,0	-25,9	11,3	-1,9	24,3	-0,8	4,7
Juni	13,7	11,2	6,5	0,0	-4,0	0,0	13,8	-9,0	-26,9	72,6	-8,3	-44,3	-2,0	-4,8
Juli	6,3	7,8	5,6	0,7	-7,7	0,9	7,2	48,0	-0,1	20,6	-12,9	43,4	-3,0	-55,3
Aug.	1,1	3,6	4,3	1,6	-8,5	0,2	1,3	66,5	0,5	3,8	-5,2	66,2	1,1	-67,8
Sept.	6,2	5,7	7,2	2,8	-9,4	0,4	6,7	-17,0	-41,2	40,7	-8,8	-5,2	-2,4	10,3
Okt.	4,6	6,9	4,1	3,6	-10,0	1,3	6,0	-49,1	29,5	-44,1	-6,0	-28,6	0,0	43,2
Nov.	3,6	5,1	3,5	1,7	-6,6	1,0	4,7	-1,6	9,5	9,9	-31,4	10,1	0,2	-3,0
Dez.	2,7	-2,3	3,3	5,1	-3,4	3,5	6,1	-23,2	-20,8	-10,1	-11,0	13,9	4,7	17,1
2008 Jan.	-17,9	-7,3	2,6	-3,2	-10,1	2,4	-15,5	27,3	-29,9	49,3	-13,0	27,7	-6,8	-11,7
Febr.	5,0	2,9	3,6	3,3	-4,9	2,3	7,3	-9,9	-13,8	34,8	2,4	-38,0	4,7	2,6
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>														
2008 Febr.	19,1	52,8	52,9	-1,2	-85,3	15,4	34,6	63,8	-126,7	272,2	-109,1	31,4	-3,9	-98,4

## A30 Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz (in Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Eine Erklärung der Vorzeichenregelung findet sich in den „Erläuterungen“.

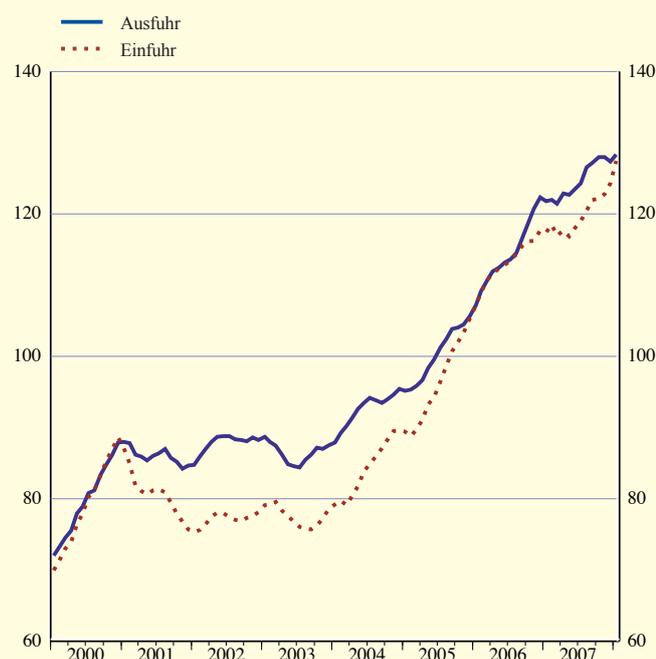
**7.2 Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen**  
(in Mrd €; Transaktionen)

**1. Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen – Gesamtübersicht**

	Leistungsbilanz												Vermögensübertragungen		
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Erwerbs- und Vermögenseinkommen		Laufende Übertragungen					
	Einnahmen	Ausgaben	Saldo	Ausfuhr	Einfuhr	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben		Einnahmen	Ausgaben	
											Heimatüberweisungen der Gastarbeiter	Heimatüberweisungen der Gastarbeiter			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2005	2 090,7	2 072,6	18,1	1 220,3	1 172,0	405,9	368,5	378,7	373,3	85,8	5,3	158,8	14,6	24,3	12,9
2006	2 401,1	2 402,4	-1,3	1 391,2	1 372,0	437,0	394,8	483,7	468,6	89,2	5,4	167,0	16,9	23,7	14,5
2007	2 639,4	2 613,0	26,4	1 503,6	1 448,1	494,8	443,3	550,8	547,8	90,2	6,1	173,8	20,1	25,7	11,6
2006 Q4	646,8	627,9	18,9	374,4	358,2	112,0	103,8	131,9	121,2	28,6	1,4	44,7	4,7	8,9	4,3
2007 Q1	627,5	623,7	3,7	361,5	352,8	111,4	101,9	127,6	120,6	27,0	1,4	48,3	4,6	7,7	3,1
Q2	656,0	658,0	-2,0	373,6	353,5	120,2	106,2	142,7	162,0	19,5	1,6	36,2	4,9	4,6	2,5
Q3	665,5	651,9	13,6	376,1	359,0	135,4	118,2	137,6	132,6	16,4	1,7	42,1	5,2	4,3	2,8
Q4	690,3	679,4	11,0	392,4	382,7	127,8	116,9	142,9	132,6	27,1	1,4	47,2	5,3	9,1	3,2
2007 Dez.	228,7	226,0	2,7	116,8	119,0	43,7	40,4	51,8	46,7	16,4	.	19,9	.	4,8	1,4
2008 Jan.	213,4	231,3	-17,9	124,7	131,9	37,5	34,9	44,3	47,4	7,0	.	17,1	.	3,3	1,0
Febr.	230,8	225,8	5,0	131,4	128,5	37,7	34,0	46,2	42,9	15,5	.	20,4	.	3,0	0,7
	Saisonbereinigt														
2006 Q4	631,5	627,4	4,1	367,2	353,6	111,8	102,3	129,1	127,3	23,4	.	44,2	.	.	.
2007 Q1	639,8	630,4	9,3	366,3	351,6	120,7	106,7	130,6	130,3	22,1	.	41,8	.	.	.
Q2	652,2	642,0	10,1	372,7	354,5	121,1	110,1	136,1	136,9	22,3	.	40,5	.	.	.
Q3	675,5	665,7	9,8	384,4	368,7	125,7	111,6	144,0	141,7	21,5	.	43,8	.	.	.
Q4	669,8	673,6	-3,8	380,8	374,7	127,2	114,6	140,3	138,5	21,6	.	45,9	.	.	.
2007 Sept.	227,1	224,9	2,2	128,9	124,5	42,4	37,1	48,9	48,6	7,0	.	14,6	.	.	.
Okt.	225,2	222,7	2,5	128,3	122,7	41,7	37,6	48,3	46,4	6,9	.	15,9	.	.	.
Nov.	224,3	223,4	0,9	128,0	124,2	42,9	38,0	47,5	47,4	5,9	.	13,7	.	.	.
Dez.	220,3	227,5	-7,2	124,4	127,8	42,6	38,9	44,5	44,6	8,8	.	16,2	.	.	.
2008 Jan.	225,6	233,6	-7,9	131,4	129,6	40,8	36,0	47,6	51,7	5,8	.	16,2	.	.	.
Febr.	236,0	231,7	4,3	133,3	130,2	41,6	36,5	50,3	49,8	10,8	.	15,2	.	.	.

**A31 Zahlungsbilanz – Warenhandel**

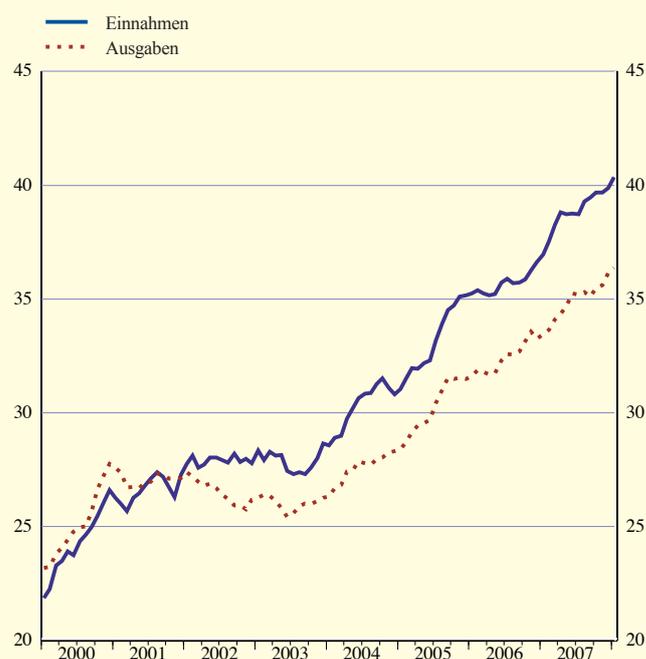
(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

**A32 Zahlungsbilanz – Dienstleistungen**

(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



## 7.2 Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen (in Mrd €)

### 2. Erwerbs- und Vermögenseinkommen

(Transaktionen)

	Erwerbs-einkommen		Vermögenseinkommen													
	Ein-nahmen	Ausgaben	Zusammen		Direktinvestitionen						Wertpapieranlagen				Übrige Vermögens-einkommen	
			Ein-nahmen	Ausgaben	Beteiligungskapital			Kredite			Aktien und Investmentzertifikate		Schuld-verschreibungen		Ein-nahmen	Ausgaben
					Einnahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
Rein-vestierte Gewinne	Rein-vestierte Gewinne	9	10	11											12	13
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2004	15,3	7,7	276,3	294,1	99,3	36,6	78,7	31,7	12,9	12,6	23,8	54,2	72,8	75,5	67,4	73,0
2005	15,7	9,3	363,1	364,0	140,2	38,5	97,6	-14,3	15,4	14,4	31,5	69,4	82,2	81,1	93,8	101,5
2006	16,5	10,0	467,2	458,6	171,4	36,8	106,0	39,0	19,7	17,3	39,1	99,2	102,2	85,6	134,7	150,5
2006 Q4	4,3	2,6	127,6	118,7	47,8	10,3	28,4	8,8	5,5	5,0	8,2	19,0	28,2	23,1	37,9	43,2
2007 Q1	4,2	2,0	123,4	118,6	39,7	18,4	27,0	6,5	5,5	4,8	9,8	18,3	27,9	24,1	40,4	44,4
Q2	4,2	2,6	138,5	159,4	44,4	6,2	27,7	1,0	6,3	5,4	15,2	52,5	28,9	26,4	43,7	47,5
Q3	4,3	3,2	133,3	129,4	40,4	16,4	23,5	10,7	5,9	5,0	10,9	23,9	30,4	26,7	45,7	50,2
Q4	4,6	2,7	138,3	129,8	44,0	12,2	22,4	0,7	6,9	5,5	9,0	20,8	30,8	28,9	47,5	52,2

### 3. Geografische Aufschlüsselung

(kumulierte Transaktionen)

	Ins-gesamt	EU 27 (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)						Brasi-lien	Kanada	China	Indien	Japan	Russ-land	Schweiz	Ver-einigte Staaten	Andere
		Ins-gesamt	Däne-mark	Schwe-den	Verein-igtes König-reich	Andere EU-Mitglied-staaten	EU-Insti-tutionen									
Q1 2007 bis Q4 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Einnahmen</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	2 639,4	1 005,3	54,6	84,9	531,4	275,7	58,8	32,3	34,7	76,2	30,6	57,0	87,9	171,6	410,1	733,6
Warenhandel	1 503,6	545,2	34,4	55,0	236,7	219,0	0,0	18,3	18,3	60,1	22,9	34,0	67,3	84,8	194,9	457,7
Dienstleistungen	494,8	174,8	9,8	13,4	117,9	28,1	5,7	5,2	7,0	13,1	5,9	10,8	11,2	48,0	84,0	134,8
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	550,8	219,4	9,7	15,2	162,4	25,7	6,5	8,7	8,7	2,8	1,8	11,7	9,2	32,8	123,2	132,5
Vermögenseinkommen	533,5	213,5	9,6	15,1	160,4	25,5	2,9	8,6	8,6	2,7	1,8	11,7	9,2	26,3	121,5	129,7
Laufende Übertragungen	90,2	65,9	0,7	1,3	14,4	2,8	46,5	0,2	0,7	0,2	0,0	0,5	0,2	6,0	8,0	8,5
<b>Vermögensübertragungen</b>	25,7	22,3	0,0	0,1	1,1	0,1	20,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,7	2,2
<b>Ausgaben</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	2 613,0	865,2	44,1	80,5	427,1	214,2	99,2	-	29,2	-	-	95,0	-	166,6	361,2	-
Warenhandel	1 448,1	423,8	28,1	50,5	174,1	171,2	0,0	24,9	12,9	164,4	18,4	56,1	90,2	74,4	135,2	447,7
Dienstleistungen	443,3	142,2	9,5	11,2	92,1	29,2	0,2	4,2	6,8	10,4	3,9	8,1	8,2	35,4	91,9	132,2
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	547,8	190,1	5,9	17,4	149,7	9,7	7,4	-	7,5	-	-	30,4	-	51,1	126,7	-
Vermögenseinkommen	537,2	183,7	5,8	17,3	148,3	4,9	7,4	-	7,4	-	-	30,3	-	50,6	125,6	-
Laufende Übertragungen	173,8	109,1	0,7	1,5	11,1	4,2	91,6	1,5	2,0	2,4	0,7	0,4	0,5	5,7	7,4	44,1
<b>Vermögensübertragungen</b>	11,6	1,9	0,0	0,1	1,0	0,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,2	7,3
<b>Saldo</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	26,4	140,2	10,5	4,4	104,3	61,4	-40,4	-	5,5	-	-	-38,0	-	4,9	49,0	-
Warenhandel	55,6	121,4	6,3	4,6	62,6	47,9	0,0	-6,7	5,4	-104,3	4,5	-22,1	-22,9	10,5	59,7	10,1
Dienstleistungen	51,5	32,6	0,4	2,2	25,7	-1,1	5,5	1,0	0,2	2,7	2,0	2,7	3,0	12,6	-7,8	2,6
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	3,0	29,3	3,8	-2,2	12,6	16,0	-0,9	-	1,2	-	-	-18,6	-	-18,3	-3,5	-
Vermögenseinkommen	-3,7	29,7	3,7	-2,2	12,1	20,6	-4,5	-	1,2	-	-	-18,6	-	-24,4	-4,1	-
Laufende Übertragungen	-83,6	-43,2	0,0	-0,1	3,3	-1,4	-45,0	-1,3	-1,3	-2,1	-0,6	0,0	-0,3	0,2	0,6	-35,6
<b>Vermögensübertragungen</b>	14,1	20,4	0,0	0,0	0,1	-0,1	20,5	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,4	-5,2

Quelle: EZB.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen und sonstige Veränderungen während des Berichtszeitraums)

## I. Kapitalbilanz – Gesamtübersicht

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Insgesamt in % des BIP			Direkt- investitionen		Wertpapier- anlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Wäh- rungs- reserven
	Aktiva 1	Passiva 2	Saldo 3	Aktiva 4	Passiva 5	Saldo 6	Aktiva 7	Passiva 8	Aktiva 9	Passiva 10		Aktiva 12	Passiva 13	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
2003	7 817,7	8 608,3	-790,7	104,0	114,5	-10,5	2 169,3	2 084,2	2 655,4	3 585,9	-19,8	2 706,1	2 938,3	306,7
2004	8 609,8	9 497,9	-888,1	110,1	121,4	-11,4	2 314,6	2 242,0	3 042,7	4 076,4	-37,3	3 007,8	3 179,5	282,0
2005	10 737,9	11 575,7	-837,8	132,6	142,9	-10,3	2 796,4	2 444,5	3 887,5	5 105,7	-46,2	3 778,7	4 025,5	321,4
2006	12 195,1	13 226,4	-1 031,3	143,8	156,0	-12,2	3 050,2	2 654,1	4 459,0	5 960,7	-43,6	4 402,3	4 611,5	327,3
2007 Q3	13 645,2	14 948,0	-1 302,8	155,3	170,1	-14,8	3 385,9	2 896,4	4 784,6	6 707,8	-0,5	5 134,3	5 343,9	340,8
Q4	13 709,3	15 052,9	-1 343,6	154,3	169,4	-15,1	3 428,3	2 987,8	4 730,9	6 705,1	45,1	5 156,3	5 360,1	348,8
<b>Veränderung der Bestände</b>														
2003	509,9	593,8	-83,9	6,8	7,9	-1,1	162,6	257,7	363,5	341,4	-7,2	50,4	-5,2	-59,4
2004	792,2	889,6	-97,4	10,1	11,4	-1,2	145,3	157,8	387,3	490,6	-17,6	301,8	241,2	-24,7
2005	2 128,0	2 077,8	50,3	26,3	25,7	0,6	481,8	202,5	844,9	1 029,3	-8,8	770,8	846,0	39,4
2006	1 457,3	1 650,7	-193,5	17,2	19,5	-2,3	253,8	209,6	571,5	855,1	2,6	623,6	586,1	5,8
2007 Q3	233,1	366,0	-133,0	10,6	16,6	-6,0	68,9	79,3	-21,1	49,3	11,1	159,8	237,5	14,5
Q4	64,2	104,9	-40,7	2,8	4,5	-1,8	42,3	91,4	-53,7	-2,7	45,6	22,0	16,2	8,0
<b>Transaktionen</b>														
2004	812,4	798,3	14,2	10,4	10,2	0,2	161,5	93,9	345,8	416,5	8,3	309,2	287,8	-12,4
2005	1 326,1	1 335,3	-9,2	16,5	16,6	-0,1	364,7	148,3	412,6	544,0	18,2	548,4	643,0	-17,8
2006	1 598,4	1 710,8	-112,4	18,8	20,2	-1,4	346,0	201,3	535,9	802,2	-2,4	717,6	707,3	1,4
2007	1 807,3	1 910,0	-102,8	20,5	21,7	-1,2	401,8	307,0	422,5	676,4	110,1	867,7	926,6	5,2
2007 Q2	483,2	533,0	-49,8	21,8	24,1	-2,2	113,8	56,0	149,4	239,8	19,7	195,8	237,2	4,4
Q3	390,7	488,3	-97,5	17,7	22,2	-4,4	115,8	75,0	33,9	99,0	26,8	209,9	314,3	4,3
Q4	310,9	236,9	74,0	13,4	10,2	3,2	78,3	96,6	94,6	50,4	48,3	94,5	89,9	-4,9
2007 Okt.	235,6	186,4	49,1	.	.	.	24,6	54,1	73,7	29,6	6,0	131,3	102,7	0,0
Nov.	172,5	170,9	1,6	.	.	.	28,9	38,4	43,0	53,0	31,4	69,4	79,5	-0,2
Dez.	-97,2	-120,5	23,2	.	.	.	24,8	4,0	-22,1	-32,2	11,0	-106,2	-92,3	-4,7
2008 Jan.	282,0	309,3	-27,3	.	.	.	46,0	16,0	14,9	64,2	13,0	201,4	229,0	6,8
Febr.	117,6	107,6	9,9	.	.	.	27,3	13,5	17,1	51,9	-2,4	80,3	42,3	-4,7
<b>Sonstige Veränderungen</b>														
2003	-154,8	-55,6	-99,2	-2,1	-0,8	-1,3	15,7	121,2	82,0	4,1	-21,0	-200,0	-180,9	-31,6
2004	-202,2	91,3	-111,5	-0,1	1,3	-1,4	-16,2	63,9	41,5	74,1	-25,9	-7,4	-46,7	-12,2
2005	802,0	742,5	59,5	9,9	9,2	0,7	117,1	54,3	432,3	485,2	-27,0	222,4	203,0	57,2
2006	-141,1	-60,0	-81,1	-1,7	-0,7	-1,0	-92,2	8,3	35,6	52,9	5,0	-94,0	-121,3	4,4
2007 Q3	-157,7	-122,2	-35,5	-7,2	-5,6	-1,6	-47,0	4,3	-55,0	-49,7	-15,7	-50,1	-76,8	10,1
Q4	-246,7	-131,9	-114,7	-10,6	-5,7	-4,9	-36,0	-5,2	-148,3	-53,1	-2,7	-72,6	-73,7	12,9
<b>Sonstige wechselkursbedingte Veränderungen</b>														
2003	-446,7	-174,5	-272,3	-5,9	-2,3	-3,6	-110,8	32,2	-108,3	-49,8	.	-195,5	-156,9	-32,2
2004	-182,4	-138,3	-44,1	-2,3	-1,8	-0,6	-34,5	8,2	-67,5	-92,0	.	-70,9	-54,5	-9,4
2005	372,0	221,6	150,3	4,6	2,7	1,9	83,2	-21,0	120,7	125,4	.	149,5	117,2	18,7
2006	-292,5	-140,6	-151,9	-3,5	-1,7	-1,8	-65,9	14,4	-85,0	-51,0	.	-126,4	-104,0	-15,2
<b>Sonstige preisbedingte Veränderungen</b>														
2003	135,3	158,6	-23,2	1,8	2,1	-0,3	59,8	32,7	95,8	125,8	-21,0	.	.	0,7
2004	119,1	243,0	-123,9	1,5	3,1	-1,6	37,7	28,2	110,4	214,8	-25,9	.	.	-3,1
2005	286,8	351,2	-64,4	3,5	4,3	-0,8	73,5	55,8	196,5	295,4	-25,3	.	.	42,2
2006	317,2	272,1	45,1	3,7	3,2	0,5	74,8	46,1	220,9	226,0	5,1	.	.	16,4
<b>Sonstige anpassungsbedingte Veränderungen</b>														
2003	156,6	-39,7	196,3	2,1	-0,5	2,6	66,7	56,2	94,5	-72,0	.	-4,5	-24,0	-0,1
2004	42,2	-13,4	55,6	0,5	-0,2	0,7	-19,3	27,5	-1,4	-48,7	.	63,5	7,8	-0,5
2005	138,0	146,2	-8,3	1,7	1,8	-0,1	-25,9	22,0	114,4	56,4	.	53,4	67,9	-3,9
2006	-144,9	-181,9	37,0	-1,7	-2,1	0,4	-78,8	-43,4	-100,2	-129,3	.	30,9	-9,2	3,2
<b>Veränderung der Bestände in %</b>														
2003	9,2	8,2	-	.	.	.	7,4	7,4	12,4	10,5	.	9,5	6,1	-7,9
2004	10,3	9,2	-	.	.	.	7,4	4,4	12,8	11,4	.	11,3	9,7	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,4	6,6	13,0	12,8	.	17,7	19,7	-5,8
2006	15,1	14,9	-	.	.	.	12,6	8,3	13,9	15,8	.	19,3	17,7	0,4
2007 Q2	17,2	16,5	-	.	.	.	12,7	7,6	13,9	17,2	.	24,3	20,9	3,5
Q3	17,0	16,7	-	.	.	.	13,4	9,0	11,0	15,6	.	25,1	22,8	3,9
Q4	14,8	14,4	-	.	.	.	13,1	11,5	9,5	11,3	.	19,7	20,2	1,6

Quelle: EZB.

1) Finanzderivate (netto) sind in den Aktiva enthalten.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

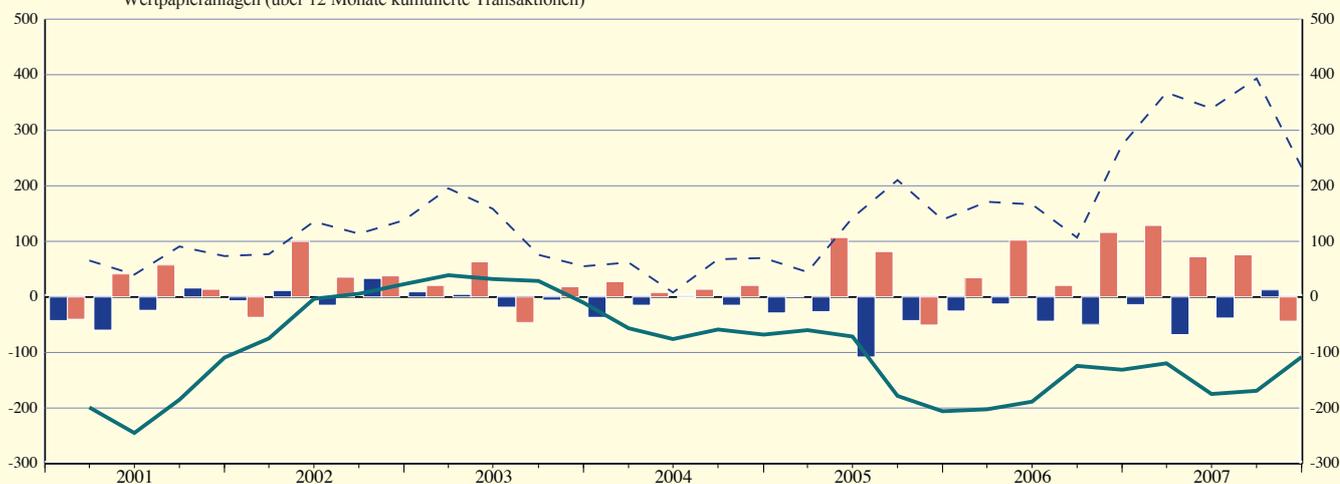
### 2. Direktinvestitionen

	Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets						Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet							
	Insgesamt	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)			Insgesamt	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)		
		Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs		Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
2005	2 796,4	2 278,8	176,0	2 102,8	517,6	4,0	513,5	2 444,5	1 839,6	56,2	1 783,4	605,0	8,5	596,4
2006	3 050,2	2 484,8	203,3	2 281,6	565,3	3,7	561,7	2 654,1	2 037,8	61,7	1 976,0	616,4	7,9	608,4
2007 Q3	3 385,9	2 735,1	239,3	2 495,8	650,9	7,8	643,1	2 896,4	2 204,9	60,5	2 144,4	691,5	12,8	678,6
Q4	3 428,3	2 773,0	235,0	2 538,1	655,2	8,4	646,8	2 987,8	2 252,9	61,7	2 191,2	735,0	13,7	721,2
<b>Transaktionen</b>														
2005	364,7	305,9	19,7	286,2	58,8	0,2	58,6	148,3	117,8	0,9	116,9	30,5	-0,3	30,8
2006	346,0	271,5	38,6	232,9	74,5	0,0	74,5	201,3	171,7	5,8	165,9	29,5	0,1	29,5
2007 Q1	93,8	64,8	6,6	58,2	29,0	-2,1	31,1	79,5	50,6	0,9	49,8	28,9	-0,6	29,5
Q2	113,8	94,0	8,4	85,6	19,9	1,5	18,3	56,0	54,4	-1,3	55,7	1,6	0,9	0,7
Q3	115,8	85,9	18,0	68,0	29,9	-0,6	30,5	75,0	51,7	0,4	51,3	23,3	0,3	22,9
Q4	78,3	65,4	-6,9	72,2	12,9	0,6	12,3	96,6	53,6	1,4	52,2	43,0	0,7	42,3
2007 Okt.	24,6	23,3	-11,3	34,6	1,2	-0,4	1,6	54,1	35,1	0,2	35,0	19,0	-1,3	20,2
Nov.	28,9	20,6	3,6	17,0	8,3	-0,6	8,9	38,4	12,7	0,3	12,4	25,7	1,7	24,1
Dez.	24,8	21,4	0,8	20,6	3,4	1,6	1,8	4,0	5,8	1,0	4,8	-1,8	0,2	-2,0
2008 Jan.	46,0	33,3	6,9	26,4	12,6	0,3	12,4	16,0	6,9	0,3	6,6	9,1	0,9	8,3
Febr.	27,3	16,5	3,8	12,8	10,8	-0,5	11,3	13,5	4,8	0,4	4,4	8,7	0,2	8,5
<b>Wachstumsraten</b>														
2005	15,4	15,8	13,4	16,0	13,4	-1,1	13,5	6,6	7,0	1,7	7,2	5,2	-4,4	5,3
2006	12,6	12,1	23,2	11,2	14,7	-2,2	14,8	8,3	9,3	10,4	9,3	5,0	-0,2	5,0
2007 Q2	12,7	12,1	23,7	11,1	15,5	-48,7	15,8	7,6	7,7	4,5	7,8	7,2	-8,9	7,4
Q3	13,4	12,2	24,2	11,2	18,7	-38,4	18,9	9,0	8,7	2,1	8,9	10,1	1,7	10,2
Q4	13,1	12,4	12,4	12,4	15,9	-43,5	16,2	11,5	10,3	2,3	10,6	15,4	8,1	15,4

### A33 Zahlungsbilanz – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)

(in Mrd €)

- Direktinvestitionen (vierteljährliche Transaktionen)
- Wertpapieranlagen (vierteljährliche Transaktionen)
- Direktinvestitionen (über 12 Monate kumulierte Transaktionen)
- - Wertpapieranlagen (über 12 Monate kumulierte Transaktionen)



Quelle: EZB.

**7.3 Kapitalbilanz**

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

**3. Wertpapieranlagen (Aktiva)**

	Insgesamt	Aktien und Investmentzertifikate					Schuldverschreibungen									
		Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs		Anleihen			Geldmarktpapiere						
			Euro-system	Staat	Euro-system	Staat	Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>																
2005	3 887,5	1 726,5	102,5	3,0	1 624,0	27,2	1 845,1	710,6	8,8	1 134,4	11,6	316,0	263,0	0,8	53,0	0,4
2006	4 459,0	2 014,1	122,0	2,8	1 892,1	37,0	2 067,5	846,0	11,0	1 221,5	13,4	377,4	310,4	8,7	67,0	0,3
2007 Q3	4 784,6	2 120,5	139,7	2,8	1 980,9	42,6	2 263,1	935,4	11,6	1 327,7	15,3	400,9	315,1	8,1	85,8	9,6
Q4	4 730,9	2 049,6	144,4	2,8	1 905,1	41,8	2 277,6	929,0	11,3	1 348,6	15,5	403,7	323,5	8,2	80,2	0,4
<b>Transaktionen</b>																
2005	412,6	134,2	14,4	0,1	119,8	3,4	261,3	118,5	0,8	142,7	0,8	17,1	14,7	-0,1	2,4	-0,1
2006	535,9	153,0	18,3	0,0	134,7	6,1	314,5	173,2	2,6	141,3	1,1	68,4	56,2	8,0	12,2	-0,1
2007 Q2	149,4	11,4	4,8	0,0	6,6	1,4	114,5	65,3	0,3	49,2	0,4	23,5	13,6	0,1	10,0	4,2
Q3	33,9	7,5	-8,3	0,0	15,8	2,1	42,3	12,2	0,4	30,1	0,7	-16,0	-14,2	0,0	-1,7	-0,2
Q4	94,6	11,4	13,4	0,0	-1,9	0,9	77,2	20,1	0,3	57,1	0,3	6,0	18,3	0,8	-12,3	-9,1
2007 Okt.	73,7	10,8	9,5	0,0	1,3	.	38,2	13,7	0,2	24,5	.	24,6	27,7	0,0	-3,1	.
Nov.	43,0	8,7	2,3	0,0	6,3	.	42,7	33,6	0,2	9,1	.	-8,3	-2,3	-0,1	-6,0	.
Dez.	-22,1	-8,0	1,5	0,0	-9,6	.	-3,7	-27,2	0,0	23,5	.	-10,3	-7,1	0,9	-3,3	.
2008 Jan.	14,9	-19,2	-10,0	0,0	-9,2	.	-3,4	9,7	-0,3	-13,1	.	37,5	37,9	0,0	-0,4	.
Febr.	17,1	-16,3	-2,9	0,0	-13,4	.	20,1	10,6	-0,2	9,5	.	13,3	14,6	0,0	-1,3	.
<b>Wachstumsraten</b>																
2005	13,0	9,8	18,2	5,9	9,3	19,7	17,0	20,9	9,3	14,7	8,0	5,9	6,2	-6,6	3,5	-8,3
2006	13,9	8,9	18,3	0,9	8,3	21,7	17,4	24,9	30,5	12,7	10,6	21,9	22,3	1 022,8	22,1	-20,8
2007 Q2	13,9	4,9	36,3	0,2	3,1	15,1	19,5	28,4	56,1	13,6	20,3	33,2	30,6	12,3	45,4	56,9
Q3	11,0	3,4	29,1	0,1	1,9	17,3	17,3	21,6	52,4	14,3	24,0	19,0	14,4	11,3	40,7	157,3
Q4	9,5	2,3	23,7	0,4	0,9	13,8	16,0	17,9	16,3	14,6	16,9	13,1	13,2	1,9	13,6	70,1

**4. Wertpapieranlagen (Passiva)**

	Insgesamt	Aktien und Investmentzertifikate			Schuldverschreibungen								
		Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs	Anleihen			Geldmarktpapiere					
					Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>													
2005	5 105,7	2 433,7	533,5	1 900,1	2 365,6	723,0	1 642,6	1 175,6	306,4	108,5	198,0	158,5	
2006	5 960,7	2 931,4	671,0	2 260,4	2 732,3	845,3	1 887,0	1 253,7	297,0	127,6	169,4	138,6	
2007 Q3	6 707,8	3 300,5	783,1	2 519,1	3 039,9	1 047,5	1 992,4	1 285,9	367,4	148,7	218,8	193,8	
Q4	6 705,1	3 232,0	743,7	2 494,0	3 129,7	1 061,4	2 067,2	1 303,7	343,4	180,1	164,6	147,0	
<b>Transaktionen</b>													
2005	544,0	255,3	-	-	235,6	-	-	-	53,2	-	-	-	
2006	802,2	302,4	95,1	207,3	498,1	212,9	285,1	149,1	1,6	28,2	-26,5	-20,1	
2007 Q2	239,8	75,8	15,8	60,0	123,8	56,9	66,8	47,5	40,2	15,4	24,8	22,7	
Q3	99,0	33,3	21,7	11,8	50,1	28,4	21,7	24,8	15,6	4,1	11,5	12,4	
Q4	50,4	-6,8	-37,5	30,9	78,9	20,5	56,8	28,5	-21,7	26,3	-47,3	-43,5	
2007 Okt.	29,6	6,4	.	.	26,4	.	.	.	-3,2	.	.	.	
Nov.	53,0	-3,2	.	.	55,7	.	.	.	0,5	.	.	.	
Dez.	-32,2	-10,0	.	.	-3,2	.	.	.	-19,0	.	.	.	
2008 Jan.	64,2	36,5	.	.	24,9	.	.	.	2,8	.	.	.	
Febr.	51,9	28,4	.	.	19,1	.	.	.	4,3	.	.	.	
<b>Wachstumsraten</b>													
2005	12,8	13,0	.	.	11,2	.	.	.	23,6	.	.	.	
2006	15,8	12,3	17,7	10,8	21,8	31,4	17,7	13,1	0,5	26,7	-13,1	-12,5	
2007 Q2	17,2	12,1	21,9	9,3	22,5	37,5	16,3	12,0	20,3	43,6	8,1	15,0	
Q3	15,6	10,6	17,4	8,6	20,3	31,9	15,3	13,3	24,4	39,8	16,0	23,6	
Q4	11,3	7,1	8,2	6,8	15,0	21,3	12,1	11,0	19,2	40,8	3,7	10,2	

Quelle: EZB.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

### 5. Übriger Kapitalverkehr (Aktiva)

	Ins- gesamt	Eurosystem			MFIs (ohne Eurosystem)			Staat			Übrige Sektoren				
		Zusam- men	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Aktiva	Zusam- men	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Handels- kredite	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Handels- kredite	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10					11	12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>															
2005	3 778,7	6,8	6,5	0,4	2 522,1	2 466,0	56,2	127,6	19,7	60,8	11,8	1 122,1	188,9	802,7	347,9
2006	4 402,3	10,2	9,8	0,4	2 946,2	2 887,1	59,1	117,1	14,2	57,8	15,4	1 328,7	187,2	990,3	377,7
2007 Q2	5 134,3	20,5	20,2	0,3	3 359,1	3 291,7	67,4	108,5	13,6	48,2	13,3	1 646,3	195,9	1 317,0	446,7
Q3	5 156,3	22,3	22,0	0,3	3 355,2	3 283,4	71,8	108,1	13,4	48,3	13,2	1 670,7	195,5	1 345,2	422,8
<b>Transaktionen</b>															
2005	548,4	1,2	1,1	0,0	397,4	394,3	3,2	-4,6	0,0	-5,8	2,4	154,4	8,9	128,6	3,5
2006	717,6	3,3	3,2	0,0	521,4	517,2	4,2	-2,0	0,0	-2,7	3,1	194,9	5,2	176,2	25,0
2007 Q2	195,8	3,5	3,5	0,0	135,4	131,2	4,2	17,6	0,0	17,1	17,4	39,3	0,6	32,5	-1,4
Q3	209,9	1,8	1,8	0,0	75,9	78,7	-2,8	-18,2	-0,1	-18,4	-14,1	150,4	3,1	147,1	5,1
Q4	94,5	0,7	0,7	0,0	57,5	55,8	1,8	2,3	-0,2	1,7	-0,1	33,9	3,6	31,4	-21,2
2007 Okt.	131,3	1,8	.	.	100,3	.	.	-4,3	.	.	-4,4	33,6	.	.	5,8
Nov.	69,4	-1,5	.	.	55,4	.	.	3,4	.	.	4,1	12,1	.	.	-12,4
Dez.	-106,2	0,4	.	.	-98,2	.	.	3,3	.	.	0,1	-11,7	.	.	-14,6
2008 Jan.	201,4	2,3	.	.	186,2	.	.	-3,6	.	.	-3,8	16,5	.	.	10,6
Febr.	80,3	0,6	.	.	62,0	.	.	1,0	.	.	4,1	16,6	.	.	-5,5
<b>Wachstumsraten</b>															
2005	17,7	22,0	22,6	13,6	19,3	19,7	6,0	-3,5	0,2	-9,1	12,7	17,1	5,2	20,3	1,3
2006	19,3	47,7	50,0	9,8	21,1	21,3	7,6	-1,6	0,0	-4,5	26,1	17,5	2,8	22,3	7,0
2007 Q2	24,3	98,0	101,2	11,2	28,8	28,9	22,6	2,6	0,0	3,9	32,8	16,3	1,6	19,7	4,5
Q3	25,1	125,8	130,2	10,2	26,0	26,2	15,1	-2,7	-0,8	-7,6	11,4	24,7	4,7	30,4	7,9
Q4	19,7	107,3	111,2	0,1	19,1	19,1	18,9	-5,1	-2,2	-12,5	-13,3	22,3	5,5	26,9	4,7

### 6. Übriger Kapitalverkehr (Passiva)

	Ins- gesamt	Eurosystem			MFIs (ohne Eurosystem)			Staat			Übrige Sektoren				
		Zusam- men	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Passiva	Zusam- men	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Passiva	Zusam- men	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva	Zusam- men	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>															
2005	4 025,5	82,4	82,2	0,2	3 114,2	3 061,8	52,4	44,9	0,0	41,1	3,8	784,0	133,1	581,0	70,0
2006	4 611,5	100,2	100,0	0,2	3 487,0	3 433,1	53,9	48,3	0,0	44,4	3,8	976,1	144,5	744,1	87,5
2007 Q3	5 343,9	114,2	113,9	0,3	3 958,6	3 896,1	62,6	55,3	0,0	49,1	6,1	1 215,7	155,6	938,0	122,1
Q4	5 360,1	138,2	137,9	0,2	3 944,2	3 875,3	68,9	54,4	0,0	49,1	5,3	1 223,3	158,7	954,0	110,7
<b>Transaktionen</b>															
2005	643,0	6,7	6,7	0,0	487,9	486,3	1,6	-2,1	0,0	-1,8	-0,3	150,5	13,6	130,4	6,5
2006	707,3	18,6	18,5	0,0	496,1	492,8	3,2	2,0	0,0	2,1	-0,1	190,8	11,7	167,2	11,9
2007 Q2	237,2	10,9	10,9	-0,1	179,7	177,5	2,2	0,2	0,0	-0,9	1,1	46,4	6,0	40,0	0,5
Q3	314,3	-1,3	-1,3	0,0	139,1	138,4	0,8	3,8	0,0	3,1	0,7	172,6	3,1	174,7	-5,2
Q4	89,9	25,0	25,1	-0,1	52,5	52,2	0,3	-1,7	0,0	-0,7	-0,9	14,0	4,4	27,0	-17,3
2007 Okt.	102,7	4,1	.	.	91,7	.	.	1,9	.	.	.	5,0	.	.	.
Nov.	79,5	5,2	.	.	61,6	.	.	2,6	.	.	.	10,1	.	.	.
Dez.	-92,3	15,8	.	.	-100,7	.	.	-6,2	.	.	.	-1,1	.	.	.
2008 Jan.	229,0	6,9	.	.	200,3	.	.	4,0	.	.	.	17,8	.	.	.
Febr.	42,3	-12,9	.	.	94,9	.	.	-3,7	.	.	.	-36,1	.	.	.
<b>Wachstumsraten</b>															
2005	19,7	8,9	8,9	4,3	19,2	19,5	4,3	-4,6	10,3	-4,4	-7,2	24,9	11,5	30,2	13,1
2006	17,7	22,6	22,6	6,6	16,2	16,3	6,1	4,2	-24,1	5,0	-3,2	24,0	8,7	28,3	16,8
2007 Q2	20,9	28,7	28,7	14,4	21,9	22,0	14,4	10,2	7,9	10,6	0,0	16,9	7,4	18,8	18,0
Q3	22,8	20,6	20,6	8,4	20,3	20,5	10,5	3,4	17,8	2,1	9,9	33,2	7,4	42,3	5,1
Q4	20,2	40,2	40,3	-3,3	18,5	18,6	9,6	5,8	42,3	6,8	-8,2	24,7	7,8	33,3	-13,1

Quelle: EZB.

### 7.3 Kapitalbilanz

(In Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

#### 7. Währungsreserven

	Währungsreserven													Nachrichtlich		
	Ins- gesamt	Monetäre Goldreserven		Sonder- zie- hungs- rechte	Re- serve- posi- tion im IWF	Devisenreserven								Sons- tige Reser- ven	Aktiva	Passiva
		In Mrd €	Feinunzen (in Mio)			Zu- sam- men	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere			Finanz- derivate	Forde- rungen in Fremd- währung an Ansässige im Euro- Währungs- gebiet		Feststehende kurzfristige Netto- abflüsse in Fremd- währung	
							Bei Wäh- rungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Zu- sam- men	Ak- tien und Invest- ment- zerti- fikate	An- lei- hen					Geld- markt- papiere
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>																
2003	306,7	130,0	393,543	4,4	23,3	149,0	10,0	30,4	107,9	1,0	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	56,6	37,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 Q2	325,3	172,8	358,768	4,7	4,3	143,5	5,7	27,7	110,1	0,2	85,4	24,5	0,0	0,0	26,6	-24,6
Q3	340,5	187,0	356,925	4,7	3,8	144,9	7,5	27,5	109,6	0,3	85,8	23,5	0,4	0,0	26,2	-26,8
Q4	347,3	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,7	20,4	0,5	0,0	44,1	-38,5
2007 Jan.	374,8	219,6	353,655	4,7	3,6	146,9	12,1	26,7	107,8	-	-	-	0,3	0,0	38,5	-43,4
2008 Febr.	375,4	226,3	353,285	4,6	3,5	140,9	7,3	26,6	106,6	-	-	-	0,5	0,1	28,1	-27,3
März	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	-	-	-	0,9	0,1	36,6	-37,2
<b>Transaktionen</b>																
2005	-17,8	-3,9	-	-0,2	-8,6	-5,5	-0,3	-7,0	1,7	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	1,4	-4,2	-	-0,5	-5,2	10,3	-6,1	2,8	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,2	-2,9	-	-0,3	-0,8	8,6	2,8	0,7	5,2	0,0	14,3	-9,1	0,0	0,0	-	-
2007 Q2	4,4	-0,7	-	-0,1	0,5	4,4	0,8	0,5	3,1	0,1	2,3	0,7	0,0	0,0	-	-
Q3	4,3	-0,3	-	-0,1	-0,3	4,9	2,0	0,8	2,1	0,1	2,2	-0,2	0,0	0,0	-	-
Q4	-4,9	-1,5	-	-0,1	-0,2	-3,3	1,5	-5,3	0,5	0,1	3,8	-3,5	0,0	0,0	-	-
<b>Wachstumsraten</b>																
2005	-5,8	-2,8	-	-4,4	-44,5	-3,9	-2,4	-24,0	1,6	2,2	7,2	-7,9	20,0	6,7	-	-
2006	0,4	-2,4	-	-11,6	-48,7	7,7	-48,5	12,7	13,3	0,0	29,2	-15,4	-75,3	-8,9	-	-
2007 Q2	3,5	-1,8	-	-15,5	-34,1	12,5	5,7	25,1	10,0	-52,6	22,3	-17,8	-70,8	0,0	-	-
Q3	3,9	-1,4	-	-10,7	-32,4	12,5	75,0	14,2	9,4	-29,8	19,0	-14,6	-98,8	0,0	-	-
Q4	1,6	-1,6	-	-6,8	-17,4	6,1	45,3	2,0	4,8	1,1	18,2	-30,3	-96,2	0,0	-	-

Quelle: EZB.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

### 8. Geografische Aufschlüsselung

	Ins- gesamt	EU 27 (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörig)						Kanada	China	Japan	Schweiz	Vereinigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Inter- nationale Organi- sationen	Andere Länder
		Insgesamt	Däne- mark	Schwe- den	Verein- igtes- König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Insti- tutionen								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2006</b>	<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
<b>Direktinvestitionen</b>	396,0	-63,7	-7,2	-21,0	-219,6	184,4	-0,3	37,0	22,1	-6,2	77,4	-24,8	-6,1	-0,2	360,5
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	3 050,2	1 120,0	35,1	83,4	804,4	197,0	0,0	90,2	24,9	68,2	300,3	608,0	329,7	0,0	508,9
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	2 484,8	906,9	32,0	58,1	644,9	171,8	0,0	71,0	20,1	63,5	250,4	453,1	307,4	0,0	412,4
Sonstige Anlagen	565,3	213,1	3,1	25,3	159,4	25,3	0,0	19,2	4,8	4,7	49,9	154,9	22,3	0,0	96,5
Im Euro-Währungsgebiet	2 654,1	1 183,7	42,3	104,5	1 024,0	12,7	0,3	53,1	2,7	74,4	222,9	632,8	335,8	0,3	148,4
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	2 037,8	951,9	36,8	86,3	826,7	1,8	0,2	47,3	0,3	60,7	164,8	477,1	209,6	0,0	126,1
Sonstige Anlagen	616,4	231,8	5,5	18,2	197,2	10,9	0,1	5,9	2,5	13,7	58,0	155,7	126,2	0,3	22,3
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	4 459,0	1 375,3	65,7	141,4	1 006,1	93,5	68,6	85,1	37,6	262,8	141,2	1 455,5	529,2	32,2	540,1
Aktien und Investment- zertifikate	2 014,1	486,5	12,3	58,4	393,2	22,4	0,1	22,6	35,2	181,0	128,7	671,0	216,6	1,4	271,1
Schuldverschreibungen	2 444,9	888,9	53,4	83,0	612,9	71,2	68,4	62,4	2,4	81,8	12,5	784,5	312,6	30,8	269,0
Anleihen	2 067,5	732,6	48,6	71,1	474,4	70,4	68,2	60,2	2,3	62,3	8,5	660,3	273,0	29,8	238,5
Geldmarktpapiere	377,4	156,3	4,9	11,9	138,5	0,8	0,2	2,3	0,0	19,6	4,0	124,2	39,5	1,0	30,5
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	-209,3	92,8	86,4	13,5	116,3	25,2	-148,6	-1,6	3,9	-37,5	-50,2	-5,1	-215,7	-20,0	24,1
<b>Aktiva</b>	4 402,3	2 291,6	111,4	69,2	1 988,1	113,3	9,5	19,5	25,3	73,7	263,5	586,7	438,6	45,7	657,9
Staat	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	1,9	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	46,7
MFIs	2 956,4	1 718,0	95,7	47,9	1 490,9	82,8	0,8	11,0	12,0	38,9	162,7	344,7	274,7	6,6	387,8
Übrige Sektoren	1 328,7	548,3	13,6	21,2	483,0	29,1	1,4	8,4	11,4	34,7	100,7	238,9	162,5	0,6	223,3
<b>Passiva</b>	4 611,5	2 198,8	25,0	55,7	1 871,8	88,1	158,1	21,0	21,3	111,2	313,6	591,8	654,3	65,7	633,8
Staat	48,3	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	-2,7	14,3
MFIs	3 587,2	1 659,8	19,5	35,0	1 440,4	67,9	97,0	14,2	8,5	60,3	253,7	416,6	583,6	60,4	530,2
Übrige Sektoren	976,1	514,9	5,5	20,4	429,0	20,2	39,8	6,8	12,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	89,3
<b>Q1 2007 bis Q4 2007</b>	<b>Kumulierte Transaktionen</b>														
<b>Direktinvestitionen</b>	94,8	37,9	-2,2	2,4	12,3	25,4	0,0	16,8	0,8	-7,7	10,8	-47,4	24,5	-0,2	59,3
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	401,8	134,1	0,3	2,9	100,2	30,7	0,0	20,6	1,2	0,7	29,6	69,5	70,3	-0,1	78,2
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	310,1	97,1	-0,5	1,0	70,9	25,7	0,0	13,0	-0,8	2,5	16,7	54,2	59,8	0,0	67,6
Sonstige Anlagen	91,7	37,0	0,7	2,0	29,3	5,0	0,0	7,6	1,9	-1,8	12,9	15,4	10,5	-0,1	8,3
Im Euro-Währungsgebiet	307,0	96,2	2,5	0,5	87,8	5,3	0,0	3,8	0,4	8,4	18,8	117,0	45,8	0,1	16,6
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	210,3	81,0	2,4	2,3	75,8	0,5	0,0	-0,6	0,4	8,5	8,9	76,8	24,8	0,0	10,5
Sonstige Anlagen	96,7	15,2	0,1	-1,7	12,0	4,8	0,0	4,4	0,0	-0,1	9,9	40,2	21,1	0,1	6,1
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	422,5	98,5	5,2	15,7	67,8	4,6	5,2	8,6	-6,3	-12,2	-5,6	171,7	61,4	-2,1	108,6
Aktien und Investment- zertifikate	46,7	-15,8	1,4	1,0	-16,1	-2,3	0,1	-1,3	-7,0	-9,6	-7,1	23,5	32,1	0,0	31,9
Schuldverschreibungen	375,7	114,3	3,8	14,7	83,8	6,9	5,1	9,9	0,7	-2,6	1,4	148,2	29,3	-2,1	76,7
Anleihen	326,6	87,9	3,7	11,5	61,5	6,8	4,5	7,9	0,4	4,0	2,4	122,8	21,1	-2,3	82,5
Geldmarktpapiere	49,2	26,4	0,1	3,2	22,4	0,1	0,6	2,0	0,3	-6,6	-0,9	25,4	8,2	0,2	-5,8
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	-58,9	-11,7	35,2	-6,7	-70,2	42,4	-12,4	0,6	6,6	-28,4	-64,5	-115,3	51,8	10,0	92,0
<b>Aktiva</b>	867,7	320,5	15,8	1,4	247,9	51,8	3,5	2,9	5,6	-2,6	-33,2	290,7	124,6	12,0	147,2
Staat	-5,9	-4,5	-1,4	0,0	-3,9	-0,2	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	-2,5
MFIs	571,6	237,6	17,1	4,2	163,6	52,8	0,0	-0,2	2,3	8,6	-32,8	118,6	107,5	10,8	119,2
Übrige Sektoren	302,0	87,4	0,2	-2,8	88,2	-0,7	2,5	3,1	3,3	-11,2	-0,4	172,1	17,2	0,0	30,5
<b>Passiva</b>	926,6	332,2	-19,4	8,1	318,1	9,4	15,9	2,3	-1,0	25,8	31,3	406,0	72,8	2,0	55,2
Staat	2,9	3,1	-0,3	0,1	-2,4	0,0	5,7	0,0	0,0	-0,2	0,8	0,2	0,1	-0,8	-0,3
MFIs	681,0	315,1	-19,1	6,1	317,4	5,0	5,8	1,7	-1,9	26,4	15,5	221,1	62,7	2,8	37,5
Übrige Sektoren	242,7	13,9	0,0	2,0	3,1	4,4	4,4	0,6	0,8	-0,5	15,1	184,8	10,0	0,1	17,9

Quelle: EZB.

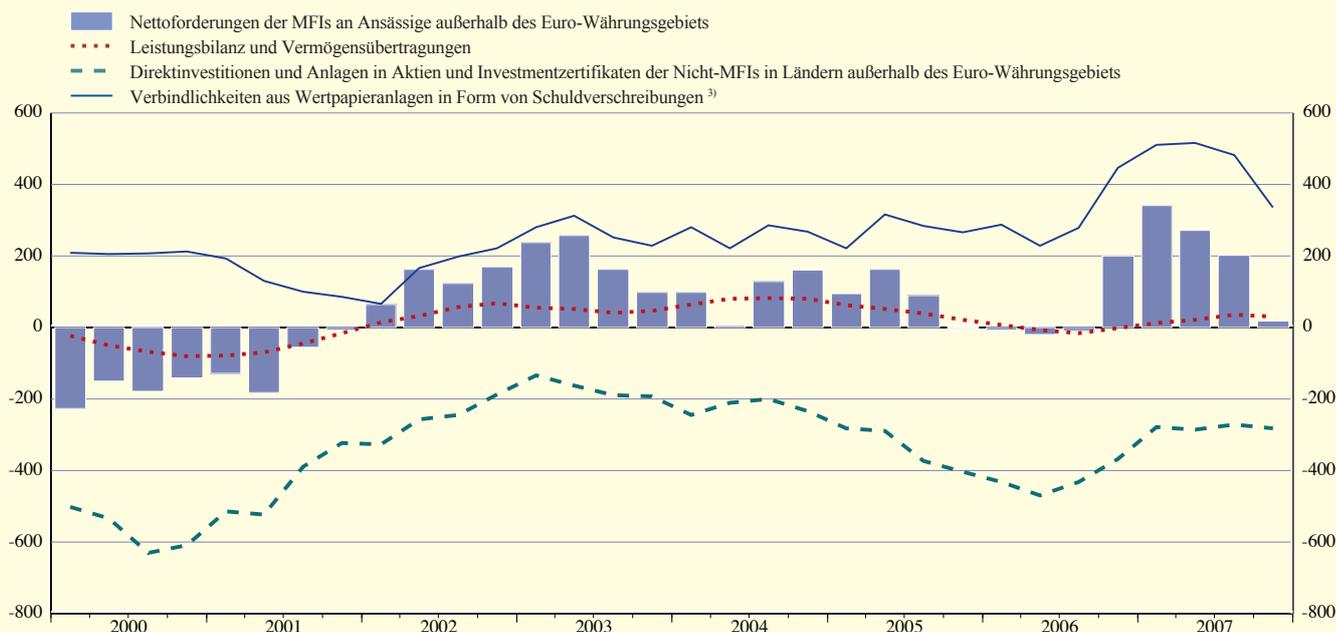
7.4 Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz<sup>1)</sup>

(in Mrd €; Transaktionen)

	Zahlungsbilanzposten zum Ausgleich der transaktionsbedingten Veränderungen des Auslandsgegenspostens zu M3											Nachrichtlich: Transaktionsbedingte Veränderungen des Auslandsgegenspostens zu M3
	Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen	Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen			Übriger Kapitalverkehr		Finanzderivate	Restposten	Gesamtsumme der Spalten 1 bis 10	
		Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets (Nicht-MFIs)	Von gebietsfremden Einheiten im Euro- Währungsgebiet	Forderungen Nicht-MFIs	Verbindlichkeiten		Forderungen Nicht-MFIs	Verbindlichkeiten Nicht-MFIs				
					Aktien und Investmentzertifikate <sup>2)</sup>	Schuldverschreibungen <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	29,9	-349,1	149,6	-264,8	212,4	266,2	-150,8	148,2	-18,2	-33,9	-10,6	-0,1
2006	9,7	-313,5	206,6	-288,3	242,1	445,2	-192,9	192,8	2,4	-114,8	189,4	200,4
2007	41,4	-377,0	305,8	-205,5	166,2	380,4	-296,2	245,7	-110,2	-136,3	14,4	16,1
2006 Q4	23,9	-63,6	28,1	-68,0	66,0	161,8	-56,1	71,7	-3,3	11,0	171,4	176,3
2007 Q1	8,7	-90,2	80,0	-52,4	91,4	165,4	-70,9	10,5	-15,2	-36,1	91,1	101,6
Q2	-0,1	-101,3	53,8	-67,4	65,6	134,1	-56,8	46,7	-19,8	-56,7	-2,0	-8,7
Q3	14,9	-99,5	76,1	-42,9	25,3	48,1	-132,1	176,7	-26,8	-104,8	-65,1	-69,0
Q4	18,0	-86,1	96,0	-42,7	-16,0	32,8	-36,3	11,9	-48,3	61,4	-9,6	-7,7
2007 Febr.	-2,2	-41,0	35,2	-23,1	37,6	48,5	-21,7	27,1	-6,6	-6,3	47,7	40,1
März	10,6	-22,6	28,8	-12,8	18,1	65,8	-12,2	-20,2	-3,8	17,0	68,7	84,7
April	-2,0	-23,2	20,7	-20,2	-11,9	41,1	-8,7	23,1	-9,5	-50,6	-41,2	-38,5
Mai	-11,9	-42,7	21,5	-19,8	12,1	47,3	-24,9	6,2	-1,9	4,5	-9,7	-17,2
Juni	13,8	-35,4	11,5	-27,4	65,3	45,7	-23,1	17,4	-8,4	-10,7	48,8	46,9
Juli	7,0	-25,5	26,7	-22,3	33,1	19,5	32,2	4,9	-12,9	-53,7	9,0	5,6
Aug.	1,2	-28,5	33,3	-11,1	-14,7	23,6	-12,6	31,8	-5,1	-66,9	-49,0	-51,3
Sept.	6,6	-45,5	16,0	-9,5	7,0	5,0	-151,7	139,9	-8,8	15,8	-25,1	-23,4
Okt.	6,2	-36,8	55,3	-22,3	-17,8	2,3	-29,3	6,5	-6,0	44,6	2,9	11,6
Nov.	5,1	-26,4	37,0	-9,6	0,6	61,9	-15,5	12,8	-31,4	-1,0	33,6	28,1
Dez.	6,7	-22,9	3,6	-10,9	1,1	-31,5	8,4	-7,5	-11,0	17,8	-46,1	-47,4
2008 Jan.	-15,6	-38,8	15,2	22,8	3,0	15,5	-12,9	21,8	-13,0	-11,7	-13,7	-20,8
Febr.	7,2	-24,1	13,3	5,3	20,8	21,8	-17,7	-39,8	2,4	2,7	-8,1	-14,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2008 Febr.	35,0	-372,3	283,0	-137,8	116,7	318,1	-268,1	197,0	-109,2	-92,1	-29,8	-35,7

A34 Wichtige Zahlungsbilanztransaktionen und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>

(in Mrd €; über 12 Monate kumulierte Transaktionen)



Quelle: EZB.

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

2) Ohne Geldmarktfondsanteile.

3) Ohne von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren.

## 7.5 Warenhandel

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

### 1. Werte, Volumen und Durchschnittswerte nach Warengruppen

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Ausfuhren	Einfuhren	Zusammen			Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs- güter	Investitions- güter	Konsum- güter		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 %)													
2004	9,0	9,3	1 142,6	543,5	246,5	313,7	995,1	1 075,9	604,5	184,3	256,9	771,4	130,0
2005	7,8	13,4	1 237,0	589,4	269,1	334,1	1 068,7	1 227,5	705,5	208,2	277,2	846,8	187,0
2006	11,6	13,7	1 383,5	669,6	292,7	371,5	1 182,9	1 397,1	833,4	213,2	308,2	943,4	224,5
2007	8,3	5,6	1 497,9	722,2	315,8	395,2	1 275,4	1 473,1	883,9	208,5	325,2	1 009,6	221,9
2006 Q3	8,3	10,4	347,0	169,2	71,7	92,4	296,7	353,7	213,7	52,0	77,0	237,0	60,3
Q4	12,3	7,6	363,1	176,7	76,1	97,1	312,5	356,7	212,5	52,8	79,4	246,5	51,8
2007 Q1	9,0	5,2	367,0	176,9	77,6	96,9	311,9	358,4	212,8	53,0	79,9	251,0	47,4
Q2	9,4	3,6	369,9	178,1	78,2	97,8	316,4	360,2	217,6	50,5	79,6	248,9	52,5
Q3	10,1	6,4	380,5	183,8	79,8	100,5	325,7	375,4	223,7	53,2	83,3	259,3	57,5
Q4	5,0	7,1	380,4	183,3	80,1	100,0	321,3	379,0	229,9	51,9	82,4	250,4	64,4
2007 Sept.	4,0	3,2	127,0	61,0	27,1	33,4	109,3	124,1	73,6	17,5	28,0	86,3	18,6
Okt.	10,6	9,1	128,5	62,3	27,1	33,9	108,6	126,9	75,4	17,9	27,9	84,6	20,2
Nov.	4,7	7,1	128,0	61,4	27,3	33,5	108,9	126,6	76,9	17,4	27,6	83,7	21,6
Dez.	-0,7	4,9	123,9	59,6	25,8	32,6	103,8	125,5	77,6	16,7	26,8	82,1	22,7
2008 Jan.	9,9	12,4	132,3	63,4	27,7	34,9	110,7	133,4	80,8	18,2	27,9	85,9	24,5
Febr.	13,3	11,1	134,9	.	.	.	112,2	132,8	.	.	.	84,8	.
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2004	9,0	6,4	117,4	114,9	120,2	118,6	118,6	108,1	104,1	108,8	117,6	109,0	106,2
2005	4,7	5,0	123,5	119,6	129,8	123,7	124,7	114,1	107,5	123,5	123,6	117,1	110,6
2006	7,8	6,0	133,5	130,3	138,4	133,4	134,4	121,0	114,7	126,6	132,9	126,0	110,0
2007	5,9	4,0	141,3	136,0	147,2	140,0	142,0	125,7	118,1	127,0	138,9	133,6	106,9
2006 Q3	5,3	4,6	133,8	131,4	136,8	132,6	135,0	120,6	114,9	124,6	131,8	125,9	110,9
Q4	9,5	5,9	139,4	136,5	143,6	139,4	140,9	125,2	119,0	127,1	136,6	131,0	111,4
2007 Q1	7,2	6,3	139,8	134,5	145,3	137,4	139,4	125,9	119,2	127,8	137,1	132,8	107,9
Q2	6,5	3,4	139,3	133,8	145,4	138,8	140,4	124,4	118,0	123,7	137,6	131,8	105,8
Q3	7,3	5,3	143,1	138,0	148,5	142,1	144,7	126,8	117,8	129,8	140,7	136,4	106,5
Q4	3,0	1,4	143,2	137,8	149,5	141,9	143,6	125,9	117,3	126,6	140,3	133,3	107,6
2007 Sept.	1,5	0,7	143,2	137,2	151,3	142,5	146,1	125,2	115,9	127,2	141,4	135,9	103,1
Okt.	8,2	4,3	145,2	140,3	152,2	144,0	145,4	128,1	117,6	131,0	143,3	134,9	107,7
Nov.	2,6	0,9	144,6	138,2	153,2	142,8	146,2	125,7	117,0	126,7	141,4	133,5	105,6
Dez.	-2,5	-1,4	139,8	134,9	143,1	138,8	139,2	123,9	117,1	122,1	136,2	131,4	109,6
2008 Jan.	6,6	2,2	147,5	140,4	152,5	147,6	147,5	128,4	118,7	132,1	139,5	135,2	118,9
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Durchschnittswertindizes (nicht saisonbereinigt; 2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2004	-0,1	2,7	97,6	96,6	95,7	101,2	97,3	97,4	98,3	92,3	99,0	96,3	99,6
2005	2,9	8,0	100,4	100,6	96,8	103,3	99,4	105,2	111,1	91,8	101,5	98,5	137,7
2006	3,6	7,4	104,0	104,9	98,7	106,5	102,0	113,0	123,1	91,9	105,1	101,9	166,5
2007	2,2	1,4	106,3	108,4	100,2	108,0	104,1	114,6	126,8	89,5	106,0	102,9	169,2
2006 Q3	2,9	5,6	104,1	105,2	97,9	106,7	101,9	114,8	126,0	91,1	105,9	102,6	177,2
Q4	2,6	1,5	104,5	105,8	99,0	106,6	102,9	111,5	121,0	90,5	105,3	102,4	151,5
2007 Q1	1,7	-1,0	105,4	107,5	99,8	107,9	103,8	111,4	120,9	90,3	105,6	103,0	143,5
Q2	2,7	0,2	106,5	108,8	100,5	107,8	104,5	113,3	124,9	88,9	104,9	102,8	162,1
Q3	2,5	1,0	106,7	108,8	100,3	108,3	104,4	115,9	128,7	89,3	107,3	103,5	176,2
Q4	2,0	5,7	106,6	108,7	100,1	107,9	103,7	117,8	132,8	89,4	106,4	102,3	195,2
2007 Sept.	2,5	2,5	106,7	109,0	100,2	107,6	104,1	116,3	129,0	90,1	107,7	103,7	176,5
Okt.	2,2	4,6	106,5	108,8	99,7	108,1	103,9	116,3	130,3	89,4	106,0	102,4	183,1
Nov.	2,0	6,1	106,6	108,8	99,7	107,8	103,6	118,2	133,5	89,6	106,3	102,5	200,0
Dez.	1,8	6,4	106,7	108,4	100,9	107,8	103,7	118,9	134,6	89,3	107,0	102,1	202,6
2008 Jan.	3,1	9,9	108,0	110,7	101,7	108,7	104,4	121,9	138,3	90,0	108,6	103,8	201,6
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Quelle: Eurostat.

## 7.5 Warenhandel

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

## 2. Geografische Aufschlüsselung

	Ins- gesamt	EU 27 (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)				Russ- land	Schweiz	Türkei	Ver- einigte Staaten	Asien		Afrika	Latein- amerika	Andere Staaten	
		Däne- mark	Schweden	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Staaten					China	Japan				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Ausfuhren (fob)</b>															
2004	1 142,6	25,8	42,2	204,5	133,9	35,9	66,6	31,8	172,8	225,7	40,4	33,3	64,6	40,7	98,1
2005	1 237,0	29,0	45,2	203,3	153,2	43,7	70,8	34,7	185,3	244,2	43,3	34,1	73,4	46,9	107,2
2006	1 383,5	31,7	49,8	216,8	189,9	55,2	77,2	38,8	199,8	271,7	53,7	34,5	77,7	54,4	120,5
2007	1 497,9	33,7	55,2	228,7	219,7	67,0	81,8	40,9	194,8	295,8	60,1	34,2	87,1	61,3	131,8
2006 Q3	347,0	7,9	12,7	54,6	48,2	14,2	19,4	9,7	49,5	67,9	13,6	8,6	19,2	13,5	30,2
Q4	363,1	8,2	13,2	54,8	51,3	15,7	20,8	9,7	51,2	72,1	14,8	8,7	20,1	14,2	31,8
2007 Q1	367,0	8,3	13,5	56,6	52,4	15,7	20,5	10,2	49,8	72,1	14,3	8,7	21,4	14,8	31,8
Q2	369,9	8,4	13,9	56,0	53,8	16,7	20,0	9,9	48,6	73,0	14,9	8,8	21,4	15,4	32,9
Q3	380,5	8,5	14,1	58,7	56,3	17,2	20,6	10,3	49,4	74,9	15,3	8,4	22,2	15,6	32,8
Q4	380,4	8,5	13,7	57,5	57,2	17,5	20,7	10,5	47,1	75,8	15,6	8,2	22,1	15,6	34,2
2007 Sept.	127,0	2,8	4,6	19,2	18,8	5,7	7,0	3,5	16,6	24,9	5,2	2,7	7,3	5,1	11,5
Okt.	128,5	2,8	4,8	19,4	19,2	5,8	6,9	3,4	16,2	25,2	5,3	2,8	7,3	5,3	12,1
Nov.	128,0	2,9	4,6	19,2	19,1	5,9	7,0	3,6	15,9	25,3	5,1	2,7	7,3	5,2	12,1
Dez.	123,9	2,8	4,3	18,9	18,9	5,8	6,7	3,5	15,0	25,3	5,2	2,6	7,5	5,0	10,1
2008 Jan.	132,3	2,9	4,7	19,6	20,1	6,2	7,0	4,0	16,5	26,4	5,8	3,0	7,8	5,3	11,8
Febr.	134,9	.	.	.	.	6,5	6,9	4,0	16,7	26,7	5,5	3,0	8,0	5,4	.
<b>In % der Ausfuhren insgesamt</b>															
2007	100,0	2,3	3,7	15,3	14,7	4,5	5,5	2,7	13,0	19,8	4,0	2,3	5,8	4,1	8,8
<b>Einfuhren (cif)</b>															
2004	1 075,9	25,4	39,8	144,9	115,5	56,6	53,4	23,2	113,4	309,3	92,4	54,1	72,9	45,2	76,3
2005	1 227,5	26,4	42,3	153,2	127,8	76,3	58,1	25,5	120,2	363,6	118,2	53,2	96,0	53,8	84,3
2006	1 397,1	28,5	47,7	167,2	152,2	95,6	62,3	29,4	125,9	418,6	144,5	57,0	110,5	66,3	93,0
2007	1 473,1	28,1	51,7	167,5	174,4	97,3	67,1	32,2	130,8	444,8	170,0	58,3	112,6	74,5	92,2
2006 Q3	353,7	7,2	12,1	41,6	38,9	24,0	16,0	7,5	31,4	105,2	35,7	14,4	28,4	16,8	24,7
Q4	356,7	7,1	12,6	41,0	40,9	22,1	16,0	7,6	32,5	108,1	39,9	14,4	27,7	17,4	23,6
2007 Q1	358,4	7,0	12,9	40,7	41,4	22,6	16,9	7,9	33,5	110,7	42,4	14,9	26,4	18,1	20,3
Q2	360,2	7,1	12,8	41,5	42,5	23,8	16,5	7,9	32,1	107,5	39,6	14,3	27,0	18,4	23,3
Q3	375,4	7,3	12,8	42,8	44,8	23,6	17,2	8,1	33,3	114,5	44,6	14,8	28,1	18,8	24,1
Q4	379,0	6,7	13,3	42,5	45,6	27,3	16,5	8,3	32,0	112,1	43,4	14,3	31,1	19,2	24,4
2007 Sept.	124,1	2,4	4,3	13,9	15,2	7,6	5,7	2,7	11,3	37,4	14,8	4,9	9,4	6,4	7,9
Okt.	126,9	2,3	4,4	14,2	15,3	9,0	5,6	2,7	10,7	37,7	14,8	4,9	9,5	6,4	9,1
Nov.	126,6	2,3	4,5	14,2	15,4	9,2	5,5	2,8	10,9	37,0	14,4	4,6	10,1	6,5	8,4
Dez.	125,5	2,2	4,5	14,1	14,9	9,2	5,4	2,8	10,4	37,5	14,1	4,7	11,4	6,3	6,9
2008 Jan.	133,4	2,3	4,6	14,9	15,8	9,5	5,5	2,8	11,4	39,4	15,0	4,8	11,5	6,5	9,2
Febr.	132,8	.	.	.	.	8,9	5,8	2,7	10,9	38,0	14,6	4,9	11,1	6,3	.
<b>In % der Einfuhren insgesamt</b>															
2007	100,0	1,9	3,5	11,4	11,8	6,6	4,6	2,2	8,9	30,2	11,5	4,0	7,6	5,1	6,3
<b>Saldo</b>															
2004	66,6	0,4	2,4	59,7	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,3	-83,6	-52,0	-20,8	-8,4	-4,5	21,8
2005	9,5	2,6	2,9	50,1	25,4	-32,6	12,7	9,2	65,2	-119,4	-74,9	-19,1	-22,7	-6,9	22,9
2006	-13,6	3,2	2,1	49,7	37,7	-40,4	15,0	9,4	73,9	-146,9	-90,8	-22,5	-32,8	-11,9	27,5
2007	24,8	5,7	3,5	61,3	45,3	-30,3	14,7	8,7	64,0	-149,0	-109,9	-24,1	-25,5	-13,2	39,6
2006 Q3	-6,7	0,7	0,6	13,0	9,3	-9,9	3,4	2,2	18,2	-37,2	-22,1	-5,7	-9,1	-3,3	5,5
Q4	6,3	1,1	0,6	13,8	10,3	-6,4	4,9	2,1	18,7	-36,1	-25,1	-5,6	-7,7	-3,2	8,1
2007 Q1	8,6	1,3	0,6	15,9	10,9	-7,0	3,5	2,3	16,3	-38,5	-28,1	-6,2	-5,0	-3,3	11,5
Q2	9,7	1,4	1,1	14,5	11,3	-7,1	3,6	1,9	16,5	-34,5	-24,8	-5,4	-5,6	-3,1	9,6
Q3	5,1	1,3	1,3	15,9	11,5	-6,4	3,4	2,2	16,1	-39,6	-29,3	-6,4	-6,0	-3,2	8,7
Q4	1,3	1,8	0,4	14,9	11,6	-9,8	4,2	2,3	15,1	-36,3	-27,7	-6,1	-8,9	-3,7	9,8
2007 Sept.	2,9	0,4	0,3	5,3	3,6	-1,9	1,3	0,8	5,3	-12,5	-9,5	-2,2	-2,1	-1,3	3,6
Okt.	1,5	0,5	0,4	5,1	3,8	-3,2	1,3	0,7	5,5	-12,5	-9,6	-2,1	-2,2	-1,1	3,0
Nov.	1,4	0,6	0,1	5,0	3,8	-3,3	1,5	0,8	5,0	-11,7	-9,3	-1,9	-2,8	-1,3	3,6
Dez.	-1,6	0,6	-0,1	4,8	4,0	-3,3	1,4	0,7	4,6	-12,2	-8,9	-2,1	-3,9	-1,3	3,2
2008 Jan.	-1,0	0,7	0,2	4,8	4,2	-3,2	1,4	1,2	5,1	-13,0	-9,2	-1,8	-3,7	-1,2	2,6
Febr.	2,1	.	.	.	.	-2,5	1,2	1,2	5,8	-11,3	-9,1	-2,0	-3,1	-0,9	.

Quelle: Eurostat.



# WECHSELKURSE

## 8.1 Effektive Wechselkurse <sup>1)</sup>

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Index 1999 Q1 = 100)

	EWK-22						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
2005	103,3	104,2	102,5	102,2	98,6	101,8	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	102,2	99,4	101,3	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	106,9	105,7	102,1	104,5	114,2	106,6
2007 Q1	105,5	106,2	104,9	103,7	99,8	102,2	112,1	104,9
Q2	107,1	107,7	106,2	105,2	102,4	104,3	113,5	106,0
Q3	107,6	108,2	106,8	105,6	101,7	104,4	114,1	106,4
Q4	110,5	111,2	109,6	108,2	104,6	107,0	117,0	109,0
2008 Q1	112,7	113,1	111,4	.	.	.	119,4	110,8
2007 April	107,2	107,8	106,4	-	-	-	113,7	106,3
Mai	107,3	107,9	106,2	-	-	-	113,6	106,1
Juni	106,9	107,4	105,9	-	-	-	113,2	105,6
Juli	107,6	108,1	106,5	-	-	-	113,9	106,2
Aug.	107,1	107,7	106,4	-	-	-	113,7	106,0
Sept.	108,2	108,9	107,5	-	-	-	114,8	107,0
Okt.	109,4	110,1	108,7	-	-	-	115,8	107,9
Nov.	111,0	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,6
Dez.	111,2	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,4
2008 Jan.	112,0	112,3	110,5	-	-	-	118,3	109,9
Febr.	111,8	111,9	110,5	-	-	-	118,2	109,5
März	114,6	115,0	113,0	-	-	-	121,5	112,9
April	116,0	116,6	114,5	-	-	-	123,1	114,4
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2008 April	1,3	1,3	1,3	-	-	-	1,3	1,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2008 April	8,3	8,1	7,7	-	-	-	8,3	7,6

## A35 Effektive Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index 1999 Q1 = 100)

## A36 Bilaterale Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index 1999 Q1 = 100)

— Nominaler effektiver Wechselkurs, EWK-22  
 - - - - Realer mit dem VPI deflationierter effektiver Wechselkurs, EWK-22



— USD/EUR  
 - - - - JPY/EUR  
 - - - - GBP/EUR



Quelle: EZB.

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

## 8.2 Bilaterale Wechselkurse

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Einheiten der nationalen Währungen pro Euro)

	Däni- sche Krone	Schwe- dische Krone	Pfund Sterling	US- Dollar	Japani- scher Yen	Schwei- zer Franken	(Süd-) Korea- nischer Won	Hong- kong- Dollar	Singa- pur- Dollar	Kana- discher Dollar	Norwe- gische Krone	Australi- scher Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1 198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1 272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2007 Q3	7,4446	9,2639	0,68001	1,3738	161,90	1,6473	1 274,31	10,7250	2,0841	1,4374	7,9175	1,6229
Q4	7,4557	9,2899	0,70782	1,4486	163,83	1,6596	1 334,12	11,2639	2,1061	1,4201	7,8778	1,6279
2008 Q1	7,4534	9,3996	0,75698	1,4976	157,80	1,6014	1 430,84	11,6737	2,1107	1,5022	7,9583	1,6533
2007 Okt.	7,4534	9,1735	0,69614	1,4227	164,95	1,6706	1 301,67	11,0327	2,0849	1,3891	7,6963	1,5837
Nov.	7,4543	9,2889	0,70896	1,4684	162,89	1,6485	1 348,46	11,4211	2,1242	1,4163	7,9519	1,6373
Dez.	7,4599	9,4319	0,72064	1,4570	163,55	1,6592	1 356,79	11,3619	2,1108	1,4620	8,0117	1,6703
2008 Jan.	7,4505	9,4314	0,74725	1,4718	158,68	1,6203	1 387,66	11,4863	2,1062	1,4862	7,9566	1,6694
Febr.	7,4540	9,3642	0,75094	1,4748	157,97	1,6080	1 392,57	11,4996	2,0808	1,4740	7,9480	1,6156
März	7,4561	9,4020	0,77494	1,5527	156,59	1,5720	1 523,14	12,0832	2,1489	1,5519	7,9717	1,6763
April	7,4603	9,3699	0,79487	1,5751	161,56	1,5964	1 555,98	12,2728	2,1493	1,5965	7,9629	1,6933
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2008 April	0,1	-0,3	2,6	1,4	3,2	1,5	2,2	1,6	0,0	2,9	-0,1	1,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2008 April	0,1	1,4	17,0	16,5	0,5	-2,5	23,7	16,2	5,0	4,1	-1,9	3,7
	Tschechi- sche Krone	Estnische Krone	Lettischer Lats	Litauischer Litas	Unga- rischer Forint	Polnischer Zloty	Slowakische Krone	Bulga- rischer Lew	Rumä- nische Leu (neu)	Kroatische Kuna	Neue türkische Lira	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2005	29,782	15,6466	0,6962	3,4528	248,05	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	7,4008	1,6771	
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090	
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	33,775	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865	
2007 Q3	27,941	15,6466	0,6988	3,4528	251,82	3,7900	33,579	1,9558	3,3231	7,3080	1,7685	
Q4	26,826	15,6466	0,7005	3,4528	252,86	3,6584	33,424	1,9558	3,4489	7,3281	1,7261	
2008 Q1	25,564	15,6466	0,6973	3,4528	259,30	3,5759	33,069	1,9558	3,6887	7,2852	1,8036	
2007 Okt.	27,335	15,6466	0,7030	3,4528	251,02	3,7062	33,624	1,9558	3,3537	7,3284	1,7089	
Nov.	26,733	15,6466	0,7005	3,4528	254,50	3,6575	33,232	1,9558	3,4739	7,3365	1,7498	
Dez.	26,317	15,6466	0,6975	3,4528	253,18	3,6015	33,404	1,9558	3,5351	7,3178	1,7195	
2008 Jan.	26,050	15,6466	0,6982	3,4528	256,03	3,6092	33,546	1,9558	3,6937	7,3155	1,7322	
Febr.	25,377	15,6466	0,6967	3,4528	262,15	3,5768	33,085	1,9558	3,6557	7,2707	1,7632	
März	25,208	15,6466	0,6970	3,4528	259,94	3,5363	32,499	1,9558	3,7194	7,2662	1,9309	
April	25,064	15,6466	0,6974	3,4528	253,75	3,4421	32,374	1,9558	3,6428	7,2654	2,0500	
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2008 April	-0,6	0,0	0,1	0,0	-2,4	-2,7	-0,4	0,0	-2,1	0,0	6,2	
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2008 April	-10,5	0,0	-0,9	0,0	3,2	-9,8	-3,3	0,0	9,3	-1,8	11,6	
	Brasiliani- scher Real <sup>1)</sup>	Chinesischer Renminbi Yuan	Isländische Krone	Indonesische Rupiah	Malay- sischer Ringgit	Mexi- kanischer Peso <sup>1)</sup>	Neuseeland- Dollar	Philippi- nische Peso	Russische Rubel	Südafri- kanischer Rand	Thailän- discher Baht	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2005	3,0360	10,1955	78,23	12 072,83	4,7119	13,5643	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	
2006	2,7333	10,0096	87,76	11 512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	
2007	2,6603	10,4178	87,63	12 528,33	4,7076	14,9801	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214	
2007 Q3	2,6333	10,3834	86,71	12 705,62	4,7608	15,0578	1,8508	63,035	35,0350	9,7645	43,220	
Q4	2,5863	10,7699	88,69	13 374,03	4,8613	15,7217	1,8965	62,330	35,6947	9,8088	45,097	
2008 Q1	2,6012	10,7268	101,09	13 861,78	4,8325	16,1862	1,8960	61,211	36,3097	11,2736	46,461	
2007 Okt.	2,5653	10,6741	86,30	12 945,80	4,8005	15,4044	1,8739	62,894	35,4008	9,6371	44,898	
Nov.	2,5920	10,8957	89,34	13 608,92	4,9279	15,9776	1,9231	63,271	35,9174	9,8553	46,120	
Dez.	2,6050	10,7404	90,82	13 620,45	4,8576	15,8096	1,8930	60,556	35,7927	9,9626	44,153	
2008 Jan.	2,6111	10,6568	94,50	13 839,19	4,8090	16,0639	1,9054	60,079	36,0300	10,3101	44,758	
Febr.	2,5516	10,5682	98,06	13 542,26	4,7548	15,8786	1,8513	59,845	36,1357	11,2899	46,085	
März	2,6445	10,9833	112,08	14 241,09	4,9455	16,6678	1,9344	64,031	36,8259	12,3712	48,848	
April	2,6602	11,0237	116,65	14 497,21	4,9819	16,5608	1,9960	65,790	37,0494	12,2729	49,752	
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2008 April	0,6	0,4	4,1	1,8	0,7	-0,6	3,2	2,7	0,6	-0,8	1,9	
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2008 April	-3,2	5,6	32,0	17,9	7,3	11,5	8,5	2,1	6,1	27,7	13,0	

Quelle: EZB.

1) Für diese Währungen errechnet und veröffentlicht die EZB seit dem 1. Januar 2008 Referenzkurse gegenüber dem Euro. Die Angaben für frühere Zeiträume haben lediglich indikativen Charakter.



# ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

## 9.1 In anderen EU-Mitgliedstaaten

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

### 1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Bulgarien	Tschechische Republik	Dänemark	Estland	Lettland	Litauen	Ungarn	Polen	Rumänien	Slowakei	Schweden	Vereinigtes Königreich
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>HVPI</b>												
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	6,6	3,8	4,0	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,9	1,7	2,3
2007 Q3	9,0	2,7	1,0	6,7	10,4	5,9	7,3	2,4	5,1	1,4	1,4	1,8
Q4	11,2	4,9	2,2	9,2	13,7	7,9	7,1	3,7	6,8	2,4	2,3	2,1
2008 Q1	12,4	7,6	3,2	11,3	16,3	10,8	6,9	4,5	8,0	3,4	3,1	2,4
2007 Nov.	11,4	5,1	2,5	9,3	13,7	7,9	7,2	3,7	6,8	2,3	2,4	2,1
Dez.	11,6	5,5	2,4	9,7	14,0	8,2	7,4	4,2	6,7	2,5	2,5	2,1
2008 Jan.	11,7	7,9	3,0	11,3	15,6	10,0	7,4	4,4	7,3	3,2	3,0	2,2
Febr.	12,2	7,6	3,3	11,5	16,5	10,9	6,7	4,6	8,0	3,4	2,9	2,5
März	13,2	7,1	3,3	11,2	16,6	11,4	6,7	4,4	8,7	3,6	3,2	2,5
<b>Finanzierungssaldo des Staates in % des BIP</b>												
2005	1,8	-3,6	5,0	1,8	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	-2,8	2,2	-3,4
2006	3,0	-2,7	4,8	3,4	-0,2	-0,5	-9,2	-3,8	-2,2	-3,6	2,3	-2,6
2007	3,4	-1,6	4,4	2,8	0,0	-1,2	-5,5	-2,0	-2,5	-2,2	3,5	-2,9
<b>Bruttoverschuldung des Staates in % des BIP</b>												
2005	29,2	29,7	36,4	4,5	12,4	18,6	61,6	47,1	15,8	34,2	50,9	42,1
2006	22,7	29,4	30,4	4,2	10,7	18,2	65,6	47,6	12,4	30,4	45,9	43,1
2007	18,2	28,7	26,0	3,4	9,7	17,3	66,0	45,2	13,0	29,4	40,6	43,8
<b>Renditen langfristiger Staatsanleihen in % p. a., Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>												
2007 Nov.	4,94	4,55	4,21	-	5,12	4,57	6,74	5,70	6,96	4,59	4,22	4,74
Dez.	5,08	4,68	4,33	-	5,10	4,94	6,93	5,86	7,05	4,61	4,31	4,70
2008 Jan.	5,07	4,56	4,15	-	5,71	4,73	7,11	5,81	7,15	4,48	4,09	4,26
Febr.	5,24	4,53	4,08	-	5,11	4,51	7,58	5,82	7,29	4,36	4,02	4,45
März	4,85	4,68	4,04	-	5,25	4,36	8,41	5,99	7,34	4,34	3,92	4,42
April	.	4,72	4,29	-	.	.	8,02	5,99	.	.	4,06	4,63
<b>Zinssatz für Dreimonatsgeld in % p. a., Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>												
2007 Okt.	5,59	3,55	4,84	5,22	12,75	5,93	7,60	5,13	7,25	4,33	4,37	6,27
Nov.	6,32	3,73	4,82	5,36	11,69	6,50	7,51	5,36	7,71	4,35	4,61	6,41
Dez.	6,56	4,05	4,92	7,23	10,78	7,07	7,63	5,67	7,93	4,31	4,74	6,36
2008 Jan.	6,55	3,96	4,73	7,03	9,01	5,69	7,78	5,64	8,43	4,32	4,52	5,66
Febr.	6,65	3,94	4,61	6,62	7,52	4,90	-	5,74	9,67	4,28	4,62	5,64
März	6,68	4,04	4,81	6,35	6,49	4,82	8,21	6,03	10,54	4,29	4,84	5,89
<b>Reales BIP</b>												
2006	7,1	6,4	3,9	11,2	12,2	7,7	3,9	6,2	7,9	8,5	4,1	2,9
2007	6,2	6,5	1,8	7,1	10,3	8,8	1,3	6,6	6,0	10,4	2,6	3,0
2007 Q3	4,9	6,4	1,6	6,4	10,9	10,4	0,9	6,4	5,7	9,4	2,6	3,3
Q4	6,9	6,6	1,9	4,8	8,1	8,5	0,4	6,9	6,6	14,3	2,6	2,8
2008 Q1	.	.	.	.	.	6,2	.	.	.	.	.	2,5
<b>Saldo aus Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen in % des BIP</b>												
2006	-17,1	-2,9	2,7	-13,2	-21,3	-9,6	-5,4	-2,1	-10,5	-7,1	7,8	-3,8
2007	-20,3	-2,0	1,1	-15,8	-20,9	-11,9	-3,9	-2,6	-13,5	-4,7	8,3	-4,8
2007 Q2	-19,0	-4,0	2,9	-14,0	-22,9	-15,1	-5,8	-4,0	-15,3	-6,7	5,9	-4,2
Q3	-11,8	-4,4	2,5	-16,5	-24,5	-10,1	-2,8	-2,0	-10,8	-6,3	7,0	-6,2
Q4	-25,1	-2,1	0,9	-11,0	-13,2	-10,2	-2,5	-1,8	-13,5	-6,8	9,6	.
<b>Lohnstückkosten</b>												
2006	4,4	1,7	1,7	8,1	15,3	8,8	.	1,0	.	1,7	-0,2	2,5
2007	14,2	.	3,8	18,9	24,9	7,0	.	.	.	0,2	3,9	1,5
2007 Q2	10,9	2,0	5,8	20,1	-	7,7	-	-	-	-0,4	3,3	1,7
Q3	16,7	2,3	4,2	20,7	-	5,9	-	-	-	0,3	3,4	2,0
Q4	14,5	1,5	3,1	19,1	-	9,1	-	-	-	-1,6	4,7	2,2
<b>Standardisierte Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)</b>												
2006	8,9	7,1	3,9	5,9	6,9	5,6	7,5	13,8	7,3	13,4	7,0	5,4
2007	6,9	5,3	3,8	4,7	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,1	6,1	5,3
2007 Q3	6,7	5,1	3,9	4,6	6,0	4,1	7,3	9,3	6,3	11,2	5,8	5,3
Q4	6,0	4,9	3,4	4,6	5,4	4,2	7,8	8,6	6,2	10,5	5,9	5,1
2008 Q1	6,0	4,6	3,1	5,4	5,3	4,5	7,6	8,0	.	9,9	5,8	.
2007 Nov.	6,0	4,9	3,4	4,6	5,4	4,2	7,8	8,6	6,2	10,4	6,0	5,0
Dez.	5,9	4,7	3,3	4,6	5,4	4,3	7,9	8,2	6,2	10,3	5,8	5,0
2008 Jan.	6,1	4,7	3,2	5,3	5,4	4,6	7,6	8,3	.	10,1	5,7	5,1
Febr.	6,0	4,6	3,1	5,4	5,3	4,5	7,6	8,0	.	9,9	5,6	.
Mar.	5,9	4,5	3,0	5,5	5,3	4,5	7,6	7,7	.	9,8	5,6	.

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen sowie Eurostat), nationale Statistiken, Reuters und EZB-Berechnungen.

## 9.2 In den Vereinigten Staaten und Japan

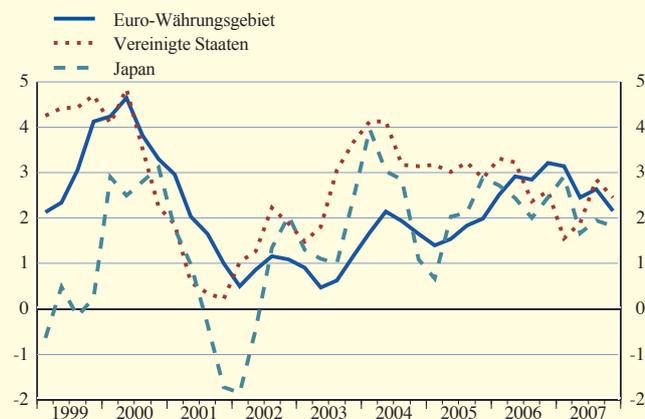
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

### 1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Verbraucherpreisindex	Lohnstückkosten <sup>1)</sup> (verarbeitendes Gewerbe)	Reales BIP	Industrieproduktionsindex (verarbeitendes Gewerbe)	Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)	Weit gefasste Geldmenge <sup>2)</sup>	Zinssätze für dreimonatige Interbank-einlagen <sup>3)</sup> in % p. a.	Renditen zehnjähriger Nullkupon-Staatsanleihen <sup>3)</sup> Stand am Ende des Berichtszeitraums	Wechselkurs <sup>4)</sup> in nationaler Währung pro Euro	Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte in % des BIP	Bruttoverschuldung des Staates <sup>5)</sup> in % des BIP	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Vereinigte Staaten</b>												
2004	2,7	-0,2	3,6	3,1	5,5	4,7	1,62	4,80	1,2439	-4,4	48,9	
2005	3,4	-0,4	3,1	4,2	5,1	4,4	3,56	5,05	1,2441	-3,6	49,2	
2006	3,2	-1,5	2,9	2,8	4,6	4,8	5,19	5,26	1,2556	-2,6	48,6	
2007	2,9	1,7	2,2	1,8	4,6	5,9	5,30	4,81	1,3705	-3,0	49,2	
2007	Q1	2,4	0,9	1,5	0,9	4,5	5,4	5,36	5,27	1,3106	-3,0	49,5
	Q2	2,7	2,4	1,9	1,8	4,5	6,1	5,36	5,78	1,3481	-2,7	48,3
	Q3	2,4	2,8	2,8	2,2	4,7	6,3	5,45	5,34	1,3738	-3,1	48,7
	Q4	4,0	0,5	2,5	2,5	4,8	5,8	5,02	4,81	1,4486	-3,3	49,2
2008	Q1	4,1	.	2,5	2,1	4,9	6,4	3,26	4,24	1,4976	.	.
2007	Dez.	4,1	-	-	1,9	5,0	5,6	4,97	4,81	1,4570	-	-
2008	Jan.	4,3	-	-	2,8	4,9	5,6	3,92	4,37	1,4718	-	-
	Febr.	4,0	-	-	2,1	4,8	6,7	3,09	4,47	1,4748	-	-
	März	4,0	-	-	1,4	5,1	7,0	2,78	4,24	1,5527	-	-
	April	.	-	-	.	5,0	.	2,79	4,59	1,5751	-	-
<b>Japan</b>												
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,53	134,44	-6,2	156,8	
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,7	163,2	
2006	0,2	-2,6	2,4	4,8	4,1	1,1	0,30	1,85	146,02	-1,4	159,5	
2007	0,1	.	2,0	2,7	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.	
2007	Q1	-0,1	-2,2	2,9	3,0	4,0	1,0	0,62	1,85	156,43	.	.
	Q2	-0,1	.	1,7	2,4	3,8	1,5	0,69	2,11	162,89	.	.
	Q3	-0,1	.	1,9	2,7	3,8	1,9	0,89	1,88	161,90	.	.
	Q4	0,5	.	1,7	2,9	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008	Q1	1,0	.	.	.	3,9	2,2	0,92	1,48	157,80	.	.
2007	Dez.	0,7	-	-	0,8	3,8	2,1	0,99	1,70	163,55	-	-
2008	Jan.	0,7	-	-	2,2	3,8	2,1	0,89	1,63	158,68	-	-
	Febr.	1,0	-	-	4,2	3,9	2,3	0,90	1,60	157,97	-	-
	März	1,2	-	-	.	3,8	2,3	0,97	1,48	156,59	-	-
	April	.	-	-	.	.	.	0,92	1,76	161,56	-	-

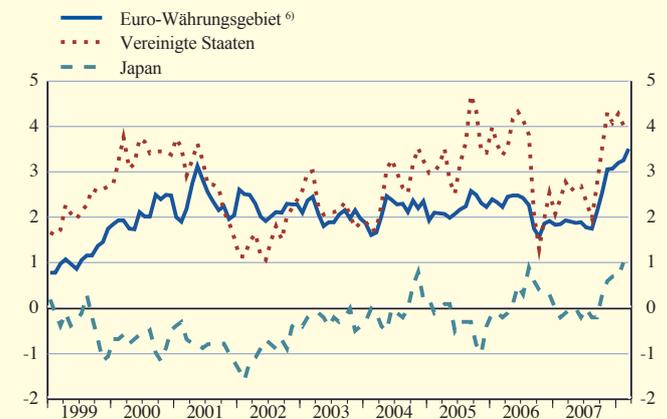
### A37 Reales Bruttoinlandsprodukt

(Veränderung gegen Vorjahr in %; vierteljährlich)



### A38 Verbraucherpreisindizes

(Veränderung gegen Vorjahr in %; monatlich)



Quellen: Nationale Statistiken (Spalten 1, 2 (Vereinigte Staaten), 3, 4, 5 (Vereinigte Staaten), 6, 9 und 10); OECD (Spalte 2 (Japan)); Eurostat (Spalte 5 (Japan), Daten der Abbildungen zum Euro-Währungsgebiet); Reuters (Spalten 7 und 8) und EZB-Berechnungen (Spalte 11).

1) Vereinigte Staaten: saisonbereinigt.

2) Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Vereinigte Staaten: M2, Japan: M2 + Einlagenzertifikate.

3) In % p. a. Weitere Informationen zu den Zinssätzen für dreimonatige Interbank-einlagen finden sich in Abschnitt 4.6.

4) Weitere Informationen finden sich in Abschnitt 8.2.

5) Konsolidierte Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Stand am Ende des Berichtszeitraums).

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



## ABBILDUNGEN

A1	Geldmengenaggregate	S 12
A2	Gegenposten	S 12
A3	Komponenten der Geldmengenaggregate	S 13
A4	Komponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten	S 13
A5	Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	S 14
A6	Kredite an private Haushalte	S 15
A7	Kredite an öffentliche Haushalte und Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S 16
A8	Einlagen insgesamt, nach Sektoren ( <i>Finanzintermediäre</i> )	S 17
A9	Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren ( <i>Finanzintermediäre</i> )	S 17
A10	Einlagen insgesamt, nach Sektoren ( <i>nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte</i> )	S 18
A11	Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren ( <i>nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte</i> )	S 18
A12	Einlagen öffentlicher Haushalte und Ansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S 19
A13	Wertpapierbestände der MFIs	S 20
A14	Gesamtaktiva der Investmentfonds	S 24
A15	Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien – Umlauf und Bruttoabsatz	S 35
A16	Nettoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien, saisonbereinigt und nicht saisonbereinigt	S 37
A17	Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S 38
A18	Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S 39
A19	Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet	S 40
A20	Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen	S 41
A21	Einlageneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit	S 43
A22	Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	S 43
A23	Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet	S 44
A24	Dreimonats-Geldmarktsätze	S 44
A25	Kassazinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets	S 45
A26	Kassazinssätze und Spreads im Euro-Währungsgebiet	S 45
A27	Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225	S 46
A28	Defizit, Nettoneuverschuldung und Veränderung der Verschuldung	S 59
A29	Maastricht-Verschuldung	S 59
A30	Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz	S 60
A31	Zahlungsbilanz – Warenhandel	S 61
A32	Zahlungsbilanz – Dienstleistungen	S 61
A33	Zahlungsbilanz – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)	S 64
A34	Wichtige Zahlungsbilanztransaktionen und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S 69
A35	Effektive Wechselkurse	S 72
A36	Bilaterale Wechselkurse	S 72
A37	Reales Bruttoinlandsprodukt	S 75
A38	Verbraucherpreisindizes	S 75



## TECHNISCHER HINWEIS

### ZUR ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGS- GEBIET

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE MONETÄRE ENTWICKLUNG

Die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t endende Quartal wird wie folgt berechnet:

$$\text{a) } \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist  $I_t$  der Index des bereinigten Bestands im Monat t (siehe auch weiter unten). Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$\text{b) } \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### ZU DEN ABSCHNITTEN 2.1 BIS 2.6

#### BERECHNUNG DER TRANSAKTIONSBEDINGTEN VERÄNDERUNGEN

Die monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen werden anhand der um Umgruppierungen, sonstige Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen bereinigten monatlichen Bestandsdifferenzen berechnet.

$L_t$  sei der Bestand am Ende des Monats t,  $C_t^M$  die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung im Monat t,  $E_t^M$  die Bereinigung infolge von Wechselkursänderungen und  $V_t^M$  die aus sonstigen Neubewertungen resultierenden Anpassungen. Die transaktionsbedingten Veränderungen  $F_t^M$  im Monat t sind definiert als:

$$\text{c) } F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Entsprechend sind die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen  $F_t^Q$  für das mit dem Monat t endende Quartal definiert als:

$$\text{d) } F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

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:

$$\text{e) } I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis für den Index (der nicht saisonbereinigten Reihen) dient derzeit Dezember 2006 = 100. Die Zeitreihen des Index des bereinigten Bestands sind auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“ abrufbar.

Die Jahreswachstumsrate  $a_t$  für den Monat t, also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat t, lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$\text{f) } a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$\text{g) } a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die Jahreswachstumsraten auf das Ende des angegebenen Berichtszeitraums. Beispielsweise ergibt sich die Jahreswachstumsrate für das Jahr 2002 in Formel g) aus der Division des Indexwerts für Dezember 2002 durch den Indexwert für Dezember 2001.

Wachstumsraten für Zeiträume von weniger als einem Jahr können durch Anpassung von Formel g) berechnet werden. Beispielsweise kann die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vormonat  $a_t^M$  wie folgt berechnet werden:

$$h) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Den zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitt der prozentualen Veränderung von M3 gegenüber dem Vorjahr erhält man schließlich mit der Formel  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , wobei  $a_t$  wie in den Formeln f) und g) oben definiert ist.

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE QUARTALSREIHEN

$F_t^Q$  und  $L_{t-3}$  seien wie oben definiert, und der Index  $I_t$  des bereinigten Bestands für das mit dem Monat t endende Quartal ist definiert als:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Die Jahreswachstumsrate für die vier Quartale, die mit dem Monat t enden, d. h.  $a_t$ , lässt sich mit Formel g) berechnen.

#### SAISONBEREINIGUNG DER MONETÄREN STATISTIKEN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS<sup>1</sup>

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA.<sup>2</sup> Die Saisonbereinigung kann eine wochentägliche Bereinigung umfassen und wird bei einigen Reihen indirekt durch eine lineare Kombination der Komponenten durchgeführt. Dies gilt insbesondere für das

Geldmengenaggregat M3, das durch Aggregation der saisonbereinigten Reihen für M1, M2 minus M1 und M3 minus M2 ermittelt wird.

Die Verfahren zur Saisonbereinigung werden zunächst auf den Index des bereinigten Bestands angewandt.<sup>3</sup> Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf die Bestände und die Bereinigungen infolge von Umgruppierungen und Neubewertungen angewandt, woraus sich wiederum die saisonbereinigten transaktionsbedingten Veränderungen ergeben. Die Saisonfaktoren (und Kalenderfaktoren) werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

#### ZU DEN ABSCHNITTEN 3.1 BIS 3.5

#### GLEICHHEIT VON MITTELVERWENDUNG UND MITTELAUFKOMMEN

In Tabelle 3.1 richten sich die Angaben nach einer grundlegenden Bilanzgleichung. Was die nicht-finanziellen Transaktionen betrifft, so entspricht die gesamte Mittelverwendung bei jeder Transaktionsart dem gesamten Mittelaufkommen. Diese Bilanzgleichung gilt auch für das Finanzierungskonto, d. h. bei jeder Kategorie von Finanzinstrumenten entsprechen die gesamten Transaktionen mit Forderungen den gesamten Transaktionen mit Verbindlichkeiten. Im Konto „Sonstige Forderungsänderungen“ und in der finanziellen Vermögensbilanz entspricht die Summe der For-

1 Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“.

2 Ausführliche Informationen in: D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto und B. C. Chen, New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program, in: Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2, 1998, S. 127-152, sowie: Time Series Staff, Bureau of the Census, X-12-ARIMA Reference Manual, Washington, D.C.

Für interne Zwecke wird auch der modellgestützte Ansatz von TRAMO-SEATS verwendet. Ausführliche Informationen über TRAMO-SEATS in: V. Gomez und A. Maravall, Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User, Working Paper Nr. 9628 der Banco de España, Madrid, 1996.

3 Daraus folgt, dass bei den saisonbereinigten Reihen der Index für die Basisperiode, also Dezember 2001, in der Regel vom Wert 100 abweicht, worin die Saisonfigur des betreffenden Monats zum Ausdruck kommt.

derungen bei jeder Kategorie von Finanzinstrumenten der Summe der Verbindlichkeiten, mit Ausnahme des Währungsgolds und der Sonderziehungsrechte, die per Definition keine Verbindlichkeit irgendeines Sektors sind.

### BERECHNUNG VON SALDEN

Die am Ende jedes Kontos in den Tabellen 3.1 und 3.2 aufgeführten Salden werden wie folgt ermittelt:

Die Handelsbilanz entspricht der Einfuhr abzüglich der Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets gegenüber der übrigen Welt.

Der Saldo „Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen“ wird nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Differenz zwischen Bruttowertschöpfung (Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen für das Euro-Währungsgebiet) und Arbeitnehmerentgelt (Mittelverwendung), sonstigen Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen (Mittelverwendung) und Abschreibungen (Mittelverwendung).

Das Nettonationaleinkommen wird nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Summe aus Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen (netto), Arbeitnehmerentgelt (Mittelaufkommen), Produktionsabgaben abzüglich Subventionen (Mittelaufkommen) und Nettovermögenseinkommen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung).

Der Saldo des verfügbaren Einkommens wird ebenfalls nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Summe aus den Nettoeinkommen, Nationaleinkommen, Einkommen- und Vermögensteuern (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung), Sozialbeiträge (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung), monetäre Sozialleistungen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) und sonstige laufende Transfers (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung).

Das Nettosparaufkommen wird für gebietsansässige Sektoren definiert und ergibt sich aus

dem verfügbaren Nettoeinkommen zuzüglich der Nettozunahme betrieblicher Versorgungsansprüche (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) und abzüglich der Konsumausgaben (Mittelverwendung). Für die übrige Welt wird der Saldo der laufenden Außentransaktionen als Summe aus Handelsbilanz und gesamtem Nettoeinkommen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) ermittelt.

Der Finanzierungssaldo wird im Vermögensbildungskonto als Nettosparsparen zuzüglich der Nettovermögenstransfers (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) abzüglich der Bruttoinvestitionen (Mittelverwendung) abzüglich des Nettozugangs an nichtproduzierten Vermögensgütern (Mittelverwendung) und zuzüglich Abschreibungen (Mittelaufkommen) ermittelt. Er kann auch im Finanzierungskonto als Differenz aus den Transaktionen mit Forderungen insgesamt und den Transaktionen mit Verbindlichkeiten insgesamt (auch als transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen bezeichnet) ermittelt werden. Bei den privaten Haushalten und den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften besteht eine statistische Abweichung zwischen diesen anhand des Vermögensbildungskontos bzw. des Finanzierungskontos berechneten Salden.

Finanzielle Reinvermögensänderungen werden als finanzielle Reinvermögensänderungen durch Sparen und Vermögenstransfers zuzüglich sonstiger finanzieller Reinvermögensänderungen ermittelt. Mangels verfügbarer Daten bleiben darin derzeit die sonstigen Vermögensänderungen unberücksichtigt.

Das finanzielle Reinvermögen wird als Differenz zwischen den gesamten Forderungen und den gesamten Verbindlichkeiten berechnet, während die finanziellen Reinvermögensänderungen der Summe aus transaktionsbedingten finanziellen Reinvermögensänderungen (Finanzierungssaldo aus dem Finanzierungskonto) und sonstigen finanziellen Reinvermögensänderungen entsprechen.

Die transaktionsbedingten finanziellen Reinvermögensänderungen werden als Differenz aus den

gesamten Transaktionen mit Forderungen und den gesamten Transaktionen mit Verbindlichkeiten ermittelt, während die sonstigen finanziellen Reinvermögensänderungen aus den gesamten sonstigen Forderungsänderungen abzüglich der gesamten sonstigen Änderungen der Verbindlichkeiten berechnet werden.

#### ZU DEN ABSCHNITTEN 4.3 UND 4.4

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR SCHULDVERSCHREIBUNGEN UND BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet und enthalten daher keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen. Sie lassen sich anhand der transaktionsbedingten Veränderungen oder des Index der fiktiven Bestandsgrößen berechnen.  $N_t^M$  seien die transaktionsbedingten Veränderungen (Nettoabsatz) im Monat  $t$  und  $L_t$  der Bestand am Ende des Monats  $t$ . Der Index  $I_t$  der fiktiven Bestandsgrößen im Monat  $t$  ist definiert als:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis dient Dezember 2001, für den der Index gleich 100 gesetzt wird. Die Zuwachsrate  $a_t$  für den Monat  $t$ , also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat  $t$ , lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Bei der Berechnung der Wachstumsraten für Wertpapiere ohne Aktien wird dieselbe Methode wie für die Berechnung der Geldmengenaggregate angewandt; der einzige Unterschied besteht darin, dass ein „N“ anstelle eines „F“ verwendet

wird, um die verschiedenen Wege zu verdeutlichen, auf denen man den „Nettoabsatz“ für die Wertpapierstatistik und die analog berechneten „transaktionsbedingten Veränderungen“ erhält, die für die Geldmengenaggregate verwendet werden.

Die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat  $t$  endende Quartal wird wie folgt berechnet:

$$m) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist  $I_t$  der Index der fiktiven Bestandsgrößen im Monat  $t$ . Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat  $t$  ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

Die in Abschnitt 4.3 zugrunde gelegte Berechnungsformel wird auch für Abschnitt 4.4 verwendet und stützt sich ebenfalls auf die Methode zur Berechnung der Geldmengenaggregate. Abschnitt 4.4 beruht auf Marktkursen, deren Berechnung auf der Basis von Finanztransaktionen erfolgt, die keine Umgruppierungen, Neubewertungen oder anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen enthalten. Wechselkursänderungen entfallen, da alle erfassten börsennotierten Aktien auf Euro lauten.

#### SAISONBEREINIGUNG DER WERTPAPIER-EMISSIONSSTATISTIKEN<sup>4</sup>

Der verwendete Ansatz beruht auf der multiplikativen Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA. Die Saisonbereini-

4 Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“.

gung für die Wertpapieremissionen insgesamt wird indirekt durch eine lineare Kombination der nach Sektoren und Laufzeiten gegliederten Komponenten durchgeführt.

Die Verfahren der Saisonbereinigung werden zunächst auf den Index der fiktiven Bestandsgrößen angewandt. Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf den Umlauf, aus dem der saisonbereinigte Nettoabsatz abgeleitet wird, angewandt. Die Saisonfaktoren werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

Analog zu Formel l) und m) lässt sich die Wachstumsrate  $a_t$  für den Monat  $t$ , also die Veränderung in den zurückliegenden sechs Monaten bis zum Monat  $t$ , mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$\text{o) } a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$\text{p) } a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### ZU TABELLE 1 IN ABSCHNITT 5.1

#### SAISONBEREINIGUNG DES HARMONISIERTEN VERBRAUCHERPREISINDEX (HVPI)<sup>5</sup>

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite S78). Die Saisonbereinigung des HVPI-Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet wird indirekt durch eine Aggregation der saisonbereinigten Reihen für verarbeitete und unverarbeitete Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse (ohne Energie) und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets durchgeführt. Energie wird unbe reinigt hinzugefügt, da es keinen statistischen Nachweis für eine Saisonabhängigkeit gibt. Die Saisonfaktoren werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

#### ZU TABELLE 2 IN ABSCHNITT 7.1

#### SAISONBEREINIGUNG DER LEISTUNGSBILANZ

Der verwendete Ansatz beruht auf der multiplikativen Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite S78). Die Ursprungswerte zum Warenhandel, zu den Dienstleistungen und zu den Erwerbs- und Vermögenseinkommen werden arbeitstäglich bereinigt. Beim Warenhandel und bei den Dienstleistungen wird neben der arbeitstäglich bereinigung auch eine Bereinigung um die durchschnittlichen Effekte nationaler Feiertage vorgenommen. Die Daten zur Ausfuhr 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.

#### ZU ABSCHNITT 7.3

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE QUARTALS- UND JAHRESREIHEN

Die Jahreswachstumsrate für das Quartal  $t$  wird auf Basis der vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderung ( $F_t$ ) und des Bestands ( $L_t$ ) wie folgt berechnet:

$$a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Die Wachstumsrate für die jährlichen Reihen entspricht der Wachstumsrate im Schlussquartal des betreffenden Jahres.

5 Siehe Fußnote 4.





## ERLÄUTERUNGEN

Der Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ enthält in erster Linie Statistiken für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes. Detailliertere und längere Zeiträume erfassende Datenreihen mit weiteren Erläuterungen sind unter der Rubrik „Statistics“ auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) abrufbar. Daten können über das benutzerfreundlich gestaltete Statistical Data Warehouse der EZB ([sdw.ecb.europa.eu/](http://sdw.ecb.europa.eu/)), das auch eine Suchfunktion enthält, abgerufen und heruntergeladen werden. Unter „Data services“ können unter anderem verschiedene Datensätze abonniert werden, und es steht eine Datenbank mit komprimierten Daten im CSV-Format (CSV = Comma Separated Value) zur Verfügung. Weitere Informationen sind unter [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu) erhältlich.

Redaktionsschluss für die in den Monatsberichten enthaltenen Statistiken ist im Allgemeinen der Tag vor der ersten Sitzung des EZB-Rats im Monat. Für die vorliegende Ausgabe des Monatsberichts war dies der 6. Mai 2008.

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich alle Zeitreihen, die Werte für das Jahr 2008 umfassen, über die gesamte Datenreihe hinweg auf die 15 Euro-Länder (d. h. Euro-Währungsgebiet einschließlich Zyperns und Maltas). Bei den Zinssätzen, den monetären Statistiken und dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (und aus Konsistenzgründen den Komponenten und Gegenposten von M3 und den Komponenten des HVPI) beziehen sich die statistischen Zeitreihen auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Gegebenenfalls wird dies in den Tabellen durch eine Fußnote kenntlich gemacht. Soweit es sich bei den zugrunde liegenden Daten um absolute oder prozentuale Veränderungen für 2001, 2007 und 2008 handelt, die gegenüber Daten für 2000, 2006 und 2007 berechnet wurden, werden Zeitreihen herangezogen, die die Auswirkungen des Beitritts von Griechenland, Slowenien bzw. Zypern und Malta zum Euro-Währungsgebiet berücksichtigen. Historische Daten, die sich auf das Euro-Währungsgebiet vor dem Beitritt Zyperns und Maltas beziehen, sind auf der Website der EZB

unter [www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html) abrufbar.

Die statistischen Zeitreihen mit Bezug auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung basieren auf der im jeweiligen statistischen Erhebungszeitraum geltenden Zusammensetzung. So beziehen sich Angaben zum Zeitraum vor 2001 auf die 11 Euro-Länder, d. h. die folgenden EU-Mitgliedstaaten: Belgien, Deutschland, Irland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland. Angaben für die Zeit von 2001 bis 2006 beziehen sich auf die 12 Euro-Länder, d. h. auf die genannten 11 Länder und Griechenland. Angaben für 2007 beziehen sich auf die 13 Euro-Länder, d. h. die genannten 12 Länder und Slowenien, und Angaben für die Zeit ab 2008 auf die 15 Euro-Länder, d. h. die 13 Euro-Länder sowie Zypern und Malta.

Da die Zusammensetzung der Europäischen Währungseinheit (ECU) nicht deckungsgleich mit den früheren Währungen der Länder ist, die die einheitliche Währung eingeführt haben, werden die Beträge aus dem Zeitraum vor 1999, die ursprünglich in den Teilnehmerwährungen angegeben und zu den jeweils geltenden ECU-Kursen in ECU umgerechnet wurden, von der Kursentwicklung der Währungen der EU-Mitgliedstaaten, die den Euro nicht eingeführt haben, beeinflusst. Um diesen Einfluss auf die monetäre Statistik zu vermeiden, werden die in den Abschnitten 2.1 bis 2.8 für den Zeitraum vor 1999 ausgewiesenen Daten in Währungseinheiten ausgedrückt, die zu den am 31. Dezember 1998 unwiderruflich festgelegten Euro-Wechselkursen aus den nationalen Währungen errechnet wurden. Soweit nicht anders angegeben, beruhen die Statistiken über Preise und Kosten für den Zeitraum vor 1999 auf in nationalen Währungen angegebenen Zahlen.

Bei der Zusammenstellung der Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet wurden gegebenenfalls Aggregations- und Konsolidierungsverfahren (einschließlich einer länderübergreifenden Konsolidierung) angewandt.

Die jeweils jüngsten Daten sind häufig vorläufiger Natur und können noch revidiert werden. Rundungsdifferenzen sind möglich.

Die Gruppe „andere EU-Mitgliedstaaten“ umfasst Bulgarien, die Tschechische Republik, Dänemark, Estland, Lettland, Litauen, Ungarn, Polen, Rumänien, 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 Hauptrefinanzie-

rungsgeschäfts (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 (NZBen) sind von der Mindestreservebasis ausgenommen. Sollte ein Kreditinstitut den Betrag seiner Verbindlichkeiten in Form von Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren gegenüber den zuvor erwähnten Instituten nicht nachweisen können, kann es einen bestimmten Prozentsatz dieser Verbindlichkeiten von seiner Mindestreservebasis in Abzug bringen. Bis November 1999 betrug der Prozentsatz zur Berechnung der Mindestreservebasis 10 %, seit Dezember 1999 sind es 30 %.

Tabelle 2 in Abschnitt 1.4 enthält Durchschnittsangaben zu abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperioden. Das Mindestreserve-Soll jedes einzelnen Kreditinstituts wird zunächst errechnet, indem auf den Betrag der reservepflichtigen Verbindlichkeiten die Reservesätze der entsprechenden Verbindlichkeitskategorien auf der Grundlage der Bilanzdaten vom Ende eines jeden Kalendermonats angewendet werden; anschließend zieht jedes Kreditinstitut von dieser Größe einen Freibetrag in Höhe von 100 000 € ab. Das auf diese Weise berechnete Mindestreserve-Soll wird dann für das gesamte Euro-Währungsgebiet aggregiert (Spalte 1). Bei den Guthaben auf Girokonten (Spalte 2) handelt es sich um die aggregierten tagesdurchschnittlichen Guthaben von Kreditinstituten auf Girokonten, einschließlich solcher, die der Erfüllung des Mindestreserve-Solls dienen. Die Überschussreserven (Spalte 3) stellen die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten innerhalb einer Erfüllungsperiode dar, die über das Reserve-Soll hinausgehen.

Die Unterschreitungen des Reserve-Solls (Spalte 4) sind definiert als durchschnittliche Unterschreitung der Guthaben auf Girokonten gegenüber dem Reserve-Soll innerhalb der Erfüllungsperiode, berechnet auf der Grundlage der Kreditinstitute, die ihre Mindestreservepflicht nicht erfüllt haben. Die Verzinsung der Mindestreserven (Spalte 5) entspricht dem Durchschnitt des marginalen Zuteilungssatzes für die HRGs des Eurosystems (siehe Abschnitt 1.3) während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode (gewichtet nach der Anzahl der Kalendertage).

Tabelle 3 in Abschnitt 1.4 zeigt die Liquiditätsposition des Bankensystems, die aus den Euro-Guthaben auf den Girokonten der Kreditinstitute des Euro-Währungsgebiets beim Eurosystem besteht. Alle Angaben sind dem konsolidierten Ausweis des Eurosystems entnommen. Bei den sonstigen liquiditätsabschöpfenden Faktoren (Spalte 7) ist die von den NZBen in der zweiten Stufe der WWU initiierte Begebung von Schuldverschreibungen ausgenommen. Die sonstigen Faktoren (netto) (Spalte 10) geben die saldierten restlichen Positionen des konsolidierten Ausweises des Eurosystems wieder. Die Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten (Spalte 11) entsprechen der Differenz zwischen der Summe der liquiditätszuführenden Faktoren (Spalten 1 bis 5) und der Summe der liquiditätsabschöpfenden Faktoren (Spalten 6 bis 10). Das Basisgeld (Spalte 12) wird berechnet als Summe der Einlagefazilität (Spalte 6), des Banknotenumlaufs (Spalte 8) und der Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten (Spalte 11).

### MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

Abschnitt 2.1 zeigt die aggregierte Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute (MFIs), d. h. die Summe der harmonisierten Bilanzen aller im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs. MFIs sind Zentralbanken, Kreditinstitute im Sinne des Gemeinschaftsrechts, Geldmarktfonds und andere Finanzinstitute, deren Geschäftstätigkeit

darin besteht, Einlagen bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinne von anderen Rechtssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und Kredite auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinne) zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Ein vollständiges Verzeichnis der MFIs ist auf der Website der EZB abrufbar.

In Abschnitt 2.2 ist die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors ausgewiesen, die sich aus der Saldierung der aggregierten Bilanzpositionen zwischen den MFIs im Euroraum ergibt. Aufgrund leicht unterschiedlicher Ausweispraktiken ist die Summe der Inter-MFI-Positionen nicht unbedingt null; der Saldo ist in Spalte 10 unter den Passiva ausgewiesen. Abschnitt 2.3 zeigt die Geldmengenaggregate des Euro-Währungsgebiets und ihre Gegenposten. Diese werden anhand der konsolidierten MFI-Bilanz ermittelt und umfassen neben Positionen von gebietsansässigen Nicht-MFIs bei im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs auch einige monetäre Forderungen und Verbindlichkeiten der Zentralstaaten. Die Statistiken über Geldmengenaggregate und Gegenposten sind um Saison- und Kalendereffekte bereinigt. Die Bestände von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets an a) Anteilen an im Euroraum ansässigen Geldmarktfonds und b) von MFIs im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in Abschnitt 2.1 und 2.2 unter dem Posten „Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ ausgewiesen. In Abschnitt 2.3 hingegen sind sie aus den Geldmengenaggregaten herausgerechnet und dem Posten „Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ zugeordnet.

Abschnitt 2.4 enthält eine Aufschlüsselung der Kreditgewährung der im Eurogebiet ansässigen MFIs ohne Eurosystem (des Bankensystems) nach Schuldnergruppen, Arten und Ursprungslaufzeiten. In Abschnitt 2.5 sind die Einlagen beim Bankensystem des Euro-Währungsgebiets nach Gläubigergruppen und Arten aufgeschlüsselt. Abschnitt 2.6 zeigt die vom Bankensystem des Euroraums gehaltenen Wertpapiere, aufgliedert nach Emittentengruppen.

Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten „transaktionsbedingte Veränderungen“, die aus der Differenz der Bestände, bereinigt um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkurs- und sonstige nicht transaktionsbedingte Veränderungen, abgeleitet werden. Abschnitt 2.7 zeigt ausgewählte Neubewertungen, die bei der Ermittlung der transaktionsbedingten Veränderungen zugrunde gelegt werden. Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten außerdem Wachstumsraten, die als prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr auf Basis der transaktionsbedingten Veränderungen ausgewiesen werden. Abschnitt 2.8 zeigt ausgewählte, nach Währungen aufgeschlüsselte vierteljährliche Bilanzpositionen der MFIs.

Einzelheiten zur Sektorengliederung sind in dem Dokument „Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition“ (EZB, März 2007) zu finden. Die „Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics“ (EZB, November 2002) erläutern die empfohlenen Erhebungs- und Aufbereitungsverfahren, die von den NZBen anzuwenden sind. Seit dem 1. Januar 1999 werden die statistischen Daten nach der Verordnung EZB/1998/16 vom 1. Dezember 1998 über die konsolidierte Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute<sup>1</sup> in der zuletzt durch Verordnung EZB/2003/10<sup>2</sup> geänderten Fassung erhoben und aufbereitet.

Im Einklang mit dieser Verordnung werden die Bilanzpositionen „Geldmarktpapiere“ und „Schuldverschreibungen“ sowohl auf der Aktiva als auch auf der Passivseite der Bilanzstatistik der MFIs zusammen ausgewiesen.

Abschnitt 2.9 zeigt die Bestände am Quartalsende für die Bilanz der Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) im Euro-Währungsgebiet. Die Bilanz ist aggregiert, sodass unter den Passiva auch die von den Investmentfonds gehaltenen Bestände an von anderen Investmentfonds ausgegebenen Anteilen enthalten sind. Außerdem werden die gesamten Aktiva/Passiva in einer Aufgliederung nach Anlageschwerpunkten (Aktienfonds, Rentenfonds, Gemischte Fonds,

Immobilienfonds und sonstige Fonds) und nach Anlegergruppen (Publikumsfonds und Spezialfonds) ausgewiesen. Die aggregierte Bilanz wird in Abschnitt 2.10 für jede Art von Investmentfonds nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen dargestellt.

### **VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET**

Abschnitt 3.1 zeigt die Daten der vierteljährlichen integrierten Euroraumkonten, die ein umfassendes Bild von der Wirtschaftstätigkeit der privaten Haushalte (einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck), der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften, der finanziellen Kapitalgesellschaften und des Staates und von den Interaktionen zwischen diesen Sektoren sowie dem Euro-Währungsgebiet und der übrigen Welt vermitteln. Die nicht saisonbereinigten Daten zu jeweiligen Preisen werden in einer vereinfachten Kontenabfolge gemäß der Methodik des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) für das letzte verfügbare Quartal ausgewiesen.

Kurz zusammengefasst beinhaltet die Kontenabfolge (Transaktionskonten): 1) das Einkommensentstehungskonto, das zeigt, wie sich die Produktion in verschiedenen Einkommenskategorien niederschlägt, 2) das primäre Einkommensverteilungskonto, das die Einnahmen und Ausgaben in Bezug auf verschiedene Formen der Vermögenseinkommen erfasst (für die Gesamtwirtschaft entspricht der Saldo des primären Einkommensverteilungskontos dem Nationaleinkommen), 3) das Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept), in dem aufgeführt wird, wie sich das Nationaleinkommen eines institutionellen Sektors aufgrund der laufenden Transfers verändert, 4) das Einkommensverwendungskonto, das zeigt, inwieweit das verfügbare Einkommen für Konsumausgaben verwendet oder ge-

1 ABl. L 356 vom 30.12.1998, S. 7.

2 ABl. L 250 vom 2.10.2003, S. 19.

spart wird, 5) das Vermögensbildungskonto, aus dem hervorgeht, wie Sparen und Nettovermögenstransfers zur Sachvermögensbildung verwendet werden (der Saldo des Vermögensbildungskontos ist der Finanzierungssaldo), und 6) das Finanzierungskonto, das den Nettozugang an Forderungen und den Nettozugang an Verbindlichkeiten erfasst. Da jeder nichtfinanziellen Transaktion eine finanzielle Transaktion gegenübersteht, entspricht der Saldo des Finanzierungskontos konzeptionell dem Finanzierungssaldo des Vermögensbildungskontos.

Darüber hinaus werden die finanziellen Vermögensbilanzen zum Jahresanfang und zum Jahresende präsentiert, die einen Eindruck vom Finanzvermögen der einzelnen Sektoren zu einem bestimmten Zeitpunkt vermitteln. Schließlich werden noch sonstige Änderungen von Finanzaktiva und -passiva (z. B. infolge der Auswirkungen von Vermögenspreisänderungen) aufgezeigt.

Die sektorale Aufschlüsselung des Finanzierungskontos und der finanziellen Vermögensbilanzen ist für die finanziellen Kapitalgesellschaften detaillierter aufgeführt; hier wurde eine Unterteilung in MFIs, sonstige Finanzintermediäre (einschließlich Kredit- und Versicherungshilfsleistungen) sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen vorgenommen.

Abschnitt 3.2 enthält über vier Quartale kumulierte Stromgrößen (Transaktionen) für die sogenannten nichtfinanziellen Konten des Euro-Währungsgebiets (d. h. der vorgenannten Konten 1 bis 5), die ebenfalls in der vereinfachten Kontenabfolge dargestellt sind.

In Abschnitt 3.3 werden über vier Quartale kumulierte Stromgrößen (Transaktionen und sonstige Änderungen) bezüglich des Einkommens, der Ausgaben und der Vermögensänderung der privaten Haushalte sowie die Bestandsgrößen der finanziellen Vermögensbilanz genauer analysiert. Die sektorspezifischen Transaktionen und Salden sind so dargestellt, dass Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen der privaten Haus-

halte deutlicher zum Ausdruck kommen, ohne dabei von der in den Abschnitten 3.1 und 3.2 gewählten Konteneinteilung abzuweichen.

In Abschnitt 3.4 werden über vier Quartale kumulierte Stromgrößen (Transaktionen) bezüglich des Einkommens und der Vermögensänderungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sowie die Bestandsgrößen der finanziellen Vermögensbilanz genauer analysiert.

Abschnitt 3.5 zeigt über vier Quartale kumulierte Finanzierungsströme (Transaktionen und sonstige Änderungen) und Bestandsgrößen der finanziellen Vermögensbilanzen von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen.

## FINANZMÄRKTE

Mit Ausnahme der Wertpapieremissionsstatistik (Tabellen 4.1 bis 4.4), bei der sich die gesamte Zeitreihe auf die 15 Euro-Länder (d. h. die ursprünglichen 13 Euro-Länder plus Zypern und Malta) bezieht (feste Zusammensetzung), umfassen die Zeitreihen zur Finanzmarktstatistik des Euro-Währungsgebiets die EU-Mitgliedstaaten, die im Referenzzeitraum der jeweiligen Statistik den Euro bereits eingeführt hatten (jeweilige Zusammensetzung).

Die Statistiken über Wertpapiere ohne Aktien und über börsennotierte Aktien (Abschnitte 4.1 bis 4.4) werden von der EZB auf der Grundlage von Daten des ESZB und der BIZ erstellt. In Abschnitt 4.5 sind die MFI-Zinssätze für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet ausgewiesen. Die Statistiken über Geldmarktsätze, Renditen langfristiger Staatsanleihen und Börsenindizes (Abschnitte 4.6 bis 4.8) werden von der EZB auf der Grundlage der Daten von Wirtschaftsinformationsdiensten erstellt.

Die Statistiken über Wertpapieremissionen umfassen Wertpapiere ohne Aktien (Schuldverschreibungen), die in Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3 ausgewiesen sind, sowie börsennotierte Aktien,

die in Abschnitt 4.4 dargestellt werden. Die Schuldverschreibungen sind nach kurzfristigen und langfristigen Wertpapieren aufgegliedert. Als kurzfristig werden Wertpapiere mit einer Ursprungslaufzeit von einem Jahr oder weniger (in Ausnahmefällen auch bis einschließlich zwei Jahren) bezeichnet. Wertpapiere mit einer längeren Laufzeit oder mit fakultativen Laufzeiten, von denen eine mindestens länger als ein Jahr ist, und Wertpapiere mit beliebig langer Laufzeit werden als langfristige Wertpapiere klassifiziert. Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene langfristige Schuldverschreibungen werden nach festverzinslichen und variabel verzinslichen Schuldverschreibungen aufgeschlüsselt. Bei festverzinslichen Schuldverschreibungen ist der Zinssatz für die gesamte Laufzeit festgelegt. Bei variabel verzinslichen Schuldverschreibungen wird der Zinssatz in regelmäßigen Zeitabständen unter Bezugnahme auf einen Referenzzinssatz oder Index neu festgesetzt. Der Erfassungsgrad der Statistik zu den Schuldverschreibungen beträgt schätzungsweise rund 95 % des Gesamtvolumens der Emissionen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet. Die in Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3 ausgewiesenen auf Euro lautenden Wertpapiere enthalten auch Papiere, die auf eine der nationalen Währungseinheiten des Euro lauten.

Abschnitt 4.1 enthält Angaben zu Wertpapieren ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen. In einer Aufgliederung nach Schuldverschreibungen insgesamt und langfristigen Schuldverschreibungen präsentiert dieser Abschnitt den Umlauf, Brutto- und Nettoabsatz der auf Euro lautenden Wertpapiere ohne Aktien sowie von auf Euro und auf alle Währungen lautenden Wertpapieren ohne Aktien, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben wurden. Abweichungen zwischen den Angaben zum Nettoabsatz und den Veränderungen im Umlauf haben ihre Ursache in Bewertungsänderungen, Umgruppierungen und sonstigen Bereinigungen. Der Abschnitt weist außerdem saisonbereinigte Angaben aus, darunter auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsraten für die gesamten wie auch für die langfristigen Schuldverschreibungen. Die

saisonbereinigten Sechsmonatsraten werden anhand des um saisonale Effekte bereinigten Index der fiktiven Bestandsgrößen ermittelt. Nähere Einzelheiten hierzu siehe „Technischer Hinweis“.

Abschnitt 4.2 enthält eine Gliederung des Umlaufs, des Brutto- und des Nettoabsatzes nach im Euroraum ansässigen Emittentengruppen, die dem ESVG 95 entspricht. Die EZB wird dem Eurosystem zugeordnet.

Der in Spalte 1 von Tabelle 1 in Abschnitt 4.2 ausgewiesene Umlauf der gesamten und der langfristigen Schuldverschreibungen entspricht den Angaben zum Umlauf der gesamten und der langfristigen Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Spalte 7 von Abschnitt 4.1. Der Umlauf der von MFIs insgesamt sowie langfristig begebenen Schuldverschreibungen in Spalte 2 von Tabelle 1 in Abschnitt 4.2 entspricht weitgehend den Angaben zu den Schuldverschreibungen auf der Passivseite der aggregierten Bilanz der MFIs in Spalte 8 von Tabelle 2 in Abschnitt 2.1. Der in Spalte 1 von Tabelle 2 in Abschnitt 4.2 ausgewiesene Nettoabsatz der Schuldverschreibungen insgesamt entspricht den Angaben zum gesamten Nettoabsatz von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Spalte 9 von Abschnitt 4.1. Die in Tabelle 1 in Abschnitt 4.2 ausgewiesene Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen und den langfristigen festverzinslichen sowie langfristigen variabel verzinslichen Schuldverschreibungen zusammengekommen ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

Abschnitt 4.3 enthält die nicht saisonbereinigten und saisonbereinigten Wachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen, aufgegliedert nach Laufzeiten, Instrumenten, Emittentengruppen und Währungen. Die Raten basieren auf Finanztransaktionen, d. h. Geschäften, bei denen Verbindlichkeiten von einer institutionellen Einheit eingegangen bzw. zurückgezahlt werden. Daher sind Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen nicht in den

Wachstumsraten enthalten. Die saisonbereinigten Wachstumsraten sind zu Darstellungszwecken auf Jahresraten hochgerechnet. Einzelheiten hierzu finden sich im „Technischen Hinweis“.

Abschnitt 4.4 (Spalte 1, 4, 6 und 8) zeigt den Umlauf börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet, aufgegliedert nach Emittentengruppen. Die monatlichen Angaben zur Emission börsennotierter Aktien durch nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften entsprechen den in Abschnitt 3.2 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 deren 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 von bzw. Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet berechnen. Die MFI-Zinssätze für den Euro-Raum werden als mit dem entsprechenden Geschäftsvolumen gewichteter Durchschnitt der Zinssätze der Euro-Länder für die jeweilige Kategorie ermittelt.

Die MFI-Zinsstatistik ist nach Art des Geschäfts (Bestand, Neugeschäft), Sektoren, Instrumenten, Laufzeit des Finanzinstruments, vereinbarter Kündigungsfrist bzw. anfänglicher Zinsbindung untergliedert. Die neue MFI-Zinsstatistik ersetzt die zehn statistischen Übergangszeitreihen zu den Zinssätzen im

Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet, die seit Januar 1999 im Monatsbericht veröffentlicht wurden.

In Abschnitt 4.6 sind die Geldmarktsätze für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan dargestellt. Für den Euro-Raum wird ein breites Spektrum an Geldmarktsätzen ausgewiesen, das von den Zinssätzen für Tagesgeld bis hin zum Zwölfmonatsgeld reicht. Für die Zeit vor Januar 1999 wurden für das Euro-Währungsgebiet synthetische Zinssätze anhand nationaler mit dem BIP gewichteter Sätze berechnet. Mit Ausnahme des Tagesgeldsatzes bis Dezember 1998 handelt es sich bei den Monats-, Quartals- und Jahresangaben um Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Für Tagesgeld sind bis Dezember 1998 die Zinssätze für Interbankeinlagen angegeben. Ab Januar 1999 gibt Spalte 1 in Abschnitt 4.6 den durchschnittlichen Euro-Tagesgeldsatz (Euro Overnight Index Average = EONIA) an. Bis Dezember 1998 handelt es sich dabei um die am Ende des jeweiligen Berichtszeitraums geltenden Sätze, danach um die Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Die Zinsen für Ein-, Drei-, Sechs- und Zwölfmonatsgeld werden seit Januar 1999 nach den Euro Interbank Offered Rates (EURIBOR) berechnet, bis Dezember 1998 – soweit verfügbar – nach den London Interbank Offered Rates (LIBOR). Bei den Vereinigten Staaten und Japan entspricht der Zinssatz auf Dreimonatsgeld dem LIBOR.

Tabelle 4.7 zeigt die Zinssätze am Ende des jeweiligen Berichtszeitraums. Diese werden anhand nominaler Kassazinsstrukturkurven auf Basis der auf Euro lautenden Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets geschätzt. Die Schätzung der Zinsstrukturkurven erfolgt anhand des Svensson-Modells.<sup>3</sup> Zudem werden die Spreads zwischen den Zehnjahressätzen und den Dreimonats- bzw. Zweijahressätzen ausgewiesen. Weitere Zinsstrukturkurven (tägliche Veröffentlichungen einschließlich Tabellen und Abbildungen) sowie die ent-

3 L. E. Svensson, Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Nr. 1051, 1994.

sprechenden methodischen Hinweise sind unter [www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html) abrufbar. Tageswerte können ebenfalls heruntergeladen werden.

In Abschnitt 4.8 sind die Börsenindizes für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan ausgewiesen.

### PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

Die meisten in diesem Abschnitt dargestellten Daten werden von der Europäischen Kommission (hauptsächlich von Eurostat) sowie von den nationalen Statistikämtern erhoben. Die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet werden gewonnen, indem die Daten für die einzelnen Länder aggregiert werden. Die Daten sind, soweit dies möglich ist, harmonisiert und vergleichbar. Die Angaben zu den Arbeitskosten pro Stunde, zur Verwendung des Bruttoinlandsprodukts, zur Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen, zur Industrieproduktion, zu den Einzelhandelsumsätzen und den Pkw-Neuzulassungen sind arbeitstäglich bereinigt.

Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet (Tabelle 1 in Abschnitt 5.1) liegt für den Zeitraum ab 1995 vor. Er beruht auf den nationalen HVPIs, die in allen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets nach demselben Verfahren ermittelt werden. Die Aufgliederung nach Waren und Dienstleistungen wurde aus der Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs (Coicop/HVPI) abgeleitet. Der HVPI erfasst die monetären Ausgaben für den Konsum der privaten Haushalte im Wirtschaftsgebiet des Euro-raums. Die Tabelle enthält auch von der EZB erhobene saisonbereinigte Daten zum HVPI und HVPI-basierte experimentelle Schätzungen der administrierten Preise.

Maßgeblich für die Angaben zu den industriellen Erzeugerpreisen (Tabelle 2 in Abschnitt 5.1), zur Industrieproduktion, zum Auftragseingang und zu den Umsätzen in der Industrie sowie den Ein-

zelhandelsumsätzen (Abschnitt 5.2) ist die Verordnung (EG) Nr. 1165/98 des Rates vom 19. Mai 1998 über Konjunkturstatistiken<sup>4</sup>. Die Aufschlüsselung nach dem Endverbrauch der Güter bei den industriellen Erzeugerpreisen und der Industrieproduktion entspricht der harmonisierten Untergliederung der Industrie ohne Baugewerbe (NACE, Abschnitte C bis E) in die industriellen Hauptgruppen gemäß der Definition in Verordnung (EG) Nr. 586/2001 der Kommission vom 26. März 2001<sup>5</sup>. Die industriellen Erzeugerpreise stellen die Preise der Produzenten ab Werk dar. Darin enthalten sind indirekte Steuern (ohne Mehrwertsteuer) und sonstige abzugsfähige Steuern. Die Industrieproduktion spiegelt die Wertschöpfung der betreffenden Wirtschaftszweige wider.

Die Weltmarktpreise für Rohstoffe (Tabelle 2 in Abschnitt 5.1) geben die Preisänderungen der in Euro umgerechneten Einfuhren des Euro-Währungsgebiets im Vergleich zur Basisperiode wieder.

Die Arbeitskostenindizes (Tabelle 3 in Abschnitt 5.1) messen die Veränderungen der Arbeitskosten je geleisteter Arbeitsstunde in der Industrie (einschließlich Baugewerbe) und im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen. Die Methodik ist in der Verordnung (EG) Nr. 450/2003 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. Februar 2003 über den Arbeitskostenindex<sup>6</sup> und der Durchführungsverordnung (EG) Nr. 1216/2003 der Kommission vom 7. Juli 2003<sup>7</sup> festgelegt. Die Arbeitskosten pro Stunde stehen für das Euro-Währungsgebiet in einer Aufschlüsselung nach Arbeitskostenkomponenten (Löhne und Gehälter, Sozialbeiträge der Arbeitgeber zuzüglich Steuern zulasten des Arbeitgebers abzüglich Zuschüssen zugunsten des Arbeitgebers, sofern sie im Zusammenhang mit der Beschäftigung von Arbeitnehmern entstehen) und nach Wirtschaftszweigen zur Verfügung. Der Indikator der Tarifverdienste (nachrichtlich in Tabelle 3

4 ABl. L 162 vom 5.6.1998, S. 1.

5 ABl. L 86 vom 27.3.2001, S. 11.

6 ABl. L 69 vom 13.3.2003, S. 1.

7 ABl. L 169 vom 8.7.2003, S. 37.

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. In der Datenreihe für das Euro-Währungsgebiet sind keine Angaben zu Zypern und Malta enthalten.

Die qualitativen Daten aus Erhebungen bei Unternehmen und Verbrauchern (Tabelle 5 in Abschnitt 5.2) basieren auf den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Die Arbeitslosenquoten (Tabelle 2 in Abschnitt 5.3) werden entsprechend den Richtlinien der Internationalen Arbeitsorganisation (IAO) ermittelt. Sie beziehen sich auf den Teil

der Erwerbspersonen, die aktiv nach Arbeit suchen, und stützen sich auf harmonisierte Kriterien und Abgrenzungen. Die Schätzungen zur Gesamtzahl der Erwerbspersonen, auf denen die Arbeitslosenquote basiert, entsprechen nicht der Summe der in Abschnitt 5.3 aufgeführten Zahlen zu Beschäftigung und Arbeitslosigkeit.

## ÖFFENTLICHE FINANZEN

Die Abschnitte 6.1 bis 6.5 zeigen die Finanzlage der öffentlichen Haushalte (Staat) im Euro-Währungsgebiet. Die Angaben sind größtenteils konsolidiert und beruhen auf der Methodik des ESVG 95. Die jährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in den Abschnitten 6.1 bis 6.3 werden von der EZB auf der Grundlage der von den NZBen gelieferten harmonisierten Daten berechnet, die regelmäßig aktualisiert werden. Die Angaben zum Defizit und zur Verschuldung der Euro-Länder können daher von den Daten, die die Europäische Kommission im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit verwendet, abweichen. Die vierteljährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 6.4 und 6.5 werden von der EZB auf der Grundlage der von Eurostat gelieferten Daten und nationaler Daten berechnet.

In Abschnitt 6.1 werden die Jahreswerte der Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Haushalte (Staat) auf der Grundlage der Definitionen in Verordnung (EG) Nr. 1500/2000 der Kommission vom 10. Juli 2000<sup>8</sup>, die das ESVG 95 ergänzt, dargestellt. Abschnitt 6.2 geht näher auf die konsolidierte Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert gemäß den Bestimmungen des EG-Vertrags über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit ein. Die Abschnitte 6.1 und 6.2 enthalten zusammengefasste Daten für die einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets aufgrund ihrer Bedeutung im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Die für die einzelnen Staaten im Euro-Währungsgebiet ausgewiesenen Angaben zum Finanzierungssaldo

<sup>8</sup> ABl. L 172 vom 12.7.2000, S. 3.

entsprechen dem Code „EDP B.9“, wie er in Verordnung (EG) Nr. 351/2002 der Kommission vom 25. Februar 2002 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 3605/93 des Rates hinsichtlich der Verweise auf das ESVG 95 festgelegt wurde. In Abschnitt 6.3 werden Veränderungen der öffentlichen Verschuldung dargestellt. Der Unterschied zwischen der Veränderung der öffentlichen Verschuldung und dem öffentlichen Defizit, die Deficit-Debt-Adjustments, erklärt sich hauptsächlich durch staatliche Transaktionen in Finanzaktiva und durch Wechselkursänderungen. In Abschnitt 6.4 werden die Quartalswerte der Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Haushalte (Staat) auf der Grundlage der Definitionen in Verordnung (EG) Nr. 1221/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 10. Juni 2002 über die vierteljährlichen Konten des Staates für nicht-finanzielle Transaktionen<sup>9</sup> dargestellt. In Abschnitt 6.5 werden Quartalswerte zur konsolidierten Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat), zu den Deficit-Debt-Adjustments und zur Nettoneuverschuldung der öffentlichen Haushalte präsentiert. Zur Berechnung dieser Zahlen werden Daten verwendet, die von den Mitgliedstaaten nach Maßgabe der Verordnungen (EG) Nr. 501/2004 und Nr. 222/2004 sowie von den NZBen zur Verfügung gestellt werden.

## AUSSENWIRTSCHAFT

Die Begriffe und Abgrenzungen, die in der Zahlungsbilanzstatistik und beim Auslandsvermögensstatus (Abschnitt 7.1 bis 7.4) verwendet werden, entsprechen in der Regel der 5. Auflage des „Balance of Payments Manual“ des IWF (Oktober 1993), der EZB-Leitlinie vom 16. Juli 2004 über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank (EZB/2004/15)<sup>10</sup> und der EZB-Leitlinie vom 31. Mai 2007 zur Änderung der Leitlinie EZB/2004/15 (EZB/2007/3)<sup>11</sup>. Weitere Hinweise zur Methodik und zu den Quellen für die Zahlungsbilanzstatistik und den Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets sind der EZB-Publikation „European Union balance of payments/international investment position statistical methods“ vom Mai 2007 und den

folgenden Berichten zu entnehmen, die von der Website der EZB heruntergeladen werden können: „Task force on portfolio investment collection systems, Final Report“ vom Juni 2002, „Portfolio investment income: Task force report“ vom August 2003 und „Foreign direct investment task force report“ vom März 2004. Darüber hinaus ist auf der Website des Ausschusses für die Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzstatistiken ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) der Bericht der Task Force der EZB/Europäischen Kommission (Eurostat) mit dem Titel „Report on the quality assessment of balance of payments and international investment position statistics“ vom Juni 2004 abrufbar. Der Jahresbericht über die Qualität der Statistiken zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets, der auf den Empfehlungen der Task Force beruht, steht auf der Website der EZB zur Verfügung.

Die Tabellen in Abschnitt 7.1 und 7.4 entsprechen der Vorzeichenkonvention des „Balance of Payments Manual“ des IWF, d. h., Überschüsse in der Leistungsbilanz und bei den Vermögensübertragungen werden mit einem Pluszeichen dargestellt, wohingegen ein positives Vorzeichen in der Kapitalbilanz auf eine Zunahme der Passiva oder einen Rückgang der Aktiva hinweist. In den Tabellen in Abschnitt 7.2 werden sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben mit einem Pluszeichen dargestellt. Darüber hinaus wurden die Tabellen in Abschnitt 7.3 neu strukturiert, sodass ab dem Monatsbericht vom Februar 2008 die Zahlungsbilanzangaben, der Auslandsvermögensstatus und die entsprechenden Wachstumsraten zusammen ausgewiesen werden; in den neuen Tabellen werden Transaktionen in Forderungen und Verbindlichkeiten, die mit einer Zunahme der entsprechenden Bestände verbunden sind, mit einem Pluszeichen dargestellt.

Die Daten zur Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets werden von der EZB zusammengestellt. Die jeweils jüngsten Monatsangaben

9 ABl. L 179 vom 9.7.2002, S. 1.

10 ABl. L 354 vom 30.11.2004, S. 34.

11 ABl. L 159 vom 20.6.2007, S. 48.

sind als vorläufig anzusehen. Sie werden mit der Veröffentlichung der Daten für den darauf folgenden Monat und/oder der detaillierten vierteljährlichen Zahlungsbilanzangaben revidiert. Frühere Angaben werden in regelmäßigen Abständen oder jeweils bei methodischen Änderungen bei der Erstellung der zugrunde liegenden Daten revidiert.

Tabelle 1 in Abschnitt 7.2 enthält darüber hinaus saisonbereinigte Leistungsbilanzangaben, die gegebenenfalls auch arbeitstäglich und um Schaltjahreseffekte sowie Effekte aufgrund der Osterfeiertage bereinigt sind. Tabelle 3 von Abschnitt 7.2 und Tabelle 8 von Abschnitt 7.3 zeigen eine geografische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Partnerländern bzw. Ländergruppen, wobei zwischen EU-Mitgliedstaaten, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören, und Ländern oder Ländergruppen außerhalb der Europäischen Union unterschieden wird. Daneben zeigt die Aufschlüsselung auch Transaktionen und Bestände gegenüber EU-Institutionen (die – mit Ausnahme der EZB – ungeachtet ihres physischen Standorts statistisch als Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets behandelt werden) und zu bestimmten Zwecken auch gegenüber Offshore-Finanzzentren und internationalen Organisationen. Für Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen, für Finanzderivate und Währungsreserven liegt keine geografische Aufgliederung der entsprechenden Transaktionen bzw. Bestände vor. Auch für Kapitalertragszahlungen an Brasilien, die Volksrepublik China, Indien und Russland werden keine gesonderten Daten zur Verfügung gestellt. Eine Beschreibung der geografischen Aufschlüsselung findet sich in: EZB, Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Ländern und Ländergruppen, Monatsbericht Februar 2005.

Die Angaben zur Kapitalbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 7.3 werden auf der Grundlage der Transaktionen und Bestände gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungs-

gebiets errechnet, wobei der Euroraum als eine Wirtschaftseinheit betrachtet wird (siehe auch Kasten 9 im Monatsbericht vom Dezember 2002, Kasten 5 im Monatsbericht vom Januar 2007 und Kasten 6 im Monatsbericht vom Januar 2008). Der Auslandsvermögensstatus wird zu jeweiligen Marktpreisen bewertet. Hiervon ausgenommen sind Direktinvestitionsbestände, bei denen nicht börsennotierte Aktien und übrige Anlagen (z. B. Finanzkredite und Einlagen) zum Buchwert ausgewiesen werden. Der vierteljährliche Auslandsvermögensstatus wird nach der gleichen Methodik wie die entsprechenden Jahresangaben erstellt. Da einige Datenquellen nicht auf Quartalsbasis (bzw. erst mit zeitlicher Verzögerung) verfügbar sind, sind die Quartalsangaben zum Auslandsvermögensstatus anhand der Finanztransaktionen, Vermögenspreise und Entwicklung der Wechselkurse teilweise geschätzt.

Tabelle 1 in Abschnitt 7.3 fasst den Auslandsvermögensstatus und die Finanztransaktionen in der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets zusammen. Die Aufschlüsselung der Veränderung des jährlichen Auslandsvermögensstatus erhält man, indem man für die Veränderungen (ohne Transaktionen) ein statistisches Modell mit Daten aus der geografischen Aufschlüsselung und der Währungszusammensetzung der Forderungen und Verbindlichkeiten sowie Preisindizes für verschiedene finanzielle Vermögenswerte zugrunde legt. In dieser Tabelle beziehen sich die Spalten 5 und 6 auf Direktinvestitionen gebietsansässiger Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets und Direktinvestitionen gebietsfremder Einheiten im Euroraum.

In Tabelle 5 von Abschnitt 7.3 basiert die Aufgliederung in „Finanzkredite“ und „Bargeld und Einlagen“ auf der Sektorzugehörigkeit der außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässigen Kontrahenten. So werden Forderungen an gebietsfremde Banken als Einlagen erfasst, während Forderungen an die übrigen gebietsfremden Sektoren als Finanzkredite eingestuft werden. Diese Aufschlüsselung entspricht der Aufgliederung in anderen Statistiken wie der konsolidierten Bilanz der MFIs und ist mit dem

„Balance of Payments Manual“ des IWF konform.

Die Bestände an Währungsreserven und sonstigen Fremdwährungsaktiva und -passiva des Eurosystems sind in Tabelle 7 in Abschnitt 7.3 ausgewiesen. Aufgrund von Unterschieden in der Erfassung und Bewertung sind diese Angaben nicht vollständig mit den Angaben im Wochenausweis des Eurosystems vergleichbar. Die Daten in Tabelle 7 entsprechen den Empfehlungen für das Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität. Veränderungen der Goldbestände des Eurosystems (Spalte 3) sind auf Goldtransaktionen im Rahmen des Goldabkommens der Zentralbanken vom 26. September 1999, aktualisiert am 8. März 2004, zurückzuführen. Weitere Informationen sind einer Veröffentlichung zur statistischen Behandlung der Währungsreserven des Eurosystems („Statistical treatment of the Eurosystem’s international reserves“, Oktober 2000) zu entnehmen, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Dort finden sich auch umfassendere Daten gemäß dem Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität.

Abschnitt 7.4 enthält eine monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets, bei der die Zahlungsbilanztransaktionen die transaktionsbedingten Veränderungen des Auslandsgegenpostens zu M3 widerspiegeln. Bei den Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen (Spalte 5 und 6) umfassen die Transaktionen auch den Verkauf und Kauf der von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs begebenen Aktien und Investmentzertifikate sowie Schuldverschreibungen mit Ausnahme von Geldmarktfondsanteilen und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Entsprechende methodische Hinweise zur monetären Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets finden sich auf der Website der EZB unter der Rubrik „Statistics“. (Siehe auch Kasten 1 im Monatsbericht vom Juni 2003.)

Abschnitt 7.5 zeigt Angaben zum Außenhandel des Euro-Währungsgebiets, die auf Eurostat-

Daten beruhen. Durchschnittswertindizes werden unbereinigt ausgewiesen, während die Wertangaben und Volumenindizes saisonbereinigt und arbeitstäglich bereinigt werden. 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. 4. 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 (Abschnitt 7.1 und 7.2) vergleichbar. Die Differenz bei den Einfuhren belief sich in den vergangenen Jahren nach Schätzung der EZB auf rund 5 % und ist zum großen Teil darauf zurückzuführen, dass bei der Erfassung der Außenhandelsdaten (cif) Versicherungs- und Frachtdienstleistungen berücksichtigt wurden.

## 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-22-Gruppe der

Handelspartner umfasst die zwölf 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 die EWK-22-Gruppe sowie folgende Länder: Algerien, Argentinien, Brasilien, Chile, Indien, Indonesien, Island, Israel, Kroatien, Malaysia, Marokko, Mexiko, Neuseeland, die Philippinen, die Russische Föderation, Südafrika, Taiwan, Thailand, die Türkei und Venezuela. Die realen effektiven Wechselkurse werden anhand der Verbraucherpreisindizes, der Erzeugerpreisindizes, des BIP-Deflators, der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe und der Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft berechnet.

Nähere Einzelheiten zur Berechnung der effektiven Wechselkurse finden sich in Kasten 8 im Monatsbericht vom März 2007 sowie im Occasional Paper Nr. 2 der EZB (L. Buldorini, S. Makrydakakis und C. Thimann, The effective exchange rates of the euro, Februar 2002), das von der Website der EZB heruntergeladen werden kann.

Bei den in Abschnitt 8.2 ausgewiesenen bilateralen Wechselkursen handelt es sich um die Monatsdurchschnitte der täglich für die betreffenden Währungen veröffentlichten Referenzkurse.

## **ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS**

Die Statistiken über die anderen EU-Mitgliedstaaten (Abschnitt 9.1) werden nach denselben Grundsätzen wie die Statistiken zum Euro-Währungsgebiet erstellt. Die Daten zu den Vereinigten Staaten und Japan (Abschnitt 9.2) werden aus nationalen Quellen gewonnen.



## ANHANG

# CHRONIK DER GELDPOLITISCHEN MASSNAHMEN DES EUROSYSTEMS <sup>1</sup>



### 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 Spitzenrefinanzie-

rungsfazilität 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 so-

<sup>1</sup> Die Chronik der geldpolitischen Maßnahmen, die das Eurosystem von 1999 bis 2005 ergriffen hat, finden sich im Jahresbericht der EZB für das jeweilige Jahr.

wie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 3,25 %, 4,25 % bzw. 2,25 % zu belassen.

#### **7. DEZEMBER 2006**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 13. Dezember 2006 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 3,50 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 13. Dezember 2006 um jeweils 25 Basispunkte auf 4,50 % bzw. 2,50 % zu erhöhen.

#### **21. DEZEMBER 2006**

Der EZB-Rat beschließt, den Zuteilungsbetrag für alle im Jahr 2007 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) von 40 Mrd € auf 50 Mrd € zu erhöhen. Hierdurch soll der Tatsache Rechnung getragen werden, dass der Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euro-Währungsgebiet in den vergangenen Jahren stark angestiegen ist und 2007 vermutlich weiter zunehmen wird. Daher 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 2008 über eine mögliche erneute Anpassung des Zuteilungsbetrags.

#### **11. JANUAR UND 8. FEBRUAR 2007**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 3,50 %, 4,50 % bzw. 2,50 % zu belassen.

#### **8. MÄRZ 2007**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 14. März 2007 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 3,75 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 14. März 2007 um jeweils 25 Basispunkte auf 4,75 % bzw. 2,75 % zu erhöhen.

#### **12. APRIL UND 10. MAI 2007**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 3,75 %, 4,75 % bzw. 2,75 % zu belassen.

#### **6. JUNI 2007**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 13. Juni 2007 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 4,0 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 13. Juni 2007 um jeweils 25 Basispunkte auf 5,0 % bzw. 3,0 % zu erhöhen.

#### **5. JULI, 2. AUGUST, 6. SEPTEMBER, 4. OKTOBER, 8. NOVEMBER, 6. DEZEMBER 2007, 10. JANUAR, 7. FEBRUAR, 6. MÄRZ, 10. APRIL UND 8. MAI 2008**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 4,0 %, 5,0 % bzw. 3,0 % zu belassen.

# PUBLIKATIONEN DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK SEIT 2007



Dieses Verzeichnis soll den Leser über ausgewählte Publikationen der Europäischen Zentralbank informieren, die seit Januar 2007 veröffentlicht wurden. Bei den Working Papers werden lediglich die Veröffentlichungen von Februar bis April 2008 aufgeführt. Soweit nicht anders angegeben, können Druckfassungen (sofern vorrätig) kostenlos über [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu) bezogen bzw. abonniert werden.

Ein vollständiges Verzeichnis der Publikationen der Europäischen Zentralbank und des Europäischen Währungsinstituts kann auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) abgerufen werden.

## JAHRESBERICHT

- „Jahresbericht 2006“, April 2007.
- „Jahresbericht 2007“, April 2008.

## KONVERGENZBERICHT

- „Konvergenzbericht Mai 2007“.
- „Konvergenzbericht Mai 2008“.

## AUFSÄTZE IN DEN MONATSBERICHTEN

- „Die Volkswirtschaft der Europäischen Union und des Euro-Währungsgebiets nach der Erweiterung“, Januar 2007.
- „Strukturelle Entwicklungen an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets in den letzten zehn Jahren“, Januar 2007.
- „Chinas Wirtschaftswachstum im Kontext“, Januar 2007.
- „Die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet auf dem Prüfstand“, Februar 2007.
- „Die EU-Regelungen zum Management von Finanzkrisen“, Februar 2007.
- „Unterstützungszahlungen von Migranten in EU-Nachbarregionen“, Februar 2007.
- „Die Vermittlung der Geldpolitik an die Finanzmärkte“, April 2007.
- „Wachstumsunterschiede im Euro-Währungsgebiet: Ursachen und Auswirkungen“, April 2007.
- „Vom Staatsdefizit zum Schuldenstand – Überbrückung der Lücke“, April 2007.
- „Gemessene und gefühlte Inflation im Euro-Währungsgebiet“, Mai 2007.
- „Wettbewerb und Wirtschaftsleistung im Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets“, Mai 2007.
- „Bestimmungsgrößen des Wachstums in den EU-Mitgliedsländern Mittel- und Osteuropas“, Mai 2007.
- „Aktienrückkäufe im Euro-Währungsgebiet“, Mai 2007.
- „Interpretation der monetären Entwicklung seit Mitte 2004“, Juli 2007.
- „Erdölexportierende Länder: Wichtige Strukturmerkmale, Wirtschaftsentwicklung und Recycling der Öleinnahmen“, Juli 2007.
- „Korrektur globaler Ungleichgewichte vor dem Hintergrund einer zunehmenden Integration der Finanzmärkte“, August 2007.
- „Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen im Euro-Währungsgebiet“, August 2007.
- „Leveraged Buyouts und Finanzstabilität“, August 2007.
- „Langfristige Entwicklung der MFI-Kredite an private Haushalte im Euro-Währungsgebiet: Charakteristische Verlaufsmuster und wichtigste Bestimmungsfaktoren“, Oktober 2007.



- „Die Rahmenregelungen für Sicherheiten des US-Zentralbanksystems, der Bank von Japan und des Eurosystems“, Oktober 2007.
- „Die Euro-Banknoten: Umlauf und Ausgabe sowie Vorbereitung der zweiten Serie“, Oktober 2007.
- „Strukturelle Veränderungen am Aktienmarkt und Börsenkonsolidierung: Auswirkungen auf die Effizienz des Finanzsystems und die Geldpolitik“, November 2007.
- „Die Einführung vierteljährlicher Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet“, November 2007.
- „Produktivitätsentwicklung und Geldpolitik“, Januar 2008.
- „Globalisierung, Handel und die Gesamtwirtschaft des Euro-Währungsgebiets“, Januar 2008.
- „Die Erfahrungen des Eurosystems mit der Prognose der autonomen Faktoren und der Überschussreserven“, Januar 2008.
- „Die Analyse des Euro-Geldmarkts aus geldpolitischer Sicht“, Februar 2008.
- „Verbriefungen im Euro-Währungsgebiet“, Februar 2008.
- „Die neuen Zinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets“, Februar 2008.
- „Zusammenhang zwischen Investitionstätigkeit und Finanzlage der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet“, April 2008.
- „Kurzfristige Konjunkturprognosen für das Euro-Währungsgebiet“, April 2008.
- „Entwicklungen im Bereich der EU-Regelungen zur Finanzstabilität“, April 2008.
- „Preisstabilität und Wachstum“, Mai 2008.
- „Die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems während der jüngsten Phase der Finanzmarktvolatilität“, Mai 2008.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Wird seit August 2003 monatlich veröffentlicht.

#### **LEGAL WORKING PAPER SERIES**

4. „Privileges and immunities of the European Central Bank“ von G. Gruber und M. Benisch, Juni 2007.
5. „Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States“ von K. Drēviņa, K. Laurinavičius und A. Tupits, Juli 2007.

#### **OCCASIONAL PAPER SERIES**

55. „Globalisation and euro area trade: interactions and challenges“ von U. Baumann und F. di Mauro, Februar 2007.
56. „Assessing fiscal soundness: theory and practice“ von N. Giammarioli, C. Nickel, P. Rother und J.-P. Vidal, März 2007.
57. „Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe“ von S. Herrmann und E. K. Polgar, März 2007.
58. „Long-Term growth prospects for the Russian economy“ von R. Beck, A. Kamps und E. Mileva, März 2007.
59. „The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years’ experience“ von C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler und T. Rautanen, April 2007.
60. „Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa“ von U. Böwer, A. Geis und A. Winkler, April 2007.

61. „Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach“ von O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini und T. Zumer, April 2007.
62. „Inflation-linked bonds from a central bank perspective“ von J. A. García und A. van Rixtel, Juni 2007.
63. „Corporate finance in the euro area – including background material“ von der Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des ESZB, Juni 2007.
64. „The use of portfolio credit risk models in central banks“ von der Arbeitsgruppe des Ausschusses für Marktoperationen des ESZB, Juli 2007.
65. „The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations“ von F. Coppens, F. González und G. Winkler, Juli 2007.
66. „Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature“ von N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert und G. Vitale, Juli 2007.
67. „Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers“ von J.-M. Israël und C. Sánchez Muñoz, Juli 2007.
68. „The securities custody industry“ von D. Chan, F. Fontan, S. Rosati und D. Russo, August 2007.
69. „Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy“ von M. Sturm und F. Gurtner, August 2007.
70. „The search for Columbus’ egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF“ von M. Skala, C. Thimann und R. Wölfinger, August 2007.
71. „The economic impact of the Single Euro Payments Area“ von H. Schmiedel, August 2007.
72. „The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe“ von P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou und M. Lo Duca, September 2007.
73. „Reserve accumulation: objective or by-product?“ von J. O. de Beaufort Wijnholds und L. Søndergaard, September 2007.
74. „Analysis of revisions to general economic statistics“ von H. C. Dieden und A. Kanutin, Oktober 2007.
75. „The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area“ herausgegeben von P. Moutot und koordiniert von D. Gerdesmeier, A. Lojschová und J. von Landesberger, Oktober 2007.
76. „Prudential and oversight requirements for securities settlement“ von D. Russo, G. Caviglia, C. Papanthassiou und S. Rosati, Dezember 2007.
77. „Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing“ von E. Mileva und N. Siegfried, Dezember 2007.
78. „A framework for assessing global imbalances“ von T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora und R. Straub, Januar 2008.
79. „The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues“ von P. Moutot, A. Jung und F. P. Mongelli, Januar 2008.
80. „China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?“ von M. Bussière und A. Mehl, Januar 2008.
81. „Measuring financial integration in new EU Member States“ von M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis und S. Manganelli, März 2008.
82. „The sustainability of China’s exchange rate policy and capital account liberalisation“ von L. Cappiello und G. Ferrucci, März 2008.

83. „The predictability of monetary policy“ von T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch und J. Turunen, März 2008.
84. „Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise“ von G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk und C. Van Nieuwenhuyze, Mai 2008.

#### RESEARCH BULLETIN

- „Research Bulletin“ Nr. 6, Juni 2007.
- „Research Bulletin“ Nr. 7, Mai 2008.

#### WORKING PAPER SERIES

862. „Stock market volatility and learning“ von K. Adam, A. Marcet und J. P. Nicolini, Februar 2008.
863. „Population ageing and public pension reforms in a small open economy“ von C. Nickel, P. Rother und A. Theophilopoulou, Februar 2008.
864. „Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects“ von A. Afonso und M. St. Aubyn, Februar 2008.
865. „Explaining the Great Moderation: it is not the shocks“ von D. Giannone, M. Lenza und L. Reichlin, Februar 2008.
866. „VAR analysis and the Great Moderation“ von L. Benati und P. Surico, Februar 2008.
867. „Do monetary indicators lead euro area inflation?“ von B. Hofmann, Februar 2008.
868. „Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings“ von M. Ehrmann und M. Fratzscher, Februar 2008.
869. „The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data“ von N. Cassola, Februar 2008.
870. „Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty“ von P. Levine, P. McAdam, J. Pearlman und R. Pierse, Februar 2008.
871. „The impact of capital flows on domestic investment in transition economies“ von E. Mileva, Februar 2008.
872. „Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis“ von H. Buddelmeyer, G. Mourre und M. Ward, Februar 2008.
873. „The Feldstein-Horioka fact“ von D. Giannone und M. Lenza, Februar 2008.
874. „How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model?“ von L. Coroneo, K. Nyholm und R. Vidova-Koleva, Februar 2008.
875. „Global macro-financial shocks and expected default frequencies in the euro area“ von O. Castrén, S. Déés und F. Zaher, Februar 2008.
876. „Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?“ von M. Andersson und A. D’Agostino, Februar 2008.
877. „What are the effects of fiscal policy shocks? A VAR-based comparative analysis“ von D. Caldara und C. Kamps, März 2008.
878. „Nominal and real interest rates during an optimal disinflation in New Keynesian models“ von M. Hagedorn, März 2008.
879. „Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada“ von L. Schuknecht, J. von Hagen und G. Wolswijk, März 2008.
880. „On policy interactions among nations: when do cooperation and commitment matter?“ von H. Kempf und L. von Thadden, März 2008.
881. „Imperfect predictability and mutual fund dynamics: how managers use predictors in changing systematic risk“ von G. Amisano und R. Savona, März 2008.

882. „Forecasting world trade: direct versus “bottom-up” approaches“ von M. Burgert und S. Dees, März 2008.
883. „Assessing the benefits of international portfolio diversification in bonds and stocks“ von R. A. De Santis und L. Sarno, März 2008.
884. „A quantitative perspective on optimal monetary policy cooperation between the United States and the euro area“ von S. Adjemian, M. Darracq Pariès und F. Smets, März 2008.
885. „Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area“ von M. van Leuvensteijn, C. Kok Sørensen, J. A. Bikker und A. A. R. J. M. van Rixtel, März 2008.
886. „International evidence on sticky consumption growth“ von C. D. Carroll, J. Slacalek und M. Sommer, März 2008.
887. „Labour supply after transition: evidence from the Czech Republic“ von A. Bičáková, J. Slacalek und M. Slavik, März 2008.
888. „House prices, money, credit and the macroeconomy“ von C. Goodhart und B. Hofmann, April 2008.
889. „Credit and the natural rate of interest“ von F. De Fiore und O. Tristani, April 2008.
890. „Globalisation, domestic inflation and global output gaps: evidence from the euro area“ von A. Calza, April 2008.
891. „House prices and the stance of monetary policy“ von M. Jarociński und F. Smets, April 2008.
892. „Identification of New Keynesian Phillips curves from a global perspective“ von S. Déés, M. H. Pesaran, L. V. Smith und R. P. Smith, April 2008.

#### SONSTIGE PUBLIKATIONEN

- „Government finance statistics guide“, Januar 2007.
- „Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament“, Januar 2007.
- „Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament“, Januar 2007.
- „Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report“, Februar 2007.
- „List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves“, Februar 2007 (nur online verfügbar).
- „Financial statistics for a global economy – proceedings of the 3rd ECB conference on statistics“, Februar 2007.
- „Euro Money Market Study 2006“, Februar 2007 (nur online verfügbar).
- „Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament“, Februar 2007.
- „Monetary financial institutions and markets statistics sector manual“, März 2007.
- „Financial integration in Europe“, März 2007.
- „TARGET2-Securities – The blueprint“, März 2007 (nur online verfügbar).
- „TARGET2-Securities – Technical feasibility“, März 2007 (nur online verfügbar).
- „TARGET2-Securities – Operational feasibility“, März 2007 (nur online verfügbar).
- „TARGET2-Securities – Legal feasibility“, März 2007 (nur online verfügbar).
- „TARGET2-Securities – Economic feasibility“, März 2007 (nur online verfügbar).
- „Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System“, April 2007.
- „How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins“, April 2007.

„Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU“, April 2007.

„TARGET Annual Report 2006“, Mai 2007 (nur online verfügbar).

„European Union balance of payments: international investment position statistical methods“, Mai 2007.

„Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union: statistical tables“, Mai 2007 (nur online verfügbar).

„The euro bonds and derivatives markets“, Juni 2007 (nur online verfügbar).

„Review of the international role of the euro“, Juni 2007.

„Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications“, Juni 2007.

„Financial Stability Review“, Juni 2007.

„Monetary policy: a journey from theory to practice“, Juni 2007.

„Eurosysteem staff macroeconomic projections for the euro area“, Juni 2007 (nur online verfügbar).

„The Eurosysteem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions“, Juli 2007 (nur online verfügbar).

„SEPA: Vom Konzept zur Realität“ (Fünfter Fortschrittsbericht), Juli 2007 (nur online verfügbar).

„Potential impact of Solvency II on financial stability“, Juli 2007.

„The role of central counterparties – issues related to central counterparty clearing“, Konferenz der EZB und der Federal Reserve Bank of Chicago vom 3. bis 4. April 2006, Juli 2007.

„European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions“, Juli 2007.

„Payment and securities settlement systems in the European Union“ (Blue Book), Vol. 1: euro area countries, Vol. 2: non-euro area countries, August 2007.

„EU banking structures“, Oktober 2007 (nur online verfügbar).

„TARGET2-Securities progress report“, Oktober 2007 (nur online verfügbar).

„Fifth progress report on TARGET2“ einschließlich Anhang 1 „Information guide for TARGET2 users“ (Version 1.0), Anhang 2 „User information guide to TARGET2 pricing“ und Anhang 3 „TARGET2 compensation scheme, claim form“, Oktober 2007 (nur online verfügbar).

„EU banking sector stability“, November 2007 (nur online verfügbar).

„Euro money market survey“, November 2007 (nur online verfügbar).

„Review of the Lamfalussy framework: Eurosysteem contribution“, November 2007 (nur online verfügbar).

„Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosysteem counterparties“, Dezember 2007.

„Financial Stability Review“, Dezember 2007.

„Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union“, Januar 2008 (nur online verfügbar).

„Oversight framework for card payment schemes – standards“, Januar 2008 (nur online verfügbar).

„The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006“, Februar 2008.

„Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report“, März 2008 (nur online verfügbar).

„ECB statistics quality framework (SQF)“, April 2008 (nur online verfügbar).

„Quality assurance procedures within the ECB statistical function“, April 2008 (nur online verfügbar).

„ECB statistics – an overview“, April 2008 (nur online verfügbar).

„TARGET Annual Report 2007“, April 2008 (nur online verfügbar).

„Financial integration in Europe“, April 2008.

## INFORMATIONSBROSCHÜREN

„A single currency: an integrated market infrastructure“, September 2007.



## GLOSSAR

Dieses Glossar enthält ausgewählte Begriffe, die im Monatsbericht häufig verwendet werden. Ein umfassenderes Glossar in englischer Sprache kann auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)) abgerufen werden.

**Abschreibung** (write-off): Streichung eines in einer MFI-Bilanz ausgewiesenen Kredits, wenn dieser als vollständig uneinbringlich erachtet wird.

**Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer** (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 Arbeitsinsatz. 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-Adjustments (öffentliche Haushalte)** (deficit-debt adjustment – general government): Differenz zwischen dem öffentlichen Defizit und der Veränderung der öffentlichen Verschuldung.

**Defizit (öffentliche Haushalte)** (deficit – general government): Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte, d. h. die Differenz zwischen den Gesamteinnahmen und -ausgaben des Staates.

**Defizitquote (öffentliche Haushalte)** (deficit ratio – general government, budget deficit ratio, fiscal deficit ratio): Verhältnis zwischen dem Defizit der öffentlichen Haushalte und dem BIP zu Marktpreisen. Die Defizitquote ist Gegenstand eines der in Artikel 104 Absatz 2 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten fiskalpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

**Deflation** (deflation): Rückgang des allgemeinen Preisniveaus, z. B. gemessen am Verbraucherpreisindex.

**Direktinvestitionen** (direct investment): Grenzüberschreitende Investitionen mit dem Ziel, eine langfristige Beteiligung an einem in einer anderen Volkswirtschaft ansässigen Unternehmen zu erwerben (in der Praxis durch den Erwerb von mindestens 10 % der Stammaktien bzw. des Stimmrechts). Zu den Direktinvestitionen zählen Beteiligungskapital, reinvestierte Gewinne und sonstige Anlagen im Zusammenhang mit Transaktionen zwischen verbundenen Unternehmen. Erfasst werden die Nettotransaktionen/-positionen der Investitionen von Gebietsansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets („Direktinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“) sowie die Nettotransaktionen/-positionen der Investitionen von Gebietsfremden im Euro-Währungsgebiet („Direktinvestitionen im Euro-Währungsgebiet“).

**Dividendenwerte** (equities): Wertpapiere, die Eigentumsrechte an Kapitalgesellschaften umfassen. Hierzu zählen Aktien, die an Börsen gehandelt werden (börsennotierte Aktien), nichtbörsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. Sie erbringen in der Regel Erträge in Form von Dividenden.

**Effektiver Wechselkurs (EWK) des Euro (nominal/real)** (effective exchange rate of the euro – EER, nominal/real): Gewichtetes Mittel der bilateralen Euro-Wechselkurse gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets. Die Europäische Zentralbank veröffentlicht nominale effektive Wechselkursindizes für den Euro gegenüber zwei Gruppen von Handelspartnern: der EWK-22-Gruppe, die die 12 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-22-Gruppe und 20 weiteren Ländern zusammensetzt. Die zugrunde gelegten Gewichtungen spiegeln den Anteil der einzelnen Partnerländer am Handel des Euro-Währungsgebiets wider und berücksichtigen den Wettbewerb an Drittmärkten. Reale effektive Wechselkurse sind nominale effektive Wechselkurse, deflationiert mit dem gewichteten Mittel von ausländischen Preisen oder Kosten im Verhältnis zu den entsprechenden inländischen Preisen und Kosten. Damit sind sie ein Indikator für die preisliche und kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit.

**Einlagefazilität** (deposit facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die den Geschäftspartnern die Möglichkeit bietet, täglich fällige Einlagen zum dafür festgesetzten Zinssatz bei der NZB anzulegen.

**EONIA (Euro Overnight Index Average):** Auf der Basis effektiver Umsätze berechneter Durchschnittszinssatz für Tagesgeld im Euro-Interbankengeschäft. Er wird als gewichteter Durchschnitt der Sätze für unbesicherte Euro-Übernachtkontrakte, die von einer Gruppe bestimmter Institute im Euro-Währungsgebiet gemeldet werden, berechnet.

**Erwerbspersonen** (labour force): Gesamtzahl der Beschäftigten und Arbeitslosen.

**EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate):** Durchschnittszinssatz, zu dem ein erstklassiges Kreditinstitut bereit ist, einem anderen Kreditinstitut mit höchster Bonität Euro-Gelder zur Verfügung zu stellen. Der EURIBOR wird täglich für Interbankeinlagen mit Laufzeiten von bis zu zwölf Monaten berechnet.

**Eurosystem** (Eurosystem): Zentralbankensystem, das sich aus der EZB und den NZBen der EU-Mitgliedstaaten, die den Euro bereits eingeführt haben, zusammensetzt.

**Euro-Währungsgebiet (Euroraum, Eurogebiet)** (euro area): Gebiet, das jene EU-Mitgliedstaaten umfasst, in denen der Euro gemäß dem Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft als gemeinsame Währung eingeführt wurde.

**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 aus dem Preis und der Fälligkeit des Vermögenswerts, dem Ausübungspreis seiner Optionen und der risikofreien Rendite abgeleitet werden.

**Index der Arbeitskosten pro Stunde** (hourly labour cost index): Messgröße für die Arbeitskosten pro tatsächlich geleisteter Arbeitsstunde (inklusive Überstunden), die die Bruttolöhne und -gehälter (in Form von Geld- oder Sachleistungen, einschließlich Sonderzahlungen) sowie die sonstigen Arbeitskosten (Sozialbeiträge und Beschäftigungssteuern der Arbeitgeber abzüglich der den Arbeitgebern gewährten Subventionen) umfasst.

**Index der Tarifverdienste** (index of negotiated wages): Messgröße für das unmittelbare Ergebnis der Tarifverhandlungen in Bezug auf die Grundvergütung (d. h. ohne Sonderzahlungen) im Euro-Währungsgebiet. Sie bezieht sich auf die implizite durchschnittliche Veränderung der monatlichen Löhne und Gehälter.

**Industrielle Erzeugerpreise** (industrial producer prices): Abgabepreise der Industrie (ohne Transportkosten) für alle von der Industrie (ohne Baugewerbe) auf den heimischen Märkten der Euro-Länder abgesetzten Produkte (ohne Importe).

**Industrieproduktion** (industrial production): Bruttowertschöpfung der Industrie in konstanten Preisen.

**Inflation** (inflation): Anstieg des allgemeinen Preisniveaus, z. B. gemessen am Verbraucherpreisindex.

**Inflationsindexierte Staatsanleihen** (inflation-indexed government bonds): Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte, bei denen Kuponzahlungen und Kapitalbetrag an einen bestimmten Verbraucherpreisindex gekoppelt sind.

**Kapitalbilanz** (financial account): Teilbilanz der Zahlungsbilanz, die Transaktionen zwischen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Gebietsfremden im Zusammenhang mit Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, dem übrigen Kapitalverkehr, Finanzderivaten und Währungsreserven umfasst.

**Kaufkraftparität** (purchasing power parity – PPP): Umrechnungskurs, zu dem eine Währung in eine andere konvertiert wird, um die Kaufkraft der beiden Währungen auszugleichen, indem die Unterschiede im Preisniveau der betreffenden Länder beseitigt werden. In ihrer einfachsten Ausprägung gibt die Kaufkraftparität das Verhältnis des Preises für ein Produkt in nationaler Währung zum Preis für dieselbe Ware oder Dienstleistung in anderen Ländern an.

**Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors** (consolidated balance sheet of the MFI sector): Bilanz, die durch Saldierung der in der aggregierten MFI-Bilanz enthaltenen Inter-MFI-Positionen (z. B. an MFIs vergebene Kredite und Einlagen bei MFIs) erstellt wird. Sie enthält Statistikinformationen über die Forderungen und Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (z. B. öffentliche Haushalte und sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet) und gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die konsolidierte Bilanz der MFIs ist die wichtigste statistische Grundlage für die Berechnung der monetären Aggregate und dient als Basis für die regelmäßige Analyse der Bilanzgegenposten von M3.

**Kreditbedarf (öffentliche Haushalte)** (borrowing requirement – general government): Nettokreditaufnahme der öffentlichen Haushalte.

**Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten der MFIs** (MFI longer-term financial liabilities): Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten, Schuldverschreibungen von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren sowie Kapital und Rücklagen des MFI-Sektors im Euroraum.

**Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (LRG)** (longer-term refinancing operation): Regelmäßiges Offenmarktgeschäft, das vom Eurosystem in Form einer befristeten Transaktion durchgeführt wird. LRGs werden über monatliche Standardtender mit einer Laufzeit von in der Regel drei Monaten durchgeführt.

**Leistungsbilanz** (current account): Teilbilanz der Zahlungsbilanz, die Transaktionen mit Waren und Dienstleistungen, Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie laufende Übertragungen zwischen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Gebietsfremden umfasst.

**Leitkurs** (central parity, central rate): Wechselkurs der am WKM II teilnehmenden Währungen gegenüber dem Euro, um den herum die Bandbreiten des WKM II festgelegt sind.

**Leitzinsen der EZB** (key ECB interest rates): Zinssätze, die vom EZB-Rat festgelegt werden und die den geldpolitischen Kurs der EZB widerspiegeln. Hierbei handelt es sich um den 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 bei Zentralstaaten (z. B. bei der Post oder dem Schatzamt) umfasst.

**M2:** Mittleres Geldmengenaggregat, das M1 sowie Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (d. h. kurzfristige Spareinlagen) und Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (d. h. kurzfristige Termineinlagen) bei MFIs und bei Zentralstaaten umfasst.

**M3:** Weit gefasstes Geldmengenaggregat, das M2 sowie marktfähige Finanzinstrumente, insbesondere Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und von MFIs begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren umfasst.

**Mengentender** (fixed rate tender): Tendersverfahren, bei dem der Zinssatz im Voraus von der Zentralbank festgelegt wird und die teilnehmenden Geschäftspartner den Geldbetrag bieten, für den sie zum vorgegebenen Zinssatz abschließen wollen.

**MFI-Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet** (MFI credit to euro area residents): Buchkredite der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich öffentlicher Haushalte und privatem Sektor) sowie der MFI-Bestand an von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapieren (Aktien und sonstige Dividendenwerte sowie Schuldverschreibungen).

**MFIs (monetäre Finanzinstitute)** (MFIs – monetary financial institutions): Alle Finanzinstitute, die den Geldschöpfungssektor des Euro-Währungsgebiets bilden. Hierzu zählen das Eurosystem, ansässige Kreditinstitute im Sinne des Gemeinschaftsrechts und alle anderen im Euroraum ansässigen Finanzinstitute, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagen substitute im engeren Sinn von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinn) Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Letztere Gruppe umfasst in erster Linie Geldmarktfonds.

**MFI-Zinssätze** (MFI interest rates): Zinssätze, die von gebietsansässigen Kreditinstituten und sonstigen MFIs (ohne Zentralbanken und Geldmarktfonds) für auf Euro lautende Einlagen und Kredite gegenüber im Euro-Währungsgebiet ansässigen privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften angewendet werden.

**Mindestbietungssatz** (minimum bid rate): Niedrigster Zinssatz, zu dem Geschäftspartner bei einem Zinstender Gebote abgeben können.

**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 HVPI für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Der EZB-Rat machte außerdem deutlich, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abzielt, mittelfristig eine Preissteigerungsrate unter, aber nahe der 2 %-Marke beizubehalten.

**Referenzwert für das M3-Wachstum** (reference value for M3 growth): Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3, die auf mittlere Sicht mit der Gewährleistung der Preisstabilität vereinbar ist. Derzeit beträgt der Referenzwert für das jährliche M3-Wachstum 4 ½ %.

**Schuldenquote (öffentliche Haushalte)** (debt-to-GDP ratio – general government): Verhältnis zwischen dem öffentlichen Schuldenstand und dem BIP zu Marktpreisen. Die Schuldenquote ist Gegenstand eines der in Artikel 104 Absatz 2 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten fiskalpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

**Schuldenstand (öffentliche Haushalte)** (debt – general government): Bruttoschuldenstand (Einlagen, Kredite und Schuldverschreibungen ohne Finanzderivate) zum Nominalwert am Jahresende nach Konsolidierung innerhalb und zwischen den einzelnen Bereichen des Staatssektors.

**Schuldverschreibung** (debt security): Versprechen des Emittenten (d. h. des Schuldners), dem Inhaber (Gläubiger) (eine) Zahlung(en) zu einem oder mehreren bestimmten Terminen zu leisten. In der Regel sind Schuldverschreibungen festverzinslich (mit einem Kupon ausgestattet) und/oder werden mit einem Abschlag vom Nennwert verkauft. Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr werden als langfristig eingestuft.

**Spitzenrefinanzierungsfazilität** (marginal lending facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die die Geschäftspartner nutzen können, um von einer NZB Übernachtkredit gegen notenbankfähige Sicherheiten zu einem im Voraus festgelegten Zinssatz zu erhalten.

**Survey of Professional Forecasters (SPF)**: Umfrage, die von der EZB seit dem Jahr 1999 vierteljährlich durchgeführt wird. Darin werden die gesamtwirtschaftlichen Prognosen einer Gruppe von Fachleuten aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Institutionen in der EU in Bezug auf Inflation, reales BIP-Wachstum und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ermittelt.

**Übriger Kapitalverkehr/übrige Anlagen** (other investment): Posten der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus, der die Finanztransaktionen/-positionen gegenüber Gebietsfremden im Zusammenhang mit Handelskrediten, Finanzkrediten und Bankeinlagen sowie sonstigen Aktiva und Passiva umfasst.

**Umfrage zum Kreditgeschäft** (Bank Lending Survey – BLS): Umfrage zur Kreditvergabepolitik, die vom Eurosystem seit Januar 2003 vierteljährlich durchgeführt wird. Darin werden einer fest vorgegebenen Gruppe von Banken im Euro-Währungsgebiet qualitative Fragen zur Entwicklung der Kreditrichtlinien, der Kreditkonditionen und der Kreditnachfrage sowohl bei Unternehmen als auch bei privaten Haushalten gestellt.

**Umfragen der Europäischen Kommission** (European Commission surveys): Im Auftrag der Europäischen Kommission in allen EU-Mitgliedstaaten durchgeführte harmonisierte Branchen- und Verbraucherumfragen. Die Fragebögen richten sich an Führungskräfte im verarbeitenden Gewerbe, im Baugewerbe, im Einzelhandel und im Dienstleistungssektor sowie an die Verbraucher. Die Ergebnisse der monatlichen Umfragen werden zu einzelnen Indikatoren zusammengefasst (Vertrauensindikatoren).

**Umfragen zum Einkaufsmanagerindex für das Euro-Währungsgebiet** (Eurozone Purchasing Managers' Surveys): Umfragen zur Geschäftslage im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor in einer Reihe von Euro-Ländern, die zur Berechnung von Indizes verwendet werden. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet ist ein gewichteter Indikator, der aus Indizes der Produktion, des Auftragseingangs, der Beschäftigung, der Lieferzeiten der Anbieter und des Einkaufsbestands ermittelt wird. Die Umfrage im Dienstleistungssektor stellt Fragen zur gegenwärtigen und zukünftig erwarteten Geschäftsentwicklung, zu den Auftragsbeständen, zum Neugeschäft, zur Beschäftigung sowie zu den Vorleistungs- und Verkaufspreisen. Der Mehrkomponentenindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Composite Index) ergibt sich aus den kumulierten Umfrageergebnissen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor.

**Vermögensübertragungsbilanz** (capital account): Teilbilanz der Zahlungsbilanz, die Vermögensübertragungen sowie den Erwerb/die Veräußerung von immateriellen, nicht produzierten Vermögensgütern zwischen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Gebietsfremden umfasst.

**Verschuldung (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung)** (debt – financial accounts): Kredite, Verbindlichkeiten aus Einlagen, begebene Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (aufgrund der unmittelbaren Pensionsverpflichtungen der Arbeitgeber gegenüber ihren Arbeitnehmern), die am Ende des Berichtszeitraums zu Marktkursen bewertet werden. 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** (international reserves): Auslandsforderungen, die den Währungsbehörden schnell verfügbar sind und von ihnen kontrolliert werden, sodass über Devisenmarktinterventionen eine direkte Finanzierung oder Regulierung von Zahlungsbilanzungleichgewichten erfolgen kann. Die Währungsreserven des Euro-Währungsgebiets umfassen nicht auf Euro lautende Forderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums sowie Gold, Sonderziehungsrechte und Reservepositionen des Eurosystems beim Internationalen Währungsfonds.

**Wechselkursmechanismus II (WKM II)** (exchange rate mechanism II – ERM II): Bildet den Rahmen für die wechselkurspolitische Zusammenarbeit zwischen den Euro-Ländern und den EU-Mitgliedstaaten, die nicht an der dritten Stufe der WWU teilnehmen.

**Wertberichtigung** (write-down): Wertminderung eines in einer MFI-Bilanz ausgewiesenen Kredits, wenn dieser als teilweise uneinbringlich erachtet wird.

**Wertpapieranlagen** (portfolio investment): Anlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Wertpapieren von Gebietsfremden (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Aktiva) und Anlagen von Gebietsfremden in Wertpapieren von Ansässigen des Euroraums (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Passiva). Darin enthalten sind Aktien und Investmentzertifikate sowie Schuldverschreibungen (Anleihen und Geldmarktpapiere). Transaktionen werden zu den tatsächlich gezahlten oder vereinnahmten Preisen abzüglich Kosten und Provisionen erfasst. Bei den Wertpapieranlagen werden nur Unternehmensbeteiligungen, die weniger als 10 % der Stammaktien bzw. des Stimmrechts umfassen, verbucht.

**Zahlungsbilanz** (balance of payments – b.o.p.): Systematische Darstellung der wirtschaftlichen Transaktionen einer Volkswirtschaft mit dem Rest der Welt über einen bestimmten Zeitraum.

**Zinsstrukturkurve** (yield curve): Grafische Darstellung des Verhältnisses von Zinssatz bzw. Rendite und Restlaufzeit von 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): Tendersverfahren, bei dem die Geschäftspartner Betrag sowie Zinssatz des Geschäfts bieten, das sie mit der Zentralbank tätigen wollen.

ISSN 1561-0292



9 771561 029007