



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

MONATSBERICHT  
I | 2008

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  
NOVEMBER

MONATSBERICHT

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM



## MONATSBERICHT NOVEMBER 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, der Oesterreichischen Nationalbank und der Europäischen Zentralbank). In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.*

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

*Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 5. November 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	9	Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	I
Monetäre und finanzielle Entwicklung	15	Publikationen der Europäischen Zentralbank seit 2007	V
Preise und Kosten	49	Glossar	XIII
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	59		
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	68		
<b>Kästen:</b>			
1 Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2008	20		
2 Die jüngste Ausweitung der Renditeabstände von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet	34		
3 Jüngster Anstieg der realen Renditen und Auswirkungen auf die Analyse der Inflationserwartungen	40		
4 Außerordentliche Volatilität an den globalen Aktienmärkten	46		
5 Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB für das vierte Quartal 2008	54		
6 Verlässlichkeit von Umfragedaten in Zeiten von Finanzmarkturbulenzen	61		
<b>AUFSÄTZE</b>			
Beobachtung der Arbeitskostentwicklung in den Ländern des Euro-Währungsgebiets	75		
Aktienmarktbewertung und Aktienrisikoprämie	93		
Zehn Jahre TARGET und der Start von TARGET2	107		

## ABKÜRZUNGEN

### LÄNDER

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

### SONSTIGE

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWK	Effektiver Wechselkurs
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
HWWI	Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
LSK/GW	Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft
MFI	Monetäres Finanzinstitut
NACE Rev. 1	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (1. Überarbeitung)
NZB	Nationale Zentralbank
OECD	Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
SITC Rev. 4	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (4. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

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

## EDITORIAL

Auf seiner Sitzung am 6. November 2008 beschloss der EZB-Rat auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems mit Beginn der neuen Mindestreserve-Erfüllungsperiode am 12. November 2008 um 50 Basispunkte auf 3,25 % weiter zu senken. Außerdem wurden die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität – ebenfalls mit Wirkung vom 12. November 2008 – um jeweils 50 Basispunkte auf 3,75 % bzw. 2,75 % gesenkt. Diese Beschlüsse folgten auf die koordinierte Zinssenkung vom 8. Oktober 2008.

Nach Einschätzung des EZB-Rats haben sich die Aussichten für die Preisstabilität weiter verbessert. Die Inflationsraten dürften in den kommenden Monaten weiter zurückgehen und im Verlauf des Jahres 2009 ein Niveau erreichen, das mit Preisstabilität im Einklang steht. Die Verschärfung und Ausweitung der Finanzmarkturbulenzen dürften die Nachfrage weltweit und im Euroraum für einen recht langen Zeitraum dämpfen. In einem solchen Umfeld sollten Preis-, Kosten- und Lohndruck im Eurogebiet angesichts des starken Rückgangs der Rohstoffpreise in den vergangenen Monaten ebenfalls abnehmen. Indessen ist die Grunddynamik des Geldmengenwachstums kräftig geblieben; allerdings weist sie nach wie vor weitere Anzeichen einer Verlangsamung auf. Insgesamt deuten die verfügbaren Daten und die aktuelle Analyse des EZB-Rats darauf hin, dass sich die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf die für die Geldpolitik relevante mittlere Frist weiter abgeschwächt haben, auch wenn sie nicht völlig weggefallen sind. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist es daher von entscheidender Bedeutung, dass alle Beteiligten – einschließlich der öffentlichen Stellen, Preissetzer und Sozialpartner – ihrer Verantwortung in vollem Umfang gerecht werden. Die aus der Finanzmarktentwicklung resultierende Unsicherheit bleibt äußerst hoch, und in Zukunft sind außergewöhnliche Herausforderungen zu bewältigen. Der EZB-Rat erwartet vom Bankensektor, dass er seinen Beitrag zur Wiederherstellung des Vertrauens leistet. Der EZB-Rat wird die Inflationserwartungen weiterhin fest auf einem Niveau

verankert halten, das mit seinem mittelfristigen Ziel im Einklang steht. Hierdurch stützt er ein nachhaltiges Wachstum sowie die Beschäftigung und trägt zur Finanzstabilität bei. Dementsprechend wird er auch in nächster Zeit alle Entwicklungen sehr genau verfolgen.

Die aktuelle Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit ist nach wie vor mit einem außergewöhnlich hohen Maß an Unsicherheit behaftet, das zum großen Teil von der Verschärfung und Ausweitung der Finanzmarkturbulenzen herührt. Die gesamte Weltwirtschaft ist den negativen Auswirkungen ausgesetzt; die Spannungen greifen zunehmend vom Finanzsektor auf die Realwirtschaft und von den fortgeschrittenen auf die aufstrebenden Volkswirtschaften über. Was das Eurogebiet betrifft, bestätigen die jüngsten Umfragedaten, dass sich die Konjunktur angesichts einer verhaltenen Inlands- und Auslandsnachfrage sowie restriktiverer Finanzierungsbedingungen erheblich abgeschwächt hat. Mit Blick auf die Zukunft wird es weiterhin entscheidend sein, solide Grundlagen für eine Erholung zu schaffen. Damit diese schnellstmöglich eintreten kann, ist es von größter Bedeutung, Disziplin zu wahren, eine mittelfristige Ausrichtung der gesamtwirtschaftlichen Politik beizubehalten und Zweitrundeneffekte zu vermeiden. Ebenso wichtig ist, dass der Bankensektor die bedeutenden Unterstützungsmaßnahmen, die die Regierungen zur Bewältigung der Finanzmarktunruhen verabschiedet haben, in vollem Umfang berücksichtigt. Diese Maßnahmen dürften das Vertrauen in das Finanzsystem stärken und unangemessenen Beschränkungen des Kreditangebots an Unternehmen und private Haushalte entgegenwirken. Im Zusammenspiel mit den jüngsten breit angelegten Rückgängen der Rohstoffpreise dürften sie dazu beitragen, das Vertrauen wiederherzustellen.

Nach Auffassung des EZB-Rats ist eine Reihe der zuvor identifizierten Abwärtsrisiken für die Wirtschaftstätigkeit zum Tragen gekommen, insbesondere jene, die von den Finanzmarktspannungen herrühren. Andere Abwärtsrisiken bestehen weiterhin im Zusammenhang mit unkontrollierten Entwicklungen aufgrund globaler Ungleichge-



wichte sowie zunehmender Protektionismusbestrebungen und der Möglichkeit erneuter Erhöhungen der Rohstoffpreise.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so blieb die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI seit letztem Herbst deutlich über dem Niveau, das mit Preisstabilität vereinbar ist. Allerdings ist sie seit Juli kontinuierlich gesunken und lag der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im Oktober bei 3,2 %, nachdem sie im September 3,6 % und im August 3,8 % betragen hatte. Dieses nach wie vor hohe Inflationsniveau ist großenteils sowohl auf die direkten als auch die indirekten Auswirkungen der in der Vergangenheit weltweit stark gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise zurückzuführen. Außerdem führte das – trotz der schwächeren Wachstumsdynamik – kräftige Lohnwachstum in der ersten Jahreshälfte in Verbindung mit einem im selben Zeitraum langsameren Arbeitsproduktivitätswachstum zu einem merklichen Anstieg der Lohnstückkosten.

Mit Blick auf die Zukunft legen die in jüngster Zeit deutlich gesunkenen Rohstoffpreise sowie die anhaltend schwächere Nachfrage nahe, dass die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI in den kommenden Monaten weiter zurückgehen und im Jahresverlauf 2009 ein Niveau erreichen wird, das mit Preisstabilität im Einklang steht. Je nach der künftigen Entwicklung insbesondere der Öl- und sonstigen Rohstoffpreise kann um die Jahresmitte 2009 ein noch stärkerer Abwärtstrend bei der HVPI-Inflation, vor allem aufgrund von Basiseffekten, nicht ausgeschlossen werden. Dieser Abwärtstrend wäre nur von kurzer Dauer und daher aus geldpolitischer Sicht irrelevant. Lässt man diese Volatilität jedoch außer Acht, so schwächen sich die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf die für die Geldpolitik relevante Frist ab. Die verbleibenden Aufwärtsrisiken stehen im Zusammenhang mit einem unerwarteten Anstieg der Rohstoffpreise sowie der indirekten Steuern und administrierten Preise und dem Auftreten von breit angelegten Zweitrundeneffekten beim Preis- und Lohnsetzungsverhalten, vor allem in Volkswirtschaften, in denen die Nominallöhne an die Verbraucherpreise gebunden sind. Der EZB-Rat fordert weiterhin, derartige

Lohnregelungen abzuschaffen. Es ist zwingend erforderlich zu gewährleisten, dass die mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen fest auf einem Niveau verankert bleiben, das mit Preisstabilität im Einklang steht.

Was die monetäre Analyse betrifft, so waren die Jahreswachstumsraten der weit gefassten Geldmenge und der Kreditaggregate zwar nach wie vor hoch, gingen aber im September weiter zurück. Aus der angemessenen mittelfristigen Perspektive betrachtet bestätigen die monetären Daten bis September, dass die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität abnehmen, wenngleich sie nicht völlig weggefallen sind.

Eine genauere Betrachtung der Geldmengen- und Kreditdaten deutet darauf hin, dass die jüngste Verschärfung der angespannten Lage an den Finanzmärkten bereits erkennbare Auswirkungen hat, insbesondere in Form von Mittelabflüssen aus Geldmarktfonds und stärkeren Mittelzuflüssen in täglich fällige Einlagen. Wie stark sich die Unsicherheit der Anleger auf deren Anlageverhalten auswirkt, wird sich allerdings erst in den kommenden Monaten in vollem Umfang zeigen. Daher können für die nächste Zeit weder Portfolioumschichtungen zwischen nichtmonetären und monetären Anlageformen noch solche zwischen unterschiedlichen Arten monetärer Anlageformen ausgeschlossen werden. Demnach muss solchen Effekten bei der Beurteilung des Geldmengenwachstums und dessen Auswirkungen auf die mittelfristige Preisstabilität Rechnung getragen werden.

In den Daten für September finden sich auch einige Hinweise darauf, dass die jüngste Verschärfung und Ausweitung der Finanzmarktspannungen zu einer zögerlicheren Bereitstellung von Bankkrediten an Ansässige im Euro-Währungsgebiet geführt hat, was zumeist in Form geringerer Wertpapierbestände zum Ausdruck kommt. Zugleich gab es für das Euro-Währungsgebiet insgesamt bis September keine Anzeichen dafür, dass das Angebot an Bankkrediten für private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften versiegt. So lässt insbesondere die Laufzeitstruktur der Kredite darauf schließen, dass

nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften weiterhin Kredite erhalten, auch solche mit relativ langen Laufzeiten. Gleichwohl bedarf es weiterer Daten und Analysen, um sich ein fundiertes Urteil bilden zu können.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Verschärfung und Ausweitung der Finanzmarkturbulenzen die Nachfrage weltweit und im Euroraum für einen recht langen Zeitraum dämpfen dürfte. In einem solchen Umfeld sollten Preis-, Kosten- und Lohndruck im Eurogebiet angesichts des starken Rückgangs der Rohstoffpreise in den vergangenen Monaten ebenfalls abnehmen. Die Grunddynamik des Geldmengenwachstums ist indessen kräftig geblieben, wenngleich sie nach wie vor weitere Anzeichen einer Verlangsamung aufweist. Die Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Ergebnisse der monetären Analyse bestätigt, dass sich die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf die für die Geldpolitik relevante mittlere Frist weiter abgeschwächt haben, auch wenn sie nicht völlig weggefallen sind. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist es daher von entscheidender Bedeutung, dass alle Beteiligten – einschließlich der öffentlichen Stellen, Preissetzer und Sozialpartner – ihrer Verantwortung in vollem Umfang gerecht werden. Die aus der Finanzmarktentwicklung resultierende Unsicherheit bleibt äußerst hoch, und in Zukunft sind außergewöhnliche Herausforderungen zu bewältigen. Der EZB-Rat erwartet vom Bankensektor, dass er seinen Beitrag zur Wiederherstellung des Vertrauens leistet. Der EZB-Rat wird die Inflationserwartungen weiterhin fest auf einem Niveau verankert halten, das mit seinem mittelfristigen Ziel im Einklang steht. Hierdurch stützt er ein nachhaltiges Wachstum sowie die Beschäftigung und trägt zur Finanzstabilität bei. Dementsprechend wird der EZB-Rat auch in nächster Zeit alle Entwicklungen sehr genau verfolgen.

Was die Finanzpolitik betrifft, wird durch die sich auf mittlere Sicht ergebenden Herausforderungen wie die Bevölkerungsalterung sehr deutlich, dass sich die Finanzpolitik auf die mittelfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen konzentrieren und dadurch Vertrauen schaffen

muss. Daher sollten – wie kürzlich vom ECOFIN-Rat und vom Europäischen Rat bestätigt – die finanzpolitischen Bestimmungen des Maastrichter Vertrags sowie des Stabilitäts- und Wachstumspakts weiterhin in vollem Umfang Anwendung finden. Die finanzpolitischen Regeln stellen eine der unverzichtbaren Säulen der Wirtschafts- und Währungsunion sowie der einheitlichen Währung dar, die weiterhin unverrückbar bestehen bleiben müssen, um das Vertrauen in die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen nicht zu untergraben. Und schließlich erfordert die gegenwärtige Situation statistische Daten zu staatlichen Interventionen, die eine hohe Qualität und Aktualität aufweisen, um die transparente und nachvollziehbare Verwendung öffentlicher Mittel sicherzustellen.

Im Hinblick auf die Strukturpolitik wird der Wirtschaft im Euroraum angesichts der anhaltenden Phase konjunktureller Schwäche und großer Unsicherheit über die wirtschaftlichen Aussichten ein hohes Maß an Widerstandsfähigkeit abverlangt werden. Die derzeitige Situation sollte daher als Katalysator zur Förderung der Umsetzung notwendiger nationaler Reformen gesehen werden, damit die Länder im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb die Vorteile, die die Verbesserung des internationalen Handels und der Marktintegration bietet, voll ausschöpfen können.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste legt dar, warum es aus geldpolitischer Sicht wichtig ist, die Arbeitskostentwicklung sowie die Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit in den Ländern des Euroraums zu beobachten. Im zweiten Aufsatz wird ein Rahmen zur Bewertung von Aktienmärkten und Aktienrisikoprämien vorgestellt. Thema des dritten ist ein Rückblick auf zehn Jahre TARGET sowie der Start von TARGET2.

# WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

## I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die weltwirtschaftliche Lage hat sich weiter verschlechtert, wobei die Finanzkrise und die starken Belastungen des Bankensystems und der Kreditbedingungen weltweit für eine Verschärfung sorgten. Dies legen die jüngsten Wirtschaftsindikatoren nahe, die auf eine weitere Abschwächung der globalen Konjunktur, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe, hinweisen. Gleichzeitig hat der weltweite Inflationsdruck aufgrund des drastischen Rückgangs der Rohstoffpreise nachgelassen. Die Verschärfung der Finanzkrise hat zu vermehrter Unsicherheit bezüglich der weltwirtschaftlichen Wachstumsaussichten geführt, und es überwiegen eindeutig die Abwärtsrisiken.

### I.1 WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN

Die weltwirtschaftliche Lage hat sich weiter verschlechtert, wobei die Finanzkrise und die starken Belastungen des Bankensystems und der Kreditbedingungen weltweit für eine Verschärfung sorgten. Dies legen die jüngsten Wirtschaftsindikatoren nahe, die auf eine weitere Abschwächung der globalen Konjunktur, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe, hinweisen. Im Oktober 2008 signalisierte der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie eine weitere Verlangsamung der Weltwirtschaft. Vor allem der EMI für das verarbeitende Gewerbe ging zurück und fiel auf den niedrigsten Stand seit der erstmaligen Erfassung dieser Daten im Januar 1998. Die Verschlechterung des Index für die Gesamtindustrie ist zum größten Teil auf die Auswirkungen der Finanzkrise und des abnehmenden Vertrauens in Bezug auf die Konjunktur, die Auftragseingänge und die Beschäftigung zurückzuführen. Der Index blieb im gesamten dritten Quartal 2008 unterhalb des Schwellenwerts von 50 Punkten, der die Grenze zwischen wirtschaftlicher Expansion und Kontraktion darstellt; damit war dieses Quartal der erste Dreimonatszeitraum seit 2001, der eine dauerhafte Kontraktion aufwies.

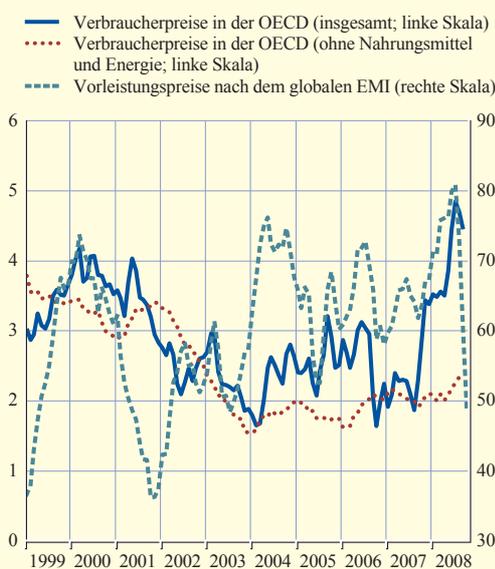
Der globale Inflationsdruck hat aufgrund des drastischen Rückgangs der Rohstoffpreise nachgelassen. Die Verbraucherpreise im OECD-Raum erhöhten sich im September 2008 um 4,5 % gegenüber dem Vorjahr, verglichen mit 4,7 % im Vormonat. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet stiegen die Verbraucherpreise in den zwölf Monaten bis September um 2,4 %, gegenüber 2,3 % im Zwölfmonatszeitraum bis August. Die jüngsten Umfrageergebnisse zu den globalen Vorleistungspreisen lassen auf einen deutlichen Rückgang des Kostendrucks schließen und spiegeln die Abwärtsbewegung der Preise für Öl und sonstige Rohstoffe wider (siehe Abbildung 1).

### VEREINIGTE STAATEN

Vorläufigen Schätzungen zufolge ging das reale BIP in den Vereinigten Staaten im dritten Vierteljahr 2008 auf Jahresrate hochgerechnet um 0,3 % zurück, während es im vorangegangenen Quartal um 2,8 % zugelegt hatte. Zuzuschreiben ist die deutliche Wachstumsverlangsamung in erster Linie einem negativen Beitrag der privaten Konsumausgaben, da der Effekt der finanzpolitischen Stimulierungs-

Abbildung 1 Entwicklung der internationalen Preise

(Monatswerte; Veränderung gegen Vorjahr in %; Diffusionsindex)



Quellen: OECD und Markit.

maßnahmen der US-Regierung nachlässt, sowie der anhaltenden Korrektur am Markt für Wohnimmobilien und der Schwäche der Investitionen in Betriebs- und Geschäftsausstattung und Software. Trotz einer nachlassenden Auslandsnachfrage leistete der Außenhandel im dritten Quartal weiterhin einen positiven Wachstumsbeitrag.

Mit Blick auf die Zukunft werden höhere Kreditkosten, ein mit dem fortschreitenden Deleveraging-Prozess geringer werdendes Kreditangebot und eine Verschärfung der Kreditrichtlinien weiterhin eine starke Bremswirkung auf die realwirtschaftliche Entwicklung ausüben. Die Aussichten für den privaten Konsum werden durch das schwindende Vertrauen und die ungünstige Dynamik bei der Beschäftigung und beim Realeinkommen getrübt. Die Kontraktion am Wohnimmobilienmarkt belastet die Wohnungsbauinvestitionen und das Vermögen der privaten Haushalte weiter, und auch die nachlassende Auslandsnachfrage birgt Risiken für die wirtschaftlichen Aussichten.

Was die Preisentwicklung angeht, so verlangsamte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise nach dem VPI etwas; im September lag er bei 4,9 %, blieb im historischen Vergleich aber hoch (siehe Abbildung 2). Die Abschwächung spiegelte hauptsächlich ein Nachlassen des Energiekostendrucks wider. Die jährliche Inflationsrate ohne Nahrungsmittel und Energie belief sich im September auf 2,5 % und war damit gegenüber dem Vormonat unverändert.

Am 29. Oktober 2008 beschloss der Offenmarktausschuss der US-Notenbank einstimmig, den Zielzinssatz für Tagesgeld um 50 Basispunkte auf 1 % zu senken. Dieser Beschluss wurde gefasst, nachdem die US-Notenbank am 8. Oktober in Abstimmung mit der Europäischen Zentralbank und vier weiteren Zentralbanken die Zinsen um einen halben Prozentpunkt gesenkt hatte. Die US-Notenbank kündigte zusammen mit dem amerikanischen Finanzministerium und einer Reihe anderer Zentralbanken auch weitere Initiativen zur Verbesserung ihrer Liquiditätsfazilitäten sowie – angesichts der sich verschlechternden Bedingungen – die Unterstützung der Finanzmärkte an.

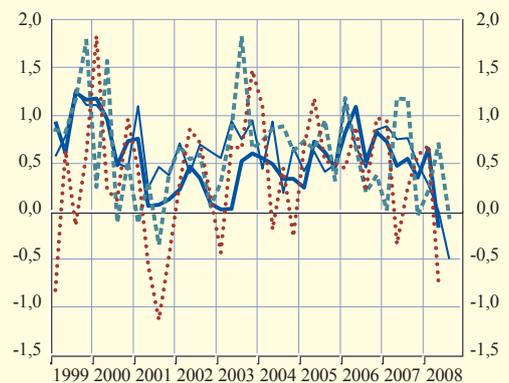
## JAPAN

In Japan hat sich die Konjunkturlage weiter verschlechtert, was auf die schleppende Inlandsnachfrage und eine erneute Abschwächung der Exporte zurückzuführen ist. Allerdings haben sich die Kreditbedingungen weniger stark verschärft als in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

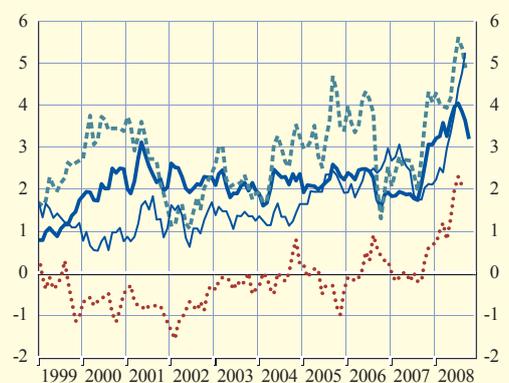
**Abbildung 2 Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern**

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

**Produktionswachstum<sup>1)</sup>**  
 (Veränderung gegen Vorquartal in %; Quartalswerte)



**Inflationsraten<sup>2)</sup>**  
 (Verbraucherpreise; Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



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

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

Infolge der weltweiten Konjunkturertrübung und des nachlassenden Gewinnwachstums hat das Unternehmensvertrauen weiter abgenommen, wie aus den Ergebnissen der von der Bank von Japan für September 2008 durchgeführten Tankan-Umfrage hervorgeht. Der das Geschäftsklima anzeigende Diffusionsindex für Großunternehmen im verarbeitenden Gewerbe kehrte sich erstmals seit 2003 ins Negative, während er für Großunternehmen in anderen Wirtschaftszweigen stark zurückging. Die Investitionsvorhaben für das Geschäftsjahr 2008 weisen auf eine weitere Verlangsamung des Wachstums in den kommenden Monaten hin.

Im September 2008 lag die jährliche Steigerung der Verbraucherpreise unverändert bei 2,1 %. Die Inflation erreichte im Juli mit 2,3 % einen Spitzenwert und gab anschließend infolge des Rückgangs der weltweiten Rohstoffpreise und der konjunkturellen Abkühlung nach. Ohne Nahrungsmittel und Energie kehrte die jährliche Teuerungsrate nach dem VPI im September in den positiven Bereich zurück (0,2 %), nachdem sie im August 0,0 % betragen hatte. Am 31. Oktober beschloss die Bank von Japan, den Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld um 20 Basispunkte auf 0,3 % zu senken.

#### VEREINIGTES KÖNIGREICH

Das Wachstum im Vereinigten Königreich ging im dritten Quartal 2008 im Vergleich zum vorangegangenen Dreimonatszeitraum um 0,5 % zurück, nachdem es im zweiten Jahresviertel stagniert hatte (siehe Abbildung 2). Damit ist die Wirtschaft auf Quartalsbasis erstmals seit 16 Jahren geschrumpft. Auch die Vertrauensindikatoren tendierten in den letzten Quartalen allgemein nach unten und blieben unter ihrem langfristigen Durchschnitt. Die Korrektur am Wohnimmobilienmarkt setzte sich im September fort. Sowohl dem Nationwide-Index als auch dem Halifax-Index zufolge fielen die Häuserpreise im Vorjahresvergleich um rund 12 %. Im Einklang mit den sinkenden Wohnimmobilienpreisen schrumpfte im dritten Quartal 2008 die Produktion im Baugewerbe um 0,8 % gegenüber dem Vorquartal. Die jährliche Inflation nach dem HVPI erhöhte sich von 4,7 % im August auf 5,2 % im September; dahinter verbarg sich ein über alle Indexkomponenten hinweg breit angelegter Anstieg.

Am 8. Oktober 2008 beschloss der geldpolitische Ausschuss der Bank of England nach Abstimmung mit anderen Zentralbanken, ihren Leitzins um 50 Basispunkte auf 4,5 % zurückzunehmen. Am 6. November beschloss er eine weitere Senkung um 150 Basispunkte auf 3,0 %. Dieser Beschluss wurde angesichts einer deutlichen Veränderung der Inflationsaussichten im Vereinigten Königreich und einer stark ausgeprägten Verschlechterung der Konjunkturaussichten sowohl im Inland als auch weltweit gefasst.

#### ANDERE EUROPÄISCHE LÄNDER

In den meisten anderen größeren EU-Ländern außerhalb des Euroraums war das BIP-Wachstum im zweiten Quartal 2008 recht stabil und ging die Inflation im September zurück. Allerdings weisen die jüngsten Indikatoren auf eine deutliche Konjunkturabschwächung hin.

In Schweden hat sich das vierteljährliche Wachstum weiter verlangsamt und belief sich im zweiten Quartal 2008 auf 0,0 % (und damit deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 0,8 %). In Dänemark beschleunigte sich das vierteljährliche Wachstum des realen BIP im zweiten Quartal auf 0,4 % (gegenüber dem langfristigen Durchschnitt von 0,5 %) nach -0,6 % im ersten Quartal. Die jüngsten Vertrauensindikatoren für die Verbraucher und den Einzelhandel gingen in beiden Ländern erneut zurück. Im September erhöhte sich in Schweden die jährliche Teuerung nach dem HVPI weiter auf 4,2 %, während sie in Dänemark leicht auf 4,5 % sank. Die Danmarks Nationalbank hob ihren Leitzins am 7. Oktober um 40 Basispunkte auf 5 % und am 24. Oktober um 50 Basispunkte auf 5,5 %. Die Sveriges Riksbank verringerte den Leitzins am 8. Oktober und erneut am 23. Oktober um insgesamt 100 Basispunkte auf 3,75 %.

In drei der vier größten mittel- und osteuropäischen Länder blieb das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal 2008 weitgehend stabil. So betrug in Ungarn die Quartalsrate 0,6 %, in der Tschechischen Republik 0,9 % und in Polen 1,5 %. In Rumänien beschleunigte sich die Wachstumsrate des BIP im zweiten Quartal auf Jahressicht weiter auf 9,3 %. In den letzten Monaten waren die Indikatoren für die Einzelhandelsumsätze und das Verbrauchervertrauen in diesen Ländern weitgehend stabil oder verschlechterten sich etwas. Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung stieg im September in der Tschechischen Republik leicht an (auf 6,4 %), ging hingegen in Ungarn (auf 5,6 %), Rumänien (auf 7,3 %) und Polen (auf 4,1 %) zurück. Die Verringerung der jährlichen Inflationsraten in den drei letztgenannten Ländern lässt sich größtenteils durch die nachlassenden Effekte der Preisanstiege im letzten Jahr erklären, während die leichte Zunahme in der Tschechischen Republik vor allem den durch die Preisentwicklung gestiegenen Beitrag der verarbeiteten Nahrungsmittel widerspiegelte, der die Auswirkungen des Inflationsrückgangs bei den meisten anderen Komponenten mehr als ausglich. Am 22. Oktober erhöhte die Magyar Nemzeti Bank ihren Leitzins um 300 Basispunkte auf 11,5 %, und am 6. November senkte die Česká národní banka ihren Leitzins um 75 Basispunkte auf 2,75 %.

#### **AUFSTREBENDE VOLKSWIRTSCHAFTEN ASIENS**

Aus den vorliegenden Angaben geht hervor, dass sich die Konjunktur in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, vor allem in den kleinen und offenen Volkswirtschaften, abgeschwächt hat. Die Steigerung der Verbraucherpreise hat sich in mehreren Ländern weiter verlangsamt, wofür hauptsächlich die zurückgehenden Nahrungsmittelpreise und Basiseffekte ausschlaggebend waren. Seit Mitte September haben sich infolge der ausgeprägten Verringerung des Fremdkapitalanteils und der zunehmenden Risikoaversion auf globaler Ebene die Bedingungen an allen Finanzmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften gravierend verschlechtert. Aufgrund des nachlassenden Inflationsdrucks ergriffen mehrere Zentralbanken Maßnahmen zur Verbesserung der Liquiditätslage an den Geldmärkten und senkten die Leitzinsen, um möglichen ungünstigen Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen auf die Realwirtschaft ihres Landes entgegenzuwirken.

In China verlangsamte sich das Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 2008 auf eine Jahresrate von 9,0 % gegenüber 10,1 % im vorangegangenen Quartal. Die Abschwächung war in erster Linie der restriktiven Wirtschaftspolitik in der ersten Jahreshälfte und dem sich verschlechternden außenwirtschaftlichen Umfeld zuzuschreiben, ergab sich aber auch teilweise daraus, dass während der olympischen Spiele die Produktion vorübergehend heruntergefahren wurde. Die jährliche VPI-Inflation ging von 4,9 % im August weiter auf 4,6 % im September zurück. Angesichts der geringeren Inflation und der zunehmenden globalen Finanzmarktspannungen nahm die People's Bank of China den Leitzins im Oktober zweimal (um jeweils 27 Basispunkte) zurück. Damit sank der Zins für einjährige Kredite auf 6,66 % und der Zins für einjährige Einlagen auf 3,60 %. Der Mindestreservesatz wurde ebenfalls weiter (um 50 Basispunkte) gesenkt.

#### **LATEINAMERIKA**

In Lateinamerika weist die Wachstumsdynamik Anzeichen einer Abschwächung auf, während der Inflationsdruck allgemein – allerdings von einem hohen Niveau aus – zurückzugehen scheint. In Brasilien wuchs die Industrieproduktion im August 2008 mit einer Jahresrate von lediglich 1,9 %, nachdem sie im Juli 8,8 % betragen hatte. Die jährliche VPI-Inflation stieg von 6,2 % im August auf 6,3 % im September. In Argentinien verlangsamte sich das Tempo des wirtschaftlichen Wachstums. Die Industrieproduktion weitete sich im August im Vorjahrsvergleich um 3,7 % aus, während im Juli noch ein außergewöhnlich hoher Anstieg von 9,1 % verzeichnet worden war. Die Inflation nach dem VPI blieb auf erhöhtem Niveau, obgleich sie im September leicht auf 8,7 % zurückging. In Mexiko war die Konjunktur im August weiterhin schwach. Die Industrieproduktion ging im Vorjahrsver-

gleich um 1,6 % zurück. Die jährliche Teuerungsrate fiel im September leicht auf 5,5 % gegenüber 5,6 % im August. Als Reaktion auf die zunehmenden Finanzmarktspannungen haben mehrere Zentralbanken in der Region eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, um die Liquiditätssituation in ihrem Land zu verbessern.

## 1.2 ROHSTOFFMÄRKTE

Der Ölpreis ging im Oktober 2008 weiter zurück. Am 5. November notierte er bei 62,6 USD (siehe Abbildung 3) und damit 34 % niedriger als zu Jahresbeginn (in Euro gerechnet beträgt der Rückgang rund 24 %). Im Zuge der sich verschärfenden Finanzmarkturbulenzen und der gestiegenen Befürchtung, dass es zu einer weltweiten Rezession kommen könnte und die Finanzinstitute ihre Vermögenswerte liquidieren müssten, geriet der Ölpreis unter einen Abwärtsdruck. Gleichwohl rechnen die Marktteilnehmer mittelfristig immer noch mit höheren Ölpreisen. So werden Terminkontrakte zur Lieferung im Dezember 2009 bei rund 76 USD gehandelt.

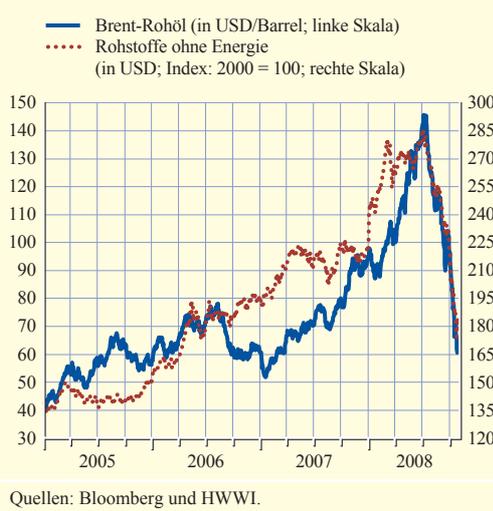
Aufgrund der aktuellen Finanzkrise haben die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der zugrunde liegenden Fundamentalfaktoren für den Ölmarkt deutlich zurückgenommen. Insbesondere in Bezug auf die Aussichten für die Ölnachfrage herrscht deutliche Verunsicherung vor. Nachdem die Nachfrage in den Schwellenländern bislang kaum Anzeichen einer Abschwächung aufwies, ist nun davon auszugehen, dass diese Länder doch stärker von der weltweiten Konjunkturabkühlung in Mitleidenschaft gezogen werden. Da die Daten zu den Ölvorräten einen Angebotsüberhang anzeigten, beschloss die OPEC am 24. Oktober 2008 auf einer Sondersitzung, die Fördermengen um 1,5 Mio Barrel pro Tag zu drosseln. Allerdings konnte dies zumindest auf kurze Sicht den sinkenden Ölpreis nicht stützen. Die verschärfte Finanzmarktsituation im Verbund mit starken Preisschwankungen könnte Investitionen in Kapazitätserweiterungen entgegenwirken und zu Verzögerungen bei laufenden Projekten führen, wodurch in den nächsten Jahren erneut Spannungen zwischen Angebot und Nachfrage entstehen könnten.

Auch die Preise für Rohstoffe ohne Energie haben seit Anfang Oktober nachgegeben. Vor allem die Metallpreise waren von den Befürchtungen einer weltweiten Rezession betroffen. Die meisten landwirtschaftlichen Rohstoffe verbilligten sich aufgrund angebotsseitiger Faktoren; so wurden auf der Nordhalbkugel zumeist Rekordniveaus erzielt. Der Gesamtindex der (in US-Dollar gerechneten) Rohstoffpreise ohne Energie lag Ende Oktober rund 19 % unter seinem Vorjahrsniveau.

## 1.3 AUSSICHTEN FÜR DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD

Die Verschlechterung der weltweiten Wachstumsbedingungen dämpft die Aussichten für die Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets. Der Frühindikator der OECD (Composite Leading Indicator, CLI) für August 2008 weist auf eine anhaltende Wachstums-

Abbildung 3 Grundlegende Entwicklungen an den Rohstoffmärkten

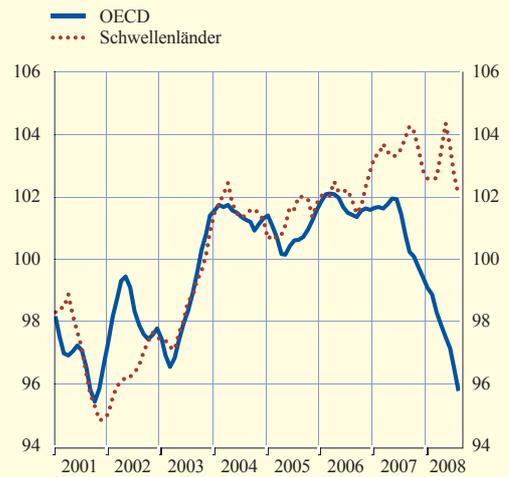


verlangsamung in den OECD-Ländern hin (siehe Abbildung 4). Auch für einige größere nicht der OECD angehörende Staaten, vor allem China und Russland, zeigt dieser Indikator eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums an.

Diese globalen Wachstumsperspektiven sind weiterhin mit hoher Unsicherheit behaftet und zunehmenden Abwärtsrisiken ausgesetzt, die in erster Linie damit zusammenhängen, dass die Auswirkungen der anhaltenden Finanzmarktspannungen auf die Realwirtschaft negativer ausfallen könnten als zuvor angenommen. Weitere Risiken betreffen die Möglichkeit erneuter Erhöhungen der hochgradig volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise, unkontrollierter Entwicklungen aufgrund globaler Ungleichgewichte sowie verstärkter Protektionismusbestrebungen.

Abbildung 4 Frühindikator der OECD

(Monatswerte; um Ausschläge bereinigt)



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

## 2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

### 2.1 GELDMENGE UND MFI-KREDITE

Die jüngsten monetären Daten bestätigen die anhaltende Wachstumsabschwächung der weit gefassten Geldmenge und der Kreditvergabe. Darin spiegeln sich die Auswirkungen der vergangenen Zinserhöhungen, der allgemein verschärften Finanzierungsbedingungen und des langsameren Wirtschaftswachstums wider. Die Jahreswachstumsrate von M3 sank im September weiter, war aber mit 8,6 % immer noch hoch. Die flache Zinsstrukturkurve und die Struktur der Bankeinlagenzinsen führen nach wie vor zu Umschichtungen sowohl zugunsten von M3 als auch innerhalb dieser Geldmenge. Hinzu kommt, dass sich aufgrund der seit Mitte September beobachteten Verschärfung der Finanzmarktspannungen die Präferenz für zumindest einige liquide Anlageformen erhöht haben dürfte, wie sich beispielsweise an der Beschleunigung des M1-Wachstums ablesen lässt. Obwohl die monetäre Dynamik kräftig bleibt und somit auf Risiken für die Preisstabilität auf längere Sicht hindeutet, lässt die Abschwächung des Geldmengenwachstums im Zeitraum bis September darauf schließen, dass sich diese Risiken verringert haben. Angesichts der derzeit erhöhten finanziellen und wirtschaftlichen Unsicherheit ist nicht davon auszugehen, dass die angesammelte Liquidität auf kürzere Sicht zu inflationären Spannungen führen wird. Die Daten für den Monat September liefern keine Hinweise auf einen Bruch, der etwa eine versiegende Kreditgewährung an den nichtfinanziellen privaten Sektor implizieren würde. Um die möglichen Auswirkungen der jüngsten Verschärfung der Finanzmarktunruhen verlässlich beurteilen zu können, sind jedoch weitere Daten erforderlich.

#### WEIT GEFASTES GELDMENGENAGGREGAT M3

Die seit Mitte September an den Finanzmärkten zu beobachtenden Entwicklungen dürften sich in vielfältiger Weise auf die Bilanz des MFI-Sektors auswirken. Während einige Effekte relativ schnell sichtbar werden dürften, könnten andere erst im Laufe der kommenden Monate zutage treten. Daher muss sich die Beurteilung der MFI-Bilanzdaten bis zu einem gewissen Grad auf die monatlichen Veränderungen konzentrieren, um potenzielle statistische Brüche in der Geldmengen- und Kreditentwicklung frühzeitig erkennen zu können.

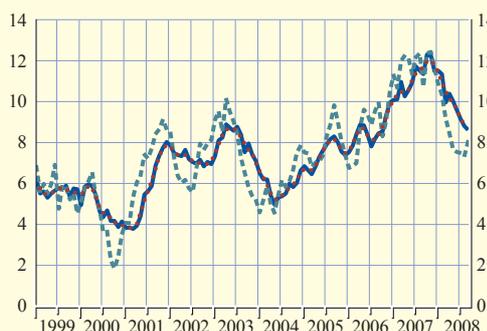
Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 ging im September weiter auf 8,6 % zurück, nachdem sie im Vormonat bei 8,8 % gelegen hatte (siehe Abbildung 5). Die auf Jahresrate hochgerechneten Dreimonats- und Sechsmonatsraten bewegten sich indes nach wie vor zwischen 7 ½ % und 8 ½ %, während sich die monatliche Wachstumsrate auf 0,7 % belief. Demnach ist die kurzfristige M3-Dynamik seit dem Frühjahr 2008 relativ unverändert auf einem nach wie vor robusten Niveau geblieben.

In der gegenwärtigen Situation wird die Entwicklung von M3 von einer Reihe von Faktoren beeinflusst, die bei der Beurteilung der monetären Grunddynamik berücksichtigt werden sollten, um die Risiken für die Preisstabilität einschätzen zu können. Zum einen nahm die Zinsstrukturkurve im Oktober zwar einen steileren Verlauf an, doch führte der bis September flache Verlauf weiterhin zu Umschichtungen längerfristiger Anlageformen in monetäre Anla-

Abbildung 5 M3-Wachstum

(Veränderung in %; saison- und kalenderbereinigt)

- M3 (Jahreswachstumsrate)
- ... M3 (zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsrate)
- - - M3 (auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)



Quelle: EZB.

gen mit vergleichbarer Verzinsung, was einen Aufwärtsdruck auf das gesamte M3-Aggregat bewirkte. Zum anderen könnten die sich seit Mitte September verschärfenden Finanzmarkturbulenzen Portfolioumschichtungen sowohl zwischen monetären und nichtmonetären Anlageformen als auch zwischen einzelnen monetären Anlageformen bewirkt haben. Es sind daher weitere Daten erforderlich, um die möglichen Effekte und ihre Auswirkungen auf die verschiedenen Komponenten des Geldmengenwachstums angemessen beurteilen zu können.

Insgesamt bestätigen die aktuellen Daten die Abschwächung der Wachstumsraten der weit gefassten Geldmenge und der Kreditaggregate, in der vergangene Zinserhöhungen, die allgemein erschwerten Finanzierungsbedingungen und das geringere Wirtschaftswachstum zum Ausdruck kommen. Die Ausweitung der Finanzmarktspannungen seit Mitte September hat sich zwar bereits erkennbar auf bestimmte Komponenten und Gegenposten von M3 ausgewirkt, doch liefern die jüngsten Daten keine Hinweise auf einen Bruch, der etwa eine versiegende Kreditgewährung an den nichtfinanziellen privaten Sektor implizieren würde.

#### **HAUPTKOMPONENTEN VON M3**

Die Verlangsamung des jährlichen M3-Wachstums im September 2008 war durch einen geringeren Beitrag der kurzfristigen Einlagen ohne täglich fällige Einlagen (M2-M1) wie auch der marktfähigen Finanzinstrumente bedingt. Der Beitrag von M1 erhöhte sich indessen, nachdem er im Vormonat auf einem sehr niedrigen Niveau gelegen hatte.

Nachdem das jährliche M1-Wachstum im August recht verhalten gewesen war, stieg die Zuwachsrate wieder an und belief sich im September auf 1,2 % (siehe Tabelle 1). Das kräftigere Wachstum war auf die deutlich gestiegenen monatlichen Ströme beider Teilkomponenten zurückzuführen, worin sich wiederum in erster Linie eine höhere Präferenz für liquide Anlageformen angesichts des gegenwärtigen Umfelds widerspiegelte. Daher sollte diese Entwicklung von M1 nicht vorschnell als Anzeichen eines Wendepunkts in der realwirtschaftlichen Entwicklung interpretiert werden (siehe auch EZB, Der Informationsgehalt des realen M1-Wachstums im Hinblick auf das reale BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet, Kasten 1, Monatsbericht Oktober 2008).

Die Zwölfmonatsrate des Bargeldumlaufs stieg im September auf 8,2 % (nach 7,2 % im August). Bei den täglich fälligen Einlagen erhöhte sich die Jahresänderungsrate ebenfalls deutlich, blieb aber negativ (-0,2 % im September gegenüber -1,1 % im Vormonat). Diese Entwicklung lässt sich vermutlich mit zwei gegenläufigen Faktoren erklären, und zwar der niedrigen Verzinsung dieser Einlagen, die einen Abwärtsdruck auf M1 bewirkt, und der stärkeren Präferenz für Liquidität, welche einen Aufwärtsdruck auf M1 verursacht.

Der Zuwachs der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) war im September weiterhin für den Großteil des M3-Wachstums verantwortlich, wenngleich die Zwölfmonatsrate dieser Einlagen leicht auf 17,7 % (verglichen mit 18,9 % im August) zurückging. Darin schlägt sich eine gewisse Abschwächung der wichtigsten Teilkomponente nieder, nämlich der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (d. h. der kurzfristigen Termineinlagen), deren Jahreswachstumsrate im September mit 34,4 % (verglichen mit 37,2 % im August) allerdings weiterhin sehr hoch war. Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (d. h. kurzfristige Spareinlagen) waren im September weiter rückläufig, und zwar etwas stärker als im Monat davor.

Anders als die Verzinsung der täglich fälligen Einlagen und der kurzfristigen Spareinlagen haben die Zinsen für kurzfristige Termineinlagen den Anstieg der Geldmarktsätze weitgehend nachvollzogen.

**Tabelle I Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen**

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % von M3 <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Aug.	2008 Sept.
<b>M1</b>	<b>42,1</b>	<b>5,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>
Bargeldumlauf	7,2	8,0	7,8	7,8	7,5	7,2	8,2
Täglich fällige Einlagen	34,9	5,5	3,0	1,2	-0,7	-1,1	-0,2
<b>M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)</b>	<b>43,1</b>	<b>16,8</b>	<b>18,4</b>	<b>19,3</b>	<b>18,9</b>	<b>18,9</b>	<b>17,7</b>
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	26,6	40,6	41,4	40,3	37,5	37,2	34,4
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	16,5	-3,9	-3,3	-2,3	-2,0	-1,8	-2,0
<b>M2</b>	<b>85,2</b>	<b>10,7</b>	<b>10,3</b>	<b>10,0</b>	<b>9,1</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>
<b>M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)</b>	<b>14,8</b>	<b>19,6</b>	<b>16,3</b>	<b>10,4</b>	<b>8,8</b>	<b>8,4</b>	<b>7,1</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>12,0</b>	<b>11,2</b>	<b>10,1</b>	<b>9,0</b>	<b>8,8</b>	<b>8,6</b>
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet</b>		<b>9,2</b>	<b>10,0</b>	<b>9,6</b>	<b>9,1</b>	<b>9,3</b>	<b>8,5</b>
Kredite an öffentliche Haushalte		-4,1	-2,5	-1,2	0,6	1,6	0,8
Buchkredite an öffentliche Haushalte		-1,8	-0,9	0,8	2,1	1,9	2,9
Kredite an den privaten Sektor		12,2	12,7	11,9	10,8	10,8	10,1
Buchkredite an den privaten Sektor		11,1	11,1	10,5	9,1	8,8	8,5
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlich- keiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>		<b>8,5</b>	<b>6,9</b>	<b>4,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>

Quelle: EZB.

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

Die Unterschiede bei den Zinssätzen für verschiedene Arten von Einlagen und monetären Anlageformen haben kurzfristige Termineinlagen gegenüber anderen in M3 enthaltenden Instrumenten und längerfristigen Anlagen besonders attraktiv werden lassen. Hierdurch ist es wiederum zu Umschichtungen von beiden Seiten der Zinsstrukturkurve in kurzfristige Termineinlagen gekommen.

Die Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente (M3-M2) sank ebenfalls weiter auf 7,1 % im September (nach 8,4 % im August). Darin spiegelt sich ein Rückgang der Zwölfmonatsrate der Geldmarktfondsanteile – der größten Teilkomponente – von 4,1 % im August auf 3,6 % im September wider. Im Berichtsmonat kam es bei den Geldmarktfondsanteilen zu umfangreichen Mittelabflüssen, in denen die erneuten Bedenken der Anleger hinsichtlich der Sicherheit einiger Fonds im Zusammenhang mit der Verschärfung der Finanzmarktspannungen in der zweiten Monathälfte zum Ausdruck kamen.

Was die anderen Kategorien der marktfähigen Finanzinstrumente anbelangt, so war bei den Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von weniger als zwei Jahren (d. h. bei den kurzfristigen Schuldverschreibungen) eine weiter deutlich rückläufige Zwölfmonatsrate zu beobachten, die sich fast um die Hälfte reduzierte und im Berichtsmonat bei 5,5 % lag. Bei den Repogeschäften war im September eine geringfügige Verlangsamung zu verzeichnen (von 16,7 % im Vormonat auf 16,5 %).

Die jährliche Zuwachsrate der M3-Einlagen – die kurzfristige Einlagen und Repogeschäfte umfassen und das größte Aggregat von M3-Komponenten bilden, für das eine Aufschlüsselung nach Sektoren vorliegt – sank im September auf 9,7 % (verglichen mit 10,4 % im August). Diese Entwicklung stand weitgehend mit der allgemeinen Abschwächung des M3-Wachstums im Einklang. Die privaten Haushalte trugen zwar nach wie vor am stärksten zum Gesamtwachstum der M3-Einlagen bei, aber das jährliche Wachstum ihrer M3-Einlagen ging im September auf 8,6 % zurück (nach 9,3 % im Vormonat). Auch die Jahreswachstumsrate der von Finanzintermediären (ohne MFIs)

gehaltenen Bestände an M3-Einlagen war im September rückläufig (19,1 % nach 19,6 % im August). Dahinter verbirgt sich allerdings, dass dieser Sektor im September die bislang umfangreichsten Mittelzuflüsse bei den täglich fälligen Einlagen verzeichnete, die vor allem von den SFIs ausgingen. Angesichts der aktuellen Marktbedingungen könnte dies zum Teil mit höheren Liquiditätspuffern der Investmentfonds für mögliche Tilgungen zusammenhängen. Bei den M3-Einlagen im Bestand nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften war im September eine weitere Verlangsamung zu beobachten; die Zwölfmonatsrate sank auf 5,9 % (verglichen mit 6,4 % im Vormonat). Betrachtet man die monatlichen Veränderungen und lässt die saisonalen Faktoren außer Acht, so ist festzustellen, dass im September auch bei den nichtfinanziellen Unternehmen eine Umorientierung von kurzfristigen Termineinlagen hin zu täglich fälligen Einlagen stattfand.

### HAUPTGEGENPOSTEN ZU M3

Bei den Gegenposten zu M3 ging die Zuwachsrate der Gesamtkreditvergabe der MFIs an Nicht-MFIs im Euroraum im September auf 8,5 % zurück, verglichen mit 9,3 % im August (siehe Tabelle 1). Die Wachstumsrate der Kredite an öffentliche Haushalte setzte ihren Abwärtstrend fort und belief sich im Berichtsmonat auf 0,8 % (gegenüber 1,6 % im Vormonat). Dies war auf die schrumpfenden Staatsanleihebestände der Kreditinstitute zurückzuführen und dürfte mit deren Fremdkapitalabbau angesichts der Liquidität an den Staatsanleihemärkten und der günstigen Preisentwicklung zusammenhängen. In geringerem Maße spiegelte sich darin auch wider, dass sich die Geldmarktfonds von solchen Anlagen trennten, als sie im Rahmen von Tilgungen ihre Portfolios verkleinerten.

Zugleich verringerte sich die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an den privaten Sektor erneut, und zwar von 10,8 % im August auf 10,1 % im Berichtsmonat. Die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite – der größten Kreditkomponente des privaten Sektors – sank zwar weiter, blieb aber mit 8,5 % hoch (nach 8,8 % im Vormonat). Zu dieser Abschwächung trugen alle Sektoren bei, also die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, privaten Haushalte, Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen sowie die sonstigen nichtmonetären Finanzinstitute, allerdings mit sehr unterschiedlichen Wachstumsraten (siehe Tabelle 2).

Im Vorjahrsvergleich ging das Wachstum der MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im September erneut etwas zurück, und zwar auf 12,1 % gegenüber 12,6 % im August. Die auf Jahresrate hochgerechnete Dreimonatsrate, an der sich die kürzerfristige Dynamik ablesen lässt, lag zwar nach wie vor unter der jährlichen Zuwachsrate, war aber weiterhin kräftig. Betrachtet man die Aufschlüsselung nach Laufzeiten, so ist die Abschwächung der Buchkreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften überwiegend auf die Entwicklung bei den kurzen und mittleren Laufzeiten zurückzuführen. An den monatlichen Veränderungen lässt sich ablesen, dass die gewährten Kredite mit langen Laufzeiten (d. h. von mehr als fünf Jahren) im September mehr als die Hälfte der gesamten Ausleihungen ausmachten. Dies lässt darauf schließen, dass nichtfinanzielle Unternehmen auch weiterhin Kredite mit relativ langen Laufzeiten erhielten. Hierin könnte sich unter anderem ein gewisses Vorziehen der Kreditaufnahme widerspiegeln, möglicherweise in der Erwartung einer künftigen Verschlechterung der Kreditverfügbarkeit. Außerdem würde es mit dem höheren Bestand an täglich fälligen Einlagen der nichtfinanziellen Unternehmen im Einklang stehen und sich auch damit decken, dass es bei der Finanzierung dieser Unternehmen durch MFIs zu einer gewissen Verschiebung von Schuldverschreibungen hin zu Buchkrediten gekommen ist. Was die künftigen Aussichten anbelangt, so stünde eine weitere allmähliche Wachstumsabschwächung der MFI-Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit dem derzeitigen konjunkturellen Umfeld und den verschärften Finanzierungsbedingungen im Einklang. Die Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken

im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2008 deutet sowohl auf eine Verschärfung der Richtlinien für Unternehmenskredite als auch auf einen Rückgang der Nachfrage im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal hin (siehe Kasten 1).

Die jährliche Zuwachsrate der Kredite an private Haushalte ging etwas weiter zurück und betrug im September 3,8 % (nach 3,9 % im August). Dies deckt sich mit den sich verschlechternden Aussichten für die Wirtschaft und am Wohnimmobilienmarkt und den erschwerten Finanzierungsbedingungen. Die anhand der annualisierten Dreimonatsrate gemessene kürzerfristige Dynamik nahm leicht zu. Diese Entwicklung ist allerdings mit Vorsicht zu interpretieren, da sie vor allem damit zusammenhängt, dass nun weniger Kredite durch Verbriefungen aus den Bilanzen ausgegliedert werden. Solche Ausbuchungen hatten sich zuvor dämpfend auf die Kreditdynamik ausgewirkt. Das geringere Kreditwachstum im September war in erster Linie den Wohnungsbaukrediten zuzuschreiben, die den größten Teil der gesamten Kreditaufnahme durch private Haushalte darstellen und deren Zwölfmonatsrate von 4,1 % im August auf 4,0 % im Berichtsmonat sank. Die Jahreswachstumsrate der Konsumentenkredite erhöhte sich dagegen leicht.

Was die übrigen Gegenposten zu M3 betrifft, so verlangsamte sich das Jahreswachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im September weiter auf 2,8 %, verglichen mit 3,3 % im Vormonat. Darin spiegelten sich sowohl ein Rückgang der jährlichen Zuwachsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren als auch eine anhaltende Wachstumsverlangsamung bei den Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren und den Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten wider.

Die jährliche Wachstumsrate von Kapital und Rücklagen stieg von 11,3 % im August auf 13,0 % im September. Der beträchtliche monatliche Kapitalzufluss (in Höhe von 30 Mrd €) lässt sich zum Teil dadurch erklären, dass Kreditinstitute durch private Anlagen sowie staatliche Kapitalspritzen zusätzliches Eigenkapital aufbrachten, um ihre Bilanzen zu stärken.

**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 Q4	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Aug.	2008 Sept.
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>	<b>44,0</b>	<b>14,0</b>	<b>14,6</b>	<b>14,5</b>	<b>12,8</b>	<b>12,6</b>	<b>12,1</b>
Bis zu 1 Jahr	28,9	11,9	12,9	12,9	10,9	10,8	10,1
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	20,0	21,0	22,6	20,9	18,6	18,4	17,5
Mehr als 5 Jahre	51,1	12,7	12,8	13,0	11,8	11,6	11,3
<b>Private Haushalte<sup>2)</sup></b>	<b>45,6</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>
Konsumentenkredite <sup>3)</sup>	12,9	5,3	5,4	5,2	4,3	4,0	4,3
Wohnungsbaukredite <sup>3)</sup>	71,6	7,6	6,7	5,6	4,2	4,1	4,0
Sonstige Kredite	15,5	3,1	2,7	2,2	2,5	2,5	2,5
<b>Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen</b>	<b>0,9</b>	<b>22,0</b>	<b>6,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-7,8</b>	<b>-8,5</b>	<b>-9,2</b>
<b>Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute</b>	<b>9,4</b>	<b>23,4</b>	<b>24,7</b>	<b>24,8</b>	<b>22,2</b>	<b>20,7</b>	<b>18,9</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.

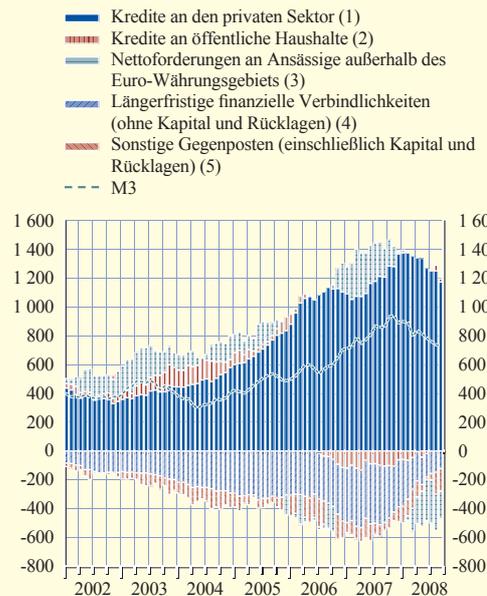
3) Die Abgrenzung der Konsumenten- und Wohnungsbaukredite ist im Euro-Währungsgebiet nicht ganz einheitlich.

Die Netto-Auslandsposition der MFIs wies für September einen monatlichen Kapitalzufluss in Höhe von 28 Mrd € auf. Die in den vergangenen zwei Monaten verbuchten Kapitalzuflüsse konnten die im Zeitraum bis Juli verzeichneten fortlaufenden monatlichen Abflüsse etwas ausgleichen, wodurch sich die jährlichen Kapitalabflüsse im September auf 190 Mrd € (gegenüber 253 Mrd € im August) verringerten (siehe Abbildung 6).

Insgesamt lässt sich feststellen, dass die anhaltende Wachstumsabschwächung der MFI-Buchkredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor überwiegend die nachfragewirksamen Folgen der Konjunktur- und Zinsentwicklung sowie der Kreditkonditionen widerspiegelt. Die Angaben für September lassen keine Beeinträchtigung der Kreditgewährung an den privaten Sektor erkennen. Allerdings sind noch weitere Daten erforderlich, um die möglichen Auswirkungen der jüngsten Verschärfung der Finanzmarktspannungen verlässlich beurteilen zu können.

**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 I

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

In diesem Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse der vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2008 dargestellt.<sup>1</sup> Dabei ist zu beachten, dass die Umfrage vom 23. September bis zum 7. Oktober durchgeführt wurde, d. h. vor dem Treffen der Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebiets am 12. Oktober in Paris, bei dem die Rettungspläne für den Bankensektor besprochen wurden.

Im dritten Quartal 2008 meldeten per saldo deutlich mehr Banken eine Verschärfung der Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite als im Quartal zuvor.<sup>2</sup> Von der Verschärfung waren nach wie vor eher die Großunternehmen als die kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) betroffen. Die Richtlinien für Wohnungsbau- und Konsumentenkredite an private Haushalte wurden weiter leicht verschärft, wenngleich weniger stark als bei den Unternehmenskrediten. Was die Kredit-

1 Eine ausführliche Analyse der Ergebnisse wurde am 7. November 2008 auf der Website der EZB veröffentlicht.

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.

nachfrage betrifft, so meldeten die Banken, dass die Nettonachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte im Berichtsquartal nach wie vor negativ und weiter rückläufig war.<sup>3</sup>

Wie die vorangegangenen Umfragerunden enthielt auch die jüngste Umfrage eine Reihe von Zusatzfragen zu den Auswirkungen der Spannungen an den Finanzmärkten (siehe den letzten Abschnitt des Kastens). Die Banken gaben an, dass vor allem ihre kurzfristige großvolumige Finanzierung über den Geldmarkt und über kurzfristige Schuldverschreibungen deutlich stärker beeinträchtigt war als im zweiten Quartal. Der Zugang zu Verbriefungsgeschäften war nach wie vor erschwert; hier blieb die Situation gegenüber dem Vorquartal weitgehend unverändert.

### Unternehmenskredite (inklusive Kreditlinien)

**Kreditrichtlinien:** Im dritten Quartal 2008 erhöhte sich der prozentuale Saldo der Banken, die eine Verschärfung ihrer Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite meldeten, erheblich (um 22 Prozentpunkte auf 65 %; siehe Abbildung A). Ausschlaggebend hierfür waren wie schon zuvor die Konjunkturaussichten sowie branchen- bzw. firmenspezifische Faktoren, aber auch die Finanzierungsbedingungen auf dem Geld- und Anleihemarkt. Die Eigenkapitalkosten und die Liquiditätsposition der Banken trugen etwas stärker als im zweiten Quartal 2008 zur Verschärfung der Kreditrichtlinien bei. Damit stieg ihr Einfluss wieder ungefähr auf das im ersten Jahresviertel verzeichnete Niveau an.

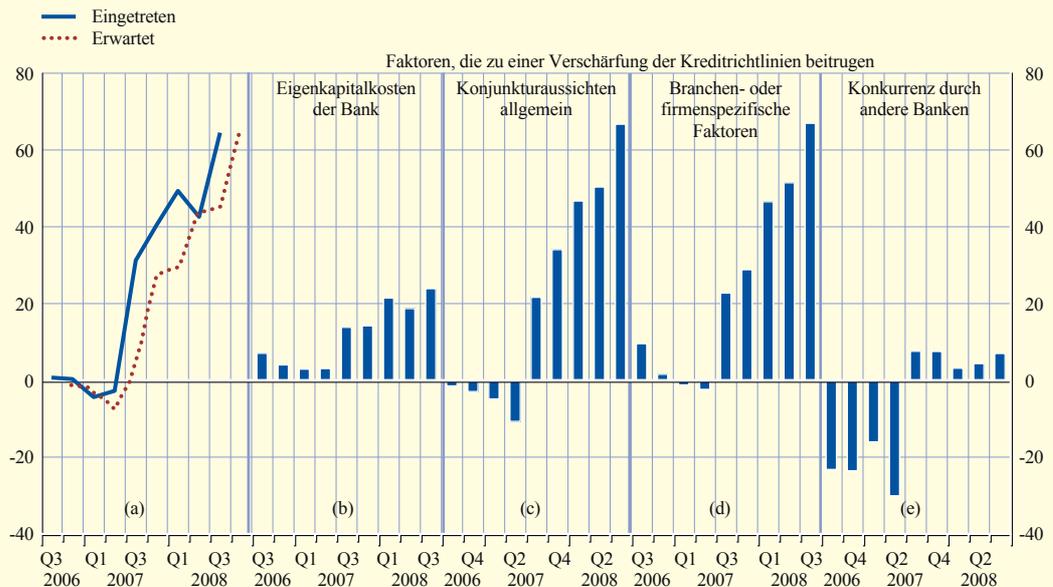
Was die Konditionen für die Gewährung von Krediten an Unternehmen betrifft, so wurden die Margen für durchschnittliche Kredite und für risikoreichere Ausleihungen im Berichtsquartal per saldo weiter ausgeweitet, und zwar von 53 % auf 68 % bzw. von 64 % auf 76 % (siehe Abbildung B). Auch die nicht preislichen Konditionen wurden weiter verschärft, vor allem im Hinblick auf die Höhe der Kredite bzw. Kreditrichtlinien (wo der prozentuale Saldo um 16 Prozentpunkte auf 45 % im Berichtsquartal anstieg) und die Fristigkeit der Kredite (wo sich der prozentuale Saldo um 15 Prozentpunkte auf 40 % erhöhte). Die Sicherheitserfordernisse wurden ebenfalls weiter angehoben (um 10 Prozentpunkte auf per saldo 46 % im dritten Jahresviertel 2008).

Die Kreditrichtlinien für Großunternehmen wurden nach wie vor insgesamt stärker verschärft (68 % nach 44 % im zweiten Quartal 2008) als die entsprechenden Richtlinien für KMU (56 % nach 34 % im Vorquartal). Nach einer gewissen Stabilisierung im zweiten Jahresviertel kam es bei beiden Unternehmensgrößen im Berichtsquartal zu einer erheblichen Verschärfung. Die Kreditrichtlinien wurden sowohl bei den großen Unternehmen als auch bei den KMU überwiegend von den allgemeinen Konjunkturaussichten und von den branchen- oder firmenspezifischen Aussichten beeinflusst. Die Finanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen der Banken wirkten bei den großen Unternehmen stärker in Richtung einer Verschärfung als bei den KMU. Dies dürfte damit zusammenhängen, dass die marktbasierende Finanzierung bei der Kreditvergabe an Großunternehmen eine größere Rolle spielt. Was die preislichen Konditionen betrifft, so wurden die Margen für durchschnittliche Kredite bei den Großunternehmen per saldo stärker ausgeweitet als bei den KMU, während sie bei risikoreicheren Ausleihungen für beide Unternehmensgrößen weitgehend gleich stark erhöht wurden. Die nicht preislichen Konditionen wurden sowohl für Großunternehmen als auch für KMU über alle Kategorien hinweg weiter verschärft.

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

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

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der 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 beziehen sich auf die für die kommenden drei Monate erwartete Veränderung.

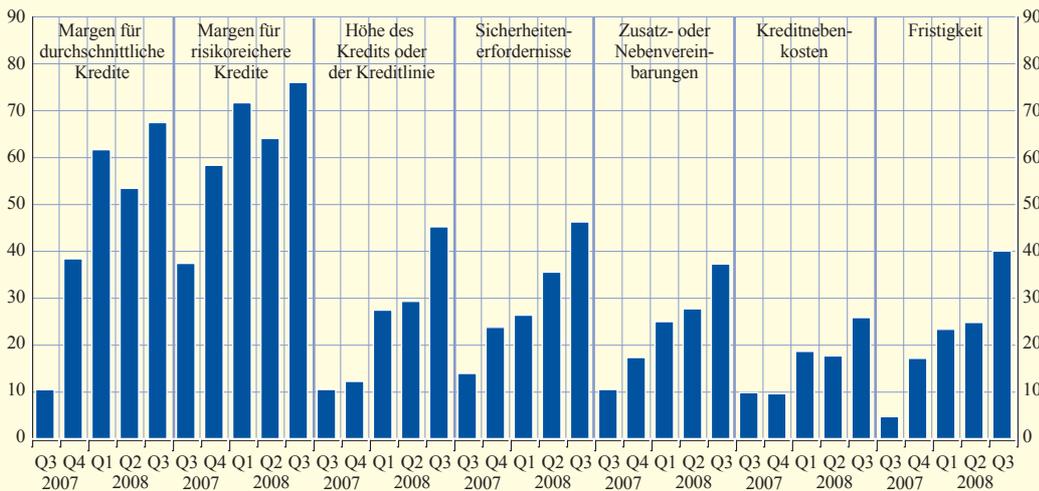
Für das Schlussquartal 2008 wird erwartet, dass die Kreditrichtlinien per saldo etwa ebenso stark verschärft werden wie im dritten Quartal (66 %; siehe Abbildung A).

**Kreditnachfrage:** Die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten ging im dritten Quartal 2008 erheblich zurück und war weiterhin negativ (-26 % nach -16 % im Vorquartal; siehe Abbildung C). Die negative Nettonachfrage war auf einen rückläufigen Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen (-36 % nach -20 % im zweiten Jahresviertel) und einen nach wie vor negativen Beitrag der Fusionen, Übernahmen und Unternehmensumstrukturierungen (-32 % nach -27 % im Vorquartal) zurückzuführen. Auch die Innenfinanzierung dämpfte weiterhin die Nachfrage nach Unternehmenskrediten, wenngleich weniger stark als im zweiten Quartal. Die Emission von Schuldverschreibungen hingegen leistete erneut einen positiven Beitrag zur Nettokreditnachfrage der Unternehmen, worin sich die Marktkonditionen und die gestiegenen Kosten der marktbasiereten Fremdfinanzierung widerspiegeln. Was die Größe der Kreditnehmer betrifft, so war die Nettonachfrage sowohl der Großunternehmen als auch der KMU negativ, wobei die Nachfrage der großen Unternehmen wie bereits in den vorangegangenen Quartalen etwas schwächer war als die der KMU. Zudem war die Nettonachfrage über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg negativ.

Für das vierte Quartal 2008 wird erwartet, dass die Nachfrage nach Unternehmenskrediten gegenüber dem dritten Jahresviertel mit -8 % insgesamt weniger negativ ausfällt (siehe Abbildung C).

Abbildung B Veränderungen der Konditionen für die Vergabe von Krediten bzw. Kreditlinien an Unternehmen

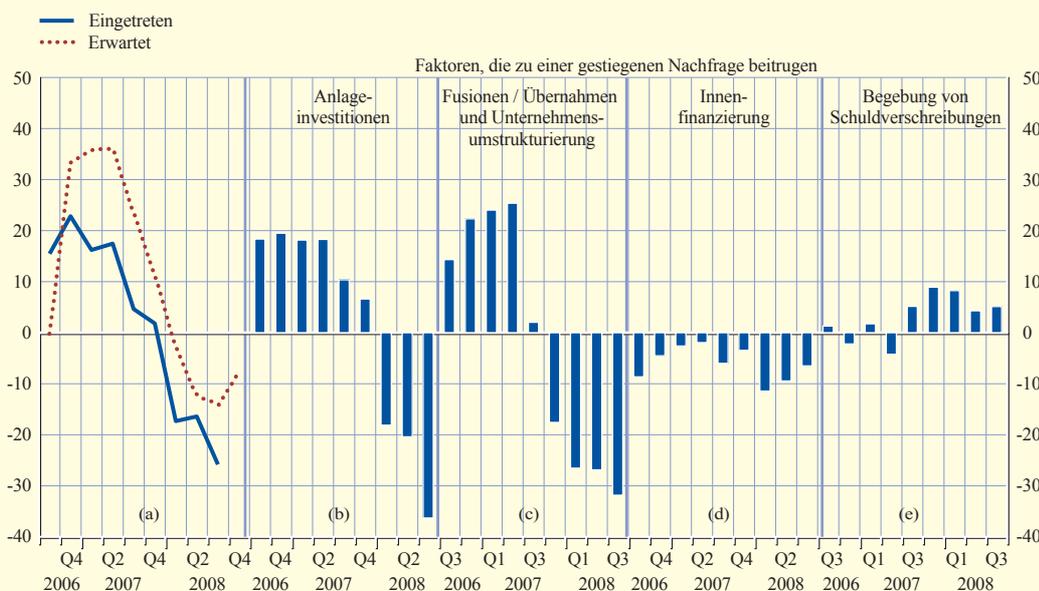
(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar.

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 beziehen sich auf die für die kommenden drei Monate erwartete Veränderung.

## Wohnungsbaukredite an private Haushalte

**Kreditrichtlinien:** Im dritten Quartal 2008 stieg der prozentuale Saldo der Banken, die eine Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte meldeten, etwas an (auf 36 % nach 30 % im Vorquartal; siehe Abbildung D). Ausschlaggebend hierfür waren weiterhin die allgemeinen Konjunkturaussichten sowie die Aussichten für den Wohnungsmarkt. Erstmals seit der Einführung der Bankenumfrage trug die Konkurrenz durch andere Banken nicht zu einer Lockerung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte bei, sondern hatte einen neutralen Effekt (0 % verglichen mit -7 % im zweiten Vierteljahr).

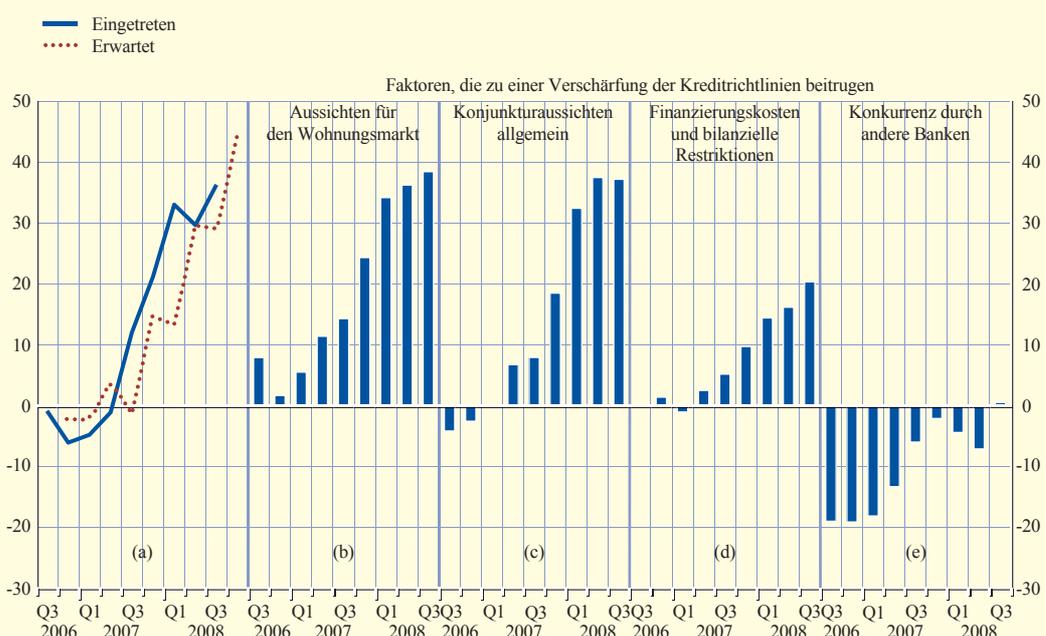
Betrachtet man die Konditionen für Wohnungsbaukredite, so wurden die Margen für durchschnittliche Kredite den Banken zufolge per saldo ausgeweitet (35 % nach 23 % im zweiten Quartal). Auch die Margen für risikoreichere Ausleihungen wurden per saldo erhöht (43 % nach 30 % im zweiten Jahresviertel). Die nicht preislichen Konditionen hingegen, zum Beispiel die Sicherheitserfordernisse und Beleihungsgrenzen, verschärfen sich insgesamt nicht weiter, sondern blieben gegenüber dem Vorquartal unverändert.

Für das vierte Quartal 2008 erwarten die befragten Banken, dass sich die Richtlinien für Wohnungsbaukredite gegenüber dem dritten Quartal etwas weiter verschärfen (auf 45 %; siehe Abbildung D).

**Kreditnachfrage:** Die Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten ging im dritten Quartal 2008 zurück und war weiterhin negativ (-64 % nach -56 % im Vorquartal; siehe Abbildung E). Darin spiegeln sich vor allem die Aussichten für den Wohnungsmarkt und das schwindende

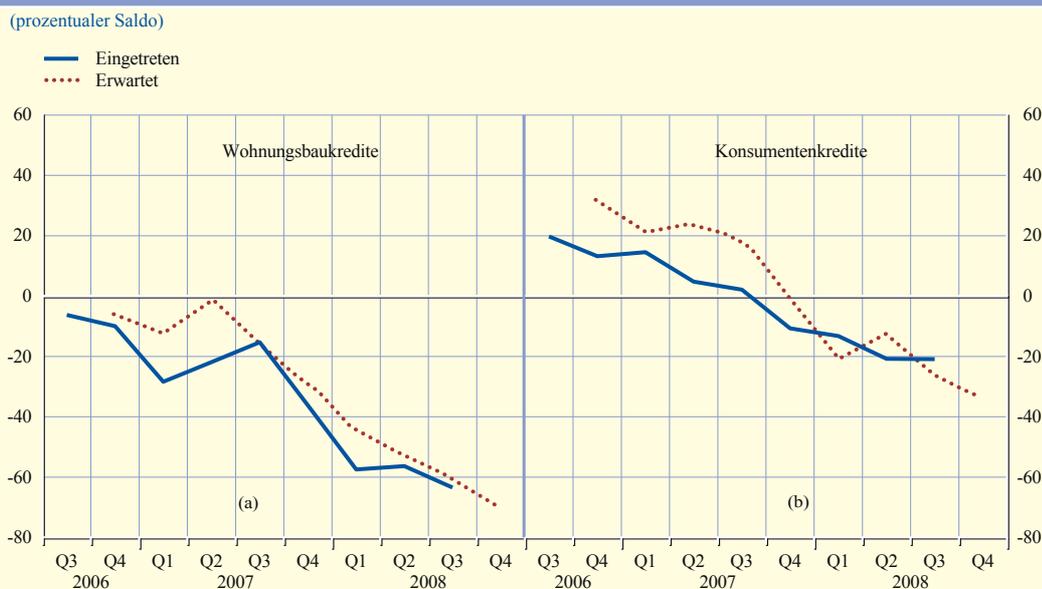
Abbildung D Veränderungen der Richtlinien für die Gewährung von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Siehe die Fußnote zu Abbildung A.

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



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 beziehen sich auf die für die kommenden drei Monate erwartete Veränderung.

Verbrauchervertrauen wider. Für das Schlussquartal 2008 wird davon ausgegangen, dass die Kreditnachfrage per saldo noch etwas negativer ausfällt (-70 %) als im dritten Jahresviertel.

### Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte

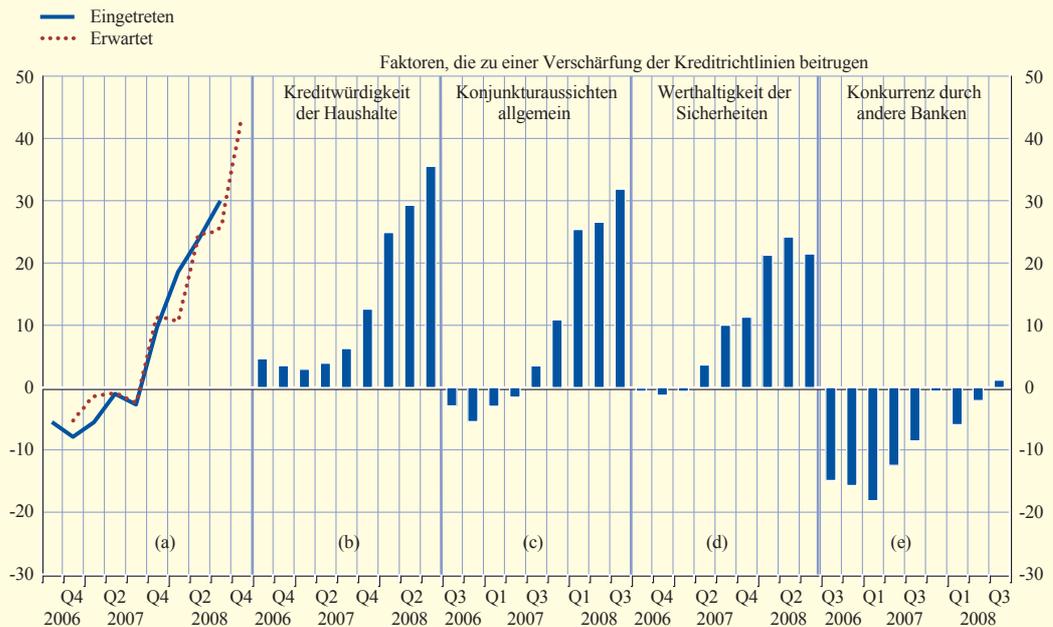
**Kreditrichtlinien:** Im dritten Quartal 2008 stieg der prozentuale Saldo der Banken, die eine Verschärfung der Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte meldeten, weiter an (auf 30 % nach 24 % im zweiten Vierteljahr; siehe Abbildung F). Allerdings wurden die Richtlinien für diese Ausleihungen nicht so stark verschärft wie bei den Wohnungsbaukrediten. Hauptgrund für die weitere Verschärfung war die Risikoeinschätzung der Banken, vor allem im Hinblick auf die Konjunkturaussichten allgemein und die Kreditwürdigkeit der Haushalte. Was die Konditionen für Konsumentenkredite betrifft, so wurden die Margen für durchschnittliche und für risikoreichere Kredite per saldo auf 32 % bzw. 38 % ausgeweitet.

Für das vierte Quartal 2008 erwarten die befragten Banken, dass sich die Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte gegenüber dem Berichtsquartal weiter verschärfen (auf 43 %; siehe Abbildung F).

**Kreditnachfrage:** Die Nettonachfrage nach Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten an private Haushalte blieb negativ und lag wie bereits im Vorquartal bei -21 % (siehe Abbildung E). Sie war damit nach wie vor weniger negativ als die entsprechende Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten. Den teilnehmenden Banken zufolge war das nachlassende Verbrauchervertrauen der Hauptfaktor für die schwächere Nachfrage. Für das vierte Quartal 2008 wird erwartet, dass die Nettosnachfrage negativ bleibt und im Vergleich zum dritten Vierteljahr weiter zurückgeht (auf -34 %).

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

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Siehe die Fußnote zu Abbildung A.

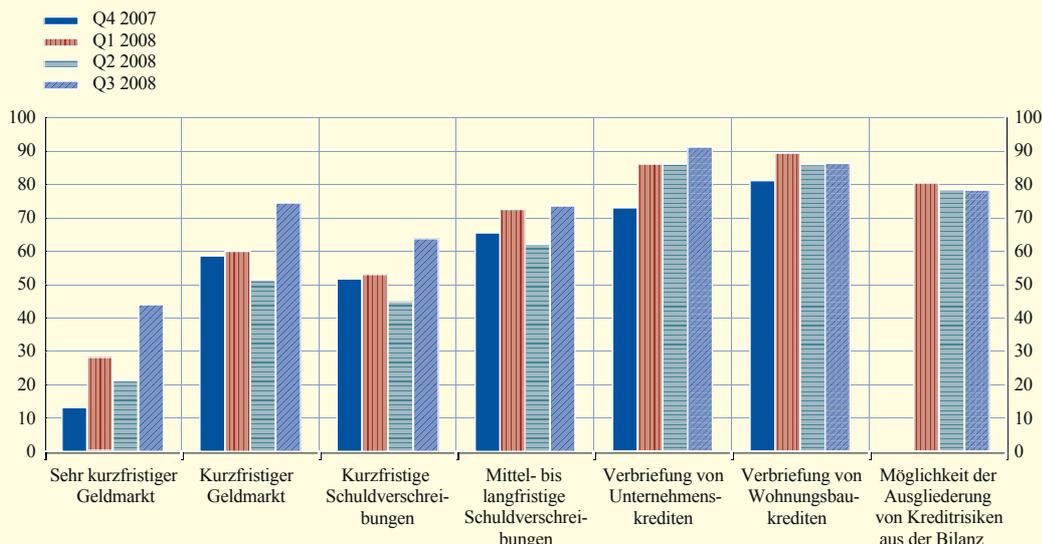
### Zusatzfragen zu den Finanzmarktunruhen

In der Umfrage vom Oktober 2008 wurden die gleichen Zusatzfragen zu den Auswirkungen der seit dem zweiten Halbjahr 2007 beobachteten Finanzmarktunruhen gestellt wie in den vorherigen Befragungen.

Was die großvolumige Finanzierung der Banken betrifft, so gaben diese an, dass ihr Zugang zu den Geldmärkten und den Märkten für Schuldverschreibungen im Gefolge der Unruhen an den Finanzmärkten im dritten Quartal 2008 deutlich eingeschränkter war als im Vorquartal (siehe Abbildung G). Nach einer Verbesserung im zweiten Jahresviertel hat sich dieser also erneut verschlechtert. Während die Banken in der vorangegangenen Umfrage angegeben hatten, dass ihre Mittelaufnahme über mittel- und langfristige Anleihen problematischer war als die Finanzierung über kurzfristige Schuldverschreibungen oder über die Geldmärkte, ergab die aktuelle Umfragerunde, dass die Möglichkeiten zur Mittelaufnahme über die kurzfristigen Geldmärkte am stärksten beeinträchtigt war. So wurde für alle Kategorien der kurzfristigen Finanzierung (sehr kurzfristiger Geldmarkt, kurzfristiger Geldmarkt und kurzfristige Schuldverschreibungen) ein erheblich erschwerter Zugang gemeldet. Auch der Zugang zu Verbriefungsgeschäften war nach wie vor schwierig; hier blieb die Situation gegenüber dem Vorquartal weitgehend unverändert. Rund 80 % bis 90 % der befragten Banken, für die Verbriefungsgeschäfte relevant sind, berichteten, dass ihre Verbriefungsmöglichkeiten eingeschränkt waren. Für die kommenden drei Monate gehen die teilnehmenden Banken davon aus, dass sich ihr Zugang zur Finanzierung über die Geldmärkte und die Märkte für Schuldverschreibungen gegenüber dem dritten Quartal weiter verschlechtert, während ihre Zugangsmöglichkeiten zu Verbriefungsgeschäften weitgehend gleich bleiben dürften.

Abbildung G Zugang zu großvolumiger Finanzierung

(in % der Banken)



Anmerkung: Die Prozentzahlen geben den Anteil der Banken an, die eine Beeinträchtigung des Zugangs zu der jeweiligen Finanzierungsquelle gemeldet haben.

Im Einklang mit dem erschwerten Zugang zu den Geldmärkten und den Märkten für Schuldverschreibungen berichteten die Banken, dass sich diese Finanzierungsprobleme im Berichtsquartal stärker auf ihre Kreditgewährung auswirkten, und zwar sowohl im Hinblick auf die Quantität als auch auf die Margen. Dabei war der Einfluss auf die Margen nach wie vor stärker als auf das Kreditvolumen. Im Gegensatz dazu wirkte sich der erschwerte Zugang zu Verbriefungsgeschäften in gleichem Maße auf die Margen und den Umfang der vergebenen Kredite aus. Mit Blick auf die kommenden drei Monate gehen die Banken davon aus, dass sich die schwierigere Refinanzierung über die Geldmärkte und die Märkte für Schuldverschreibungen stärker auf ihre Bereitschaft zur Kreditvergabe und auf ihre Margen auswirken wird. Der erschwerte Zugang zu Verbriefungsgeschäften hingegen dürfte sich ähnlich auswirken wie im dritten Quartal.

Schließlich gaben 43 % der teilnehmenden Banken (und somit 7 Prozentpunkte mehr als im Vorquartal) an, dass die veränderten Eigenkapitalkosten ihr Kapital und ihre Kreditvergabe erheblich oder leicht beeinflusst haben.

## 2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich im August 2008 geringfügig. Dieser Anstieg resultierte in erster Linie aus zunehmenden Wachstumsraten bei den von Zentralstaaten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten Titeln, während sich die Zuwachsraten der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen leicht verringerte. Die Steigerungsrate der Emission börsennotierter Aktien blieb im August weitgehend unverändert.

## SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Nach 7,1 % im Juli 2008 stieg die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen im August erneut an und erreichte einen Wert von 7,6 % (siehe Tabelle 3). Betrachtet man die Emission von Schuldverschreibungen nach Laufzeiten aufgliedert, so blieb die Zwölfmonatsrate der kurzfristigen Titel im August mit 22,1 % weitgehend unverändert; jene der langfristigen Schuldverschreibungen erhöhte sich zugleich moderat um 0,5 Prozentpunkte auf 5,9 %. Die Emission längerfristiger Schuldverschreibungen lässt sich weiter aufgliedern in Titel mit variablen und mit festen Zinssätzen. Nachfragebedingt werden variabel verzinsliche Papiere in Zeiten einer flachen Zinsstrukturkurve gegenüber festverzinslichen Titeln tendenziell bevorzugt. Damit lässt sich zum Teil erklären, warum die Jahreswachstumsrate der variabel verzinslichen Schuldverschreibungen im August mit 12,9 % erneut deutlich über jener der festverzinslichen Titel lag, die sich in dem Monat auf 3,4 % belief.

Die Jahreswachstumsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich im August auf 4,5 % (gegenüber 2,6 % im Vormonat), wodurch der seit Anfang 2008 beobachtete Rückgang unterbrochen wurde. Legt man einen längeren Betrachtungszeitraum zugrunde, fällt der derzeitige Absatz deutlich niedriger aus als vor dem Ausbruch der Finanzkrise: Im Juli 2007 wies die Begebung von Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften eine Jahreswachstumsrate von 10 % auf. Was die Laufzeitenstruktur betrifft, so erhöhte sich die Jahresänderungsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen langfristigen Schuldverschreibungen im August um 1,9 Prozentpunkte auf 2,7 %, während die Wachstumsrate der von diesem Sektor emittierten kurzfristigen Titel von etwa 6 % im Juli auf 13 % im Berichtsmonat stieg. Im Vergleich zum Stand vom Juli 2007 war der insgesamt deutliche Rückgang vor allem dem geringeren Absatz von Unternehmensschuldverschreibungen mit kurzen Laufzeiten zuzuschreiben, der um 13,3 Prozentpunkte schrumpfte.

Was die zur Beurteilung kurzfristiger Trends besser geeigneten saisonbereinigten Daten anbelangt, so erhöhte sich die annualisierte Sechsmonatsrate der Emission von Schuldverschreibungen von 6,8 % im Juli auf 8,3 % im August, was im Wesentlichen auf eine im Vergleich zu den Vormonaten

**Tabelle 3 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet**

Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €)	Jahreswachstumsraten <sup>1)</sup>					
		2008	2007	2007	2008	2008	2008
		Aug.	Q3	Q4	Q1	Q2	Juli
<b>Schuldverschreibungen:</b>	<b>12 687</b>	<b>9,1</b>	<b>8,9</b>	<b>8,2</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>7,6</b>
MFIs	5 319	10,9	10,7	9,2	7,7	8,5	8,3
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	1 641	28,2	26,8	25,3	22,5	22,7	23,3
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	695	9,4	8,8	9,7	6,3	2,6	4,5
Öffentliche Haushalte	5 032	3,3	3,0	2,7	2,2	2,1	3,0
<i>Darunter:</i>							
Zentralstaaten	4 711	3,3	2,9	2,6	2,2	2,0	2,9
Sonstige öffentliche Haushalte	321	2,9	4,5	2,8	2,1	3,9	4,4
<b>Börsennotierte Aktien:</b>	<b>5 038</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>
MFIs	663	1,8	1,3	0,8	1,5	2,8	2,8
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	438	0,9	2,7	2,6	2,3	2,5	2,6
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	3 936	1,3	1,3	1,3	0,8	0,1	0,2

Quelle: EZB.

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

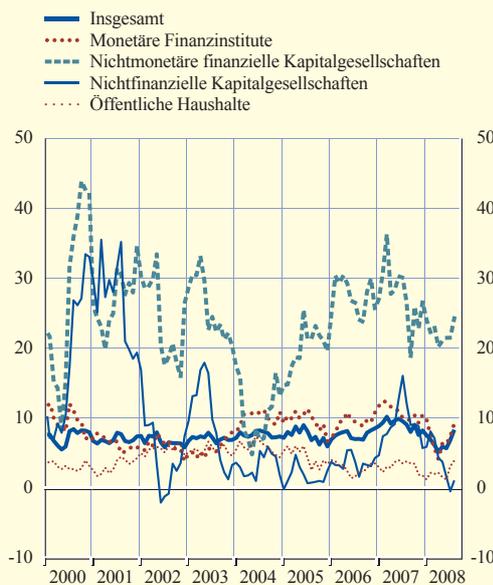
geringere Tilgung zurückzuführen war. Zu dem insgesamt verzeichneten Anstieg der Emissionstätigkeit trugen alle Sektoren bei. So kehrte sich die annualisierte Sechsmonatsrate der von nicht-finanziellen Unternehmen emittierten Papiere im August mit 1 % wieder ins Positive, nach -0,5 % im Juli (siehe Abbildung 7). Für die aus den saisonbereinigten Daten ersichtliche Erholung der Emissionstätigkeit ist in erster Linie der kräftige Absatz kurzfristiger Schuldverschreibungen verantwortlich.

Was den finanziellen Sektor betrifft, so verringerte sich die Jahreswachstumsrate der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen im August leicht auf 8,3 % (gegenüber 8,5 % im Juli). Entsprechend dem seit Beginn der Finanzmarktspannungen beobachteten Trend blieb der Absatz kurzfristiger Schuldtitel mit einer jährlichen Zuwachsrate von 26,9 % im August robust, lag aber unter den Werten der drei Vormonate. Die Zwölfmonatsrate der von MFIs begebenen langfristigen Papiere blieb im August mit 5,3 % weitgehend unverändert. Dass die Begebung kurzfristiger Titel nach wie vor umfangreicher war als jene langfristiger Papiere kann der Neubewertung zugeschrieben werden, die die Emittenten des Finanzsektors seit Beginn der Finanzmarktunruhen hinnehmen mussten; dadurch hat sich die langfristige Mittelaufnahme relativ gesehen verteuert. Das Ausmaß dieses Effekts lässt sich durch Betrachtung der saisonbereinigten Daten genauer beurteilen. So betrug die saisonbereinigte annualisierte Sechsmonatsrate der von MFIs emittierten langfristigen Schuldverschreibungen im August 7,8 %, während sie bei kurzfristigen Titeln mit 16,8 % bedeutend höher war.

Die Jahreswachstumsrate der von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen stieg nach einem Stand von 22,7 % im Juli 2008 geringfügig auf 23,3 % im August, was die rege Emissionstätigkeit in diesem Sektor bestätigte. Diese Emissionen betreffen zum großen Teil verschiedene Verbriefungsaktivitäten, die von Zweckgesellschaften (in der Regel von Banken zur Erfüllung zeitlich befristeter Zielsetzungen gegründeten Rechtssubjekten) vorgenommen werden. Wie aus der

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

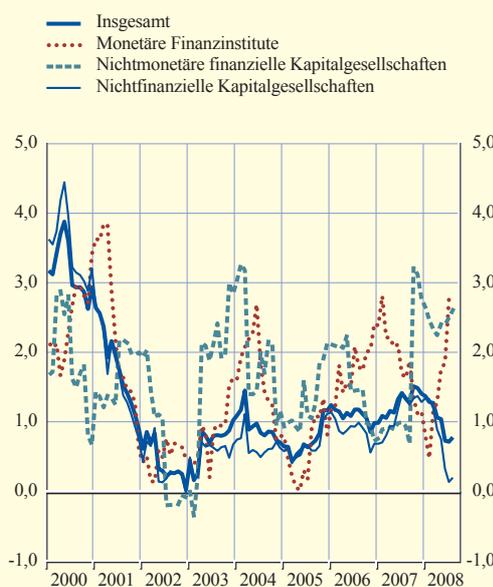
(annualisierte, saisonbereinigte Sechsmonatswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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.

annualisierten Sechsmonatsrate hervorgeht, deutet die kurzfristige Dynamik auf eine ausgeprägte Verlangsamung der Emissionstätigkeit dieses Sektors seit dem Sommer 2007 hin.

Die Jahreswachstumsrate der von öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich von 2,1 % im Juli auf 3 % im August. Diese Entwicklung resultierte weitgehend aus einer steigenden Zuwachsrate der von Zentralstaaten und Gebietskörperschaften begebenen Schuldtitel.

### BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die jährliche Steigerungsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien blieb im August mit 0,8 % gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert (siehe Tabelle 3). Grund für diese stabile Entwicklung war im Wesentlichen ein moderater Anstieg der Zuwachsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten börsennotierten Aktien auf 0,2 %; auch die Wachstumsrate der Emission durch nichtmonetäre Finanzinstitute erhöhte sich geringfügig, und zwar von 2,5 % auf 2,6 %. Die jährliche Zuwachsrate der von MFIs begebenen börsennotierten Aktien lag im August unverändert bei 2,8 % (siehe Abbildung 8).

### 2.3 GELDMARKTSÄTZE

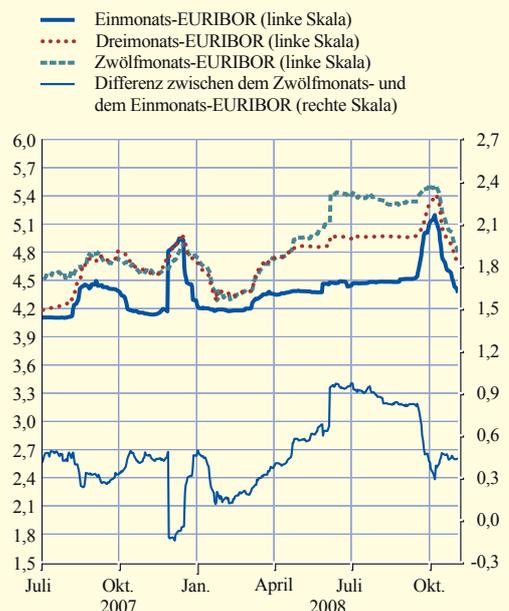
Die Zinssätze am besicherten Geldmarkt gaben im Einklang mit einer Abwärtskorrektur der Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Entwicklung der EZB-Leitzinsen im Oktober deutlich nach. Am unbesicherten Geldmarkt sanken die Zinssätze hingegen in geringerem Umfang. Infolgedessen vergrößerte sich der Abstand zwischen den unbesicherten und den besicherten Geldmarktsätzen angesichts der Verschärfung der Finanzmarkturbulenzen weiter. Änderungen am Rahmenwerk des Eurosystems zur Liquiditätssteuerung erleichterten im Oktober die Liquiditätsversorgung.

Die Zinssätze am unbesicherten Geldmarkt gaben zwischen dem 1. Oktober und dem 5. November 2008 deutlich nach. Die EURIBOR-Zinssätze für Einmonats-, Dreimonats-, Sechsmonats- und Zwölfmonatsgeld lagen am 5. November bei 4,37 %, 4,70 %, 4,75 % bzw. 4,81 % und damit 72, 59, 65 bzw. 70 Basispunkte unter ihrem Stand vom 1. Oktober (siehe Abbildung 9).

Im Großen und Ganzen war über alle Laufzeiten hinweg ein ähnlicher Rückgang zu beobachten, sodass der Abstand zwischen den EURIBOR-Zinssätzen für Zwölfmonats- und Einmonatsgeld am 5. November gegenüber dem Wert vom 1. Oktober weitgehend unverändert bei 44 Basispunkten lag (siehe Abbildung 9). Zugleich gaben die EONIA-Swapsätze im Verlauf des Monats beträchtlich nach, was im Einklang mit der Zinssenkung vom 8. Oktober steht und die Erwar-

Abbildung 9 Geldmarktsätze

(in % p. a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

tung der Marktteilnehmer widerspiegelt, dass die EZB ihre Leitzinsen weiter senken werde. Daraufhin vergrößerten sich die Abstände zwischen den unbesicherten EURIBOR-Sätzen und den aus dem EONIA-Swap-Index abgeleiteten Sätzen, da Erstere weniger stark fielen als die EONIA-Sätze. So erhöhte sich die Zinsdifferenz zwischen dem EURIBOR und dem EONIA-Swap-Index bei dreimonatiger Laufzeit von 118 Basispunkten am 1. Oktober auf 177 Basispunkte am 5. November.

Die aus den Preisen von Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakten mit Fälligkeit im Dezember 2008, März 2009 sowie Juni 2009 abgeleiteten Zinssätze lagen am 5. November bei 3,730 %, 3,225 % bzw. 2,955 %, was einem Rückgang von 122, 113 bzw. 113 Basispunkten im Vergleich zum 1. Oktober entspricht und teilweise die deutlich nach unten korrigierten Leitzinserwartungen widerspiegelt.

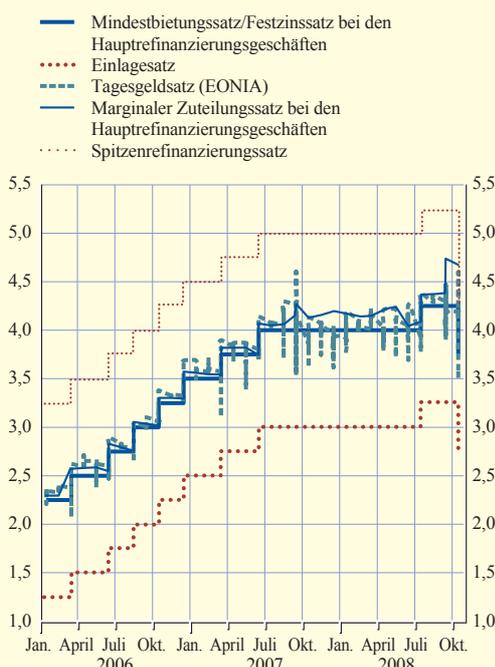
Am 2. Oktober beschloss der EZB-Rat, die Leitzinsen unverändert zu belassen, womit der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bei 4,25 % blieb. Am 8. Oktober senkte der EZB-Rat die Leitzinsen in einer mit anderen wichtigen Zentralbanken koordinierten Aktion um 50 Basispunkte. Außerdem wurden an diesem Tag Änderungen am Rahmenwerk des Eurosystems zur Liquiditätssteuerung vorgenommen, und es wurde bekannt gegeben, dass die folgenden Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Mengentender mit vollständiger Zuteilung zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte erfolgen sollten. Ferner wurde der Korridor für die ständigen Fazilitäten um den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit sofortiger Wirkung symmetrisch von 200 auf 100 Basispunkte verringert. Diese beiden Maßnahmen gelten so lange wie nötig, mindestens aber bis zum Ende der ersten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des kommenden Jahres am 20. Januar 2009. Darüber hinaus gab die EZB am 15. Oktober eine Ausweitung des Sicherheitenrahmens für die Kreditgeschäfte des Eurosystems bekannt und kündigte die Erweiterung der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte durch die Einführung drei- und sechsmonatiger langfristiger Refinanzierungsgeschäfte an, die bis März 2009 monatlich zu einem festen Zinssatz und mit vollständiger Zuteilung erfolgen sollen.

Zu Beginn der zehnten Erfüllungsperiode des Jahres (die am 12. November endete) erreichte der EONIA angesichts der in den ersten Oktobertagen zunehmenden Spannungen an den Geldmärkten ein Niveau von rund 4,5 % (siehe Abbildung 10). Bald darauf begann der EONIA im Einklang mit der Zinssenkung und aufgrund der Änderungen am Rahmenwerk zur Liquiditätssteuerung deutlich nachzugeben. Der Rückgang setzte sich über die gesamte Erfüllungsperiode hinweg fort, wobei er sich allerdings allmählich abschwächte. Am 5. November belief sich der EONIA auf 3,442 %.

Um die Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen auf die Euro-Tagesgeldsätze zu begrenzen und dem Bedürfnis der Geschäftspartner zu entsprechen, ihr Mindestreserve-Soll möglichst früh

Abbildung 10 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p. a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

während der Reserveperiode zu erfüllen, teilte die EZB bei ihren Hauptrefinanzierungsgeschäften erneut mehr Liquidität als den Benchmark-Betrag zu. Das Ziel war dabei nach wie vor, zum Ende der Erfüllungsperiode ausgewogene Liquiditätsbedingungen herzustellen. Bei den regelmäßigen wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems am 7., 14., 21. und 28. Oktober sowie am 4. November teilte die EZB 209,5 Mrd €, 357,4 Mrd €, 358,5 Mrd €, 309,6 Mrd € bzw. 243,4 Mrd € mehr als den jeweiligen Benchmark-Betrag zu. Darüber hinaus stellte das Eurosystem im Rahmen einer Feinsteuerungsoperation am 9. Oktober Liquidität in Höhe von 24,7 Mrd € zu einem festen Zinssatz von 3,75 % für die Dauer von einer Woche zur Verfügung.

Die Inanspruchnahme der Einlagefazilität folgte im Zeitraum vom 10. Oktober bis zum 5. November einem steilen Aufwärtstrend. Sie belief sich im Durchschnitt auf rund 224 Mrd € pro Tag, was eine deutliche Zunahme gegenüber dem Vormonat darstellt. Die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität belief sich weitgehend unverändert auf etwa 14 Mrd €. Daraus ergibt sich eine durchschnittliche Liquiditätsabschöpfung über die ständigen Fazilitäten von per saldo rund 210 Mrd € pro Tag. Diese Entwicklung steht mit der Bereitstellung umfangreicher Liquidität und dem engeren Korridor um den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte im Einklang.

Zudem stellte das Eurosystem auf der Grundlage seines wechselseitigen Währungsabkommens (Swap-Vereinbarungen) mit der Federal Reserve am 7., 8., 9., 14. und 15. Oktober in Geschäften mit eintägiger Laufzeit, am 15., 22. und 29. Oktober sowie am 5. November in Geschäften mit sieben-tägiger Laufzeit, am 21. Oktober in einem Geschäft mit 28-tägiger Laufzeit und am 4. November in einem Geschäft mit dreimonatiger Laufzeit weiterhin US-Dollar gegen im Eurosystem notenbank-fähige Sicherheiten zur Verfügung. Die EZB ermöglichte den Geschäftspartnern des Eurosystems darüber hinaus auch die Refinanzierung in US-Dollar und Schweizer Franken über Devisenswapge-schäfte. Dabei stellte die EZB am 22. und 29. Oktober sowie am 5. November für eine Woche 3,8 Mrd USD, 14,5 Mrd USD bzw. 0,96 Mrd USD, am 21. Oktober für einen Monat 22,6 Mrd USD und am 4. November für drei Monate 0,65 Mrd USD zur Verfügung. Außerdem stellte die EZB am 20. und 27. Oktober sowie am 3. November für eine Woche 15,3 Mrd CHF, 13,6 Mrd CHF bzw. 15,1 Mrd CHF und am 5. November für drei Monate 0,9 Mrd CHF zur Verfügung.

Bei dem zusätzlichen längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems, das am 8. Oktober mit einem festen Zuteilungsvolumen von 50 Mrd € und sechsmonatiger Laufzeit abgewickelt wurde, betragen der marginale Zuteilungssatz und der gewichtete Durchschnittssatz 5,36 % bzw. 5,57 %. Bei dem längerfristigen Refinanzierungsgeschäft, das am 29. Oktober mit vollständiger Zuteilung zu einem festen Zinssatz von 3,75 % und einer Laufzeit von drei Monaten abgewickelt wurde, belief sich der Zuteilungsbetrag auf 103 Mrd €.

## 2.4 ANLEIHEMÄRKTE

*Die Renditen langfristiger Staatsanleihen waren im Oktober hochgradig volatil. Insgesamt waren sie im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten im Betrachtungszeitraum rückläufig, während sie in Japan weitgehend unverändert blieben. Diese Entwicklung dürfte damit zusammenhängen, dass es als Reaktion auf die verschärften Finanzmarktspannungen im vergangenen Monat zu einer Flucht in sichere und liquide Anlagen kam. Vor diesem Hintergrund erhöhte sich die implizite Volatilität an allen bedeutenden Anleihemärkten erheblich. Wie sich an den Breakeven-Inflationsraten ablesen lässt, gingen die lang- und mittelfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer für das Euro-Währungsgebiet (und die damit verbundenen Risikoprämien) aufgrund der*

fallenden Ölpreise und zunehmender Bedenken hinsichtlich der globalen Konjunkturaussichten deutlich zurück. Außerdem bewirkten die Verwerfungen an den Märkten für inflationsindexierte Anleihen einen kräftigen Anstieg der Realrenditen, der ebenfalls zum Rückgang der Breakeven-Inflationsraten beitrug. Die Renditeabstände der Unternehmensanleihen im Euroraum weiteten sich angesichts der anhaltenden Spannungen an den Finanzmärkten deutlich aus.

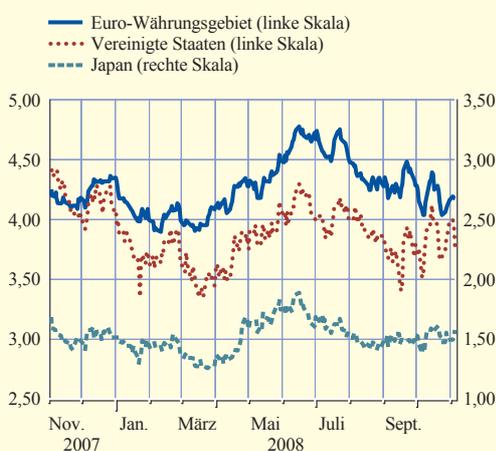
Von Ende September bis zum 5. November verringerten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet um rund 10 Basispunkte und in den Vereinigten Staaten um etwa 5 Basispunkte. Am 5. November betrugen sie 4,2 % bzw. 3,8 %. Dementsprechend verkleinerte sich auch der Abstand zwischen den Nominalzinsen zehnjähriger Staatsanleihen in den USA und im Euroraum, und zwar auf rund -40 Basispunkte am 5. November. In Japan blieb die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen unverändert und belief sich am Ende des Berichtszeitraums auf 1,5 %. Vor dem Hintergrund der zunehmenden Spannungen an den weltweiten Finanzmärkten verstärkte sich die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der kurzfristigen Entwicklung der Anleiherenditen – gemessen an der impliziten Volatilität am Anleihemarkt – an den wichtigsten Märkten erheblich.

Sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum wiesen die Staatsanleiherenditen im Oktober einen volatilen Verlauf auf, wobei erhebliche tägliche Ausschläge nach oben wie auch nach unten zu verzeichnen waren. Ursächlich hierfür war die wachsende Unruhe, die aufgrund der anhaltenden Befürchtungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Ertragskraft der Finanzinstitute, der allgemeinen Stabilität des Finanzsystems und der Aussichten für die Weltkonjunktur die Finanzmärkte beherrschte. Dabei könnten die Renditen aufgrund einer Flucht in sichere und liquide Anlageformen zurückgegangen sein, bei der die Anleger in der Regel verstärkt Staatsanleihen erwerben, was die Preise in die Höhe treibt und die Renditen schmälert. Allerdings könnten die Marktteilnehmer ihre Erwartungen bezüglich des künftigen staatlichen Finanzierungsbedarfs angesichts der potenziellen Kosten des Rettungsplans der US-Regierung (Troubled Asset Relief Program - TARP) sowie der zahlreichen Hilfspakete, die von den Regierungen europäischer Staaten vorgeschlagen wurden, nach oben revidiert haben. Dies könnte das erwartete Angebot an Staatsanleihen drastisch in die Höhe getrieben haben. Ein solcher Aufwärtsschock hätte niedrigere Anleihekurse und höhere langfristige Anleiherenditen zur Folge und würde somit der Flucht in sichere und liquide Anlagen und damit dem Renditerückgang teilweise entgegenwirken. Kasten 2 geht kurz auf die jüngste Ausweitung der Staatsanleiherenditen ein.

Die Renditen langfristiger inflationsindexierter Staatsanleihen im Euroraum stiegen im Oktober kräftig an. Wenn man bedenkt, wie die realwirtschaftlichen Wachstumsaussichten derzeit von den Marktteilnehmern eingeschätzt werden, erscheint diese Entwicklung auf den ersten Blick recht unplausibel. Die realen fünf- und zehnjährigen Kassazinsen stiegen im Oktober um 80 bzw. 68 Basispunkte an (siehe Abbildung 12). Per saldo bewirkten die niedrigeren nominalen Anleiherenditen und die steigenden Realrenditen einen kräftigen Rückgang der Breakeven-Inflationsraten. Die sinkenden Ölpreise und die Ein-

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.

## DIE JÜNGSTE AUSWEITUNG DER RENDITEABSTÄNDE VON STAATSANLEIHEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Im vorliegenden Kasten werden die aktuelle Entwicklung der Renditeabstände von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet und die potenzielle Rolle, die dabei dem Kredit- und Liquiditätsrisiko zukommt, betrachtet. Außerdem wird die Entwicklung der Renditedifferenzen im Zusammenhang mit der Haushaltslage und den Aussichten für die öffentlichen Finanzen in den betreffenden Ländern untersucht, wobei die vor Kurzem erfolgten staatlichen Interventionen zur Gewährleistung eines ordnungsgemäßen Funktionierens der Finanzmärkte berücksichtigt werden. Die Analyse verdeutlicht, wie die Investoren zwischen den einzelnen Ländern differenzierten und eine Flucht in sichere Anlagen vollzogen haben.

In den vergangenen Monaten haben sich die Renditeabstände zwischen deutschen Staatsanleihen und entsprechenden Papieren anderer Länder des Eurogebiets weiter deutlich vergrößert. Nach dem im Frühjahr dieses Jahres beobachteten kräftigen Anstieg<sup>1</sup> erreichten sie im Oktober vor dem Hintergrund der gravierenden Turbulenzen an den globalen Geld-, Kredit- und Aktienmärkten neue Rekordstände (siehe Abbildung A)<sup>2</sup>. Nachdem zahlreiche Regierungen Maßnahmenbündel zur Verringerung der Spannungen an den Geld- und Kreditmärkten angekündigt hatten, gingen die Renditeabstände gegenüber Deutschland zunächst recht stark zurück (zwischen zehnjährigen italienischen und deutschen Staatsanleihen beispielsweise um 15 bis 20 Basispunkte), da die Investoren zeitweilig wieder Vertrauen fassten. Diese Veränderung war jedoch von kurzer Dauer. Nach den Interventionen von Regierungsseite begannen sich die Renditedifferenzen dem Trend entsprechend erneut auszuweiten. Gleichzeitig wechselte in einigen Fällen der Fokus der Risikowahrnehmung vom Banken- auf den Staatssektor, was sich in der Entwicklung der Prämie für Kreditausfallswaps (CDS-Prämie) widerspiegelte, einer Messgröße für das Ausfallrisiko von Staatsanleihen (siehe Abbildung B).

Einige der am stärksten betroffenen Banken verzeichneten nach den Ankündigungen verschiedener Regierungen bis zu einem gewissen Grad einen Rückgang ihrer CDS-Prämien, während es bei den Staatsanleihen zu einem Anstieg der Prämien kam. Sogar in Deutschland erhöhten sich nach der Bekanntgabe des staatlichen Rettungspakets die CDS-Prämien für Staatsanleihen, während sie für Banken fielen. Insgesamt stieg vor dem Hintergrund einer zunehmend differenzierten Beurteilung der Euro-Länder sowohl das Niveau der Renditen von Staatsanleihen als auch das der CDS-Prämien gegenüber Deutschland.

### Kreditrisiko und Liquiditätsrisiko als Erklärungsfaktoren

Die erneute Ausweitung der Renditedifferenzen von Staatsanleihen lässt sich mit der unterschiedlichen Bonität der Emittenten (Kreditrisikoprämie) und der relativen Liquidität der jeweiligen Papiere (je niedriger die Liquiditätsprämie, desto leichter kann eine Anleihe allgemein gehandelt werden) erklären.

1 Siehe EZB, Jüngste Entwicklung der Renditeabstände von Staatsanleihen, Kasten 3, Monatsbericht Mai 2008.

2 Die Abbildungen beziehen sich auf die fünf größten Länder des Euroraums (Frankreich, Deutschland, Italien, die Niederlande und Spanien) sowie auf die Länder mit einer hohen Staatsverschuldung (Belgien, Griechenland und Italien).

Abbildung A Renditeabstand zehnjähriger Staatsanleihen gegenüber Deutschland

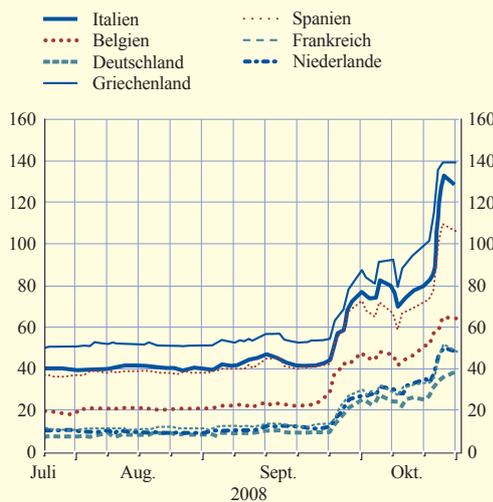
(in Basispunkten)



Quelle: Bloomberg.

Abbildung B CDS-Prämien mit fünfjähriger Laufzeit für die einzelnen Länder

(in Basispunkten)



Quelle: Bloomberg.

Bei einer näheren Betrachtung dieser beiden Faktoren zeigt sich erstens, dass die jüngste Neubewertung der sich aus den Staatsanleihen der Euro-Länder ergebenden Risiken mit der deutlichen Zunahme der Risikoaversion an den globalen Finanzmärkten in den vergangenen Wochen und Monaten im Einklang steht. So haben sich die Zinsaufschläge bei allen Kategorien risikoreicher Finanzaktiva, die bereits seit dem Einsetzen der Subprime-Krise angestiegen waren, in den letzten Wochen weiter erhöht, insbesondere nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September. Alle Länder des Euro-Währungsgebiets verzeichneten einen Anstieg ihrer Kreditrisikoprämien, was sich an der Entwicklung der CDS-Prämien ablesen lässt (siehe Abbildung B).

Zweitens ist festzustellen, dass sich seit dem Beginn der Turbulenzen im August 2007 die Liquidität am Sekundärmarkt für Staatsanleihen des Eurogebiets vorwiegend auf den Markt für Terminkontrakte auf deutsche Bundesanleihen (die an der Eurex gehandelt werden) konzentriert hat. Dies hat sich positiv auf die Entwicklung der deutschen Schuldtitel im Verhältnis zu jenen anderer Euro-Länder ausgewirkt, besonders an den jeweiligen Höhepunkten der Unruhen. Dies könnte eine Erklärung sein für das bessere Abschneiden Deutschlands im Vergleich zu anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets, denen ähnliche oder sogar bessere Aussichten für die öffentlichen Finanzen zugeschrieben werden.

Das in der ersten Märzhälfte zu beobachtende Versiegen der Liquidität am Staatsanleihemarkt des Euroraums wiederholte sich in noch gravierenderer Form Anfang Oktober. Marktteilnehmer berichteten, dass an mehreren Tagen die Marktpflegetätigkeit für alle Staatsanleihen des Eurogebiets – mit Ausnahme einiger deutscher Papiere – de facto zum Stillstand gekommen war. Transaktionen konnten nur durch das Zusammenführen von Aufträgen ausgeführt werden, bei dem ein Händler für Staatsanleihen versucht, Käufer und Verkäufer unter seinen Kunden einander zuzuordnen, ohne selbst eine Position zu halten.

Wie schon bei der Ausweitung der Renditedifferenzen im Frühjahr dieses Jahres dürften sowohl die Kreditrisikoprämie als auch der Liquiditätsaufschlag dazu beigetragen haben, dass sich die Renditeabstände von Staatsanleihen der anderen Euro-Länder gegenüber deutschen Bundesanleihen weiter vergrößert haben. Allerdings ist schwer abzuschätzen, welcher der beiden Faktoren die stärksten Auswirkungen hatte.

Die Tatsache, dass die Renditeabstände von Staatsanleihen nach der Ankündigung der Regierungen und Zentralbanken, eine Reihe von Maßnahmen zur Verringerung der Spannungen an den Geld- und Kreditmärkten zu ergreifen, zunächst stark abnahmen, legt den Schluss nahe, dass Faktoren im Zusammenhang mit der Liquiditätsprämie hier in den letzten Wochen eine recht große Rolle spielten.

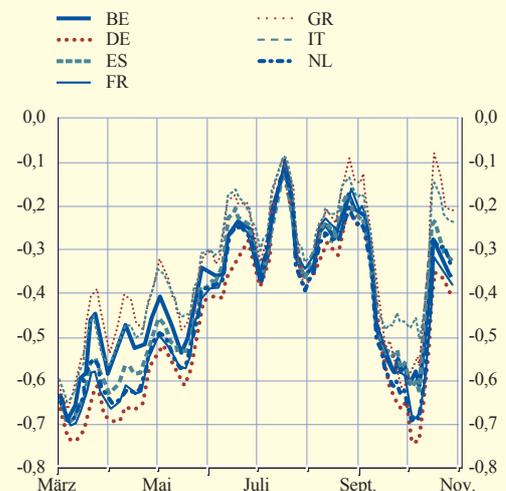
### Größere Renditeabstände als Ausdruck eines differenzierten Anlegerverhaltens bei der Flucht in sichere Anlagen

Wie bereits im Monatsbericht vom Mai 2008 dargelegt, war die Korrelation zwischen den Renditen von Staatsanleihen des Eurogebiets und den Renditen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index ab dem Jahresbeginn 2008 stark negativ, was eindeutig auf eine Flucht der Anleger in sichere Anlageformen hinweist. Darüber hinaus wurde die – anders als noch zu Jahresbeginn – im März und April zu verzeichnende Auffächerung der Korrelationsmessgrößen als ein Ausdruck eines stärker differenzierenden Anlegerverhaltens bei der Wahl der Anlageformen, die die gewünschte Bonität bieten könnten, gedeutet.

Von Mai bis August folgten die Korrelationsmessgrößen vor dem Hintergrund zögerlicher Anzeichen einer Entspannung an den Finanzmärkten einem Aufwärtstrend, was auf eine allmähliche Umkehr der Flucht in sichere Anlageformen schließen ließ. Gleichzeitig ging auch der Differenzierungsgrad des Anlegerverhaltens zurück. Als jedoch im September die Finanzkrise dahingehend einen Höhepunkt erreichte, dass mehrere Banken abgewickelt oder umstrukturiert wurden, nahmen die Anleger ihre Flucht in die Qualität wieder auf. Dementsprechend wiesen die Korrelationsmessgrößen erneut einen starken Rückgang auf. Wie zuvor schienen auch dieses Mal Staatsanleihen aus Deutschland (sowie den Niederlanden) das Anlageinstrument der Wahl zu sein, während italienische Staatsanleihen von der Flucht in sichere Anlageformen am wenigsten tangiert waren (siehe Abbildung C). Unmittelbar nach der Ankündigung von Rettungspaketen Anfang Oktober war wieder eine jähe Umkehr der aus Sicherheitserwägungen vorgenommenen Portfolioumschichtungen zu verzeichnen. Gleichwohl blieb die Streuung zwischen den Emissionsländern bestehen. Während italienische und griechische Anleiherenditen gegenwärtig eine

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

(Fünftagesdurchschnitte, 1. März 2008 bis 27. Oktober 2008)



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

recht schwache Korrelation zum Aktienmarkt aufweisen, fällt diese bei den Anleiherenditen Deutschlands (und bis zu einem gewissen Grad auch in Bezug auf die anderen hier betrachteten Länder) sehr viel stärker aus.

### Die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen

Die Ausweitung der Renditeabstände von Staatsanleihen spiegelt auch länderspezifische Risikofaktoren – insbesondere die Tragfähigkeit der Haushaltspositionen – wider. Die aktuell verfügbaren Angaben (Herbstprognose 2008 der Europäischen Kommission) zu den hier betrachteten Ländern weisen für Frankreich, Italien, Portugal und Griechenland im Jahr 2008 auf ein Haushaltsdefizit von mindestens 2 % des BIP hin, womit sich in den beiden erstgenannten Staaten die zuvor erzielten Konsolidierungsergebnisse ins Gegenteil verkehren. Für 2009 prognostiziert die Kommission für Frankreich ein Haushaltsdefizit von mehr als 3 % des BIP, während in den Ländern mit hohen Defiziten die Haushaltskonsolidierung nur in geringem Umfang erfolgten beziehungsweise gänzlich ausbleiben werden. Italien, Griechenland und Belgien werden weiterhin hohe Schuldenstände aufweisen.

Hinzu kommt, dass die öffentlichen Finanzen aufgrund der Kosten, die das direkte Eingreifen des Staates zur Unterstützung von Finanzinstituten verursacht, wohl zusätzlich belastet werden. Je nach der konkreten Ausgestaltung dieser staatlichen Interventionen (Verstaatlichung, Kapital-spritzen) und ihrer Finanzierung könnten die öffentlichen Ausgaben, Defizite und Schuldenstände steigen, woraus sich über die höhere Zinslast möglicherweise Zweitrundeneffekte ergäben.<sup>3</sup> Darüber hinaus sind viele Regierungen umfangreiche Eventualverbindlichkeiten in Form von Einlage- und Kreditgarantien eingegangen. Eine etwaige mehrjährige Wachstumsverlangsamung des realen BIP würde die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zusätzlich belasten.

Die Aussicht nachlassender Bemühungen um eine Haushaltskonsolidierung signalisieren den Kapitalmärkten im Zusammenspiel mit den schwächeren Wachstumsausblicken, dass möglicherweise zusätzliche staatliche Mittelaufnahmen über die Emission von Staatsanleihen notwendig werden, wodurch vor allem bei Ländern mit Haushaltsungleichgewichten aufgrund einer höheren Kreditrisikoprämie die Langfristzinsen unter Aufwärtsdruck geraten. Andererseits haben die Anleger bei erhöhter Risikoaversion die Nachfrage nach staatlichen Schuldtiteln gegenüber risikoreichen Vermögenswerten wie etwa Aktien relativ ausgeweitet. Dies spiegelt sich in den genannten Messgrößen für die Flucht in sichere Anlageformen sowie in den Schätzungen nominaler Laufzeitprämien, wie sie in langfristigen Anleihen enthalten sind, wider; Letztere sind derzeit sehr niedrig. Schließlich wird der für die Finanzierung der Hilfspakete voraussichtlich erforderliche Mehrbetrag an Staatsverschuldung dazu führen, dass das Angebot an Staatsanleihen zunimmt, wodurch ceteris paribus die Anleihekurse tendenziell sinken und die Renditen steigen werden.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sich die Renditeabstände zwischen deutschen Staatsanleihen und entsprechenden Anleihen anderer Länder des Eurogebiets in den letzten Monaten weiter ausgeweitet haben. Darüber hinaus sind auch die CDS-Prämien zur Absicherung des Ausfallrisikos bei Staatsanleihen deutlich gestiegen. Ähnlich wie bereits im Frühjahr 2008 haben sowohl die Kreditrisikoprämie als auch die Liquiditätsprämie dazu beigetragen, dass sich in

<sup>3</sup> Die fiskalischen Kosten der gegenwärtigen Finanzmarkturbulenzen lassen sich nur mit größter Schwierigkeit beziffern. Anfang November 2008 wird der potenzielle unmittelbare Effekt der angekündigten staatlichen Hilfsmaßnahmen auf die öffentliche Verschuldung im Euroraum auf 288,6 Mrd € (rund 3 % des BIP im Eurogebiet) geschätzt; beim euroraumweiten Defizit schlagen die ergriffenen Maßnahmen schätzungsweise mit 2,5 Mrd € (rund 0,03 % des BIP im Eurogebiet) und bei den staatlichen Eventualverbindlichkeiten voraussichtlich mit 2 Billionen € (bzw. 21 % des BIP im Euroraum) zu Buche.

## Finanzierungssaldo und Verschuldung der öffentlichen Haushalte

(in % des BIP)

	Finanzierungssaldo			Verschuldung		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Belgien	-0,3	-0,5	-1,4	83,9	86,5	86,1
Deutschland	-0,2	0,0	-0,2	65,1	64,3	63,2
Irland	0,2	-5,5	-6,8	24,8	31,6	39,2
Griechenland	-3,5	-2,5	-2,2	94,8	93,4	92,2
Spanien	2,2	-1,6	-2,9	36,2	37,5	41,1
Frankreich	-2,7	-3,0	-3,5	63,9	65,4	67,7
Italien	-1,6	-2,5	-2,6	104,1	104,1	104,3
Zypern	3,5	1,0	0,7	59,5	48,2	44,7
Luxemburg	3,2	2,7	1,3	7,0	14,1	14,6
Malta	-1,8	-3,8	-2,7	62,2	63,1	63,2
Niederlande	0,3	1,2	0,5	45,7	48,2	47,0
Österreich	-0,4	-0,6	-1,2	59,5	57,4	57,1
Portugal	-2,6	-2,2	-2,8	63,6	64,3	65,2
Slowenien	0,5	-0,2	-0,7	23,4	21,8	21,1
Finnland	5,3	5,1	3,6	35,1	31,6	30,2
Euro-Währungsgebiet	-0,6	-1,3	-1,8	66,1	66,6	67,2
Euro-Währungsgebiet*	-0,6	-1,0	-1,1	66,4	65,2	64,3

Quelle: Herbstprognose 2008 der Europäischen Kommission.

\* Frühjahrsprognose 2008 der Europäischen Kommission.

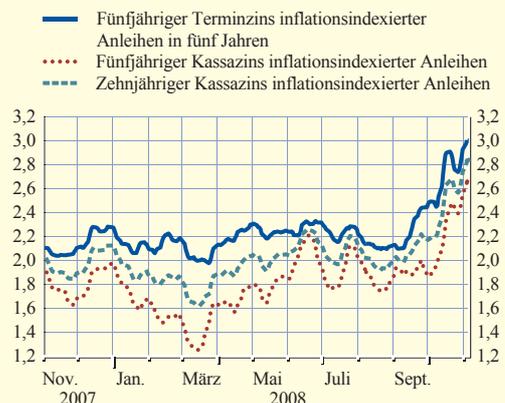
jüngster Zeit die Renditeabstände zwischen den Anleihen mehrerer Staaten und deutschen Staatsanleihen weiter vergrößert haben. Im Gefolge der im Oktober ergriffenen staatlichen Hilfsmaßnahmen für Finanzinstitute wurden die von Sicherheitserwägungen angestoßenen Portfolioumschichtungen vorübergehend rückgängig gemacht, wenngleich die Anleger bis zu einem gewissen Grad weiterhin zwischen den Emissionsländern differenzierten. Ferner haben sich die Risiken für die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen im Zuge der Wahrnehmung gesteigerter länderspezifischer Risiken hinsichtlich der Aussichten für die Staatsfinanzen und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung insgesamt deutlich erhöht.

trübung der realwirtschaftlichen Perspektiven haben zwar zur Dämpfung der Inflationserwartungen beigetragen. Das Gesamtbild wurde jedoch durch technische Faktoren an den Märkten für inflationsindexierte Anleihen verwischt, sodass sich schwer einschätzen lässt, wie sehr die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer tatsächlich zurückgegangen sind. In Kasten 3 werden die Ursachen dieser Entwicklungen sowie ihre Implikationen für die Breakeven-Inflationsrate untersucht.

Die impliziten Termin-Breakeven-Inflationsraten im Eurogebiet, die im Normalfall ein recht zuverlässiger Indikator für die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer und die betreffenden Risikoprämien sind, sanken im Oktober um 25 Basispunkte. Am Ende des

Abbildung 12 Renditen inflationsindexierter Nullkuponanleihen im Euro-Währungsgebiet

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



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

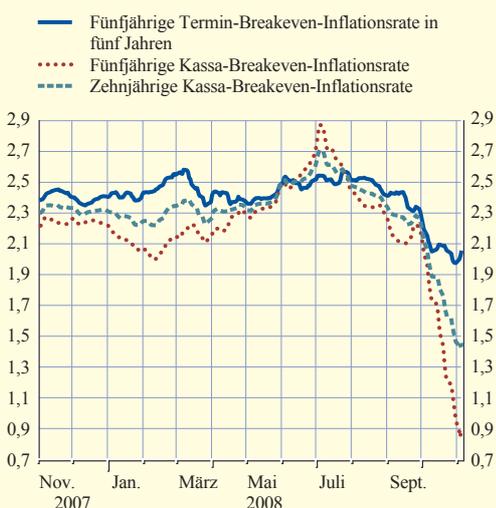
Berichtszeitraums lag die fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren bei 2,06 %. Bei den Kassazinsen war der Rückgang noch stärker ausgeprägt. Die fünfjährigen und zehnjährigen Kassa-Breakeven-Inflationsraten gaben im Berichtszeitraum um 135 bzw. 80 Basispunkte nach. Der Ölpreistrückgang und die Befürchtung, dass sich die Turbulenzen an den Finanzmärkten in der Realwirtschaft niederschlagen würden, trugen zum Rückgang der Inflationserwartungen bei. Allerdings spiegeln sich in den Breakeven-Inflationsraten, wie bereits erwähnt, teilweise auch technische Faktoren wider, die Verwerfungen an den Märkten für inflationsindexierte Anleihen verursachen.

Von Ende September bis Anfang November verschob sich die implizite nominale Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Eurogebiet im Zweijahresbereich deutlich nach unten. Am langen Ende blieben die Zinssätze weitgehend unverändert (siehe Abbildung 14).

Im Oktober weiteten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet in allen Ratingkategorien mit Ausnahme von Unternehmensanleihen mit AAA-Rating erneut aus. Die Renditedifferenzen von Unternehmensanleihen der Ratingkategorie BBB und von hochverzinslichen Unternehmensanleihen vergrößerten sich im vergangenen Monat um rund 164 bzw. 602 Basispunkte. Ein Vergleich des finanziellen mit dem nichtfinanziellen Sektor zeigt, dass die Abstände bei Unternehmensanleihen mit BBB-Rating im Berichtszeitraum um etwa 270 bzw. 162 Basispunkte anstiegen. Diese Entwicklung spiegelt die Unsicherheit der Marktteilnehmer angesichts der Situation im Finanzsektor sowie die zunehmenden Auswirkungen der Finanzmarktunruhen auf die gesamtwirtschaftlichen Aussichten wider. Hinter den insgesamt rückläufigen Renditeabständen

Abbildung 13 Nullkupon-Breakeven-Inflationsraten im Euro-Währungsgebiet

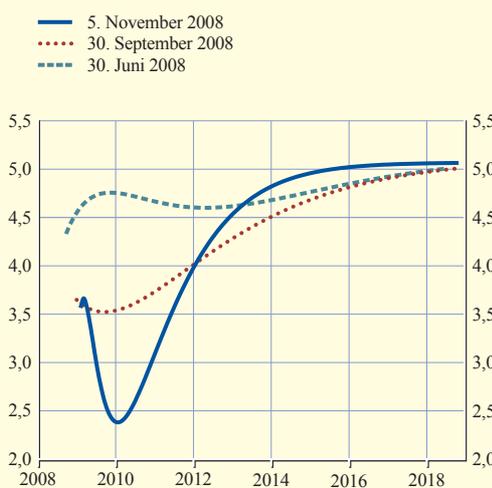
(in % p. a.; gleitender Fünftagesdurchschnitt der Tageswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

Abbildung 14 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p. a.; Tageswerte)



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

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

von Unternehmensanleihen mit AAA-Rating verbirgt sich ein merklicher Anstieg um 32 Basispunkte bei den Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, während die Renditedifferenz bei den Finanzunternehmen um 12 Basispunkte zurückging. Dieser Rückgang folgte auf den Beschluss einer Reihe staatlicher Rettungspläne für den Finanzsektor im Berichtszeitraum.

### Kasten 3

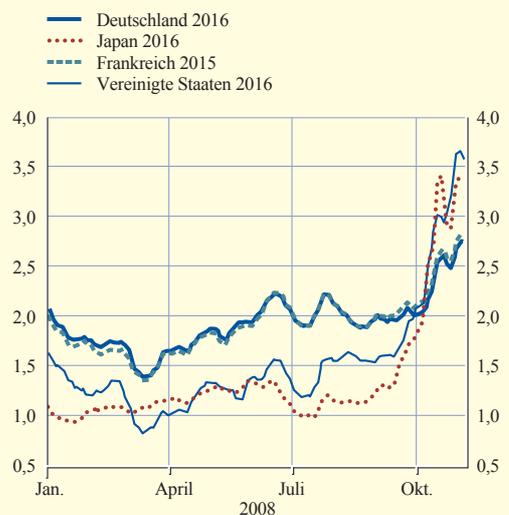
#### JÜNGSTER ANSTIEG DER REALEN RENDITEN UND AUSWIRKUNGEN AUF DIE ANALYSE DER INFLATIONSERWARTUNGEN

Von Mitte September bis Ende Oktober sind die realen Renditen inflationsindexierter Anleihen an den wichtigen Märkten drastisch gestiegen (siehe Abbildung A). Die stärksten Renditesteigerungen wurden für US-amerikanische und japanische inflationsindexierte Papiere verzeichnet, obschon die Renditen für Anleihen, die an den HVPI des Euro-Währungsgebiets (ohne Tabakwaren) gekoppelt sind, ebenfalls deutlich zulegten. Unter normalen Marktbedingungen spiegeln Veränderungen der realen Renditen unter anderem Korrekturen der längerfristigen realwirtschaftlichen Einschätzungen der Anleger wider. Eine derartige Interpretation der aktuellen Entwicklung würde jedoch zu dem unplausiblen Schluss führen, dass die Investoren die wirtschaftlichen Aussichten mittlerweile optimistischer beurteilen. Diese Einschätzung stünde im deutlichen Widerspruch zu den meisten anderen zeitnahen Indikatoren der globalen Konjunkturaussichten. Der vorliegende Kasten enthält eine alternative Interpretation, wobei der aktuelle Anstieg der realen Anleiherenditen weltweit mit den derzeitigen turbulenten Marktbedingungen in Verbindung gesetzt wird, die geprägt sind vom Bemühen der Anleger, Risiko und Fremdfinanzierung zu verringern, sowie von einer starken Präferenz für die liquidesten Anlageformen. Auch die Auswirkungen derartiger „Verzerrungen“ der Renditen indexierter Anleihen auf die Break-even-Inflationsraten, die anleihemarktbasierten Messgrößen der Inflationserwartungen und die betreffenden Inflationsrisikoprämien werden beleuchtet.

Die jüngste Aufwärtsbewegung der realen Renditen scheint damit zusammenzuhängen, dass Käufer kürzerfristiger Papiere ihre gehebelten Positionen vor dem Hintergrund der sich verschärfenden Finanzmarktkrise weiter abbauen. Aus Marktkreisen verlautet, dass sich einige Investoren mit gehebelten Positionen an inflationsindexierten Anleihen kürzlich gezwungen sahen, ihre Positionen angesichts von Nachschussforderungen und gestiegenen Finanzierungskosten aufzulösen. Die Marktteilnehmer gehen allgemein davon aus, dass es im Verlauf des kommenden Jahres zu einem merklichen Inflationsrückgang kommen wird; vor diesem Hintergrund reichte die Nachfrage längerfristig orientierter Anleger, wie beispielsweise Pensi-

Abbildung A Reale Renditen inflationsindexierter Anleihen

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



Quellen: Bloomberg, EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Renditen für US-amerikanische und japanische Anleihen wurden auf Jahresrate hochgerechnet. 2015 und 2016 beziehen sich auf das Jahr der Fälligkeit der Anleihen.

onsfonds, nicht aus, um den Verkaufsdruck ohne einen deutlichen Rückgang der inflationsindexierten Anleihekurse zu absorbieren.

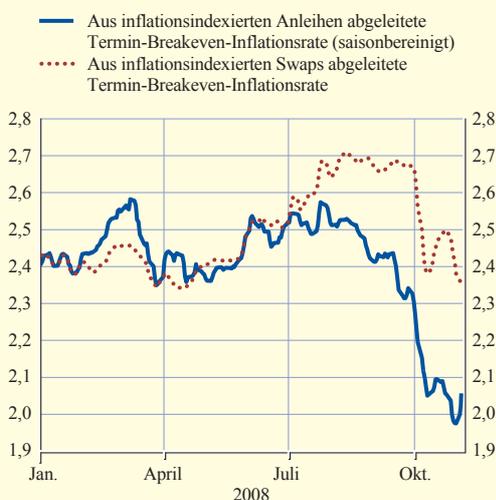
Eine weiterer möglicher Grund für den Rückgang der inflationsindexierten Anleihekurse ist die vergleichsweise geringere Marktliquidität dieser Finanzinstrumente. Selbst unter normalen Marktbedingungen sind inflationsindexierte Anleihen etwas weniger liquide als ihre nominalen Gegenstücke; dieser Liquiditätsnachteil wird in Zeiten von Finanzmarktspannungen jedoch tendenziell noch verstärkt. Dadurch verlieren inflationsindexierte Anleihen für Investoren, die sich kurzfristig vor den Schwankungen risikoreicherer Anlageformen schützen wollen, merklich an Attraktivität. Die derzeit außergewöhnlich starke Neigung der Anleger zum Erwerb der liquidesten Anlageformen wird dadurch belegt, dass sich der Abstand zwischen der Rendite für kürzlich begebene zehnjährige US-Staatsanleihen und einer „Off-the-Run“-Renditekurve, die anhand weniger liquider, bereits länger am Markt eingeführter US-Staatsanleihen geschätzt wird, drastisch vergrößert hat. Diese Renditedifferenz ist eine übliche Messgröße für Liquiditätsprämien.

Lässt man technische Marktfaktoren außer Acht, so könnten die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich eines steigenden öffentlichen Finanzierungsbedarfs im Zuge der angekündigten Rettungspakete für den Finanzsektor im Prinzip zu einem gewissen Aufwärtsdruck auf die längerfristigen Zinsen an den wichtigen Märkten geführt haben (siehe Kasten 2). Allerdings stiegen die realen Renditen steiler an als die entsprechenden nominalen Renditen, und diese starke Zunahme erfolgte zeitgleich mit einer sprunghaften Erhöhung der Liquiditätsprämien. Daraus geht hervor, dass die erwartete Ausweitung des Angebots an Staatsanleihen für die aktuelle Renditespitze der globalen inflationsindexierten Anleihen nur von untergeordneter Bedeutung war. Es sollte jedoch beachtet werden, dass sowohl die nominalen als auch die realen Renditen von Staatsanleihen dem Abwärtsdruck, der sich aus Umschichtungen in die sichersten und liquidesten Staatsanleihen ergab, standgehalten haben.

Breakeven-Inflationsraten werden durch Subtraktion der realen Rendite einer inflationsindexierten Anleihe von der Rendite einer herkömmlichen nominalen Anleihe mit vergleichbarer Laufzeit ermittelt. Daher ergibt sich aus dem scheinbar verzerrten Niveau der realen Rendite als wichtige Konsequenz, dass die Kassa-Breakeven-Inflationsraten jetzt wahrscheinlich niedriger sind als die eigentliche Kompensation, die Anleger als Ausgleich für die erwartete Inflationsrate und das mit dem Halten einer nominalen Anleihe verbundene Risiko eines allgemeinen Kaufkraftverlustes verlangen. Demzufolge sollte der jüngste Rückgang der anleihenmarktbasieren Breakeven-Inflationsraten nicht zur Gänze den sinkenden Inflationserwartungen (und Inflationsrisikoprämien) zugeschrieben werden, obwohl die Daten zu inflationsindexierten Swaps (siehe Abbildung B) durchaus in gewissem Maße auch auf einen tatsächlichen Rückgang der langfristigen Inflationserwartungen hindeuten.

**Abbildung B Fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsraten in fünf Jahren, abgeleitet aus inflationsindexierten Anleihen und Swaps**

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



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben basieren auf Nullkuponzinsen.

## 2.5 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

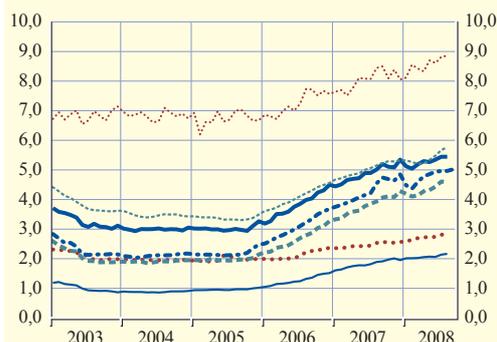
Im August 2008 erhöhten sich die kurz- und langfristigen MFI-Zinssätze für Kredite an private Haushalte im Neugeschäft deutlich, während die entsprechenden Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nahezu unverändert blieben. Die kurzfristigen Marktzinsen blieben unterdessen weitgehend stabil, während die entsprechenden langfristigen Zinsen erheblich zurückgingen.

Im August 2008 erhöhten sich die kurzfristigen MFI-Zinssätze für Kredite an private Haushalte im Neugeschäft deutlich, die entsprechenden Sätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften veränderten sich hingegen kaum (siehe Tabelle 4 und Abbildung 15). Diese im August 2008 beobachtete Stabilität der kurzfristigen Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ist höchstwahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass die Zinssätze am unbesicherten Geldmarkt in den vorangegangenen Monaten weitgehend unverändert geblieben waren. Im Bereich der kurzfristigen Einlagen (d. h. der Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu einem Jahr) verharteten die Zinsen im betrachteten Zeitraum sowohl bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften als auch bei den privaten Haushalten im Allgemeinen auf dem gleichen Niveau wie im Vormonat. Die Zinssätze für an private Haushalte neu vergebene kurzfristige Konsumentenkredite mit variabler Verzinsung oder einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr stiegen im August leicht um 4 Basispunkte an, während sie sich bei den entsprechenden Wohnungsbaukrediten etwas stärker, und zwar um 10 Basispunkte, erhöhten. Unterdessen blieben die MFI-Kurzfristzinsen im Neugeschäft für Kredite

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

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

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



Quelle: EZB.

**Abbildung 16 Langfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Kapitalmarktsatz**

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

- 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
- Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren
- ..... Rendite fünfjähriger Staatsanleihen



Quelle: EZB.

**Tabelle 4 Zinssätze der MFIs im Neugeschäft**

(in % p. a.; in Basispunkten)

							Veränderung in Basispunkten bis Aug. 2008 <sup>1)</sup>		
	2007 Q3	2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2	2008 Juli	2008 Aug.	2008 Jan.	2008 April	2008 Juli
<b>Einlagenzinsen der MFIs</b>									
Einlagen privater Haushalte									
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr	4,07	4,28	4,14	4,43	4,61	4,59	40	31	-2
Mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	2,92	3,18	3,08	3,28	3,37	3,45	2	31	8
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	2,58	2,57	2,69	2,74	2,81	2,87	30	15	6
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	3,50	3,68	3,78	3,88	3,94	3,98	23	17	4
Täglich fällige Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften									
Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	1,91	1,95	2,03	2,06	2,14	2,17	16	12	3
Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften									
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr	4,14	4,26	4,20	4,28	4,46	4,46	33	19	0
Mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	4,41	4,03	4,07	4,01	4,57	4,55	-13	-9	-2
<b>Kreditzinsen der MFIs</b>									
Konsumentenkredite an private Haushalte									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	8,49	8,05	8,43	8,61	8,82	8,86	74	53	4
Wohnungsbaukredite an private Haushalte									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	5,23	5,32	5,20	5,48	5,67	5,77	45	54	10
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 und bis zu 10 Jahren	5,09	5,07	4,96	5,08	5,22	5,29	22	34	7
Überziehungskredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften									
Überziehungskredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	6,49	6,62	6,56	6,67	6,74	6,77	15	23	3
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von bis zu 1 Mio €									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	5,93	6,08	5,91	6,16	6,26	6,27	34	24	1
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren	5,23	5,30	5,23	5,43	5,53	5,49	22	29	-4
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio €									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	5,20	5,35	5,19	5,35	5,45	5,44	32	14	-1
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren	5,41	5,48	5,34	5,52	5,55	5,56	33	17	1
<b>Nachrichtlich</b>									
Dreimonats-Geldmarktsatz	4,74	4,85	4,60	4,94	4,96	4,97	49	19	1
Rendite zweijähriger Staatsanleihen	4,10	4,06	3,54	4,72	4,61	4,26	52	40	-35
Rendite fünfjähriger Staatsanleihen	4,19	4,14	3,65	4,75	4,70	4,28	42	28	-42

Quelle: EZB.

1) Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von bis zu 1 Mio € unverändert, und die Zinssätze für Überziehungskredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhten sich leicht um 3 Basispunkte.

Längerfristig betrachtet nahm der Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld von Juli 2007 bis August 2008 um 75 Basispunkte zu, während die kurzfristigen MFI-Zinsen für Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 73 bzw. 44 Basispunkte stiegen. Die Zinssätze für Kon-

sumentenkredite an private Haushalte mit variabler Verzinsung oder einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr legten um 78 Basispunkte zu, bei den entsprechenden Wohnungsbaukrediten erhöhten sie sich etwas weniger stark (um 70 Basispunkte). Bei den Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von bis zu 1 Mio € zogen die kurzfristigen MFI-Zinssätze im betrachteten Zeitraum um 69 Basispunkte an. Zwar haben die Banken ihre angesichts der anhaltenden Spannungen am Interbankenmarkt gestiegenen Kosten für die großvolumige und die verbrieftete Finanzierung noch nicht vollständig weitergereicht, es gibt jedoch gewisse Hinweise darauf, dass die Anpassung im Sektor der privaten Haushalte etwas stärker ausgefallen ist als bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Zugleich dürften die privaten Haushalte vom gestiegenen Wettbewerb der Banken um Einlagen profitiert haben.

Im August 2008 blieben die langfristigen MFI-Zinssätze für Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren im Großen und Ganzen unverändert, während sie für entsprechende Einlagen privater Haushalte um 8 Basispunkte zunahmen (siehe Tabelle 4 und Abbildung 16). Zugleich war bei den langfristigen MFI-Zinsen für Wohnungsbaukredite ein Anstieg um 7 Basispunkte zu verzeichnen, während sich die Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio € kaum veränderten. Diese Entwicklung fand vor dem Hintergrund deutlicher Rückgänge bei den Staatsanleiherenditen statt, die die zunehmenden Effekte der Risikoaversion widerspiegeln. So gaben insbesondere die Renditen zwei- und fünfjähriger Staatsanleihen in diesem Monat um 35 bzw. 42 Basispunkte nach. Infolgedessen vergrößerte sich der Abstand zwischen den langfristigen MFI-Zinssätzen und den Marktzinsen bei entsprechenden Laufzeiten im August 2008 erneut.

Wird ein längerer Betrachtungshorizont zugrunde gelegt, so zeigt sich, dass die langfristigen MFI-Zinsen für Einlagen und Kredite privater Haushalte zwischen Juli 2007 und August 2008 moderat gestiegen sind. Die MFI-Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf und bis zu zehn Jahren erhöhten sich um 27 Basispunkte, und die Zinsen für Einlagen privater Haushalte mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren zogen im selben Zeitraum um 48 Basispunkte an. Gleichzeitig nahmen die Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio € mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren um 39 Basispunkte zu, während sich die Zinsen für Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren weit weniger stark, nämlich um lediglich 5 Basispunkte, erhöhten. Die Staatsanleiherenditen dagegen verringerten sich geringfügig, wobei die Renditen fünfjähriger Anleihen 27 Basispunkte unter ihrem Stand vom Juli 2007 lagen. Damit weitete sich der Abstand zwischen den langfristigen Kreditzinsen der MFIs und den Staatsanleiherenditen im Durchschnitt um rund 25 bis 55 Basispunkte aus.

## 2.6 AKTIENMÄRKTE

*Die marktbreiten Aktienindizes erlitten von Ende September bis zum 5. November weltweit erhebliche Einbußen. Im Euro-Währungsgebiet gaben die Aktienkurse 12 % nach, in den Vereinigten Staaten 18 %. Diese Entwicklung spiegelt die zunehmenden Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich der Solidität des Bankensektors und der Stabilität des Finanzsystems wider. Auch die möglichen realwirtschaftlichen Auswirkungen der anhaltenden Finanzmarktkrise trugen zum Börsenrutsch bei. In diesem Umfeld stieg die an der impliziten Volatilität gemessene Aktienmarktunsicherheit auf das höchste Niveau seit dem Börsenkrach im Jahr 1987.*

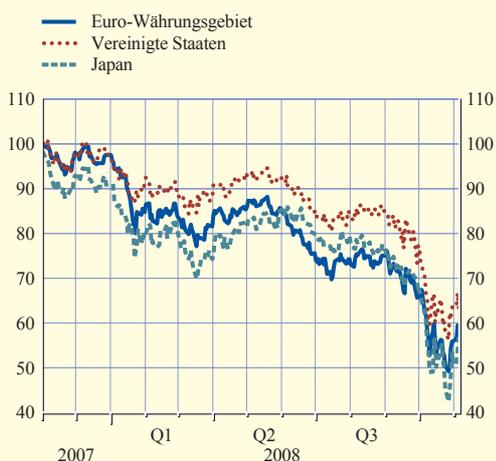
Von Ende September bis zum 5. November verstärkte sich der Abwärtstrend an den weltweiten Aktienmärkten, und es kam zu erheblichen Kurseinbußen. Im Euroraum und in den Vereinigten Staaten gingen die marktbreiten Indizes, gemessen am Dow Jones Euro STOXX und am Standard & Poor's 500, angesichts der zunehmenden Turbulenzen an den Finanzmärkten um 12 % bzw. 18 % zurück (siehe Abbildung 17). In Japan wiesen die Aktienkurse gemessen am Nikkei 225 im selben Zeitraum ein Minus von 15 % auf.

Gemessen an der aus Aktienoptionen abgeleiteten impliziten Volatilität war an den Aktienmärkten im Berichtszeitraum eine außerordentlich hohe Unsicherheit zu beobachten (siehe Abbildung 18). Die Aktienmarktvolatilität kletterte im Oktober von einem bereits erhöhten Niveau auf den höchsten Wert seit dem Börsenkrach im Jahr 1987. Vor diesem Hintergrund nahmen die Aktienrisikoprämien an den wichtigen Märkten zu und trugen damit zu den Kursverlusten bei. Hinter dem eindeutigen Abwärtstrend des vergangenen Monats verbarg sich allerdings eine hochgradig volatile Entwicklung bei den täglichen Aktienrenditen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten. Darauf wird in Kasten 4 näher eingegangen.

Die Aktienkursentwicklung im Oktober war zunächst von der Unsicherheit über die Verabschiedung des vom US-Finanzministerium vorgeschlagenen, 700 Mrd € umfassenden Troubled-Asset-Relief-Programms geprägt. Diese Ungewissheit führte zu erheblichen Kursrutschen. Staatliche Rettungspläne für eine Reihe europäischer Finanzinstitute machten darüber hinaus deutlich, dass sich die Finanzmarkturbulenzen über den amerikanischen Bankensektor hinaus ausgeweitet hatten. Diese Entwicklung bewirkte starke Schwankungen an den Aktienmärkten. Eine konzertierte Leitzinssen-

Abbildung 17 Aktienindizes

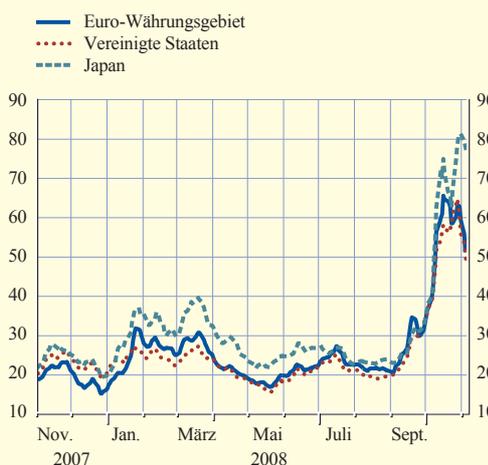
(Index: 1. November 2007 = 100; Tageswerte)



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 Fünftagesdurchschnitt der Tageswerte)



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

kung von EZB, Federal Reserve, Bank of England, Bank of Canada, Schweizerischer Nationalbank und Sveriges Riksbank am 8. Oktober führte zu einer kurzfristigen Erholung der Börsennotierungen. Allerdings kam es kurz darauf erneut zu Volatilitätsschüben, und der Abwärtstrend an den Aktienmärkten setzte sich fort. Um das Finanzsystem zu stützen und zu stabilisieren, griffen die Regierungen Mitte Oktober mit einer Reihe von Maßnahmen ein. Sie stellten unter anderem Einlagensicherungen für private Kontoinhaber zur Verfügung, boten Sicherungssysteme für Interbankenkredite sowie Rekapitalisierungsmaßnahmen für Banken an und bemühten sich um eine Erhöhung der Bankenliquidität. Dennoch herrschte an den Märkten nach wie vor Unsicherheit.

Im Eurogebiet wies der Finanzsektor die höchsten Verluste auf, obgleich auch der nichtfinanzielle Sektor erhebliche Einbußen erlitt. Während der nichtfinanzielle Sektor in den Vereinigten Staaten und im Euroraum Kursverluste von rund 17 % bzw. 9 % hinnehmen musste, gingen die Notierungen der Finanzunternehmen in beiden Wirtschaftsräumen um etwa 14 % zurück.

Der im Oktober verzeichnete Abwärtstrend an den Aktienmärkten wurde durch die Gewinnentwicklung der börsennotierten Unternehmen verschärft. Das tatsächliche Gewinnwachstum – berechnet als Gewinn pro Aktie der im Dow Jones Euro STOXX enthaltenen Unternehmen – war im Oktober den zweiten Monat in Folge negativ und verringerte sich weiter auf -4 %. Das prognostizierte Wachstum des Gewinns pro Aktie in 12 Monaten fiel von 9 % im September auf 7 % im Oktober, während die längerfristige Prognose von 7 % auf 6 % zurückging.

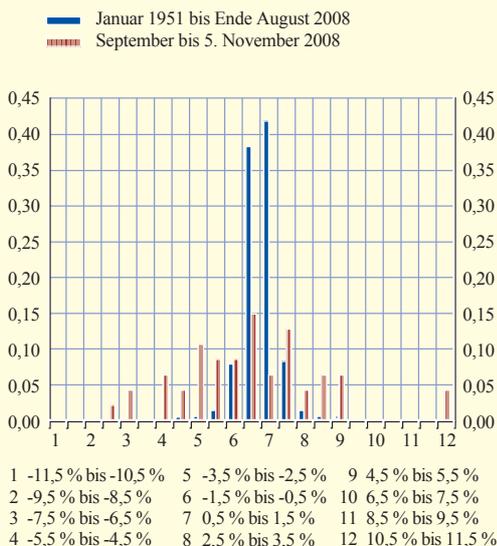
#### Kasten 4

##### AUSSERORDENTLICHE VOLATILITÄT AN DEN GLOBALEN AKTIENMÄRKTEN

Als sich im September und Anfang Oktober die Bedenken der Anleger im Hinblick auf die Solidität des Bankensektors sowie deren mögliche weitere Auswirkungen auf den Finanzsektor und die Realwirtschaft insgesamt verschärften, beschleunigte sich der Abwärtstrend an den Aktienmärkten weltweit. Insbesondere befürchteten die Anleger einen Zusammenbruch des globalen Finanzsystems. Um das Vertrauen in das Finanzsystem wiederherzustellen, griffen die Regierungen mit einer Reihe von Maßnahmen ein: Sie stellten Einlagensicherungen für private Kontoinhaber zur Verfügung, boten Sicherungssysteme für Interbankenkredite und Rekapitalisierungsmaßnahmen an und bemühten sich um eine Erhöhung der Liquidität im Bankensektor. Auf beiden Seiten des Atlantiks verstärkten die Zentralbanken ihre Liquiditätsmaßnahmen und senkten die Leitzinsen. Im Allgemeinen stiegen die globalen Aktienkurse unmittelbar nach der Ankündigung der vorgeschlagenen staatlichen Maßnahmen. Gleichwohl blieb die Aktienmarktvolatilität in den darauf folgenden Wochen hoch, woraus sich ablesen lässt, wie empfindlich die Marktteilnehmer insbesondere auf Meldungen zur Finanzlage der Banken und zur Konjunktur reagierten. Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Kasten die in den letzten Wochen zu beobachtende außerordentlich volatile Entwicklung an den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet und den USA untersucht.

Die außergewöhnlichen Merkmale der jüngsten Volatilität am Aktienmarkt lassen sich beispielsweise anhand eines Vergleichs mit Verlaufsmustern der Vergangenheit veranschaulichen. Zu diesem Zweck sind in Abbildung A zwei Balkendiagramme wiedergegeben, bei denen die y-Achse die relative Häufigkeit der verschiedenen täglichen Aktienrenditen darstellt, wobei eine Spanne

Abbildung A Jüngste Verteilung der Aktienrenditen in den Vereinigten Staaten und historischer Vergleich



Quellen: Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Aktienrenditen wurden als tägliche prozentuale Veränderung des Dow Jones Industrial Average berechnet.

Abbildung B Realisierte und erwartete Aktienkursvolatilität im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Thomson Financial Datastream, STOXX und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben werden in Fußnote 1 und im Haupttext des Kastens erläutert.

von -11,5 % bis +11,5 % zugrunde gelegt wird. Diese Spanne wird auf der x-Achse abgetragen und in 23 gleich große Abschnitte eingeteilt, von denen jeder ein Renditeintervall von 1 Prozentpunkt darstellt.

Die blauen Balken stehen für die täglichen prozentualen Aktienrenditen des amerikanischen Dow-Jones-Industrial-Average-Index im Zeitraum vom 1. Januar 1951 bis zum 31. August 2008. Wie die Grafik zeigt, konzentriert sich die historische Häufigkeitsverteilung der täglichen Aktienrenditen im Wesentlichen auf zwei Segmente, die das Intervall zwischen -0,5 % und +1,5 % abdecken. Im Durchschnitt haben sich die täglichen Aktienrenditen in den USA seit 1951 an rund sieben von zehn Tagen innerhalb dieses 2 Prozentpunkte umfassenden Intervalls bewegt. Gleichzeitig sind tägliche Aktienrenditen von weniger als -3,5 % oder mehr als +3,5 % ausgesprochen selten; sie fallen nur an 0,5 % der Börsentage an. Die roten Balken stellen die täglichen Renditen im Zeitraum von September bis zum 5. November 2008 dar. In diesem Histogramm ist die Streuung viel größer als in jenem mit Daten seit 1951. Tägliche Aktienrenditen, die historisch betrachtet sehr selten vorkommen, sind neuerdings fast zur Norm geworden. Seit Ende August ergaben sich an etwa jedem dritten Handelstag tägliche Renditen von weniger als -3,5 % oder mehr als +3,5 %. Im Euroraum war ein ähnlich ungewöhnlicher Verlauf der Aktienkurse zu beobachten.

Abbildung B verdeutlicht das außergewöhnliche Ausmaß der Aktienkursschwankungen in den letzten Wochen und weist darauf hin, dass die Marktteilnehmer auf absehbare Zeit mit einer anhaltend starken Volatilität im Euroraum rechnen. Die Abbildung zeigt die in einem gegebenen Monat realisierte Aktienkursvolatilität und die für diesen Monat erwartete (implizite) Volatilität,

wie sie an dem auf Optionspreisen basierenden VSTOXX-Index am Ende des vorhergehenden Monats gemessen wurden.<sup>1</sup> Die Punkte stellen die „Zinsstruktur“ der durchschnittlichen erwarteten Volatilität für Zeiträume von einem Monat bis zu zwei Jahren dar, wie sie anhand der VSTOXX-Teilindizes auf der Grundlage von Optionen mit entsprechender Laufzeit per 5. November 2008 gemessen werden.

Aus Abbildung B lassen sich drei wichtige Ergebnisse ablesen. Erstens besteht eine enge Beziehung zwischen tatsächlicher und erwarteter Volatilität. Dies lässt darauf schließen, dass die Anleger ihre Einschätzung der kurzfristigen Volatilität häufig anhand des Ausmaßes der jüngsten Aktienkursschwankungen zu korrigieren pflegen. Zweitens bewegt sich die implizite Aktienkursvolatilität im Durchschnitt tendenziell knapp über der realisierten Volatilität. Das bedeutet, dass risikoscheue Anleger eine Prämie für die Übernahme des mit dem Halten schwankungsanfälliger Finanzinstrumente verbundenen Risikos verlangen. Drittens legen die Volatilitätsprognosen per 5. November 2008 nahe, dass die Anleger über die kommenden zwei Jahre hinweg mit einem allmählichen Rückgang der Schwankungen am Aktienmarkt von dem derzeitigen ausgesprochen hohen Niveau rechnen. Ungeachtet dieser allmählichen Abschwächung dürfte die Volatilität an den Aktienmärkten des Euroraums auch weiterhin ein nach im historischen Vergleich hohes Niveau aufweisen, nachdem die Schwankungen bis Mitte 2007 über längere Zeit im Wesentlichen unterdurchschnittlich ausgefallen waren. So deuten beispielsweise die jüngsten Daten zur erwarteten Volatilität in einem Jahr (38 %) und in zwei Jahren (34 %) darauf hin, dass die durchschnittliche jährliche Volatilität in einem Jahr nach Einschätzung der Marktteilnehmer noch bei 31 % liegen dürfte. Damit liegen die erwarteten Aktienkursschwankungen immer noch über dem jährlichen Durchschnitt der seit 1986 realisierten Volatilität von rund 20 %.

<sup>1</sup> Die realisierte Volatilität wird berechnet als die Quadratwurzel des monatlichen Durchschnitts der quadrierten täglichen Aktienrenditen (tägliche Veränderungen des natürlichen Logarithmus des Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index), ausgedrückt in % p. a. Der VSTOXX-Index basiert auf dem Dow Jones Euro STOXX 50 für Optionspreise und soll die Markterwartungen bezüglich der kurzfristigen Volatilität (über 30 Tage) widerspiegeln. Berechnet wird er anhand der Quadratwurzel der annualisierten impliziten Varianz aller Optionen mit einer bestimmten Restlaufzeit. Nähere Angaben finden sich unter [www.stoxx.com/index.html](http://www.stoxx.com/index.html).

### 3 PREISE UND KOSTEN

Die am HVPI gemessene Inflation im Euro-Währungsgebiet ging nach ihrem Mitte des Jahres erreichten Höchststand weiter zurück; sie lag im September 2008 bei 3,6 % und betrug im Oktober gemäß der Vorausschätzung von Eurostat 3,2 %. Das jüngste Absinken der Rohstoffpreise sowie die anhaltende Abschwächung der Nachfrage deuten darauf hin, dass sich die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI in den kommenden Monaten weiter verringern und im Jahresverlauf 2009 ein Niveau erreichen wird, das mit Preisstabilität im Einklang steht. Ein noch stärkerer Abwärtstrend bei der HVPI-Inflation aufgrund von Basiseffekten Mitte nächsten Jahres ist nicht auszuschließen, würde aber nur von kurzer Dauer sein. Lässt man diese Volatilität jedoch außer Acht, so schwächen sich die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht ab. Aufwärtsrisiken bestehen weiterhin im Zusammenhang mit einem unerwarteten Anstieg der Rohstoffpreise sowie der indirekten Steuern und administrierten Preise und dem Auftreten von breit angelegten Zweitrundeneffekten beim Preis- und Lohnsetzungsverhalten, insbesondere in Volkswirtschaften, in denen die Nominallöhne an die Verbraucherpreise gebunden sind.

#### 3.1 VERBRAUCHERPREISE

Der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung zufolge sank die am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im Oktober 2008 erneut und betrug 3,2 % nach 3,6 % im September (siehe Tabelle 5). Für Oktober liegt zwar noch keine offizielle Schätzung zur Aufgliederung des HVPI vor, doch deuten die auf Länderebene verfügbaren Ergebnisse darauf hin, dass der Rückgang großteils auf eine kontinuierliche Abnahme der Jahreswachstumsrate der Energiepreise und – in geringerem Maße – der Nahrungsmittelpreise zurückzuführen ist.

Aus der detaillierten Aufschlüsselung für September geht hervor, dass die leichte Verringerung der jährlichen HVPI-Inflationsrate von 3,8 % im August vornehmlich durch das langsamere Wachstum der Preise für Energie und Nahrungsmittel bedingt war (siehe Abbildung 19).

Die Jahreswachstumsrate der Energiepreise verringerte sich im September erneut, und zwar um 1,1 Prozentpunkte. Für dieses Ergebnis war hauptsächlich ein Basiseffekt verantwortlich, da im Monatsvergleich lediglich ein moderater Rückgang von 0,4 % verzeichnet wurde. Bei der Energiekomponente des HVPI wurden das kräftige Absinken der Ölenergiepreise (einschließlich Pkw-Kraftstoffe und Heizöl) teilweise durch einen weiteren Anstieg der Jahresänderungsrate der Preise für andere

Tabelle 5 Preisentwicklung

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

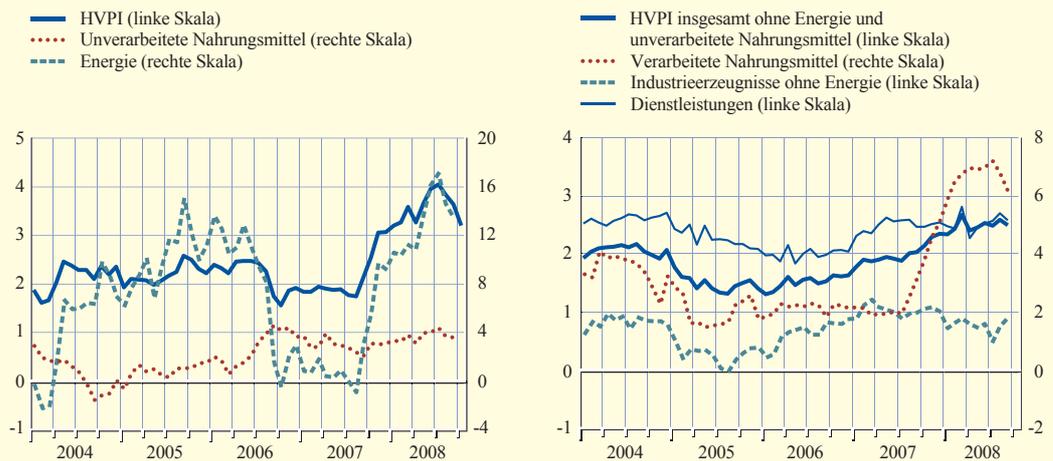
	2006	2007	2008 Mai	2008 Juni	2008 Juli	2008 Aug.	2008 Sept.	2008 Okt.
<b>HVPI und seine Komponenten</b>								
Gesamtindex <sup>1)</sup>	2,2	2,1	3,7	4,0	4,0	3,8	3,6	3,2
Energie	7,7	2,6	13,7	16,1	17,1	14,6	13,5	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	2,8	3,0	3,9	4,0	4,4	3,7	3,6	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	2,1	2,8	6,9	7,0	7,2	6,8	6,2	.
Industrieerzeugnisse ohne Energie	0,6	1,0	0,7	0,8	0,5	0,7	0,9	.
Dienstleistungen	2,0	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	.
<b>Weitere Preisindikatoren</b>								
Industrielle Erzeugerpreise	5,1	2,8	7,1	8,0	9,2	8,5	7,9	.
Ölpreise (in €/Barrel)	52,9	52,8	80,1	85,9	85,3	77,0	70,0	55,2
Rohstoffpreise ohne Energie	24,8	9,2	6,0	9,6	9,8	10,5	5,5	-7,4

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

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

Abbildung 19 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Energiekomponenten wie Gas und Strom ausgeglichen. Die Gaspreise erhöhten sich im Vorjahresvergleich besonders stark und erreichten im September mit einer Rate von 16,7 % den höchsten Stand seit 2001.

Die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel ging im September etwas zurück, wobei eine leichte Abnahme der Jahreswachstumsrate der Fleisch- und Obstpreise durch einen geringfügigen Anstieg der Zwölfmonatsrate der Gemüsepreise wettgemacht wurde. Die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel verringerte sich im September ebenfalls. Dieser erneute Rückgang stand im Einklang mit der Tatsache, dass die saisonbereinigten Monatsänderungsraten auf ihre historischen Durchschnittsstände zurückkehrten, obgleich angesichts des Umfangs der vorherigen Preisanstiege bei Nahrungsmittelrohstoffen immer noch ein gewisser Inflationsdruck in der Produktionskette vorhanden sein könnte.

Ohne Nahrungsmittel und Energie (die 30 % des HVPI-Warenkorbs ausmachen) betrug die Teuerungsrate nach dem HVPI im September unverändert 1,9 %, wobei die Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie und für Dienstleistungen gegenläufige Entwicklungen aufwiesen. Die Beschleunigung des Preisanstiegs bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie auf 0,9 % gegenüber 0,7 % im Vormonat spiegelte vor allem ungewöhnliche saisonale Entwicklungen bei den Textilpreisen sowie eine höhere Jahresänderungsrate der Pkw-Preise wider. Die jährliche Wachstumsrate der Preise für Dienstleistungen verringerte sich im September im Vergleich zum Vormonat um 0,1 Prozentpunkte auf 2,6 %. Dies war vor allem die Folge der Preisentwicklung bei Dienstleistungen im Luftverkehr und bei Pauschalreisen. Die im September beobachteten Preisabnahmen könnten möglicherweise durch Faktoren wie den jüngsten Rückgang der Ölpreise und außergewöhnliche saisonale Preisnachlässe bedingt sein, doch ist bei Interpretationen dieser Art Vorsicht geboten, da diese Komponenten tendenziell recht volatilen Saisonbewegungen unterworfen sind.

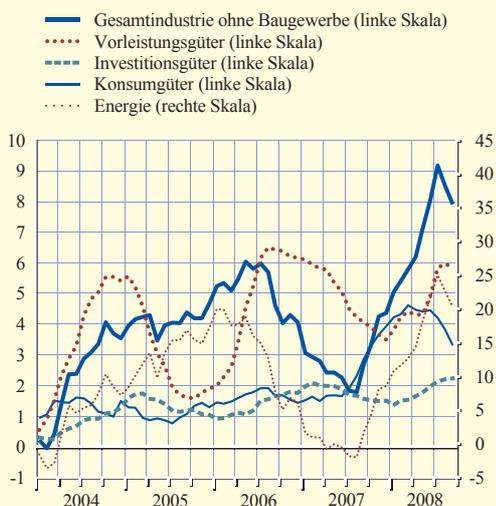
### 3.2 INDUSTRIELLE ERZEUGERPREISE

Im September 2008 sank die Jahresänderungsrate der industriellen Erzeugerpreise insgesamt (ohne Baugewerbe) auf 7,9 % nach 8,5 % im August (siehe Abbildung 20). Dennoch bewegte sich die jährliche Änderungsrate der Erzeugerpreise im historischen Vergleich weiterhin auf hohem Niveau; hierzu trugen die Preise für Energie und Vorleistungsgüter kräftig bei. Die Zwölfmonatsrate der im EPI erfassten Energiekomponente ging im September auf 20,2 % zurück (nach 22,6 % im Vormonat). Ohne Energie (und Baugewerbe) verringerte sich die Steigerungsrate der Erzeugerpreise auf 4,1 %, was vor allem auf niedrigere Jahreswachstumsraten der Preise für Vorleistungs- und Konsumgüter zurückzuführen war. Bei den Vorleistungsgütern sank die Teuerungsrate im Vorjahresvergleich auf 5,8 %, was aller Wahrscheinlichkeit nach einem leichten Rückgang der Industrierohstoffpreise im genannten Zeitraum zuzuschreiben ist.

Die jüngsten Angaben zum Preissetzungsverhalten der Unternehmen aus dem Einkaufsmanagerindex deuten darauf hin, dass sich der kurzfristige Inflationsdruck in den vergangenen Monaten weiter abgeschwächt hat. Wie die Umfrage bei den Einkaufsmanagern ergab, nahm der Preisdruck im Oktober sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor beträchtlich ab (siehe Abbildung 21). Im verarbeitenden Gewerbe ging der Index der Inputpreise im dritten Monat in Folge stark zurück, wodurch die Reihen auf ihren niedrigsten Stand seit Juli 2005 fielen. Das zeitgleiche Absinken des Index der Inputpreise im Dienstleistungssektor fiel ebenfalls kräftig aus. Der Index der Outputpreise war sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungsbereich im Oktober weiterhin rückläufig. Im Allgemeinen wurden als Gründe für den nachlassenden Preisdruck die niedrigeren Preise für Öl und andere Rohstoffe sowie die verkaufsfördernden Maßnahmen der Unternehmen im Zusammenhang mit der sich abschwächenden Nachfrage genannt.

Abbildung 20 Industrielle Erzeugerpreise

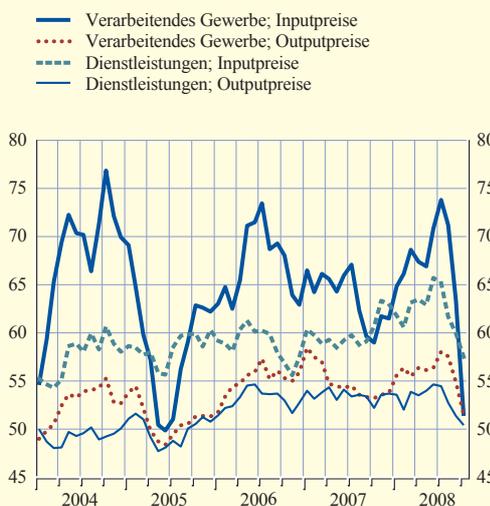
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung 21 Umfragen zu Input- und Outputpreisen der Erzeuger

(Diffusionsindizes; Monatswerte)



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

**Tabelle 6 Arbeitskostenindikatoren**

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

	2006	2007	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2
Tarifverdienste	2,3	2,2	2,3	2,2	2,1	2,9	2,8
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	2,5	2,6	2,6	2,5	2,9	3,5	2,7
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,2	2,5	2,3	2,3	2,9	3,1	3,5
<i>Nachrichtlich:</i>							
Arbeitsproduktivität	1,2	0,8	0,9	0,7	0,4	0,6	0,2
Lohnstückkosten	1,0	1,7	1,5	1,6	2,5	2,6	3,2

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

### 3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Die verfügbaren Arbeitskostenindikatoren deuten auf ein fortgesetzt rasches Lohnwachstum in der gesamten ersten Jahreshälfte 2008 hin, das in Verbindung mit einem schwächeren Produktivitätszuwachs zu einem merklichen Anstieg des Wachstums der Lohnstückkosten in diesem Zeitraum führte (siehe Tabelle 6).

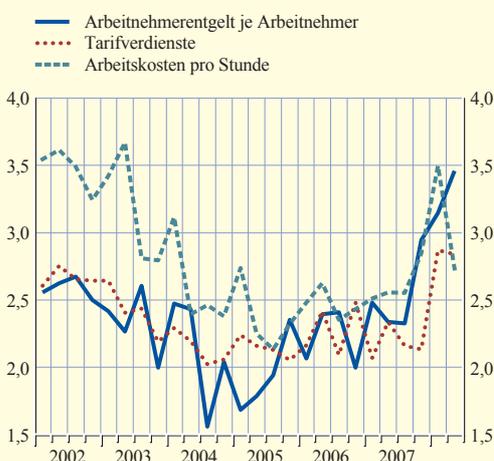
Im ersten Halbjahr 2008 blieben die Jahreswachstumsraten der Tarifverdienste, des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Arbeitskosten pro Stunde auf einem hohen Niveau (siehe Abbildung 22). Die jährliche Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer stieg im zweiten Quartal 2008 auf 3,5 % und erreichte damit einen Stand, der im Euro-Währungsgebiet zuletzt Mitte der Neunzigerjahre verzeichnet wurde. Im selben Zeitraum blieben die Tarifverdienste im Euroraum mit einer gegenüber dem ersten Quartal weitgehend unveränderten Zwölfmonatsrate von 2,8 % ebenfalls auf einem erhöhten Niveau. Die Jahresänderungsrate der Arbeitskosten pro Stunde sank von 3,5 % in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres auf 2,7 % im zweiten Quartal, was jedoch auf den frühen Ostertermin in diesem Jahr zurückzuführen war, durch den sich die Anzahl

der im ersten Vierteljahr gearbeiteten Stunden verringerte. Angesichts des langsameren Produktivitätswachstums führte die sehr dynamische Lohnentwicklung im zweiten Quartal unmittelbar zu einem deutlichen Anstieg der Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten auf 3,2 %, die damit ihren höchsten Stand seit mehr als zehn Jahren erreichte. In diesem Zusammenhang ist das Risiko von breiter angelegten Zweitrundeeffekten vor allem in jenen Ländern des Euroraums, in denen eine Art automatischer Preisindexierung der Löhne existiert, nach wie vor gegeben.

Die aufgeschlüsselten Daten zur Arbeitskostenentwicklung deuten auf einen heterogenen Beitrag der einzelnen Sektoren zum kräftigen Wachstum der Arbeitskosten in der ersten Hälfte dieses Jahres hin, obgleich die Entwicklung durch den frühen Ostertermin etwas verzerrt sein könnte (siehe Abbildung 23). Alle sektoralen

**Abbildung 22 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren**

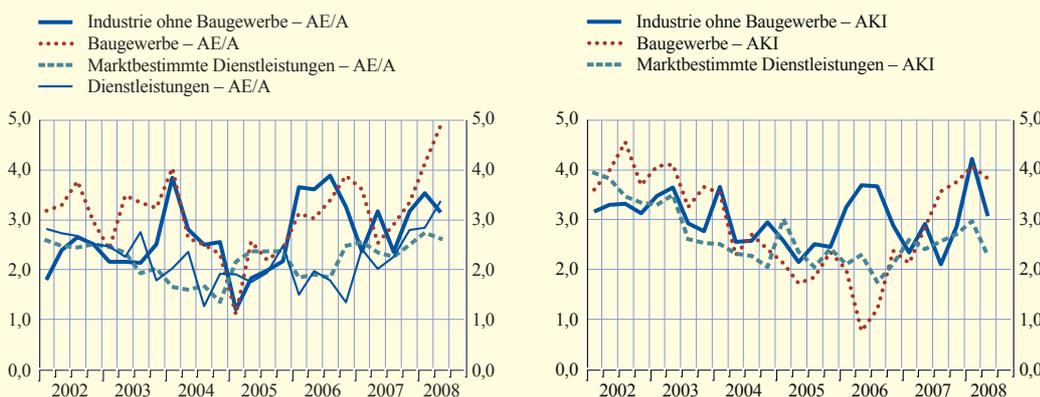
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Abbildung 23 Entwicklung der Arbeitskosten nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



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

Arbeitskostenindikatoren deuten auf eine besonders hohe Jahreswachstumsrate der Arbeitskosten im Bausektor und auch auf eine beträchtliche Zunahme des Arbeitsentgelts je Arbeitnehmer im Dienstleistungsgewerbe hin. In der Industrie hingegen war das Wachstum der Arbeitskosten in den letzten Quartalen von einer sehr hohen Volatilität geprägt.

### 3.4 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate liegt seit Herbst 2007 zwar weiterhin deutlich über dem Niveau, das mit Preisstabilität vereinbar ist, sinkt seit Juli aber kontinuierlich. Dieses nach wie vor hohe Inflationsniveau ist großenteils sowohl auf die direkten als auch die indirekten Auswirkungen der in der Vergangenheit weltweit drastisch gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise zurückzuführen. Außerdem führte das kräftige Lohnwachstum in der ersten Jahreshälfte trotz der schwächeren wirtschaftlichen Wachstumsdynamik und eines sich verlangsamenden Arbeitsproduktivitätswachstums zu einem merklichen Anstieg der Lohnstückkosten. Mit Blick auf die Zukunft deuten das jüngste Absinken der Rohstoffpreise sowie die anhaltende Abschwächung der Nachfrage darauf hin, dass die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI angesichts der aktuellen Preise der Terminkontrakte für Rohstoffe in den kommenden Monaten weiter zurückgehen und im Jahresverlauf 2009 ein Niveau erreichen wird, das mit Preisstabilität im Einklang steht. Zwar kann es aufgrund von Basiseffekten Mitte nächsten Jahres zu einem noch stärkeren Abwärtstrend bei der HVPI-Inflation kommen, doch diese Entwicklung wäre nur von kurzer Dauer.

Die jüngsten Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB (siehe Kasten 5) zeigen in Bezug auf die Inflationserwartungen des privaten Sektors für alle Zeithorizonte gegenüber der vorherigen Umfrage eine Abwärtskorrektur. Infolgedessen liegen die Inflationserwartungen auf kurze Frist für 2008 bei 3,4 % und für 2009 bei 2,2 %; für 2010 hingegen betragen sie 2,0 %. Die durchschnittlichen Inflationserwartungen in fünf Jahren gingen ebenfalls leicht zurück, blieben aber bei 2,0 % (gerundet).

Lässt man kurzfristige Schwankungen außer Acht, so schwächen sich die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht ab. Aufwärtsrisiken bestehen weiterhin im Zusammenhang mit einem unerwarteten Anstieg der Rohstoffpreise sowie der indirekten Steuern und administrierten Preise und dem Auftreten von breit angelegten Zweitrundeneffekten beim Preis- und Lohnsetzungsverhalten, insbesondere in Volkswirtschaften, in denen die Nominallöhne an die Verbraucherpreise gebunden sind.

#### Kasten 5

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

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das vierte Quartal 2008 dargestellt. Die Erhebung wurde vom 15. bis 17. Oktober 2008 durchgeführt. Im Rahmen dieser Umfrage werden die Erwartungen von Fachleuten aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Instituten in der EU in Bezug auf Inflation, BIP-Wachstum 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, 2009 und 2010

Die Inflationserwartungen der Umfrageteilnehmer für die Jahre 2008, 2009 und 2010 wurden seit der vorherigen, im Juli durchgeführten Erhebung sämtlich nach unten korrigiert auf nunmehr 3,4 %, 2,2 % und 2,0 %. Mit 0,4 Prozentpunkten ergab sich für 2009 die stärkste Abwärtskorrektur (siehe Tabelle).<sup>1</sup> Die Befragten begründeten ihre Abwärtsrevisionen zum Großteil mit der Preisentwicklung bei Rohstoffen (Öl und Nahrungsmittel) sowie mit der schwächeren Nachfrage. Viele Teilnehmer führten allerdings die Wechselkursentwicklung als preistreibend an. Auch die Arbeitskosten (insbesondere die um das Produktivitätswachstum bereinigten Kosten, also die Lohnstückkosten) wurden als inflationssteigernd aufgeführt.

Die sich aus dem SPF ergebenden Inflationserwartungen für 2008 und 2009 liegen am unteren Rand oder knapp unterhalb der Bandbreiten der von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2008 für das Euro-Währungsgebiet (die Ende August 2008 fertiggestellt wurden). Die sich aus dem SPF ergebenden Inflationserwartungen für 2008 bis 2010 stehen weitgehend im Einklang mit den Prognosen, die im Oktober 2008 von Consensus Economics und vom Euro Zone Barometer (beide gegen Mitte Oktober fertiggestellt) veröffentlicht wurden.

Die Umfrageteilnehmer wurden auch gebeten, die Wahrscheinlichkeit einzuschätzen, mit der der künftige Wert in bestimmte Intervalle fällt. Aus dem Durchschnitt der Erhebungsergebnisse resultiert eine aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung, die eine Zusammenfassung der Umfrageergebnisse darstellt. Außerdem lässt sich daraus ablesen, wie hoch die Befragten durchschnittlich das Risiko einschätzen, dass das tatsächliche Ergebnis über bzw. unter dem wahrscheinlichsten Intervall liegt. Aufgrund der niedrigeren Punktschätzungen wurde die Wahrscheinlichkeitsverteilung für die entsprechenden Intervalle der Prognose für alle Jahre im Zeitraum 2008 bis 2010 nach unten korrigiert, wobei sich für 2009 die größte Korrektur ergab (siehe Abbildung A). Allerdings bleibt sowohl für 2009 als auch für 2010 mit 65 % bzw. 54 % die Wahrscheinlichkeit, dass die

<sup>1</sup> Weitere Daten stehen auf der Website der EZB unter [www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/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	Sept. 2009	2009	Sept. 2010	2010	Längerfristig <sup>2)</sup>
SPF Q4 2008	3,4	1,9	2,2	2,0	2,0	2,0
Vorherige Erhebung (Q3 2008)	3,6	-	2,6	-	2,1	2,0
Gesamtwirtschaftliche Projektionen von Experten der EZB	3,4-3,6	-	2,3-2,9	-	-	-
Consensus Economics (Oktober 2008)	3,4	-	2,2	-	2,0	2,0
Euro Zone Barometer (Oktober 2008)	3,5	-	2,3	-	2,0	2,0
Reales BIP-Wachstum	2008	Q2 2009	2009	Q2 2010	2010	Längerfristig <sup>2)</sup>
SPF Q4 2008	1,2	0,1	0,3	1,2	1,4	2,0
Vorherige Erhebung (Q3 2008)	1,6	-	1,3	-	1,8	2,1
Gesamtwirtschaftliche Projektionen von Experten der EZB	1,1-1,7	-	0,6-1,8	-	-	-
Consensus Economics (Oktober 2008)	1,2	-	0,5	-	1,6	2,0
Euro Zone Barometer (Oktober 2008)	1,2	-	0,3	-	1,6	2,0
Arbeitslosenquote <sup>1)</sup>	2008	Aug. 2009	2009	Aug. 2010	2010	Längerfristig <sup>2)</sup>
SPF Q4 2008	7,4	8,1	8,0	8,1	8,1	7,1
Vorherige Erhebung (Q3 2008)	7,2	-	7,4	-	7,4	6,9
Consensus Economics (Oktober 2008)	7,4	-	-	-	-	-
Euro Zone Barometer (Oktober 2008)	7,4	-	8,0	-	8,0	7,4

1) In Prozent der Erwerbspersonen.

2) Die längerfristigen Inflationserwartungen beziehen sich in der SPF-Umfrage und bei Consensus Economics auf das Jahr 2013 und im Euro Zone Barometer auf das Jahr 2012.

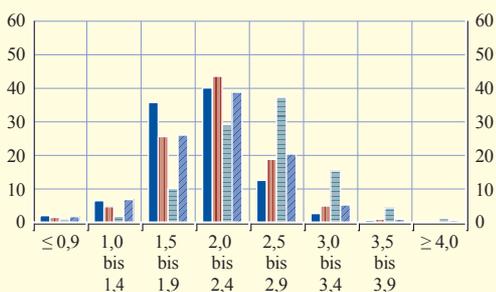
Inflation bei oder über 2 % liegen wird, relativ hoch. Gemäß der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilung der Umfrageteilnehmer dürften sich die Risiken für die Prognosen in den kommenden beiden Jahren insgesamt weitgehend die Waage halten. Gemessen an ihren qualitativen Antworten gehen die Befragten davon aus, dass die größten Abwärtsrisiken insbesondere von den Rohstoffpreisen und der schwachen Nachfrage ausgehen, während die Aufwärtsrisi

**Abbildung A Bei den letzten SPF-Umfragen ermittelte Wahrscheinlichkeitsverteilung für die durchschnittliche Jahresteuersatzrate 2009 und 2010<sup>1)</sup>**

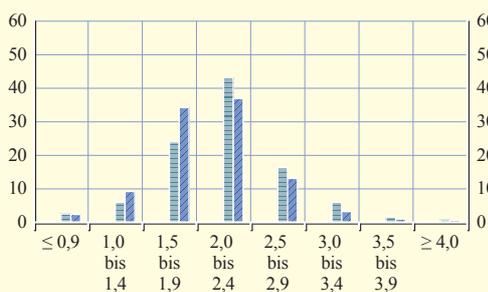
(in %)

- SPF Q1 2008
- SPF Q2 2008
- SPF Q3 2008
- SPF Q4 2008

a) 2009



b) 2010



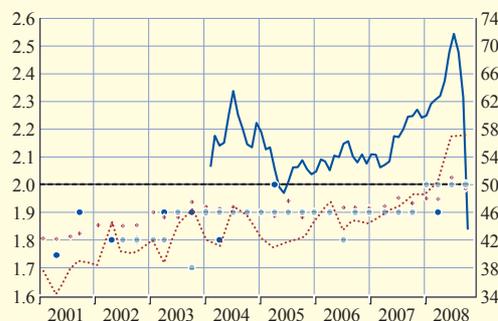
Quelle: EZB.

1) Entspricht dem Durchschnitt der einzelnen von den SPF-Teilnehmern angegebenen Wahrscheinlichkeitsverteilung.

### Abbildung B Aus Umfragen und Breakeven-Inflationsraten gewonnene längerfristige Inflationserwartungen

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %; prozentuale Wahrscheinlichkeit)

- Consensus Economics (für 2013; linke Skala)
- ◆ SPF (für 2013; linke Skala)
- Euro Zone Barometer (für 2012; linke Skala)
- Implizite einjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate in vier Jahren, saisonbereinigt (linke Skala)
- ..... Wahrscheinlichkeit, dass die längerfristige Inflation bei oder über 2 % liegen wird (rechte Skala)



Quellen: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, EZB, Reuters und EZB-Berechnungen.

2 % oder darüber liegt, nach Einschätzung der Befragten nach wie vor bei rund 57 % (siehe Abbildung B). Diese Umfrageergebnisse lassen sich mit der Breakeven-Inflationsrate vergleichen, einer Messgröße für die längerfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer, die als Abstand zwischen den Renditen nominaler und inflationsindexierter Anleihen berechnet wird.<sup>2</sup> Bis vor Kurzem bewegte sich die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflationsrate in den nächsten fünf Jahren bei 2 % oder darüber liegen wird, im Durchschnitt weitgehend im Einklang mit der Entwicklung eines entsprechenden finanzmarktbasierenden Indikators der Inflationserwartungen (die implizite einjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate in vier Jahren, saisonbereinigt) (siehe Abbildung B).<sup>3</sup> So folgten beide von Anfang 2007 bis Mitte 2008 einem Aufwärtstrend. Im Gegensatz zu den umfragebasierten Messgrößen scheinen die finanzmarktbasierenden Inflationserwartungen jedoch seit September mit der weiteren Intensivierung der Finanzmarkturbulenzen drastisch zurückgegangen zu sein. Auch marktbasierende Messgrößen wurden von den Bemühungen der Anleger um Verringerung von Risiko und Fremdfinanzierung sowie ihrer ausgeprägten Präferenz für sicherere und liquidere Anlageformen beeinflusst.<sup>4</sup>

### Erwartungen für das Wachstum des realen BIP

Verglichen mit der vorherigen SPF-Umfragerunde wurden die Erwartungen für das Wachstum des realen BIP im Zeitraum von 2008 bis 2010 für jedes Jahr deutlich nach unten korrigiert, wobei für 2009 mit -1,0 Prozentpunkten die stärkste Veränderung zu verzeichnen war. Dies stellt die größte Korrektur von einer Umfragerunde zur nächsten der „Prognose für das kommende Kalenderjahr“ seit Beginn des SPF im Jahr 1999 dar, wobei fast alle Teilnehmer ihre BIP-Wachstumserwartun-

ken mit der Entwicklung der Wechselkurse und der Arbeitskosten zusammenhängen.

### Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen

Die längerfristigen Inflationserwartungen (für das Jahr 2013) wurden von 2,03 % um 0,04 Prozentpunkte auf 1,99 % und somit leicht nach unten revidiert. Diese Punktschätzungen stehen im Einklang mit den aktuellen langfristigen Inflationsprojektionen des Euro Zone Barometers (für 2012) und von Consensus Economics (für 2013). Die Diskrepanzen bezüglich der längerfristigen Inflationserwartungen (gemessen als Standardabweichung) haben sich ebenfalls etwas verringert.

Trotz des leichten Rückgangs der durchschnittlichen Punktschätzungen lag die Wahrscheinlichkeit, dass die längerfristige Teuerung bei

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

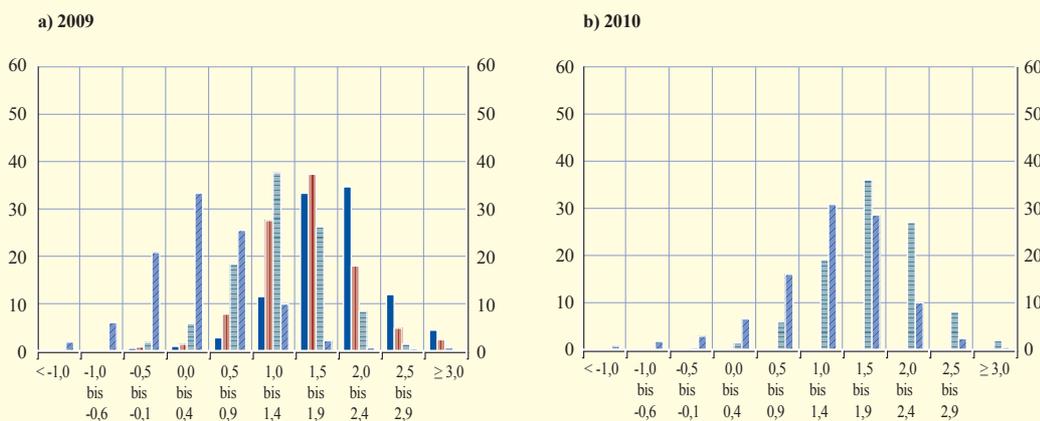
3 Die Breakeven-Inflationsraten sollten nicht als direkte Messgrößen für die Inflationserwartungen angesehen werden, da sie auch verschiedene Risikoprämien (wie Inflationsrisiko- und Liquiditätsprämien) abbilden können.

4 Eine ausführliche Erörterung der Auswirkungen der derzeitigen Finanzmarkturbulenzen auf marktbasierende Messgrößen der Inflationserwartungen findet sich in Kasten 3 des vorliegenden Monatsberichts.

Abbildung C Bei den letzten SPF-Umfragen ermittelte Wahrscheinlichkeitsverteilung für das durchschnittliche Jahreswachstum des realen BIP 2009 und 2010<sup>1)</sup>

(in %)

■ Q1 2008 SPF  
■ Q2 2008 SPF  
■ Q3 2008 SPF  
■ Q4 2008 SPF



Quelle: EZB.

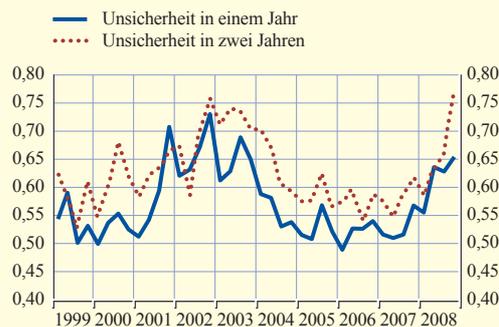
1) Entspricht dem Durchschnitt der einzelnen von den SPF-Teilnehmern angegebenen Wahrscheinlichkeitsverteilungen.

gen für 2009 nach unten korrigiert haben. Als wesentlicher Grund für diese schwächeren Wachstumsaussichten wird die aktuelle Finanzmarktentwicklung und deren direkter und indirekter Einfluss auf die Wirtschaftsaktivität genannt. Die Befragten gehen davon aus, dass sich das Wachstum der Exporte, der Investitionen und des privaten Verbrauchs aufgrund der Finanzmarktentwicklung abschwächen, die Stimmungslage der Verbraucher und das Geschäftsklima eintrüben, die Weltwirtschaft verlangsamen und die Arbeitsmarktbedingungen verschlechtern werden. Als leicht konjunkturbelebend werden wirtschafts- und geldpolitische Maßnahmen, ein schwächerer Euro-Wechselkurs und niedrigere Rohstoffpreise aufgeführt.

Im Einklang mit der Abwärtskorrektur der durchschnittlichen Punktschätzungen haben sich die Wahrscheinlichkeitsverteilungen für das in den Jahren 2009 und 2010 erwartete Wachstum des realen BIP im Vergleich zu vorherigen SPF-Umfragen nach unten verschoben. Die progressive Verschlechterung der Aussichten für 2009 zeigt sich deutlich in der linken Grafik von Abbildung C, in der die Entwicklung der damit verbundenen Wahrscheinlichkeitsverteilung in den zurückliegenden vier Umfragerunden dargestellt ist. Im ersten Quartal 2008 war die Wahrscheinlichkeit, dass das Wachstum im Bereich von 2,0 % bis 2,4 % liegen wird, am höchsten. In der letzten Befragung liegt die Wahrscheinlichkeit eines derartigen Ergebnisses bei fast Null und ist die Wahrscheinlichkeit, dass das Wachstum im Bereich von 0,0 % bis 0,4 % liegen wird, am höchsten. Darüber hinaus gehen die SPF-Teilnehmer mit einer Wahrscheinlichkeit von 29 % davon aus, dass das Produktionswachstum 2009 im Durchschnitt negativ sein wird. Bemerkenswert ist zudem, dass die Befragten trotz der umfangreichen Abwärtskorrekturen weiterhin meinen, dass die Risiken, mit denen diese Prognosen behaftet sind, nach unten gerichtet sind. Diese Abwärtsrisiken beziehen sich im Wesentlichen auf die Tatsache, dass sich einige der genannten Faktoren entweder weiter verschlechtern können oder sich stärker als erwartet auswirken werden.

Hinzuweisen ist auch darauf, dass die Unsicherheit der SPF-Teilnehmer bezüglich der Konjunkturaussichten hoch ist. Die aggregierte Unsicherheit (gemessen als Standardabweichung der aggregierten

**Abbildung D Unsicherheit, mit denen SPF-Prognosen für das reale BIP behaftet sind <sup>1)</sup>**



Quelle: EZB.

1) Entspricht einer Standardabweichung der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilung.

gierten Wahrscheinlichkeitsverteilung), mit der die Prognosen zum realen BIP in einem und zwei Jahren behaftet sind, ist seit Anfang 2008 stark gestiegen und liegt in Bezug auf die Prognosen in zwei Jahren über dem vorherigen Spitzenwert vom vierten Quartal 2002 (siehe Abbildung D).

Die Wachstumsaussichten für 2008 und 2009 im SPF liegen am unteren Rand oder unterhalb der Bandbreiten der von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2008. Die sich aus dem SPF ergebenden Erwartungen für das Wachstum des realen BIP in den Jahren 2009 und 2010 weisen in etwa die gleiche Entwicklung auf wie der Durchschnitt der

jüngsten vom Euro Zone Barometer und von Consensus Economics veröffentlichten Projektionen, liegen allerdings auf einem geringfügig niedrigeren Niveau.

Die sich aus der Umfrage ergebenden Erwartungen für das längerfristige Wachstum des realen BIP (im Jahr 2013) liegen bei 2,0 % und somit 0,1 Prozentpunkte unter der vorangegangenen Erhebung. Obschon dies die niedrigste bislang von SPF-Teilnehmern abgegebene längerfristige Prognose überhaupt darstellt, nehmen die Befragten auch die Risiken, mit denen dieses Ergebnis behaftet ist, insgesamt als nach unten gerichtet wahr.

### Erwartete Entwicklung der Arbeitslosigkeit im Euroraum

Die sich aus dem SPF ergebenden Erwartungen bezüglich der Arbeitslosenquote wurden für jedes Jahr im Zeitraum von 2008 bis 2010 nach oben korrigiert. Nach Angaben der Prognostiker sind diese Korrekturen in erster Linie den eingetrübten Konjunkturaussichten für den Euroraum zuzuschreiben. Für die Arbeitsmarktbedingungen wird allgemein eine Verschlechterung erwartet, die aber in der Industrie und im Baugewerbe besonders ausgeprägt sein dürfte. Die meisten Befragten erwarten, dass sich der Anstieg der Arbeitslosenquote erst gegen Ende 2009 abschwächen und die Quote gegen Ende 2010 zu sinken beginnen wird. Die im Rahmen der jüngsten SPF-Erhebung geäußerten Erwartungen bezüglich der Arbeitslosenquote stehen im Einklang mit den von Consensus Economics und vom Euro Zone Barometer für die Jahre 2008 bis 2010 veröffentlichten Werten.

Die längerfristigen Erwartungen bezüglich der Arbeitslosigkeit wurden für 2013 ebenfalls nach oben revidiert, und zwar um 0,2 Prozentpunkte auf nunmehr 7,1 %. Dieses Ergebnis liegt leicht unter dem Wert vom Euro Zone Barometer, basiert aber auf einer größeren Anzahl von Antworten. Die SPF-Teilnehmer bezeichnen die Risiken insgesamt als nach oben gerichtet. Einige Befragten verwiesen auf die Notwendigkeit, die Arbeitsmarktreformen fortzusetzen, um zu gewährleisten, dass der erwartete Wiederanstieg der kürzerfristigen Arbeitslosigkeit nicht zu längerfristiger Arbeitslosigkeit führt.

## 4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Die jüngsten Umfrageergebnisse bestätigen, dass sich die wirtschaftliche Dynamik im Euro-Währungsgebiet angesichts einer gedämpften Inlands- und Auslandsnachfrage und verschärfter Finanzierungsbedingungen erheblich abgeschwächt hat. Die von den Regierungen ergriffenen Maßnahmen zur Bewältigung der Finanzmarkturbulenzen dürften das Vertrauen in das Finanzsystem stärken und unangemessenen Beschränkungen des Kreditangebots an Unternehmen und private Haushalte entgegenwirken. Im Zusammenspiel mit dem jüngsten breit angelegten Rückgang der Rohstoffpreise sollten sie dazu beitragen, das Vertrauen wiederherzustellen. Insgesamt dürfte die Verschärfung und Ausweitung der Finanzmarkturbulenzen die Nachfrage im Euroraum für einen recht langen Zeitraum dämpfen. Eine Reihe der zuvor identifizierten Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum sind inzwischen zum Tragen gekommen, insbesondere jene, die von den Finanzmarktspannungen herrühren. Weitere Abwärtsrisiken bestehen nach wie vor im Zusammenhang mit unkontrollierten Entwicklungen aufgrund globaler Ungleichgewichte sowie verstärkter Protektionismusbestrebungen und mit der Möglichkeit erneuter Erhöhungen der Rohstoffpreise.

### 4.1 PRODUKTION UND NACHFRAGE

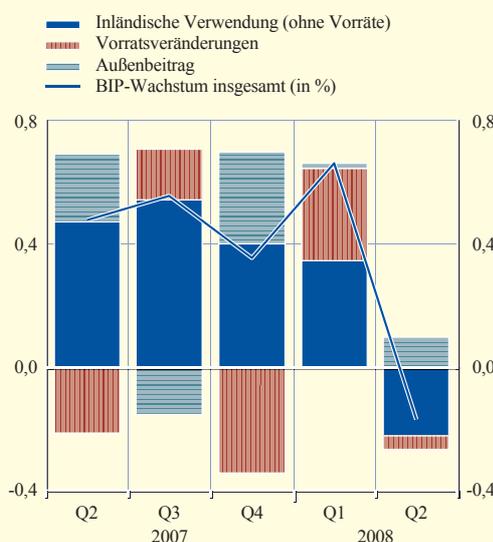
#### DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

Die zweite Schätzung von Eurostat bestätigte, dass das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Euro-Währungsgebiet im zweiten Quartal 2008 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal zurückgegangen ist, nachdem es im ersten Jahresviertel um 0,7 % gestiegen war. Grund für den Rückgang war in erster Linie eine Abschwächung der inländischen Nachfrage (ohne Vorratsveränderungen) (siehe Abbildung 24). Gegenüber der ersten Schätzung kam es zu geringfügigen Revisionen der Außenhandelsdaten (die Ausfuhren wurden leicht nach oben und die Einfuhren nach unten korrigiert), sodass der Wachstumsbeitrag des Außenhandels der neuen Schätzung zufolge 0,1 Prozentpunkte betrug (nach zuvor null Prozentpunkten).

Einer der Hauptgründe für die Schwäche der Binnennachfrage im zweiten Quartal 2008 war der Einbruch bei den Investitionen, die um 1 % zurückgingen. Aus der Aufschlüsselung der Bruttoanlageinvestitionen für das zweite Jahresviertel geht hervor, dass die Bauinvestitionen drastisch (um 1,6 % gegenüber dem Vorquartal) und die übrigen Investitionen geringfügig (um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal) abnahmen. Wie bereits in den vorangegangenen Ausgaben des Monatsberichts erörtert, dürfte die Investitionstätigkeit im Baugewerbe durch die milde Witterung im ersten Quartal dieses Jahres Auftrieb erhalten haben. Dieser Faktor wird bei der Saisonbereinigung nicht angemessen berücksichtigt und erklärt auch weitgehend den im zweiten Quartal beobachteten Rückgang. Auch das Wachstum der Unternehmensinvestitionen hat sich verlangsamt, was auf die verschärften Finanzierungsbedingungen und die Eintrübung der Nachfrage- und Ertragsaussichten zurückzuführen sein dürfte. Der weitere Abbau der Kapazitätsengpässe hat wohl ebenfalls zur Abschwächung der Unternehmensinvestitionen beigetragen, wobei die Kapazitätsauslastung in der Industrie gemäß

Abbildung 24 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

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



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

der Branchenumfrage der Europäischen Kommission im Oktober unter ihren langfristigen Durchschnitt gefallen ist. Für die Zukunft wird davon ausgegangen, dass sich die erwartete Verschlechterung der binnen- und außenwirtschaftlichen Perspektiven und die erhöhte Unsicherheit in Verbindung mit höheren Finanzierungskosten in den kommenden Quartalen weiterhin dämpfend auf das Investitionswachstum auswirken werden.

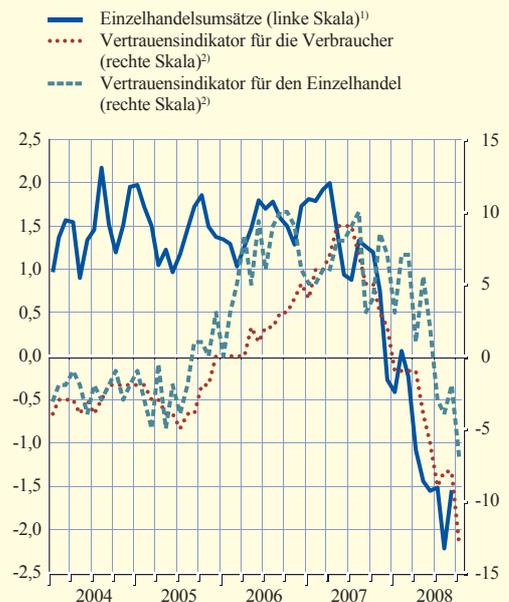
Die privaten Konsumausgaben verringerten sich im zweiten Jahresviertel 2008 als Reaktion auf die beträchtlichen Rohstoffpreissteigerungen, die das Realeinkommen schmälerten, sowie das gesunkene Geldvermögen. Die für das dritte Quartal verfügbaren Indikatoren lassen auf eine weiterhin verhaltene Entwicklung des privaten Verbrauchs schließen. Die Einzelhandelsumsätze im Euroraum stiegen im dritten Jahresviertel 2008 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal, während die Pkw-Neuzulassungen im selben Zeitraum um 1,2 % gegenüber dem Vorquartal abnahmen (siehe Abbildung 25).

Was die Zukunft betrifft, so sollte der jüngste breit angelegte Rückgang der Rohstoffpreise das verfügbare Einkommen stützen und damit den privaten Konsum anregen. Dies könnte dazu beitragen, dem negativen Einfluss der Finanzmarkturbulenzen auf das Vertrauen der Privathaushalte zum Teil entgegenzuwirken. Gleichwohl bleibt die weitere Entwicklung mit großer Unsicherheit behaftet; bislang liegen seit der Verschärfung der Finanzmarkturbulenzen nur sehr wenige Informationen über die Konsumaussichten der privaten Haushalte vor. Der bis dato einzige für das vierte Quartal verfügbare Indikator ist das Verbrauchervertrauen im Oktober. Mit den aufkommenden Bedenken der Verbraucher hinsichtlich der allgemeinen Wirtschaftslage und der Arbeitsmarktaussichten verzeichnete dieser Indikator den zweitstärksten monatlichen Rückgang seit Beginn der Umfrage im Jahr 1985 und fiel auf den niedrigsten Stand seit 1994.

Das Verbrauchervertrauen ist für gewöhnlich ein angemessener Indikator für die Entwicklung des privaten Verbrauchs und korreliert beispielsweise eng mit dem jährlichen Wachstum der privaten Konsumausgaben. Es handelt sich hierbei jedoch um einen Stimmungsindikator, und die Privathaushalte werden nicht konkret zu ihren aktuellen oder geplanten Ausgaben befragt. So ist es möglich, dass die Stimmungslage in diesem Fall die reale Entwicklung der privaten Konsumausgaben nicht korrekt widerspiegelt. Wie in Kasten 6 erörtert, gab es in der Vergangenheit einige Fälle, insbesondere in Phasen von Finanzmarkturbulenzen wie 1992 und 1998, in denen ein Rückgang des Verbrauchervertrauens nicht mit einer entsprechenden Verringerung des privaten Verbrauchs einherging. Seit Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen im August 2007 hat sich das Verbrauchervertrauen jedoch durchweg als recht zuverlässiger Indikator der privaten Konsumententwicklung erwiesen. Es ist daher davon auszugehen, dass der Vertrauensrückgang im Oktober auch eine Verschlechterung der privaten Konsumaussichten auf kurze Sicht signalisiert. Gleichwohl herrscht nach wie vor große

**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.

Unsicherheit, inwieweit sich die Finanzmarkturbulenzen negativ auf den Konsum und die realwirtschaftliche Entwicklung allgemein auswirken.

Kasten 6

VERLÄSSLICHKEIT VON UMFRAGEDATEN IN ZEITEN VON FINANZMARKTTURBULENZEN

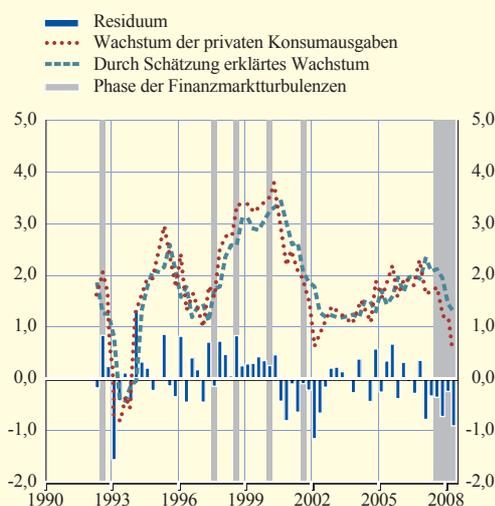
Die aus Umfragen der Europäischen Kommission und der Einkaufsmanagerbefragung abgeleiteten Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet korrelieren seit jeher relativ eng mit der Entwicklung der Realwirtschaft. Da sie vor der Veröffentlichung der Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen verfügbar sind, dienen sie als frühzeitige Hinweise auf die realwirtschaftliche Entwicklung. Allerdings sind Bewegungen dieser Indikatoren immer mit Vorsicht zu interpretieren. Große positive oder negative gesamtwirtschaftliche Schocks können von den Umfrageteilnehmern überbewertet werden und zu aus den Indikatoren ablesbaren Überreaktionen führen. So ist zum Beispiel unklar, wie stark sich die Ende des Sommers 2007 ausgebrochenen Turbulenzen an den Finanzmärkten auf die historische Beziehung zwischen diesen Indikatoren und der Realwirtschaft ausgewirkt haben. Eine Möglichkeit ist, dass die Umfrageteilnehmer übermäßig negativ von den Ereignissen an den Finanzmärkten oder durch schlechte Nachrichten beeinflusst wurden. In diesem Fall würde sich in einem Abwärtstrend eines Umfrageindikators nicht nur eine Veränderung der realwirtschaftlichen Aktivität, sondern auch von den Finanzmarkturbulenzen ausgehende psychologische Effekte widerspiegeln. Dadurch würde die Interpretation der Indikatoren in diesen Phasen erschwert. Im vorliegenden Kasten werden die jüngsten Entwicklungen einiger Umfragen anhand von Daten bis September 2008 beleuchtet und mit denen aus früheren Phasen von Finanzmarkturbulenzen verglichen.

Um zu untersuchen, ob Phasen von Finanzmarkturbulenzen über die realwirtschaftlichen Veränderungen hinaus negativ auf Umfrageindikatoren wirken, muss die historische Beziehung der ausgewählten Indikatoren mit den Jahreswachstumsraten der Realwirtschaft während und außerhalb solcher Phasen analysiert werden. Hierfür werden fünf historische Phasen von Finanzmarkturbulenzen betrachtet: die Krise des Wechselkursmechanismus (WKM-Krise, September 1992), die Asienkrise (Juli 1997), die Long-Term-Capital-Management-Krise (LTCM-Krise, September 1998), das Platzen der Technologieblase (März 2000) und die Terroranschläge in den Vereinigten Staaten (September 2001). Die derzeitigen Finanzmarkturbulenzen umfassen den Zeitraum ab dem dritten Quartal 2007.

Um die Häufigkeit auf die realen Daten abzustimmen, kann von den Umfrageindikatoren ein Quartalsdurchschnitt ermittelt werden.

Abbildung A Beziehung zwischen dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikator für die Verbraucher und dem Wachstum der privaten Konsumausgaben

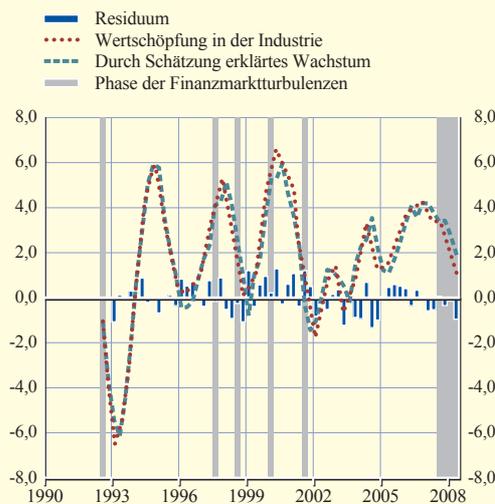
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

**Abbildung B** Beziehung zwischen dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikator für die Industrie und dem Wertschöpfungswachstum in der Industrie

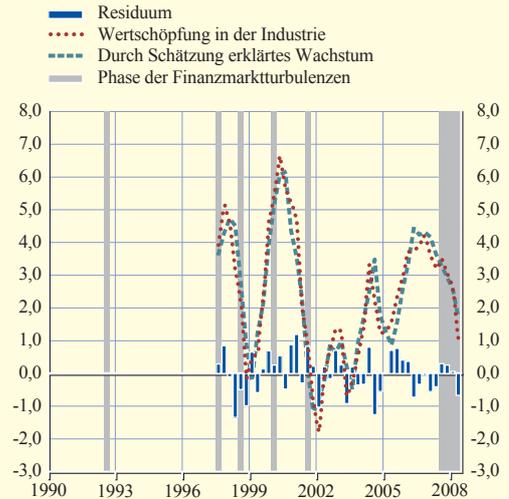
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

**Abbildung C** Beziehung zwischen dem EMI-Teilindex für das verarbeitende Gewerbe und dem Wertschöpfungswachstum in der Industrie

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.

Dadurch werden auch einige der typischen monatlichen Schwankungen der Umfrageindikatoren ausgeschaltet. Die Abbildungen A bis E zeigen historische Übereinstimmungen der Regressionen der Jahreswachstumsrate der Wirtschaft auf ausgewählte Umfrageindikatoren.<sup>1</sup> Bei einer Überreaktion in den Umfrageergebnissen (d. h. einem zu starken Rückgang) in Zeiten von Finanzmarkturbulenzen sollte es große positive Residuen geben (d. h., das tatsächliche Wachstum minus das durch die Schätzung erklärte Wachstum sollte positiv sein). Die grauen Bereiche in den Abbildungen zeigen die Phasen von Finanzmarkturbulenzen an.

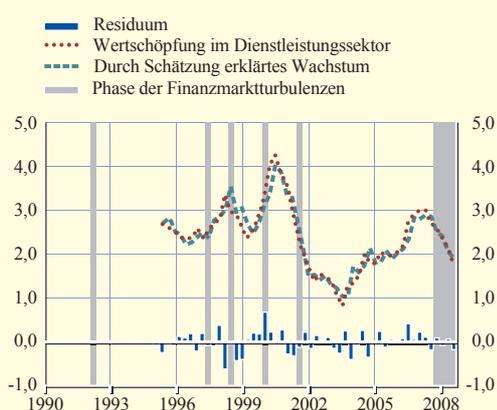
Abbildung A zeigt das jährliche Konsumwachstum und das durch die Schätzung erklärte Wachstum, das sich aus einer einfachen Regression des Wachstums der privaten Konsumausgaben auf den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikator für die Verbraucher ergibt, ebenso wie die Residuen aus dieser Regression. Während der WKM-Krise und der LTCM-Krise gibt es große positive Residuen, was auf eine mögliche Überreaktion hindeutet. Insgesamt ist der Vertrauensindikator für die Verbraucher jedoch dem Wachstum der privaten Konsumausgaben weitgehend gefolgt, und es gibt kaum Hinweise darauf, dass sich diese Beziehung während der jüngsten Phase der Finanzmarkturbulenzen deutlich abgeschwächt hat. Vielmehr scheint das Konsumwachstum sogar stärker zurückgegangen zu sein, als der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher dies (anhand der negativen Residuen) vermuten ließe.

Die Abbildungen B und C zeigen das jährliche Wertschöpfungswachstum in der Industrie und das durch die Schätzung erklärte Wachstum, das sich aus einer einfachen Regression des Wertschöpfungswachstums auf den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikator für die Industrie und den von Markit veröffentlichten Einkaufsmanagerindex (EMI) für das

<sup>1</sup> Die Regressionen beinhalten auch Verzögerungen der Jahreswachstumsraten der realwirtschaftlichen Aktivität.

**Abbildung D** Beziehung zwischen dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikator im Dienstleistungssektor und dem Wertschöpfungswachstum im Dienstleistungsgewerbe

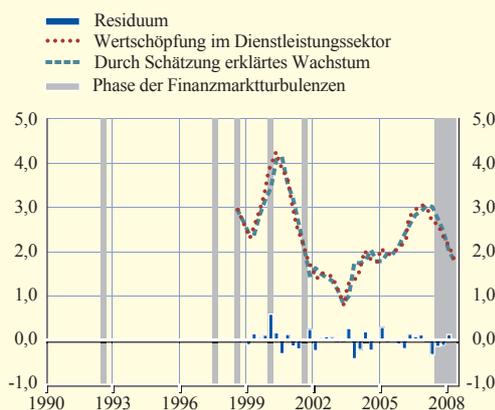
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

**Abbildung E** Beziehung zwischen dem EMI-Teilindex für den Dienstleistungssektor und dem Wertschöpfungswachstum im Dienstleistungsgewerbe

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.

verarbeitende Gewerbe ergibt. Die einzige Phase mit Turbulenzen, in der ein großes positives Residuum beobachtet werden konnte, war nach den Terroranschlägen in den Vereinigten Staaten im September 2001. Es gibt bisher keine Hinweise darauf, dass von den Umfragen der Europäischen Kommission oder den EMI-Umfragen irreführende Signale während der derzeitigen Finanzmarkturbulenzen ausgingen. Dies bestätigt auch eine Analyse der Residuen aus Regressionen, die offenbar ähnlich ausfallen wie in der Vergangenheit. Da die Residuen tendenziell negativ sind (vor allem in den Umfragen der Europäischen Kommission), deuten sie jedenfalls sicherlich nicht auf eine Überreaktion hin, sondern eher darauf, dass die Umfrageergebnisse im Vergleich zur realwirtschaftlichen Entwicklung nicht stark genug gesunken sind.

Die Abbildungen D und E zeigen das jährliche Wertschöpfungswachstum im Dienstleistungssektor und das durch die Schätzung erklärte Wachstum, das sich aus einer einfachen Regression des Wertschöpfungswachstums auf den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikator für das Dienstleistungsgewerbe und den von Markit veröffentlichten EMI-Teilindex für die Konjunkturerwicklung in diesem Sektor ergibt. Während des Platzens der Technologieblase im Jahr 2000 zeigt die Regression ein großes positives Residuum. Auch hier geht aus einer Analyse der Residuen hervor, dass die Indikatoren während der jüngsten Finanzmarkturbulenzen bislang nicht überreagiert haben.

Insgesamt scheinen von den quartalsdurchschnittlichen Umfrageindikatoren noch keine Überreaktionen oder besonders irreführende Signale hinsichtlich der realwirtschaftlichen Entwicklung während der jüngsten Finanzmarkturbulenzen ausgegangen zu sein. So liefert eine Analyse der Residuen aus einfachen Regressionen des Jahreswachstums auf die quartalsdurchschnittlichen Umfrageergebnisse keine Hinweise darauf, dass die Umfrageergebnisse tendenziell zu stark gefallen sind. Die Residuen während der Phasen von Finanzmarkturbulenzen sind nicht ungewöhnlich groß; sie sind sogar oft negativ. Obgleich bei früheren Phasen von Finanzmarkturbulenzen zeitweise große positive Residuen festgestellt werden können, stellt dies eine Ausnahme dar. Vor diesem Hintergrund dürfte der Rückgang der betreffenden Umfrageindikatoren in den vergange-

nen Monaten die realwirtschaftliche Entwicklung widerspiegeln, was dann seinen Niederschlag in den quantitativen Statistiken finden sollte und die Konjunkturschwäche im zweiten Halbjahr 2008 bestätigen dürfte.

## SEKTORALE WERTSCHÖPFUNG

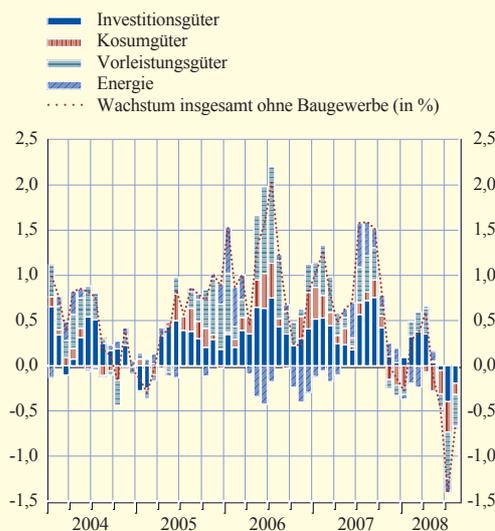
Der im zweiten Quartal 2008 beobachtete Produktionsrückgang im Euro-Währungsgebiet war auf eine geringere Wertschöpfung in der Industrie und im Baugewerbe zurückzuführen, die teilweise durch das robustere Wachstum im Dienstleistungssektor ausgeglichen wurde.

Die verfügbaren Indikatoren für die Produktion in der Industrie und im Dienstleistungsgewerbe lassen auf ein schwaches Wachstum im dritten Quartal schließen. Die Erzeugung in der Industrie (ohne Baugewerbe) wurde im August zwar kräftig ausgeweitet, doch blieb der Abwärtstrend bestehen, wobei die Produktion im Juli und August im Durchschnitt unter dem Niveau des zweiten Viertels lag (siehe Abbildung 26). Im Baugewerbe nahm die Produktion im August geringfügig zu, aber gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum fiel die Veränderung immer noch negativ aus. Umfragen zur Konjunktorentwicklung in der Industrie und im Dienstleistungssektor bestätigen das Bild einer gedämpften Wirtschaftstätigkeit im dritten Jahresviertel.

Mit Blick auf das vierte Quartal wurden bei den Branchenumfragen im Oktober breit angelegte Rückgänge verzeichnet. Der Oktober-Umfrage der Europäischen Kommission zufolge sank das

**Abbildung 26 Beiträge zum Wachstum der Industrieproduktion**

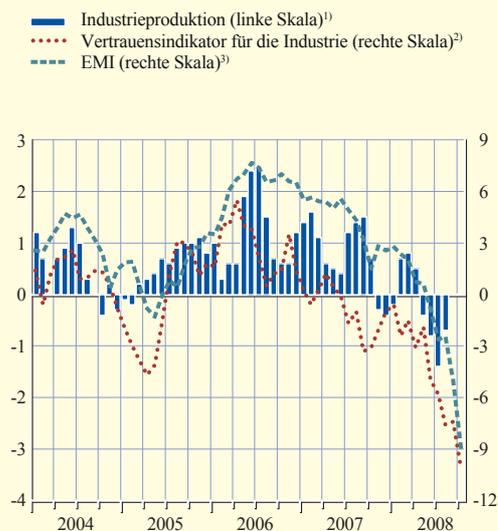
(Wachstum in % und Beiträge in Prozentpunkten; Monatswerte; saisonbereinigt)



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

Vertrauen in die Industrie auf den niedrigsten Stand seit November 2001 und im Dienstleistungsgewerbe auf den geringsten Wert seit Beginn der Erhebung im Jahr 1995. Auch der Einkaufsmanagerindex (EMI) verzeichnete im Oktober 2008 erneut einen sehr starken Einbruch und fiel auf den tiefsten Stand seit Einführung der Umfrage im Jahr 1998.

## 4.2 ARBEITSMARKT

Nachdem sich die Lage am Arbeitsmarkt des Euro-Währungsgebiets in den vergangenen Jahren deutlich gebessert hatte, war in den letzten Monaten eine Eintrübung der Aussichten zu beobachten. Die Arbeitslosenquote ist seit Jahresbeginn 2008 gestiegen, und die Beschäftigungserwartungen haben sich den Umfragen zufolge abgeschwächt.

### BESCHÄFTIGUNG

Die zweite Schätzung von Eurostat bestätigte, dass die Beschäftigung im Euroraum im zweiten Quartal des Jahres um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal zugenommen hatte, nachdem sie im vorangegangenen Dreimonatszeitraum um 0,3 % gestiegen war (siehe Tabelle 7). Der im zweiten Jahresviertel verzeichnete Wachstumsrückgang spiegelte eine deutliche Verschlechterung der Beschäftigungsentwicklung im Baugewerbe wider.

Was die aktuelle Entwicklung betrifft, so haben sich die Beschäftigungserwartungen im Oktober weiter abgeschwächt. Der EMI-Teilindex für die Beschäftigung zeigt für die vergangenen vier Monate einen Rückgang an; seit Juli 2008 liegt er unter der Referenzlinie von 50 Indexpunkten. Aus der Umfrage der Europäischen Kommission geht zudem hervor, dass die Beschäftigungserwartungen gesunken sind. So lagen die Indikatoren für den Dienstleistungssektor und die Industrie auf dem niedrigsten Niveau seit Anfang 2004. Alles in allem dürfte das Beschäftigungswachstum – auch angesichts der erwarteten Konjunkturabschwächung – im zweiten Halbjahr 2008 sehr gering sein (siehe Abbildung 28).

Infolge der rückläufigen Produktion und des anhaltenden Beschäftigungsanstiegs ging die Arbeitsproduktivität im zweiten Quartal 2008 zurück. Das jährliche Arbeitsproduktivitätswachstum belief

**Tabelle 7 Beschäftigungswachstum**

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

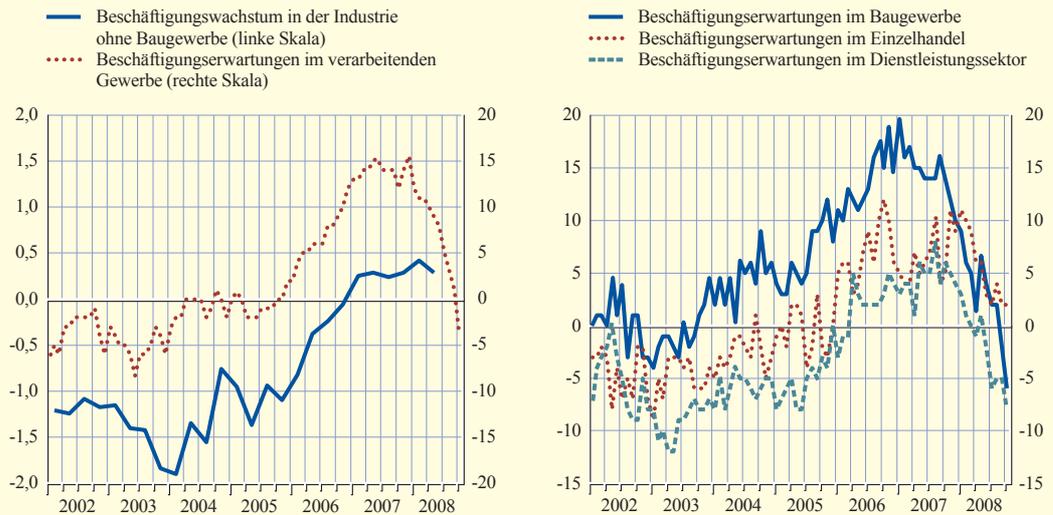
	Vorjahrsraten		Quartalsraten				
	2006	2007	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2
Gesamtwirtschaft	1,6	1,8	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
<i>Darunter:</i>							
Landwirtschaft und Fischerei	-1,9	-1,2	-0,4	-1,2	-0,5	0,5	-1,0
Industrie	0,5	1,4	0,2	0,0	0,1	0,2	-0,3
Ohne Baugewerbe	-0,4	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0
Baugewerbe	2,6	3,9	0,5	0,0	0,0	0,1	-1,1
Dienstleistungen	2,2	2,1	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4
Handel und Verkehr	1,6	1,8	0,9	0,7	0,1	0,4	0,4
Finanzierung und Unternehmensdienstleister	3,9	4,1	1,3	0,8	0,7	0,9	0,4
Öffentliche Verwaltung <sup>1)</sup>	1,9	1,3	0,1	0,5	0,4	0,0	0,5

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 Verbrauchenumfragen der Europäischen Kommission.  
Anmerkung: Die Salden sind mittelwertbereinigt.

sich den Schätzungen zufolge im zweiten Jahresviertel auf 0,2 % (siehe Abbildung 29). Die jüngsten Daten des EMI-Teilindex für die Produktivitätsentwicklung lassen darauf schließen, dass die Arbeitsproduktivität auch danach schwach blieb.

#### ARBEITSLOSIGKEIT

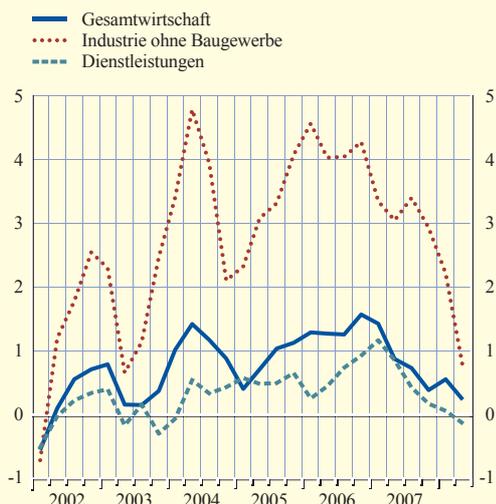
Im September 2008 war die Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet mit 7,5 % stabil (siehe Abbildung 30). Allerdings erhöhte sich die Zahl der Arbeitslosen den sechsten Monat in Folge und stieg im September um über 50 000 an.

#### 4.3 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Die Konjunkturaussichten sind mit einer außergewöhnlich hohen Unsicherheit behaftet, die in erster Linie durch die Verschärfung und Ausweitung der Finanzmarkturbulenzen bedingt ist. Die jüngsten Umfragedaten bestätigen, dass sich die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet angesichts einer gedämpften Inlands- und Auslandsnachfrage und restriktiverer Finanzierungsbedingungen erheblich eingetrübt hat. Die von den Regierungen ergriffenen Maßnahmen zur Bewältigung der Finanzmarkturbulenzen dürften das Vertrauen in das Finanzsystem stärken und unangemessenen Beschränkungen des Kreditangebots an Unternehmen und private Haushalte entgegenwirken. Im Zusammenspiel mit dem jüngsten breit angelegten Rückgang der Rohstoffpreise dürften sie dazu beitragen, das Vertrauen wiederherzustellen.

Abbildung 29 Arbeitsproduktivität

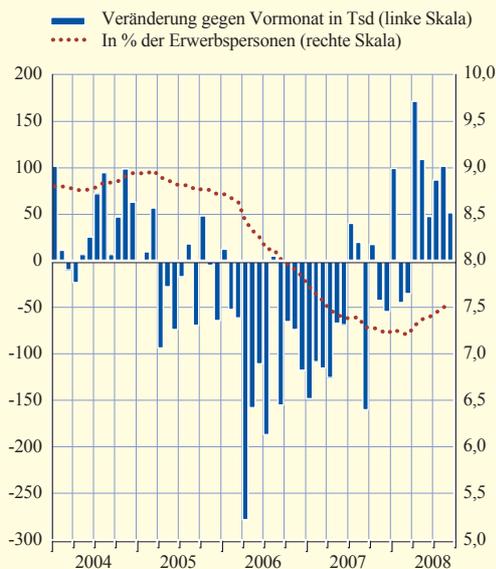
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung 30 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Eine Reihe der bereits früher identifizierten Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum sind nun zum Tragen gekommen, insbesondere jene, die von den Finanzmarktspannungen herrühren. Weitere Abwärtsrisiken bestehen nach wie vor im Zusammenhang mit unkontrollierten Entwicklungen aufgrund globaler Ungleichgewichte sowie verstärkter Protektionismusbestrebungen und mit der Möglichkeit erneuter Erhöhungen der Rohstoffpreise.

# 5 WECHSELKURS- UND ZAHLUNGSBILANZENTWICKLUNG

## 5.1 WECHSELKURSE

Die Volatilität an den Devisenmärkten hat in den letzten Wochen historische Höchststände erreicht. Nach einer Erholung in der zweiten Septemberhälfte schwächte sich der Euro im Oktober wieder ab. Am 5. November notierte die Gemeinschaftswährung in nominaler effektiver Rechnung 8,3 % unter ihrem Stand von Ende Juli und damit 1,8 % unter ihrem Durchschnitt des Jahres 2007.

### EFFEKTIVER WECHSELKURS DES EURO

Am 5. November 2008 lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro – gemessen an den Währungen 22 wichtiger Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – 8,3 % unter seinem Stand von Ende Juli und 1,8 % unter seinem Durchschnitt des Jahres 2007 (siehe Abbildung 31).

Der effektive Wechselkurs des Euro wies im Zusammenhang mit einem breit angelegten Wertverlust der Gemeinschaftswährung in den vergangenen drei Monaten eine stark erhöhte Volatilität auf. Dies resultierte in erster Linie aus einer deutlichen Abwertung gegenüber dem japanischen Yen, dem US-Dollar, dem chinesischen Renminbi und dem Schweizer Franken. Diese Bewegungen wurden durch eine Aufwertung des Euro in Relation zum Pfund Sterling, zur schwedischen und norwegischen Krone und zu den Währungen einiger Länder, die der EU seit 2004 beigetreten sind, etwas ausgeglichen.

### US-DOLLAR/EURO

Der Euro hat zum US-Dollar in den letzten Monaten unter starken Schwankungen an Wert verloren. Er notierte besonders im Oktober wesentlich schwächer und fiel auf den niedrigsten Stand seit mehr als zwei Jahren. Gleichzeitig erreichte die erwartete Volatilität historische Höchstwerte.

Die drastische Abwertung der Gemeinschaftswährung im Oktober geschah zu dem Zeitpunkt, als die Börsenkurse vor dem Hintergrund einer erhöhten weltweiten Risikoaversion einbrachen. Diese Schwäche des Euro scheint teilweise mit

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

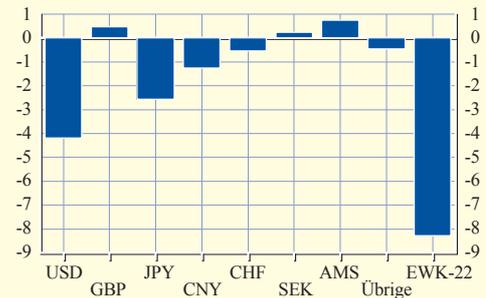
(Tageswerte)



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

31. Juli 2008 bis 5. November 2008

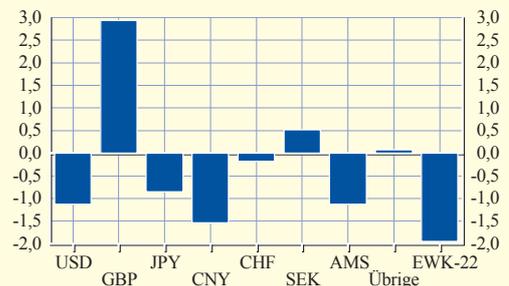
(in Prozentpunkten)



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

3. Januar 2005 bis 5. November 2008

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen 22 wichtiger 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.

der umfangreichen Rückführung von Auslandsanlagen in die Vereinigten Staaten in Zusammenhang zu stehen. Angesichts der geringeren Liquidität an den Geldmärkten hat offenbar ein weiterer Faktor zum Wertverlust des Euro beigetragen: Es fanden in großem Umfang Käufe von US-Dollar statt, um sehr hohe grenzüberschreitende Bankverbindlichkeiten, die auf diese Währung lauteten, bedienen zu können. Hierbei war es offensichtlich für einige europäische Banken mit Bedarf an US-Dollar günstiger, Gelder in Euro aufzunehmen und sie dann in die US-amerikanische Währung umzutauschen. Die Entscheidung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank, im Oktober den Zielzinssatz für Tagesgeld zu senken, hatte nur einen geringen Einfluss auf den Wechselkurs des US-Dollar.

Am 5. November 2008 notierte der Euro bei 1,29 USD und damit 17,6 % unter seinem Stand von Ende Juli bzw. 6,1 % unter seinem Durchschnitt des Jahres 2007 (siehe Abbildung 32).

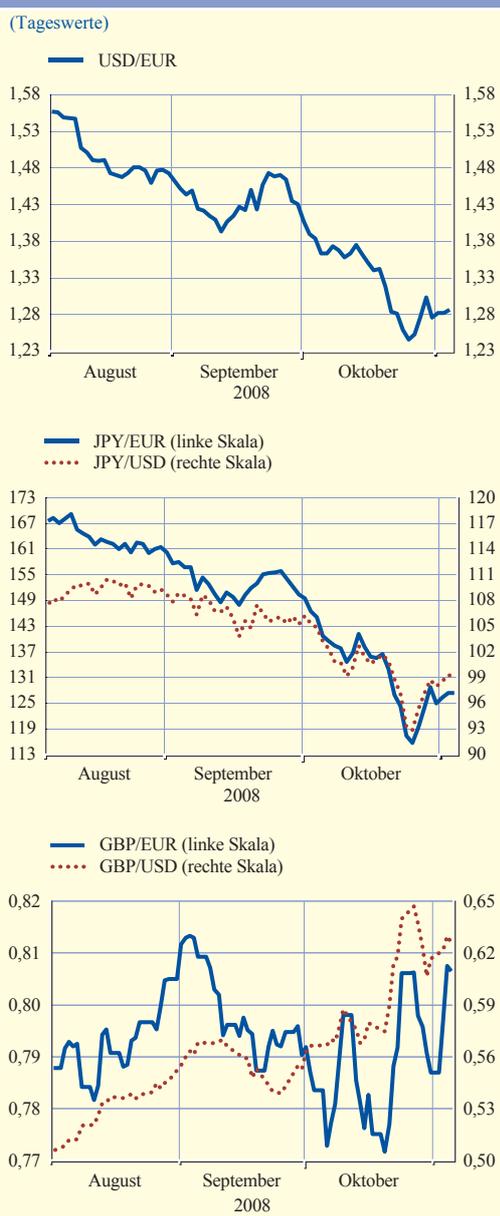
#### JAPANISCHER YEN/EURO

Der Euro schwächte sich im Oktober im Verhältnis zum japanischen Yen wesentlich stärker ab als gegenüber dem US-Dollar. Der rasche Kursverlust der Gemeinschaftswährung in Relation zum Yen erfolgte vor dem Hintergrund eines im historischen Vergleich hohen Anstiegs der erwarteten Wechselkursvolatilität. Diese Entwicklung trug zur Stützung der japanischen Währung bei, da sie die Attraktivität einer Kreditaufnahme in Yen als Finanzierungsmittel für Carry-Trade-Strategien verringerte; hierbei handelt es sich um Transaktionen, bei denen Kredite in einer niedrig verzinslichen Währung (wie dem japanischen Yen) aufgenommen und die entsprechenden Mittel in einer Hochzinswährung angelegt werden. Der Beschluss der Bank von Japan, den Zielzinssatz um 20 Basispunkte zu senken, hatte keine nennenswerten Auswirkungen auf die japanische Währung. Insgesamt hat der Euro seit Ende Juli gegenüber dem japanischen Yen 24,6 % an Wert verloren und notierte am 5. November bei 127,4 JPY.

#### WÄHRUNGEN DER EU-MITGLIEDSTAATEN

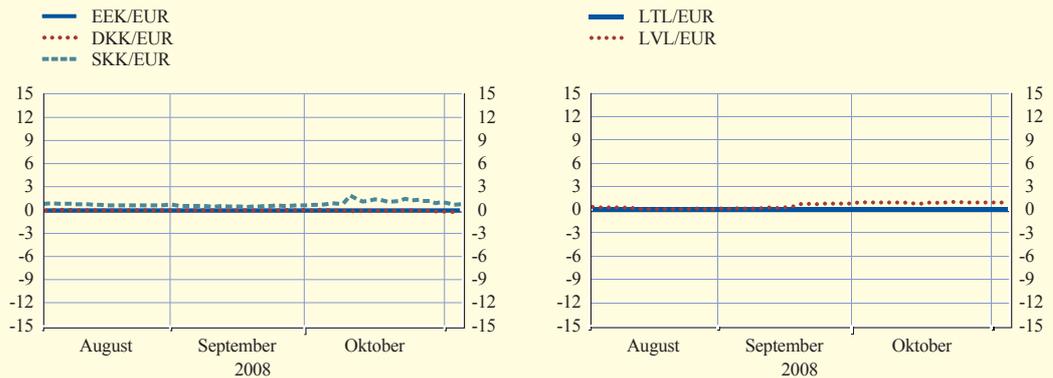
In den letzten Monaten sind die meisten am WKM II teilnehmenden Währungen gegenüber dem Euro stabil geblieben und werden weiterhin zu oder nahe bei ihrem jeweiligen Leitkurs gehandelt (siehe Abbildung 33). Nachdem der Leitkurs der slowakischen Krone im WKM II mit Wirkung vom

Abbildung 32 Wechselkursentwicklung



**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 Standardschwankungsbreite von  $\pm 15\%$ . Der Leitkurs der slowakischen Krone im WKM II wurde mit Wirkung vom 29. Mai 2008 um  $17,6472\%$  angehoben.

29. Mai dieses Jahres angehoben worden war, notierte sie durchweg leicht unter ihrem neuen Leitkurs von 30,1260 SKK je Euro und lag am 5. November  $0,7\%$  darunter. Im selben Zeitraum schwächte sich der lettische Lats im Verhältnis zum Euro leicht ab und wurde am 5. November  $0,9\%$  unter seinem Leitkurs gehandelt. Die Danmarks Nationalbank hob im Oktober ihren Leitzins zweimal (um insgesamt 90 Basispunkte) auf  $5,5\%$  an, um vor dem Hintergrund der zunehmenden Turbulenzen an den Finanzmärkten einem Druck auf die Landeswährung entgegenzuwirken.

Was die Währungen der anderen, nicht am WKM II teilnehmenden EU-Mitgliedstaaten anbelangt, so legte der Euro von Ende Juli bis zum 5. November 2008 in Relation zum Pfund Sterling um  $2,2\%$  zu; dies stand in Zusammenhang mit Markterwartungen bezüglich eines länger anhaltenden Wirtschaftsabschwungs im Vereinigten Königreich. Der Euro verzeichnete auch Kursgewinne von  $5\%$  in Relation zur schwedischen Krone. Im gleichen Zeitraum gewann die Gemeinschaftswährung gegenüber dem polnischen Zloty  $9,7\%$  und dem ungarischen Forint  $12,1\%$  an Wert, da an den Märkten Besorgnis über die außenwirtschaftliche Verwundbarkeit Ungarns herrschte. Darüber hinaus wertete der Euro zum rumänischen Leu um  $5,5\%$  auf.

#### ANDERE WÄHRUNGEN

Im Zeitraum von Ende Juli bis zum 5. November 2008 verlor der Euro gegenüber dem Schweizer Franken rund  $8\%$  an Wert, da die Schweizer Währung von den Marktteilnehmern während der aktuellen Finanzmarkturbulenzen und des daraus resultierenden Anstiegs der Risikoaversion als sicherer Hafen eingestuft wurde. Die Gemeinschaftswährung wertete auch in Relation zum Hongkong-Dollar und zum chinesischen Renminbi, die an den US-Dollar gekoppelt sind, um rund  $18\%$  ab, zum Singapur-Dollar um rund  $11\%$  und gegenüber dem kanadischen Dollar um rund  $7\%$ . Gleichzeitig legte sie im Verhältnis zum australischen Dollar um rund  $13\%$ , zur norwegischen Krone um rund  $8\%$  und zum koreanischen Won um rund  $2\%$  zu.

## 5.2 ZAHLUNGSBILANZ

Die über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanz wies im August 2008 ein Defizit von 25,6 Mrd € (0,3 % des BIP) auf, verglichen mit einem Überschuss von 46,9 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum. Hierin spiegelten sich hauptsächlich ein infolge des gestiegenen Ölpreises niedrigerer Warenhandelsüberschuss sowie eine Ausweitung des Defizits bei den laufenden Übertragungen wider. Bei den in der Kapitalbilanz ausgewiesenen Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen kam es im genannten Zwölfmonatszeitraum zu kumulierten Mittelabflüssen von per saldo 134 Mrd € nach Nettokapitalzuflüssen von 167 Mrd € ein Jahr zuvor. Dieser Umschwung resultierte in erster Linie aus dem geringeren Nettoerwerb von Wertpapieren des Euroraums durch gebietsfremde Anleger.

### WARENHANDEL, DIENSTLEISTUNGSVERKEHR UND LEISTUNGSBILANZ

Im August 2008 wies die über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanz ein Defizit in Höhe von 25,6 Mrd € (saison- und arbeitstäglich bereinigt) bzw. 0,3 % des BIP auf. Dem stand ein Überschuss von 46,9 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum gegenüber. Diese Entwicklung war im Wesentlichen auf eine Verringerung des Warenhandelsüberschusses, eine Ausweitung des Defizits bei den laufenden Übertragungen und einen Umschwung bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen von einem Überschuss zu einem Defizit zurückzuführen; diese Faktoren wurden nur in geringem Maße durch einen höheren Überschuss im Dienstleistungsverkehr kompensiert (siehe Abbildung 34).

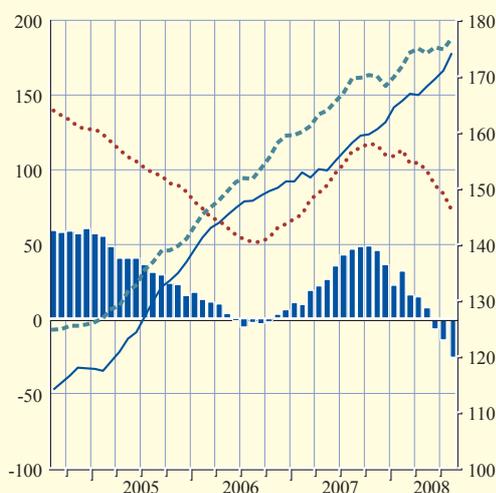
Das über zwölf Monate kumulierte Defizit bei den laufenden Übertragungen (91,8 Mrd €) resultierte hauptsächlich aus einem strukturellen Defizit gegenüber den EU-Institutionen und den Nicht-G-10-Ländern außerhalb der EU und hing zu einem großen Teil mit Mittelabflüssen in Form von Auslandshilfen und Heimatüberweisungen von Gastarbeitern zusammen. Der Rückgang des Warenhandelsüberschusses (um 48,5 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis August 2008) setzte dagegen erst kürzlich ein und war im Wesentlichen die Folge nachlassender Exporte in Verbindung mit einem kräftigen Anstieg der Importwerte. Letzterer war den höheren Preisen für Rohöl und sonstige Rohstoffe zuzuschreiben. So belief sich das kumulierte Ölhandelsdefizit im Zwölfmonatszeitraum bis Juli 2008 auf 215 Mrd €; damit hat sich das Minus im Ölhandel seit dem Schlussquartal 2002 kontinuierlich ausgeweitet.

Während der drei Monate bis August 2008 legten die wertmäßigen Ausfuhren um 1,5 % zu (siehe Tabelle 8). Vor dem Hintergrund einer weltweit nachlassenden Nachfrage und des Anstiegs des effektiven Euro-Wechselkurses in der Vergangenheit hatten sich die Exportvolu-

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

(in Mrd €; Monatswerte; saisonbereinigt)

- Saldo der Leistungsbilanz (über 12 Monate kumuliert; linke Skala)
- Saldo des Warenhandels und Dienstleistungsverkehrs (über 12 Monate kumuliert; linke Skala)
- - - - Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen (gleitender Dreimonatsdurchschnitt; rechte Skala)
- Einfuhr von Waren und Dienstleistungen (gleitender Dreimonatsdurchschnitt; rechte Skala)



Quelle: EZB.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

			Gleitende Dreimonatsdurchschnitte bis				Über 12 Monate kumulierte Werte bis	
	2008 Juli	2008 Aug.	2007 Nov.	2008 Febr.	2008 Mai	2008 Aug.	2007 Aug.	2008 Aug.
<i>In Mrd €</i>								
<b>Leistungsbilanz</b>	-3,0	-7,3	1,8	-2,3	-2,8	-5,2	46,9	-25,6
Saldo des Warenhandels	-0,4	-3,3	4,6	1,1	1,3	-1,6	64,6	16,1
Ausfuhr	135,1	136,9	128,3	129,9	132,2	134,9	1 485,0	1 576,1
Einfuhr	135,5	140,1	123,6	128,9	130,9	136,6	1 420,5	1 559,9
Saldo der Dienstleistungen	4,9	4,1	4,8	5,1	4,7	4,3	47,7	56,7
Einnahmen	41,0	43,0	41,8	41,9	41,9	41,9	470,2	502,6
Ausgaben	36,2	38,9	37,0	36,8	37,2	37,6	422,5	445,9
Saldo der Erwerbs- und Vermögens- einkommen	-0,6	-1,3	0,3	-0,6	-1,0	-0,9	15,5	-6,6
Saldo der laufenden Übertragungen	-6,8	-6,9	-7,9	-7,9	-7,8	-7,0	-80,8	-91,8
<b>Kapitalbilanz <sup>1)</sup></b>	-5,7	-27,1	-16,7	-15,2	29,6	-6,3	112,1	-25,7
Direktinvestitionen und Wertpapier- anlagen zusammengenommen (netto)	-21,1	-25,5	-0,6	-21,2	-14,3	-8,4	166,7	-133,7
Nettodirektinvestitionen	-12,3	-11,6	0,9	-32,2	-17,0	-14,5	-175,8	-188,5
Nettowertpapieranlagen	-8,8	-13,9	-1,6	11,0	2,7	6,1	342,5	54,7
Aktien und Investmentzertifikate	-0,8	-1,6	-10,2	20,4	-7,8	-5,5	128,0	-9,3
Schuldverschreibungen	-8,0	-12,3	8,6	-9,4	10,5	11,6	214,6	64,0
Anleihen	-0,3	21,4	11,3	9,7	19,4	17,9	262,8	174,6
Geldmarktpapiere	-7,8	-33,7	-2,6	-19,0	-8,8	-6,4	-48,2	-110,6
<i>Veränderung gegenüber der Vorperiode in %</i>								
<b>Warenhandel und Dienstleistungen</b>								
Ausfuhr	1,0	2,1	0,2	1,1	1,3	1,5	11,2	6,3
Einfuhr	-0,1	4,3	1,6	3,1	1,5	3,6	7,9	8,8
<b>Warenhandel</b>								
Ausfuhr	1,7	1,3	-0,1	1,3	1,7	2,1	11,7	6,1
Einfuhr	1,1	3,4	1,8	4,2	1,6	4,3	7,4	9,8
<b>Dienstleistungen</b>								
Einnahmen	-1,4	4,9	1,3	0,4	-0,0	-0,1	9,3	6,9
Ausgaben	-4,2	7,6	1,0	-0,5	1,1	1,0	9,9	5,5

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

mina im Dreimonatszeitraum bis Juli allerdings um 2,7 % verringert. Bei näherer Betrachtung der volumenmäßigen Warenausfuhr des Euroraums in Drittländer wird deutlich, dass der Exportrückgang alle Warengruppen, besonders aber Konsum- und Vorleistungsgüter, betraf.

Der starke Ölpreisanstieg war ein wichtiger Bestimmungsfaktor der im Betrachtungszeitraum wertmäßigen Zunahme der Einfuhren. Die bis Juli 2008 vorliegende Aufschlüsselung des Warenhandels nach Volumen und Preisen zeigt, dass sich die Einfuhrpreise seit dem vierten Quartal 2007 kontinuierlich erhöht haben, während die entsprechenden Volumina insbesondere aufgrund der verringerten Industrieerzeugung im Euroraum stetig gesunken sind.

Was die sonstigen Teilsalden der Leistungsbilanz betrifft, so weitete sich der über zwölf Monate kumulierte Überschuss im Dienstleistungsverkehr aus und belief sich im August 2008 auf 56,7 Mrd €, verglichen mit 47,7 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum. Der Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen schließlich verschlechterte sich – hauptsächlich infolge höherer Zahlungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets – über zwölf Monate kumuliert um

22,1 Mrd €: Nach einem Überschuss in Höhe von 15,5 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis August 2007 wurde ein Jahr später ein kumuliertes Defizit von 6,6 Mrd € verzeichnet.

### KAPITALBILANZ

Im Dreimonatszeitraum bis August 2008 kam es im Euro-Währungsgebiet bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen zu monatsdurchschnittlichen Nettokapitalabflüssen in Höhe von 8,4 Mrd €. Ausschlaggebend hierfür waren Nettokapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen sowie bei den Anlagen in Aktien und Investmentzertifikaten und in Geldmarktpapieren, denen die hohen Nettokapitalzuflüsse bei den Anleihen nur teilweise gegenüberstanden (siehe Tabelle 8). Die letztgenannte Entwicklung könnte den Renditeabständen zwischen langfristigen Anleihen des Euroraums und der Vereinigten Staaten geschuldet sein. Im Juli und August war die grenzüberschreitende Investitionstätigkeit in Aktien und Investmentzertifikaten gedämpft, was möglicherweise den stark eingetrübten Aussichten für das Wachstum der Unternehmensgewinne in den OECD-Ländern zuzuschreiben war. Darüber hinaus zogen im August sowohl Ansässige im Euroraum als auch Gebietsfremde einen Teil ihrer jeweiligen Auslandsengagements in Aktien und Investmentzertifikaten ab, worin sich die erhöhte Risikoaversion der Anleger widerspiegelte.

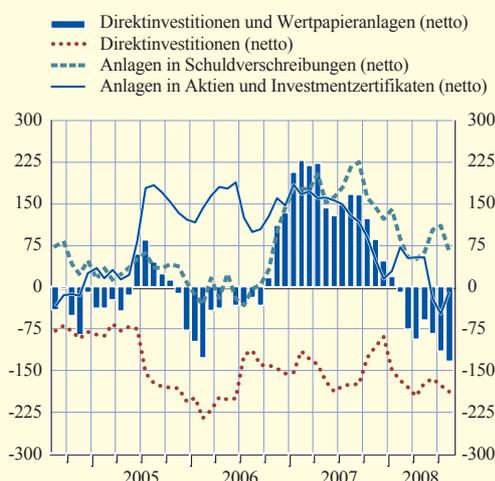
Bei Betrachtung eines längeren Zeitraums zeigt sich, dass in den zwölf Monaten bis August 2008 bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen Nettokapitalabflüsse von 133,7 Mrd € verbucht wurden, verglichen mit Nettozuflüssen von 166,7 Mrd € ein Jahr zuvor (siehe Abbildung 35). Grund hierfür waren per saldo geringere Mittelzuflüsse bei den Wertpapieranlagen. Die Finanzmarkturbulenzen, die Anfang August 2007 durch die Krise am US-amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkt ausgelöst wurden, führten zu einer Verunsicherung an den Finanzmärkten, die wiederum weltweite Portfolioumschichtungen mit entsprechenden Auswirkungen auf die grenzüberschreitenden Kapitalströme bei den Wertpapieranlagen des Euroraums nach sich zog.

Sowohl die Wertpapieranlagen Gebietsansässiger im Ausland (Aktiva) als auch die entsprechenden Investitionen Gebietsfremder im Euroraum (Passiva) wiesen bis Juli 2007 einen Aufwärtstrend auf, der durch das Einsetzen der Spannungen an den Finanzmärkten unterbrochen wurde. Von Juli 2007 bis August 2008 waren die über zwölf Monate kumulierten Aktiva und Passiva rückläufig. Insbesondere Gebietsfremde führten ihre Anlagen in Wertpapieren des Euroraums zurück. Daher gingen die Nettokapitalströme bei den Wertpapieranlagen von 342 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis Juli 2007 auf 55 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis August 2008 zurück, was in erster Linie durch die niedrigeren Nettozuflüsse bei den Aktien und Investmentzertifikaten seitens der Anleger weltweit bedingt war.

Bei den Direktinvestitionen erhöhten sich die kumulierten Nettokapitalabflüsse im Zwölfmonatszeitraum bis August 2008 unter anderem infolge des starken Euro-Wechselkurses auf 188,5 Mrd €, verglichen mit 175,8 Mrd € ein

Abbildung 35 Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets zusammengenommen

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



Quelle: EZB.

Jahr zuvor. Dieser verteuerte einerseits die Investitionen gebietsfremder Anleger in Beteiligungskapital des Euroraums und begünstigte andererseits das Auslandsengagement gebietsansässiger Investoren.

# BEOBSACHTUNG DER ARBEITSKOSTENENTWICKLUNG IN DEN LÄNDERN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS



*Kumulierte Anstiege der Arbeitskosten in den Ländern des Euro-Währungsgebiets können auf zunehmende Ungleichgewichte und Wettbewerbsverluste hindeuten und somit ein wichtiges Frühsignal für einen bestehenden Anpassungsbedarf sein. Folglich müssen die relative Entwicklung der Arbeitskosten in den Ländern des Euroraums sowie andere Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit genau beobachtet werden.*

*Im Euro-Währungsgebiet, in dem die Geldpolitik auf die Gewährleistung der Preisstabilität insgesamt ausgerichtet sein muss, ist die Akkumulation von Wettbewerbsverlusten und Ungleichgewichten in einem Land ein Signal für nationale Behörden, dass sie reagieren müssen. Eine solche Reaktion sollte vorrangig darin bestehen, Maßnahmen zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Arbeits- und Gütermarkts zu ergreifen und den Anstieg der Arbeitskosten einzudämmen. Je früher der Staat korrigierend eingreift, desto geringer ist in dem betreffenden Land die Gefahr einer anhaltenden Phase geringen Wachstums und von Beschäftigungsverlusten.*

*In diesem Aufsatz werden die wichtigsten stilisierten Fakten der Arbeitskostenentwicklung und der Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit in den Ländern des Euroraums sowie die entsprechenden Anpassungsprozesse beleuchtet, wobei der Schwerpunkt auf der Zeit seit dem Beginn der dritten Stufe der WWU im Jahr 1999 liegt. Im Anschluss daran werden die Hauptgründe für diese Entwicklungen erörtert und die Frage gestellt, welche Konsequenzen sich daraus für das Handeln der nationalen Behörden und der Tarifpartner ergeben.*

## I EINLEITUNG

Der Euroraum ist eine expandierende Währungsunion, deren Erweiterung sich im Januar 2009 mit dem Beitritt des sechzehnten Landes fortsetzen wird. Die Einführung einer gemeinsamen Währung hat insbesondere die Wechselkursschwankungen zwischen den teilnehmenden Ländern beseitigt und dadurch die Transaktionskosten gesenkt sowie die länderübergreifende Preistransparenz erhöht; dies hat den Handel und letztlich die wirtschaftliche Integration gefördert. Dennoch gibt es Unterschiede in der makroökonomischen Performanz der einzelnen Länder und Regionen des Eurogebiets. Einige dieser Unterschiede zeigen sich bei der Entwicklung der Arbeitskosten.

In einer gut funktionierenden Wirtschaft können Unterschiede bei der Arbeitskostenentwicklung durchaus erwünscht sein. Sie spiegeln unterschiedliche Arbeitsmarktbedingungen in den einzelnen Ländern und eine divergierende Entwicklung der zugrunde liegenden Produktivität wider. Entwickelt sich der Nominallohn in den einzelnen Ländern einer Währungsunion un-

einheitlich, so kann dies bei länderspezifischen Schocks oder gemeinschaftlichen Schocks mit unterschiedlichen Auswirkungen auf die Inlandsmärkte als wichtiges Anpassungsinstrument eingesetzt werden.

Wenn die Nominallöhne jedoch auf Dauer kräftig steigen, ohne dass sich die Produktivität entsprechend entwickelt, könnte dies ein Indiz für den Verlust von Wettbewerbsfähigkeit und Exportmarktanteilen sein und sich in einigen Ländern des Euroraums unter anderem nachteilig auf die mittelfristigen Perspektiven für Produktionswachstum und Beschäftigung auswirken. Es besteht insbesondere die Gefahr, dass ein anhaltender starker Anstieg der Arbeitskosten in diesen Ländern letztlich die Lage am heimischen Arbeitsmarkt verschlechtern würde, was schmerzliche Anpassungskosten in Form von Arbeitsplatzverlusten und Produktionseinbußen mit sich brächte, die sich auf vielfältige Weise vermeiden ließen, wie zum Beispiel durch eine flexiblere und effizientere Funktionsweise des Arbeitsmarkts oder eine Dämpfung der Arbeitskosten.

Die Geldpolitik wird vom EZB-Rat mit dem vorrangigen Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität im gesamten Euro-Währungsgebiet durchgeführt. Folglich kann sie nicht zur Beseitigung von Unterschieden bei den Arbeitskosten oder anderen länderspezifischen Wirtschaftsentwicklungen dienen. Die EZB muss jedoch die Ursachen für diese Unterschiede ergründen, denn nur so lassen sich die Entwicklungen im Euroraum besser verstehen.

Vor diesem Hintergrund werden im vorliegenden Aufsatz die Hauptmerkmale und möglichen Ursachen der unterschiedlichen Entwicklung der Arbeitskosten sowie der Anpassungsprozesse in den Ländern des Euro-Währungsgebiets aufgezeigt und deren Implikationen für die jeweilige nationale Wirtschaftspolitik erörtert.<sup>1</sup> Der Aufsatz gliedert sich wie folgt: Abschnitt 2 zeigt die Entwicklung der Arbeitskosten; Abschnitt 3 enthält stilisierte Fakten zu verschiedenen Messgrößen der Wettbewerbsfähigkeit sowie zur Entwicklung der Leistungsbilanz und der Exportergebnisse; in Abschnitt 4 werden die Bestimmungsgrößen der Lohnunterschiede und ihre Auswirkungen auf die Anpassungsprozesse beleuchtet und in Abschnitt 5 die Implikationen dieser Differenzen für die Wirtschaftspolitik erläutert sowie eine Reihe von Schlussfolgerungen gezogen.

## 2 ENTWICKLUNG DER ARBEITSKOSTEN: STILISIERTE FAKTEN

Um die Entwicklung der Arbeitskosten im Zeitverlauf und zwischen den Ländern besser vergleichen zu können, lassen sich diese entweder als Arbeitseinheit, d. h. anhand des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, oder als Produktionseinheit, d. h. anhand der Lohnstückkosten, messen. Obgleich sich die Lohnstückkosten auf verschiedene Weise ermitteln lassen, ist es allgemein üblich, das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer durch die Produktivität – gemessen als Quotient aus realer Produktion und Beschäftigung – zu dividieren. Dabei zeigt sich, dass ein Anstieg der Lohnstückkosten das Ergebnis eines höheren Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer

oder einer geringeren Produktivität oder einer Kombination aus beiden Faktoren ist.

Bei der Berechnung der Lohnstückkosten sind jedoch vor allem beim länderübergreifenden Vergleich einige Messprobleme und Einschränkungen zu beachten. Erstens lässt sich der Arbeitseinsatz auf verschiedene Weise messen, nämlich in Personen, in Vollzeitäquivalenten oder in Stunden. In diesem Aufsatz wird die Beschäftigung in Vollzeitäquivalenten gemessen, um eine Homogenität der Daten im Zeitverlauf und ihre länderübergreifende Vergleichbarkeit sicherzustellen. Das Vollzeitäquivalent der Erwerbstätigkeit errechnet sich als Quotient aus den geleisteten Gesamtarbeitsstunden und der jahresdurchschnittlichen Stundenzahl, die im Wirtschaftsgebiet in Vollzeitarbeit geleistet wird. So entspräche zum Beispiel eine Teilzeitarbeitkraft mit einer Halbtagsstelle 0,5 Vollzeitäquivalenten. Zweitens bezieht sich die hier dargelegte Berechnungsweise der Lohnstückkosten auf die Gesamtwirtschaft und nicht auf einen bestimmten Sektor wie etwa das verarbeitende Gewerbe. Drittens basiert die Ermittlung der Lohnstückkosten implizit auf der Annahme, dass Selbstständige im Durchschnitt genauso viel verdienen wie Angestellte.<sup>2</sup>

Insgesamt kann die Berechnung der Wachstumsraten bei den Lohnstückkosten in den einzelnen Ländern je nach Wahl der oben genannten Daten und einigen damit verbundenen Einschränkungen

<sup>1</sup> In zwei von der EZB veröffentlichten Aufsätzen wurden bereits verschiedene Aspekte der Unterschiede zwischen den Ländern des Euro-Währungsgebiets behandelt, nämlich in: Wachstumsunterschiede im Euro-Währungsgebiet: Ursachen und Auswirkungen, Monatsbericht April 2007, und in: Geldpolitik und Inflationsdivergenz in einem heterogenen Währungsraum, Monatsbericht Mai 2005.

<sup>2</sup> In diesem Abschnitt wurden die Angaben zu Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und Produktivität in den Ländern des Euro-Währungsgebiets der öffentlich zugänglichen, jährlichen makroökonomischen (AMECO-)Datenbank der Europäischen Kommission entnommen. In dieser Datenbank wird die Beschäftigung für Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien, die Niederlande und Österreich in Vollzeitäquivalenten und für die übrigen Länder des Euroraums in Personen gemessen. Die Datenbank wird zweimal jährlich, im Frühjahr und im Herbst, aktualisiert und ist mit den beiden wichtigsten Projektionen der Europäischen Kommission verknüpft. Die hier ausgewiesenen Daten entstammen der Datenbank für die Frühjahrsprognose 2008 der Europäischen Kommission.

**Tabelle 1 Lohnstückkosten in den Ländern des Euro-Währungsgebiets**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Kumuliertes Wachstum 1999 – 2007
Euro-Währungsgebiet	0,9	1,1	2,3	2,3	2,1	0,8	1,1	1,0	1,5	14,0
Belgien	1,3	0,3	4,2	2,1	0,7	-0,3	1,5	1,6	2,0	14,2
Deutschland	0,5	0,7	0,9	0,9	1,0	0,0	-0,8	-1,0	0,2	2,3
Irland	0,6	3,4	4,4	0,8	3,9	5,1	3,7	3,1	4,2	33,0
Griechenland <sup>1)</sup>			2,5	6,0	2,4	1,8	3,7	4,6	4,4	28,3
Spanien	1,9	2,8	3,2	2,9	2,9	2,4	2,5	2,3	2,7	26,4
Frankreich	0,9	1,1	2,3	2,9	1,8	1,1	1,7	1,9	2,3	17,2
Italien	1,2	0,6	3,1	3,6	4,4	2,1	2,8	2,3	1,5	23,7
Luxemburg	0,7	2,5	6,5	2,2	1,9	1,3	1,7	2,2	3,4	24,7
Niederlande	1,7	2,9	5,0	4,8	2,7	0,2	-0,2	1,1	1,6	21,7
Österreich	0,1	-0,2	1,0	1,0	0,8	-0,3	1,4	0,7	1,2	5,9
Portugal	2,4	4,9	5,2	3,7	3,2	1,2	2,0	1,8	0,4	27,6
Finnland	0,8	1,0	3,5	1,1	1,1	0,2	2,3	-0,2	1,1	11,6

Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Die Tabelle enthält Angaben für die Jahre seit Einführung des Euro im jeweiligen Land.

1) Bei Griechenland bezieht sich das kumulierte Wachstum der Lohnstückkosten auf den Zeitraum von 2001 bis 2007. Die Berechnungen der Bank von Griechenland weichen möglicherweise von den hier ausgewiesenen Daten ab.

gen zwar leicht differieren, aber die hier beschriebene Analyse scheint im Großen und Ganzen nicht von diesen Messproblemen beeinträchtigt worden zu sein.

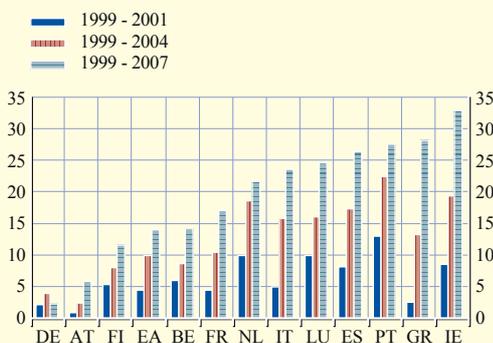
Wie Tabelle 1 zeigt, haben sich die Lohnstückkosten in einer Reihe von Ländern des Euro-Währungsgebiets seit Anfang 1999 relativ kräftig erhöht. So weist im Neunjahreszeitraum von 1999 bis 2007 eine Gruppe von Ländern einen

kumulierten Anstieg der Lohnstückkosten von 25 % bis 35 % auf, was deutlich über der euro-raumweiten durchschnittlichen Zunahme von kumuliert rund 14 % lag. Dies steht im Gegensatz zu dem sehr moderaten Gesamtanstieg in einigen anderen Ländern.<sup>3</sup>

Ein besonderes Merkmal der Entwicklung der Arbeitskosten in den Ländern des Eurogebiets ist ihr hoher Persistenzgrad. In einigen Fällen lag der kumulierte Anstieg der Arbeitskosten durchweg entweder über oder unter dem Euroraum-Durchschnitt. Wie Abbildung 1 zeigt,

**Abbildung 1 Kumuliertes Wachstum der Lohnstückkosten**

(Veränderung in %)



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Die Länder sind in aufsteigender Reihenfolge entsprechend dem kumulierten Wachstum der Lohnstückkosten im Zeitraum von 1999 bis 2007 angegeben. Bei Griechenland ist das Referenzjahr 2001 (siehe auch die Anmerkung in Tabelle 1).

3 Im Rahmen dieses Aufsatzes beginnt der Zeithorizont für die Untersuchung der Länderentwicklungen im Jahr 1999 und endet im Jahr 2007; er ist außerdem auf den Zeitraum ab dem Beitritt der jeweiligen Länder zum Euro-Währungsgebiet begrenzt. Aus diesem Grund sind die Berechnungen für Griechenland ab 2001 ausgewiesen. Dies schränkt jedoch die Vergleichbarkeit der kumulierten Wachstumsraten mit denen anderer Länder des Euroraums ein. Die Verwendung desselben Ausgangspunkts für diese Länder ist möglicherweise nicht immer ganz angemessen, da die Ausgangsbedingungen für die Länder aus einer Gleichgewichtsperspektive betrachtet etwas unterschiedlich sein können. Bei einer länderspezifischen Analyse kann daher ein unterschiedlicher Zeithorizont angebracht sein. Angaben zu Zypern, Malta und Slowenien sind nicht aufgeführt, da diese Länder dem Euroraum erst vor relativ kurzer Zeit beigetreten sind und sich keine aussagekräftigen Gesamtraten ermitteln lassen. Die Slowakei wird Anfang 2009 Mitglied des Euro-Währungsgebiets. Es muss jedoch betont werden, dass alle in diesem Aufsatz genannten Implikationen für die Politik und sämtliche hier gezogenen Schlussfolgerungen in vollem Umfang für alle Länder des Euroraums gelten.

**Tabelle 2 Kumuliertes Wachstum der Lohnstückkosten, des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Arbeitsproduktivität (1999-2007)**

(Veränderung in %)

	Lohnstückkosten	Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	Arbeitsproduktivität
Euro-Währungsgebiet	14,0	25,9	11,0
Belgien	14,2	27,6	11,7
Deutschland	2,3	17,6	15,0
Irland	33,0	68,4	26,6
Griechenland <sup>1)</sup>	28,3	55,6	21,3
Spanien	26,4	31,5	4,1
Frankreich	17,2	28,0	9,2
Italien	23,7	28,5	3,9
Luxemburg	24,7	40,1	12,3
Niederlande	21,7	39,4	14,6
Österreich	5,9	20,4	13,7
Portugal	27,6	39,2	9,1
Finnland	11,6	32,7	18,9

Quelle: Europäische Kommission.

1) Bei Griechenland beziehen sich die kumulierten Wachstumsraten auf den Zeitraum von 2001 bis 2007.

hat sich an der relativen Position der Länder, in denen die Lohnstückkosten in den Anfangsjahren der WWU überdurchschnittlich stark stiegen, in der jüngeren Vergangenheit nichts geändert. In einigen Fällen hat sich das Wachstum der Arbeitskosten in den letzten Jahren sogar noch deutlich beschleunigt.

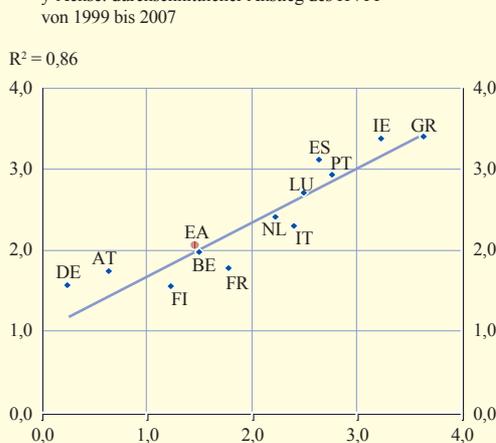
Wie bereits erwähnt, ist ein Anstieg der Lohnstückkosten bilanztechnisch das Ergebnis eines höheren Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer oder einer geringeren Produktivität oder des Zusammenwirkens beider Faktoren. Tabelle 2 zeigt, dass das unterschiedliche kumulierte Wachstum der Lohnstückkosten in den einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets von 1999 bis 2007 offenbar zum Großteil aus den unterschiedlichen Wachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und nicht so sehr aus der Entwicklung des Produktivitätswachstums resultiert. In einigen wenigen Ländern ist die kumulierte Produktivitätswachstumsrate über den gesamten neunjährigen Referenzzeitraum hinweg jedoch außerordentlich niedrig und trägt damit zu einem überdurchschnittlich kräftigen Anstieg der Lohnstückkosten bei.

**Abbildung 2 Anstieg der Teuerung nach dem HVPI und der Lohnstückkosten (1999-2007)**

(Veränderung in %)

x-Achse: durchschnittlicher Anstieg der Lohnstückkosten von 1999 bis 2007

y-Achse: durchschnittlicher Anstieg des HVPI von 1999 bis 2007



Quellen: Europäische Kommission und Eurostat.  
Anmerkung: Die Abbildung zeigt den durchschnittlichen Anstieg seit Einführung des Euro im jeweiligen Land, d. h. bei Griechenland von 2001 bis 2007. Bei  $R^2$  handelt es sich um einen Indikator zwischen 0 und 1, der anzeigt, wie eng die geschätzte Trendlinie mit den tatsächlichen Variablen übereinstimmt.

Und schließlich lässt sich feststellen, dass die divergierende Entwicklung der Lohnstückkosten in den einzelnen Ländern des Euroraums eindeutig in einer positiven Relation zu den im gleichen Zeitraum beobachteten Unterschieden bei den jeweiligen Teuerungsraten nach dem HVPI standen. Wie in Abbildung 2 zu sehen ist, wiesen jene Länder, die im Berichtszeitraum ein überdurchschnittliches Wachstum der Lohnstückkosten verzeichneten, auch über dem Durchschnitt liegende Inflationsraten auf. So lagen bei einer Gruppe von

Ländern die durchschnittlichen Preissteigerungsraten zwischen 3,0 % und 3,5 % bei weitgehend ähnlichen, überdurchschnittlich hohen Wachstumsraten der Lohnstückkosten.<sup>4</sup> Mit anderen Worten, der seit 1999 zu verzeichnende anhaltende Anstieg der Lohnstückkosten in einigen Euro-Ländern ging mit einem positiven Inflationsgefälle einher.

Solche anhaltenden Unterschiede bei der Entwicklung der Arbeitskosten können weitreichende Auswirkungen auf die Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit einzelner Länder haben. Im folgenden Abschnitt werden eine Reihe von Messgrößen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit, die der Handelsstruktur der einzelnen Länder Rechnung tragen, sowie Indikatoren der Exportleistung beleuchtet.

### 3 WETTBEWERBSFÄHIGKEIT DER LÄNDER DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS: EINIGE STILISIERTE FAKTEN

Der Begriff der Wettbewerbsfähigkeit eines Landes lässt sich nicht ohne Weiteres eindeutig definieren. Im engeren Sinne wird unter Wettbewerbsfähigkeit oftmals die preisliche Wettbewerbsfähigkeit im internationalen Vergleich verstanden, die sich anhand verschiedener Indikatoren des effektiven Wechselkurses ermitteln lässt. Ein zweiter (Ex-post-)Ansatz verbindet den Begriff der Wettbewerbsfähigkeit mit der „Außenhandelsleistung“ eines Landes, wobei üblicherweise die Entwicklung der Exportmarktanteile und der Leistungsbilanz sowie zugrunde liegende Faktoren, die einen Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft an den internationalen Märkten haben können, untersucht werden. Ein dritter Ansatz erweitert die Definition der Wettbewerbsfähigkeit um den Begriff der relativen Produktivität, wobei die kompetitivste Volkswirtschaft diejenige ist, die am ehesten in der Lage ist, Unternehmen hervorzubringen, die zu längerfristigem Wirtschaftswachstum und Wohlstand beitragen können.<sup>5</sup> Somit beziehen sich der erste und zweite Ansatz explizit auf die außenwirtschaftliche Komponente der Volkswirtschaft und ihre Anpassungspro-

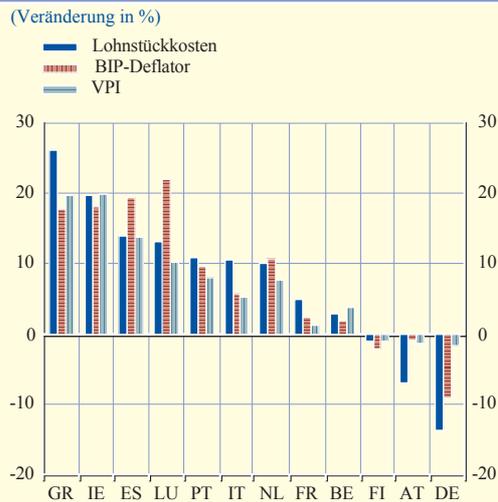
zesse, während sich der dritte tendenziell stärker auf die längerfristige wirtschaftliche Entwicklung konzentriert. Nachfolgend werden die jüngsten Entwicklungen im Zusammenhang mit den beiden ersten Konzepten kurz analysiert, um festzustellen, wie groß die Heterogenität zwischen den Ländern des Euro-Währungsgebiets ist.

#### 3.1 PREIS- UND KOSTENWETTBEWERBSFÄHIGKEIT

Die Beurteilung der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit der einzelnen Länder des Euroraums basiert auf den von der EZB berechneten Harmonisierten Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit (Harmonised Competitiveness Indicators, HCIs).<sup>6</sup> Diese Indikatoren sind als relative, in einheitlicher Währung gerechnete Preise zwischen den Ländern des Euro-Währungsgebiets und ihren Handelspartnern definiert und je nach verwendetem Preisdeflator unterschiedlich. Sie gelten grundsätzlich

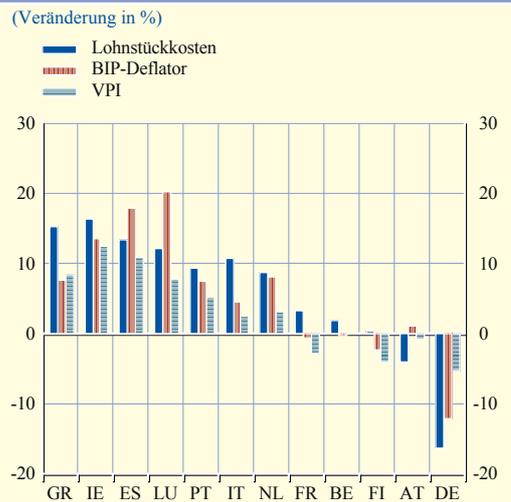
- 4 Zweckmäßigerweise sind in der Abbildung durchschnittliche Inflationsraten ausgewiesen. Dasselbe Resultat ergibt sich, wenn man den kumulierten Anstieg der HVPI-Inflation zu den Wachstumsraten der Lohnstückkosten in Relation setzt.
- 5 Der dritte Ansatz für den Begriff der Wettbewerbsfähigkeit betrifft die Frage, inwieweit die Länder hoch produktive Unternehmen hervorbringen können, die letztendlich an den internationalen Märkten konkurrenzfähig sind. Diesem Ansatz zufolge ist die internationale Wettbewerbsfähigkeit eines Landes die Summe der Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen einheimischen Firmen gegenüber ihren ausländischen Konkurrenten. Das bedeutet, dass nationale Besonderheiten wichtige Bestimmungsfaktoren sind. So ist die Wettbewerbsfähigkeit von Ländern mit intensiverem Wettbewerb am inländischen Markt sowie mit besserer Technologie und größerer Offenheit in der Regel insgesamt höher. Siehe beispielsweise M. Melitz und G. Ottaviano, Market size, trade and productivity, in: Review of Economic Studies, Bd. 75, 2008, S. 295-316. Siehe auch G. Ottaviano, D. Taglioni und F. di Mauro, Deeper, wider and more competitive? Monetary Integration, Eastern enlargement and competitiveness in the European Union, Working Paper Nr. 847 der EZB, 2007.
- 6 Das Eurosystem hat regelmäßig die auf dem VPI basierenden HCIs veröffentlicht, um eine vergleichbare Messgröße für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Länder des Euroraums zur Verfügung zu stellen, die auch mit den zur Berechnung der realen effektiven Wechselkurse des Euro verwendeten Methoden und Datenquellen in Einklang steht. Siehe EZB, Die Einführung von harmonisierten Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit für die Länder des Euro-Währungsgebiets, Kasten 6, Monatsbericht Februar 2007. Das Eurosystem hat kürzlich beschlossen, ab November dieses Jahres die Veröffentlichung der HCIs um zwei Deflatoren zu erweitern, die bei der Berechnung des effektiven Euro-Wechselkurses verwendet werden, und zwar den BIP-Deflator und die Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft. Für den Euroraum werden zur Ermittlung der Messgrößen der realen effektiven Wechselkurse auch Messgrößen der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe und der Erzeugerpreisindex herangezogen.

**Abbildung 3 Kumulierte Veränderung der Harmonisierten Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit auf Basis des Gesamthandels (1999-2007)**



Quelle: EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Harmonisierten Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit (Harmonised Competitiveness Indicators, HCIs) auf Basis des Gesamthandels umfassen den Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets wie auch den mit einer Gruppe von 22 Handelspartnern des Euroraums. Ein Anstieg der HCIs bedeutet eine reale effektive Aufwertung bzw. einen Rückgang der nationalen Wettbewerbsfähigkeit. Die Abbildung zeigt die kumulierten Wachstumsraten seit Einführung des Euro im jeweiligen Land, d. h. bei Griechenland seit dem ersten Quartal 2001. Die Länder sind in absteigender Reihenfolge entsprechend dem jeweiligen HCI auf Basis der Lohnstückkosten angegeben.

**Abbildung 4 Kumulierte Veränderung der Harmonisierten Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit auf Basis des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets (1999-2007)**



Quelle: EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Harmonisierten Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit (Harmonised Competitiveness Indicators, HCIs) auf Basis des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets umfassen nur den Handel mit Partnerländern aus dem Euroraum. Ein Anstieg der HCIs bedeutet eine reale effektive Aufwertung bzw. einen Rückgang der nationalen Wettbewerbsfähigkeit. Die Abbildung zeigt die kumulierten Wachstumsraten seit Einführung des Euro im jeweiligen Land, d. h. bei Griechenland seit dem ersten Quartal 2001. Die Länder sind in der gleichen Reihenfolge wie in Abbildung 3 angegeben.

als geeignetere Messgrößen der Wettbewerbsfähigkeit als der Vergleich kumulierter Preise, da sie Veränderungen der nominalen Wechselkurse berücksichtigen. Welche Gewichte zur Aggregation der Konkurrenzländer verwendet werden, hängt von der Handelsstruktur des jeweiligen Landes ab.

Insgesamt lassen die harmonisierten Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit vermuten, dass die Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in den Ländern des Euro-raums einen hohen Grad an Heterogenität aufweist. Gemessen am Gesamthandel haben die meisten Länder des Eurogebiets Einbußen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber ihren Handelspartnern erlitten, die durch die Stärke des Euro im Vergleich zum Jahr 1999 noch größer wurden (siehe Abbildung 3). Die Höhe dieser Einbußen unterscheidet sich jedoch von Land zu Land

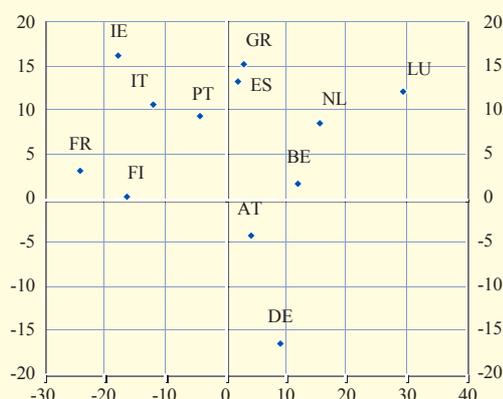
beträchtlich. Diese Heterogenität lässt sich offenbar vornehmlich durch die unterschiedliche Inflationsentwicklung in den einzelnen Ländern und weniger durch divergierende Handelsstrukturen erklären.

Was den Handel innerhalb des Euroraums betrifft, so haben die meisten Länder gewisse Verluste bei der preislichen Wettbewerbsfähigkeit hinnehmen müssen, die durch Gewinne in einigen anderen Ländern – hauptsächlich in Deutschland – ausgeglichen wurden (siehe Abbildung 4). In der Regel ist das Gesamtergebnis im Hinblick auf die Wahl des Indikators robust, d. h., es spielt keine Rolle, ob die HCIs auf dem Verbraucherpreisindex, dem BIP-Deflator oder den Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft basieren. Während die qualitativen Ergebnisse weitgehend gleich bleiben, scheint das Ausmaß der Veränderung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in eini-

**Abbildung 5 Kumulierte Veränderung der Kostenwettbewerbsfähigkeit und der Exportmarktanteile innerhalb des Euro-Währungsgebiets (1999-2007)**

(Veränderung in %)

x-Achse: kumulierter Anstieg der Exportmarktanteile innerhalb des Euro-Währungsgebiets  
y-Achse: kumulierter Anstieg des Harmonisierten Indikators der Wettbewerbsfähigkeit (auf Basis der Lohnstückkosten) innerhalb des Euro-Währungsgebiets



Quelle: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der Harmonisierte Indikator der Wettbewerbsfähigkeit (Harmonised Competitiveness Indicator, HCI) innerhalb des Euro-Währungsgebiets umfasst nur den Handel mit Partnerländern aus dem Euroraum. Ein Anstieg des HCI bedeutet eine reale effektive Aufwertung bzw. einen Rückgang der nationalen Wettbewerbsfähigkeit.

gen Fällen von der Wahl des Preisdeflators abzuhängen.<sup>7</sup>

### 3.2 AUSSENHANDELSLEISTUNG

Betrachtet man die Außenhandelsentwicklung der Länder des Euro-Währungsgebiets, so hat der Euroraum insgesamt in den letzten Jahren Marktanteile verloren. Diese Anpassung, die im Einklang mit der Entwicklung in anderen Industrieländern steht, erklärt sich aus der zunehmenden Bedeutung, die einige große Länder mit niedrigerem Einkommen – insbesondere China – im Welthandel erlangt haben. Für die Bewertung der Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Euro-raums ist es somit wichtig, die relativen Änderungen der Marktanteile der Euro-Länder miteinander zu vergleichen.

Exportmarktanteile sind jedoch nicht immer ein guter Ersatzindikator für die wirtschaftliche Leistung eines Landes. So schlägt sich ange-

sichts der zunehmenden weltweiten Fragmentierung der Produktion insbesondere der Beitrag, der über Kanäle wie die Offshore-Produktion – die möglicherweise den Außenhandel zum Teil ersetzt – geleistet wird, in den relativen Exportmarktanteilen und ihrer Entwicklung nicht angemessen nieder. Trotz all dieser Einschränkungen bleibt festzustellen, dass die Entwicklung der Exportmarktanteile in den Ländern des Euro-Währungsgebiets äußerst heterogen war. In einigen Ländern kam es seit 1999 zu starken Rückgängen, während andere nur in geringem Maße davon betroffen waren oder sogar die Tendenz erkennen ließen, Marktanteile im Euroraum und weltweit hinzuzugewinnen. Derartige Entwicklungen scheinen teilweise mit veränderten preislichen Wettbewerbsbedingungen zusammenzuhängen. So ist beispielsweise in einer Reihe von Ländern eine gleichlaufende Entwicklung der Exportmarktanteile und der preislichen Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Euro-Währungsgebiets erkennbar (siehe Abbildung 5). Doch können auch strukturelle Faktoren wie die Spezialisierung auf bestimmte Wirtschaftszweige eine wichtige Rolle bei der Bestimmung der Exportleistung spielen.

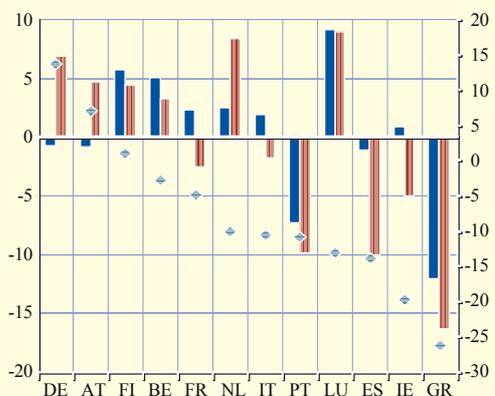
Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit dürfte sich über den Exportkanal auch auf die Leistungsbilanz eines Landes auswirken. Bei der Analyse der Leistungsbilanzentwicklung kommen zwar noch andere Faktoren zum Tragen, doch scheint sich in den meisten Ländern des Eurogebiets, die im Zeitraum von 1999 bis 2007 erhebliche Einbußen ihrer Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit verzeichneten, auch die Leistungsbilanzpositionen verschlechtert zu haben. Umgekehrt hat sich in Ländern, die an preislicher Wettbewerbs-

7 Eine kurze Erläuterung dieser Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet findet sich in: EZB, Indikatoren für die Kosten- und Preiswettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets: Ähnlichkeiten und Unterschiede, Kasten 10, Monatsbericht Juni 2005. Eine ausführlichere Erörterung der Vor- und Nachteile der einzelnen Indikatoren findet sich in: EZB, Entwicklung der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets, Monatsbericht August 2003. Für das Euro-Währungsgebiet zeigen M. Ca' Zorzi und B. Schnatz in: Explaining and Forecasting euro area exports: which competitiveness indicator performs best?, Working Paper Nr. 833 der EZB, 2007, dass der Informationsgehalt der einzelnen Indikatoren für die Prognose der Exportentwicklung im Euroraum ähnlich ist.

**Abbildung 6 Leistungsbilanzpositionen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets und der Harmonisierte Indikator der Wettbewerbsfähigkeit**

(in %; Veränderung in %)

■ Leistungsbilanz in Relation zum BIP im Jahr 1998 (linke Skala)  
 ■■ Leistungsbilanz in Relation zum BIP im Jahr 2007 (linke Skala)  
 ◆ Kumulierte Veränderung des Harmonisierten Indikators der Wettbewerbsfähigkeit (auf Basis der Lohnstückkosten) zwischen dem ersten Quartal 1999 und dem vierten Quartal 2007 (Vorzeichen geändert) (rechte Skala)



Quellen: Europäische Kommission und EZB.  
 Anmerkung: Das in der Abbildung dargestellte Anfangsjahr entspricht dem Jahr vor Einführung des Euro im jeweiligen Land, d. h. bei Griechenland dem Jahr 2000. Die Länder sind in absteigender Reihenfolge entsprechend der kumulierten Veränderung des Harmonisierten Indikators der Wettbewerbsfähigkeit (auf Basis der Lohnstückkosten) angegeben.

fähigkeit gewannen, die Leistungsbilanz aktiviert (siehe Abbildung 6).<sup>8</sup>

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass das hohe Maß an Heterogenität bei der Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit im Euro-Währungsgebiet die unterschiedliche Außenhandelsentwicklung der einzelnen Euro-Länder teilweise erklärt, wenn man sie an den Veränderungen der Exportmarktanteile und Leistungsbilanzpositionen bemisst.

#### 4 BESTIMMUNGSGRÖSSEN UND ANPASSUNGSPROZESSE

Anhaltende Differenzen beim Anstieg der Arbeitskosten können je nach ihrem Ursprung unterschiedliche Implikationen für die Politik haben. Es ist daher wichtig, die ihnen zugrunde liegenden Ursachen sorgfältig zu ermitteln. Dies ist jedoch nicht ohne Weiteres möglich, da eine

Reihe von Faktoren – die bisweilen untrennbar miteinander verbunden sind – zu Abweichungen beim Wachstumstempo der Arbeitskosten beitragen können. Dieser Abschnitt gibt einen kurzen Überblick über die wichtigsten Faktoren, die für die lang anhaltenden Divergenzen der Arbeitskosten in den Ländern des Euro-Währungsgebiets und ihre Bedeutung für die Anpassungsprozesse verantwortlich sind.

#### 4.1 DIE WICHTIGSTEN BESTIMMUNGSGRÖSSEN

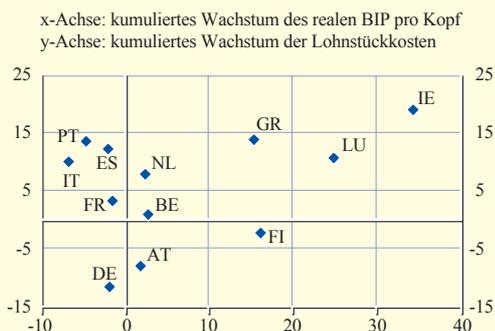
Obgleich verschiedene Faktoren eng miteinander verknüpft sein und gleichzeitig wirken können, lassen sich doch drei Hauptgruppen von Bestimmungsgrößen unterscheiden, mit denen sich relativ kräftige kumulierte Anstiege der Arbeitskosten oder der Preise in einem einzelnen Land erklären lassen. Erstens gibt es Faktoren, die der tatsächlichen Konvergenz und wirtschaftlichen Integration eines Landes und/oder dem relativen Anstieg der trendmäßigen Produktivität zugeordnet werden können. Eine zweite Gruppe von Bestimmungsgrößen steht mit langfristigen Unterschieden der nationalen Wirtschaftsstrukturen und Institutionen in Verbindung, die vor allem unzureichende Maßnahmen am Güter- und Arbeitsmarkt widerspiegeln. Drittens kann ein starker und lang anhaltender Nachfragedruck – vor dem Hintergrund eines unelastischen Angebots und möglicherweise auch unter dem Einfluss einer unzulänglichen Finanzpolitik – für einen längeren Zeitraum zu einem über dem Potenzial liegenden Wachstum und positiven Produktionslücken führen; dies hätte letztlich ein überhitztes inländisches Umfeld sowie einen Preis- und Arbeitskostendruck zur Folge.

Näher betrachtet kann ein im Vergleich stärkerer Anstieg der Arbeitskosten in einem einzelnen Land mit einer wirtschaftlichen Angleichung an einen höheren Lebensstandard oder genauer gesagt mit einer vergleichsweise höheren trend-

<sup>8</sup> Die Leistungsbilanz wird noch durch viele weitere Faktoren beeinflusst, denen eine größere Bedeutung zukommen kann; dies trifft zum Beispiel auf Luxemburg zu, dessen Dienstleistungsbilanz einen hohen Überschuss aufweist. Siehe auch EZB, Die Leistungsbilanzsalden in den einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets aus der Perspektive von Ersparnis und Investitionen, Kasten 3, Monatsbericht Juli 2007.

**Abbildung 7 Kumuliertes Wachstum des realen BIP pro Kopf und der Lohnstückkosten in Relation zum Euro-Währungsgebiet (1999-2007)**

(Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von Angaben der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die kumulierten Wachstumsunterschiede gegenüber dem Euro-Währungsgebiet seit Einführung des Euro im jeweiligen Land, d. h. bei Griechenland im Zeitraum von 2001 bis 2007.

mäßigen Steigerung des Pro-Kopf-BIP einhergehen.<sup>9</sup> Wenn sich solche Trends dauerhaft fortsetzen, können erhöhte relative Preis- und Kostenniveaus bis zu einem gewissen Grad im Einklang mit einer Änderung der Fundamentaldaten stehen und somit keine Gefahr für die zukünftige Wirtschaftsentwicklung des Landes darstellen. Unter diesen Umständen könnten über einen begrenzten Zeitraum hinweg Unterschiede bei Lohn- und Preissteigerungen auftreten, die jedoch nicht unbedingt das wirtschaftliche Gleichgewicht gefährden. In der Praxis ist es jedoch extrem schwierig, den Anteil der Preis- und Arbeitskostenunterschiede, die eine Anpassung an ein neues Gleichgewichtsniveau widerspiegeln, herauszufiltern.

Im Kontext der WWU kann durch die Vorteile der positiven Handelsentwicklung, die sich aus der Beseitigung der Wechselkursunsicherheit und der allgemeinen Integration der Güter- und Dienstleistungsmärkte ergeben, mit weiterer Unterstützung für den Aufholprozess gerechnet werden. Dabei ist es jedoch unabdingbar, dass die Wettbewerbsposition des Landes gegenüber dem Ausland nicht durch einen raschen und übermäßigen Anstieg der Arbeitskosten aufs Spiel gesetzt wird, da dies bei negativen, unerwarteten Schocks zu einer anhaltenden Leistungsschwäche führen könnte. Mit anderen Wor-

ten: Es ist wichtig, dass eine solche Anpassung nachhaltig geschieht, um das Entstehen großer Ungleichgewichte zu vermeiden, die möglicherweise einen „Boom-Bust“-Effekt auslösen.<sup>10</sup>

Anhand der Abbildung 7 lässt sich feststellen, ob der starke kumulative Anstieg des realen BIP pro Kopf in den Euro-Ländern im Zeitraum von 1999 bis 2007 – als Ersatzindikator zur Messung der relativen Verbesserung des Lebensstandards – das kräftige kumulierte Wachstum der Lohnstückkosten, das in diesem Aufsatz bereits erwähnt wurde, bis zu einem gewissen Grad erklären könnte. Wie man sieht, ist der Zusammenhang sehr heterogen. Die meisten Länder sind um eine senkrechte Linie (nahe der y-Achse) herum gruppiert, was aller Wahrscheinlichkeit nach darauf hindeutet, dass neben der unterschiedlichen Entwicklung des Pro-Kopf-BIP auch andere Faktoren zur Erklärung der divergierenden Entwicklung bei den Lohnstückkosten beitragen. So ist im linken oberen Teil der Abbildung eine Anzahl von Ländern zu finden, die ein unterdurchschnittliches Wachstum des Pro-Kopf-BIP bei gleichzeitig starkem kumuliertem Anstieg der Arbeitskosten verzeichneten. In diesen Fällen ist mit hoher Wahrscheinlichkeit davon auszugehen, dass seit 1999 übermäßige Erhöhungen der relativen Arbeitskosten kumuliert wurden, was sich negativ auf die Entwicklung des BIP pro Kopf auswirkte.

Eine zweite Gruppe von Bestimmungsgrößen, die mit institutionellen Faktoren an den Güter- und Arbeitsmärkten im Zusammenhang stehen, könnte ebenfalls zu den unterschiedlichen kumulativen Entwicklungen beim Anstieg der Arbeitskosten in den Ländern des Euro-Währungsgebiets beigetragen haben. Mangelnde Flexibilität an den Güter- und Arbeitsmärkten

<sup>9</sup> Es gibt Hinweise darauf, dass die Angleichung des Lohnniveaus in den Euro-Ländern größtenteils vor 1999 stattfand, und zwar vor allem in den Achtzigerjahren, und dass sie nach dem Beginn der dritten Stufe der WWU weitgehend zum Stillstand kam. Eine genauere Analyse findet sich in: M. Andersson et al., Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts, Occasional Paper Nr. 90 der EZB, 2008.

<sup>10</sup> Eine ausführlichere Erörterung der Vermögenspreise findet sich in: EZB, Vermögenspreisblasen und Geldpolitik, Monatsbericht April 2005.

kann bei negativen Schocks die relativen Preise und Kosten in den betroffenen Ländern dauerhaft erhöhen. Die enge Verbindung zwischen Lohn- und Inflationspersistenz könnte mit bestimmten institutionellen Faktoren wie der Lohnindexierung in Zusammenhang stehen.<sup>11</sup> Eine solche Indexierung kann beträchtliche Lohnstarrheiten nach unten mit sich bringen. Da Löhne wichtige Bestimmungsgrößen für Preise sind, können temporäre Preis- oder Kostenschocks durch eine vergangenheitsorientierte Lohnindexierung Lohn-Preis-Spiralen in

Gang setzen, die zu anhaltenden Lohn- und Preisabweichungen von den euroraumweiten Durchschnittswerten führen.<sup>12</sup> Wie in Kasten 1 näher erläutert, tritt dies insbesondere in Situationen auf, in denen die Volkswirtschaften des Eurogebiets von externen Schocks heimgesucht werden.

11 Siehe M. Andersson et al., Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts, Occasional Paper Nr. 90 der EZB, 2008.

12 Siehe EZB, Lohnindexierungsmechanismen in Ländern des Euro-Währungsgebiets, Kasten 5, Monatsbericht Mai 2008.

#### Kasten 1

##### DIE KOSTEN VON ZWEITRUNDENEFFekten BEI EXTERNEN PREISSCHOCKS

Die Auswirkungen außenwirtschaftlicher Schocks in den einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets hängen weitgehend von den Reaktionen der Wirtschaftsakteure und insbesondere der Sozialpartner am Arbeitsmarkt ab. Dies ist in der gegenwärtigen Situation eines erhöhten außenwirtschaftlichen Kostendrucks infolge gestiegener Rohstoff-, Energie- und Nahrungsmittelpreise von besonderer Bedeutung. In einem solchen Umfeld besteht – soweit die Inflationserwartungen nicht glaubwürdig verankert sind – die Gefahr, dass die Wirtschaftsakteure in einem einzelnen Land versuchen, die Preise der von ihnen am Markt angebotenen Waren und Dienstleistungen zu erhöhen, um mit der Kostenentwicklung Schritt zu halten und/oder den Kaufkraftverlust auszugleichen. Solche Zweitrundeneffekte dürften jedoch zu Preissteigerungen und Produktionseinbußen führen, die langwieriger und ausgeprägter sind, als sich durch den Erstrundeneffekt des ursprünglichen externen Kostenschocks erklären ließe.

Im Falle außenwirtschaftlich bedingter Kostensteigerungen wird häufig der Ruf nach höheren Nominallöhnen laut, um den Beschäftigten einen Ausgleich für die gestiegenen Lebenshaltungskosten zu bieten und die privaten Haushalte vor Realeinkommensverlusten zu schützen. Inwieweit die für die Lohnsetzung Verantwortlichen höhere Nominallöhne in einem Land anstreben und durchsetzen können, hängt von den strukturellen und institutionellen Merkmalen der betreffenden Volkswirtschaft ab. Die gesamtwirtschaftlichen Folgen eines Anstiegs der Nominallöhne als Reaktion auf außenwirtschaftliche Kostensteigerungen werden jedoch von der Wechselwirkung der Preise und Löhne mit anderen wirtschaftlichen Variablen bestimmt. Vor diesem Hintergrund werden im vorliegenden Kasten die Auswirkungen höherer Nominallohnforderungen infolge eines externen Kostenschocks im Rahmen eines dynamisch-stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodells (DSGE-Modells) analysiert. Es handelt sich hierbei um eine erweiterte Version des neuen euroraumweiten Modells (New Area-Wide Model, NAWM), das so kalibriert ist, dass vier Länder bzw. Regionen in stilisierter Weise abgebildet werden, nämlich ein einzelnes großes Land des Euroraums, die restlichen Länder des Eurogebiets, die Vereinigten Staaten und die übrige Welt.<sup>1</sup> Das Modell gründet auf den jüngsten Fortschritten bei der Entwicklung von mikroökonomisch fundierten DSGE-Modellen, die

1 Siehe G. Coenen, P. McAdam und R. Straub, Tax reform and labour market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the New Area-Wide Model, Working Paper Nr. 747 der EZB, 2007.

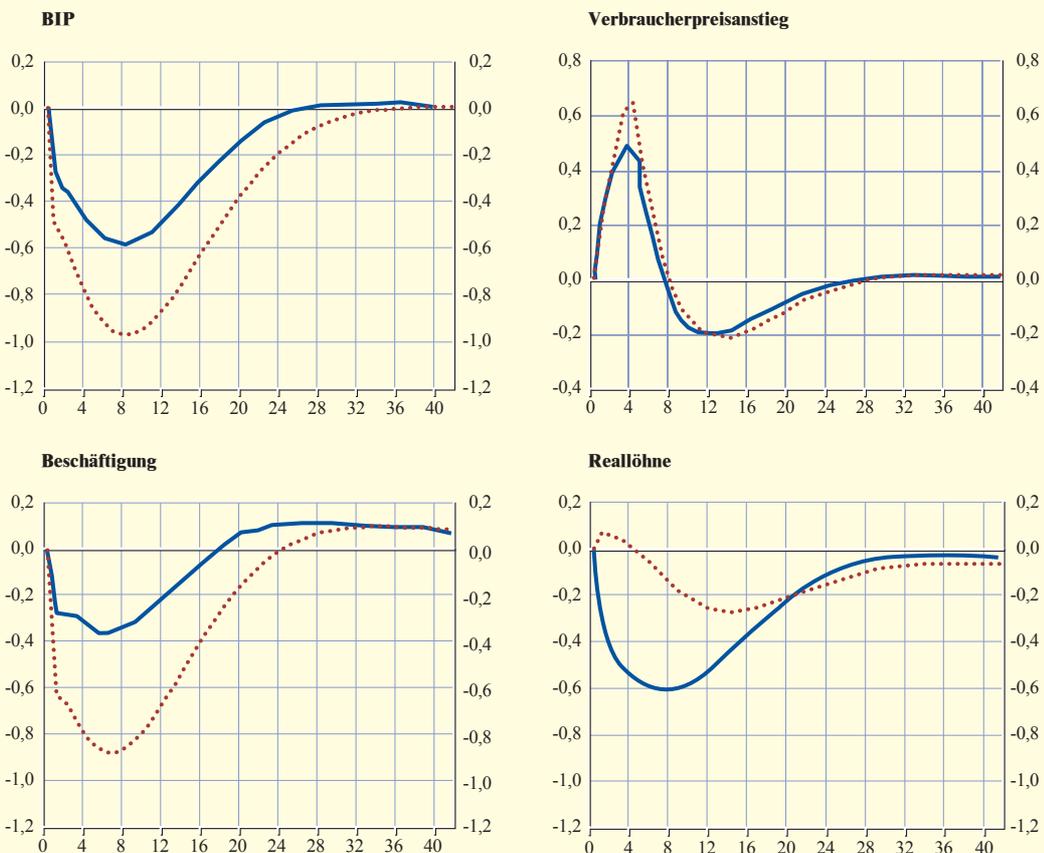
sich für eine quantitative Politikanalyse eignen. Daher werden wirtschaftliche Entscheidungen von privaten Haushalten und Unternehmen im Rahmen eines allgemeinen Gleichgewichtsmodells strikt als Nutzen- bzw. Gewinnmaximierungsentscheidungen modelliert. Des Weiteren werden verschiedene nominale und reale Friktionen berücksichtigt, um die empirische Güte des Modells zu verbessern. Dabei wird unterstellt, dass sowohl Privathaushalte als auch Unternehmen über eine gewisse Marktmacht verfügen und aktiv am Lohn- und Preisbildungsprozess beteiligt sind.

Der außenwirtschaftliche Kostenschock wird als zeitweiliger Anstieg der Ausführpreise in der übrigen Welt in das Modell integriert und so kalibriert, dass der vorübergehende Einfluss auf die jährliche Verbraucherpreissteigerung in dem einzelnen Euro-Land rund 0,5 Prozentpunkte beträgt und sich anschließend wieder allmählich zurückbildet. Infolgedessen steigt die Teuerung kurzfristig an und geht danach aufgrund der durch den negativen Schock ausgelösten Wirtschafts-

**Anpassungsdynamik in einem stilisierten Land des Euro-Währungsgebiets als Reaktion auf einen externen Kostenschock**

(in %; in Quartalen)

- Kostenschock
- ..... Kostenschock plus Lohnanstieg



Anmerkung: Die Abbildung zeigt die vierteljährliche Anpassungsdynamik ausgewählter ökonomischer Variablen in einem stilisierten Land des Euroraums als Reaktion auf einen außenwirtschaftlichen Kostenschock, der aus einem vorübergehenden Anstieg der Ausführpreise in der übrigen Welt resultiert. Die Auswirkungen eines reinen Kostenschocks (durchgezogene Linie) werden mit dem Szenario eines damit einhergehenden kompensatorischen Lohnanstiegs (gepunktete Linie) verglichen. Der Verbraucherpreisanstieg wird als Abweichung von der prozentualen Veränderung gegenüber dem Vorjahr dargestellt. Bei den übrigen Variablen sind die prozentualen Abweichungen von dem im Basisszenario ermittelten Niveau ausgewiesen.

schwäche wieder zurück. Die Effekte dieses reinen externen Kostenschocks werden daraufhin mit dem Szenario eines damit einhergehenden kompensatorischen Anstiegs der Nominallohne um 0,5 % in dem einzelnen Euro-Land verglichen.

Wie aus der Abbildung ersichtlich ist, werden die negativen Auswirkungen des außenwirtschaftlich bedingten Kostenschocks auf Produktion und Beschäftigung durch den Anstieg der Löhne im Vergleich zum Basisszenario, bei dem nur der externe Kostenschock betrachtet wird, deutlich verschärft. Der negative Einfluss auf die Produktion resultiert in erster Linie aus der beschäftigungsmindernden Wirkung höherer Reallöhne. Die von den Beschäftigten erfolgreich durchgesetzte vorübergehende Erhöhung der Reallöhne führt somit zu signifikanten und länger anhaltenden Einbußen bei Beschäftigung und Produktion. Der im Zuge des negativen externen Kostenschocks eintretende Beschäftigungsverlust fällt mehr als doppelt so hoch aus, wenn zugleich auch die Nominallohne angehoben werden. Auch die Inflation steigt auf kurze Sicht stärker an. Die hier dargelegte Analyse weist daher auf die Notwendigkeit hin, die Lohnsetzung an der binnenwirtschaftlichen Lage auszurichten. Wenn die Sozialpartner die Löhne als Reaktion auf einen externen Kostenschock erhöhen, ohne dabei der binnenwirtschaftlichen Lage Rechnung zu tragen, kann dies zu einer Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit des betreffenden Landes und letzten Endes zu einer spürbaren Verschärfung der anfänglichen negativen Auswirkungen eines solchen Schocks auf Beschäftigung und Produktion führen.

Hinzu kommt, dass der öffentliche Sektor bisweilen ungeachtet der lokalen Entwicklung der Arbeitsproduktivität, der Arbeitsmarktsituation oder der Ertragslage der Unternehmen ein Signal für die Tarifverhandlungen in anderen Branchen setzt. Überdies könnten Tarifverhandlungen in Sektoren, die nicht direkt dem außenwirtschaftlichen Konkurrenzdruck ausgesetzt sind, die Wettbewerbssituation des Landes nicht hinreichend berücksichtigen. Hieraus kann sich auch eine gewisse Trägheit und folglich eine Persistenz bei den Lohnerhöhungen ergeben. In diesen Fällen kann sich ein Anstieg der relativen Lohn- und Preisniveaus negativ auf die Schaffung von Arbeitsplätzen und das Wachstum auswirken.

Und schließlich kann eine Volkswirtschaft über einen langen Zeitraum hinweg einem starken Nachfragedruck ausgesetzt sein. Dieser Druck wurde anfangs möglicherweise von länderspezifischen Nachfragschocks oder einer übertriebenen Reaktion auf allgemeine Schocks, in Verbindung mit zu optimistischen Einkommenserwartungen der Verbraucher oder der Unternehmen ausgelöst. Eine nicht hinreichend restriktive Haushaltspolitik kann noch hinzukommen oder die Lage verschlimmern. Bei einem starken Nachfragedruck wird immer wieder ein zykli-

scher Aufschwung fälschlicherweise für einen Anstieg des Produktionspotenzials gehalten. Eine solche Situation dürfte einen Inflationsprozess auslösen und kumulierte Einbußen an Wettbewerbsfähigkeit nach sich ziehen. Überdies kann dadurch nicht nur Druck auf die Preise für Waren und Dienstleistungen entstehen, sondern es können auch die Vermögenspreise steigen, vor allem die der Wohnimmobilien.

Die negativen binnenwirtschaftlichen Folgen eines übermäßigen Preis- und Arbeitskostenanstiegs für die Beschäftigung und Produktion können vorübergehend durch eine solche anhaltend kräftige Inlandsnachfrage oder einen Immobilienboom ausgeglichen werden. In diesen Fällen mag es anfänglich den Anschein haben, als ginge das im Vergleich stärkere Wachstum der Preise und Arbeitskosten mit einem höheren Lebensstandard einher. Der Kumulation von relativen Verlusten der Wettbewerbsfähigkeit und dem Entstehen von Ungleichgewichten im Inland muss jedoch zu gegebener Zeit entgegengewirkt werden. Die voraussichtlich hohen Kosten einer Korrektur der Ungleichgewichte – die sehr ungünstige Auswirkungen auf Produktion und Beschäftigung haben – treten vermutlich erst mit einiger Verzögerung ein, wenn sich die Wirt-

schaft in einer Abschwungphase befindet, und sind dann möglicherweise mit einer Anpassung auf dem Wohnimmobilienmarkt verknüpft. Wenn die Wirtschaft auch unter strukturellen Rigiditäten an den Güter- und Arbeitsmärkten leidet, insbesondere unter Lohnstarrheiten nach unten, könnte es letztlich zu einem langwierigen und schmerzhaften Anpassungsprozess der Produktion und der Beschäftigung kommen.

#### 4.2 LÄNDERÜBERGREIFENDE ANPASSUNGSPROZESSE

In einer Währungsunion wie dem Euroraum, die über eine Gemeinschaftswährung und eine einheitliche Geldpolitik verfügt und in der es zwischen den einzelnen Ländern keine hohe Mobilität der Arbeitskräfte, keine ausreichende „Risikoteilung“ und kein System öffentlicher Transferzahlungen gibt, erfolgt die Anpassung vornehmlich über die Wettbewerbsfähigkeit. Sie gilt allgemein als der wichtigste Ausgleichsmechanismus. Wenn beispielsweise ein Land innerhalb einer Währungsunion einem auf Dauer nicht tragbaren inländischen Inflationsdruck ausgesetzt ist (z. B. wegen Lohnerhöhungen und anderer inländischer Kostensteigerungen), dann wird dieser Druck zu einer allmählichen Kumulierung von Wettbewerbsverlusten gegenüber dem Ausland und mit der Zeit zu einem Rückgang der Auslandsnachfrage nach Exporten dieses Landes führen. Die rückläufige Nachfrage nach Erzeugnissen des Landes wird tendenziell die Produktion auf ihr Potenzialniveau zurückführen und den vorangegangenen Inflationsdruck dämpfen. Diese Anpassung über die Wettbewerbsfähigkeit würde in einem Umfeld gut inte-

grierter Arbeits- und Gütermärkte im Eurogebiet noch besser funktionieren. Verfügbare Belege deuten allerdings darauf hin, dass dieser wichtige Ausgleichsmechanismus im Euroraum aufgrund struktureller Rigiditäten und des noch nicht vollständig umgesetzten einheitlichen Binnenmarkts relativ lange braucht, um seine Wirkung zu entfalten.<sup>13</sup>

Ein hoher Grad an Preis- und Lohnflexibilität nach unten ist daher eine wichtige Voraussetzung dafür, dass die Wettbewerbsfähigkeit als Instrument zum Tragen kommt, da sie die Anpassung der nationalen Arbeitsmärkte an wirtschaftliche Schocks und die effiziente Allokation von Arbeit und sonstigen Ressourcen erleichtern kann.<sup>14</sup> Nähere Erläuterungen sind Kasten 2 zu entnehmen, in dem untersucht wird, inwieweit unterschiedlich starke Lohnrigiditäten in einem Land dazu beitragen können, den Anpassungsprozess dieses Landes innerhalb einer Währungsunion zu erklären. Generell wird dabei auf die zentrale Rolle verwiesen, die der Arbeitsmarktstruktur beim Abbau von Beschäftigungshindernissen und bei der schnelleren Anpassung im Fall negativer wirtschaftlicher Schocks zukommt.

13 Siehe EZB, Wachstumsunterschiede im Euro-Währungsgebiet: Ursachen und Auswirkungen, Monatsbericht April 2007, und auch Europäische Kommission, The EU economy 2006 review – Adjustment dynamics in the euro area: experiences and challenges, European Economy Nr. 6, 2006.

14 Die Preis- und Lohnentwicklungen wurden im Rahmen der beiden Forschungsnetzwerke Eurosystem Inflation Persistence Network und Eurosystem Wage Dynamic Network, denen NZBen des Euro-Währungsgebiets und die EZB angehören, eingehend untersucht. Siehe insbesondere das auf der Website der EZB verfügbare Material unter <http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/inflationpersistence.en.html> und [http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage\\_dynamics\\_network.en.html](http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network.en.html).

#### Kasten 2

##### ANPASSUNGSPROZESSE UND ARBEITSMARKTINSTITUTIONEN AUS MODELLSICHT

In den einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets bestehen große Unterschiede im Hinblick auf die Kündigungsschutzbestimmungen und Lohnbildungsinstitutionen. Dies betrifft etwa den Grad der Zentralisierung und Koordinierung bei den Tarifverhandlungen, die Ausweitung von Tarifabschlüssen auf andere Arbeitnehmer, die Laufzeit von Tarifverträgen usw. Diese nationalen Besonderheiten können dazu führen, dass die Anpassung der Beschäftigung und der Löhne an

eine sich verändernde Wirtschaftslage von Land zu Land unterschiedlich verläuft. Im Folgenden wird untersucht, inwieweit unterschiedliche Lohnstarrheiten die Anpassungsprozesse innerhalb einer Währungsunion beeinflussen, wobei den Nominal- und Reallohnrigiditäten nach unten besondere Aufmerksamkeit geschenkt wird. In vielen Ländern zeigt die Lohnentwicklung eine gewisse Starrheit gegenüber Einschnitten bei den Nominal- und/oder Reallöhnen, während sie sich bei Lohnerhöhungen als flexibler erweist, wie das Eurosystem Wage Dynamics Network empirisch belegt.<sup>1</sup> Diese strukturellen Rigiditäten, zu denen auch Asymmetrien zwischen Ländern sowie zwischen Lohnkürzungen und Lohnsteigerungen zählen, bewirken eine von Land zu Land unterschiedliche Anpassungsdynamik bei anderen wirtschaftlichen Variablen, vor allem bei Beschäftigung und Inflation. Das Phänomen der Inflationsdifferenzen und ihrer Beständigkeit wurde von einer Reihe von Autoren dokumentiert, zum Beispiel von Angeloni und Ehrmann (2007), denen zufolge die Heterogenität an den nationalen Arbeitsmärkten und/oder Lohnanpassungsrigiditäten zu den Hauptgründen der Inflationspersistenz zu rechnen sind. Wie von Abbritti und Mueller (2007) formalisiert, haben Rigiditäten im Lohnbildungsprozess nach asymmetrischen Produktivitätsschocks innerhalb einer Währungsunion eine höhere Persistenz der Inflationsdifferenzen zwischen den Ländern zur Folge. Nach negativen Technologieschocks in der gesamten Währungsunion führen sie darüber hinaus zu höherer Arbeitslosigkeit und erschweren die gesamtwirtschaftliche Stabilisierung durch die Geldpolitik.

In einem aktuellen Beitrag für das Eurosystem Wage Dynamics Network haben Fahr und Smets (2008) die Übertragung von Produktivitätsschocks innerhalb einer Währungsunion untersucht, wenn die einzelnen Länder einen unterschiedlichen Grad an Nominal- oder Reallohnstarrheit aufweisen.<sup>2</sup> Ist die Währungsunion von einem gemeinsamen negativen Produktivitätsschock betroffen, sollten die Reallöhne sinken, um die Produktionskosten zu verringern. Wenn aber die Reallöhne im Zuge eines negativen Produktivitätsschocks nicht nach unten angepasst werden können, sinkt die Nachfrage nach Arbeitskräften, und die Beschäftigung im betreffenden Land bricht ein. Darüber hinaus weist ein Land, in dem die Löhne an die Preisentwicklung gebunden sind, das also durch nach unten starre Reallöhne gekennzeichnet ist, nach einem positiven wie auch negativen gesamtwirtschaftlichen Schock einen stärkeren Preisanstieg und höhere Lohnsätze auf. Die höhere Inflation und die geringere Beschäftigung haben einen starken und nachhaltigen Einfluss auf die Inflationsdifferenzen. In all diesen Fällen sind Inflationsunterschiede die Folge struktureller Rigiditäten an den Arbeitsmärkten.

Ein asymmetrischer Schock, der nur eine bestimmte Region betrifft, hat zwangsläufig auch nominale und reale Auswirkungen auf die übrigen Regionen der Währungsunion. Diese Effekte kommen über das relative Preisniveau zwischen den beiden Regionen und den Einfluss auf die Zinssätze innerhalb der Währungsunion zum Tragen. Die Anpassung zwischen den beiden Regionen

1 Im Rahmen des Eurosystem Wage Dynamics Network haben Du Caju, Gautier, Momferatou und Ward-Warmedinger (2008) eine Übersicht über die Arbeitsmarktinstitutionen in der Europäischen Union zusammengestellt (siehe [www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage\\_dynamics\\_network.en.html](http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/wage_dynamics_network.en.html)).

2 Abwärtsrigiditäten bei den Nominallöhnen können zu einer positiven Verzerrung der Inflation führen. Tobin prägte hierfür in seiner Präsidentschaftsansprache 1971 den Begriff der „grease inflation“.

Literaturhinweise: M. Abbritti und A. I. Mueller, Asymmetric labour market institutions in the EMU: positive and normative implications, Economics Working Paper Nr. 37 der Zentralbank von Island, 2007.

I. Angeloni und M. Ehrmann, Euro Area Inflation Differentials, in: The Berkeley Electronic Journal of Macroeconomics, 7(1), 2007.

P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou und M. Ward-Warmedinger, Institutional features of wage bargaining in 22 EU countries, the United States and Japan, Eurosystem Wage Dynamics Network, 2008.

S. Fahr und F. Smets, Downward wage rigidities and optimal monetary policy in a monetary union, Eurosystem Wage Dynamics Network, 2008.

J. Tobin, Inflation and unemployment, in: American Economic Review, 62(1), 1972, S. 1-18.

(oder Ländern) hängt in diesem Fall stark vom finanziellen und wirtschaftlichen Integrationsgrad und von der Preisflexibilität ab.

Ein Vergleich der Auswirkungen der unterschiedlichen Modelle führt zu dem Schluss, dass der Einfluss ökonomischer Schocks auf die Beschäftigung durch politische Maßnahmen, die auf einen Abbau der Reallohnrigiditäten (z. B. eine geringere Preisindexierung der Löhne) hinwirken, erheblich vermindert wird. Gleichzeitig werden bei weniger starren Löhnen die Anpassungslasten von der Realwirtschaft auf nominale Variablen abgewälzt und die Stabilisierungsmöglichkeiten der Geldpolitik verbessert. Ein Abbau der Abwärtsrigiditäten bei den Löhnen im Euro-Währungsgebiet, vor allem bei den Reallöhnen, wirkt der Persistenz von Inflations- und Lohndifferenzen und den beschäftigungsmindernden Effekten negativer Schocks entgegen.

## 5 IMPLIKATIONEN FÜR DIE POLITIK UND SCHLUSSBEMERKUNGEN

Unterschiede bei der Entwicklung von Preisen und Arbeitskosten in den einzelnen Ländern können in gewissem Umfang ein normaler und unvermeidbarer Bestandteil einer Währungsunion sein. In einigen Fällen spiegeln sie jedoch auf Dauer nicht hinnehmbare Einbußen der Wettbewerbsfähigkeit wider, die negative Auswirkungen auf die Beschäftigungs- und Produktionsaussichten haben. In einer Währungsunion verfügen die Zentralbanken nicht über die notwendigen Instrumente, um solchen Unterschieden zu begegnen. Ohnehin würden Versuche dieser Art den Prinzipien gut funktionierender Währungsräume widersprechen (siehe Kasten 3). Zur Unterstützung notwendiger Anpassungen nach wirtschaftlichen Schocks und zur Erleich-

terung einer reibungslosen Umverteilung von Aktivitäten im Zeitverlauf, über Wirtschaftssektoren hinweg und vor allem auch innerhalb und zwischen den Ländern kommt es entscheidend darauf an, dass die EZB nach wie vor für das Eurogebiet als Ganzes an der Gewährleistung von Preisstabilität auf mittlere Sicht festhält. Länderspezifische Preis- und Arbeitskostenentwicklungen aufgrund relativ ineffizienter institutioneller Rahmenbedingungen oder nationaler Maßnahmen müssen von politischen Entscheidungsträgern der betreffenden Länder angegangen werden. Davon würden auch andere Länder des Euroraums profitieren, da eine moderate Gesamtentwicklung der Preise und Arbeitskosten von größter Bedeutung für die Unterstützung der Geldpolitik bei ihrer Aufgabe ist, Preisstabilität für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes zu erreichen.

### Kasten 3

#### DIE GELDPOLITISCHE STRATEGIE DER EZB UND DIFFERENZEN ZWISCHEN DEN LÄNDERN

Eine unterschiedliche Preis- und Arbeitskostenentwicklung in den einzelnen Ländern kann einige Fragen hinsichtlich der Durchführung einer angemessenen Geldpolitik aufwerfen. Im Folgenden werden strategische Grundsätze dargelegt, die in der Fachliteratur über Währungsunionen erarbeitet wurden.

Erstens erhöht sich durch das Vorhandensein heterogener Regionen innerhalb einer Währungsunion zwar die Anzahl der relativen Preise, die für die nationale Politik relevant sein können, doch ist es für eine wirksame Aufgabenverteilung innerhalb der Union von entscheidender Bedeutung, dass die Geldpolitik unmissverständlich der Stabilisierung der Inflationsraten im gesamten

Währungsraum verpflichtet ist. Diese Argumentation ergibt sich naturgemäß daraus, dass es zwischen der Entwicklung der relativen Preise und dem durchschnittlichen Preisniveau zu unterscheiden gilt. Die Geldpolitik kann bestimmte Entwicklungen bei den relativen Preisen innerhalb einer Volkswirtschaft nicht beeinflussen. Angesichts der hohen Zahl von Preisen in einer Währungsunion kommt es daher vorrangig darauf an, dass die Geldpolitik sich auf die Gewährleistung der Preisstabilität im gesamten Währungsraum konzentriert und damit als zentraler nominaler Anker für alle wirtschaftlichen Entscheidungen innerhalb einer Region und zwischen den Regionen dient. Durch die Bereitstellung dieses Ankers gibt die Geldpolitik das wichtigste Signal, das in einer Marktwirtschaft zur Verfügung steht.

Zweitens können die gleichgewichtigen Inflationsraten infolge einer unterschiedlichen Produktivitätsentwicklung grundsätzlich in den einzelnen Ländern für eine gewisse Zeit voneinander abweichen, ohne die Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaften zu gefährden. Gleichwohl sollten sich diese Abweichungen in den nationalen Teuerungsraten in einer Währungsunion, die als Bedingung für die Einführung der gemeinsamen Währung in neuen Mitgliedstaaten einen hohen Grad an gesamtwirtschaftlicher Konvergenz voraussetzt, in Grenzen halten.

Drittens können die Mitgliedsländer aufgrund von Differenzen in den institutionellen Merkmalen ein unterschiedliches Maß an Inflationspersistenz als Reaktion auf bestimmte Schocks aufweisen. In diesem Zusammenhang wird bisweilen argumentiert, dass Ländern mit höherer Inflationspersistenz in den Überlegungen der Zentralbank ein größeres Gewicht beigemessen werden sollte. Bis zu einem gewissen Grad lassen sich diese Überlegungen mit der Auffassung begründen, dass die Entwicklung jener Komponenten des Preisindex, die ein hohes Maß an Inflationsträgheit aufweisen, für die geldpolitisch Verantwortlichen von besonderem Interesse sind. Es ist jedoch auch klar, dass diese Argumentation – abgesehen von erheblichen Identifikations- und Kommunikationsproblemen – nicht die Ideallösung ist: Soweit nämlich die Inflationspersistenz Ausdruck länderspezifischer Ineffizienzen ist, sollte ihr durch strukturpolitische Maßnahmen auf nationaler Ebene und nicht durch die Geldpolitik begegnet werden. Auch sollten aus politökonomischer Sicht die Anreize für Länder mit Rigiditäten, notwendige Reformen durchzuführen, nicht vermindert werden.

Viertens ist es für die Geldpolitik trotz ihrer eindeutigen Ausrichtung auf die Gewährleistung der Preisstabilität im gesamten Währungsraum sinnvoll, auch regionale und länderspezifische Informationen zu berücksichtigen und nicht nur auf aggregierte Daten zurückzugreifen. Diese Vorgehensweise wird damit begründet, dass verschiedene Schocks zu einer unterschiedlichen Inflationsentwicklung führen und unterschiedliche geldpolitische Reaktionen erfordern können. Außerdem trägt die umfassende Nutzung disaggregierter Daten naturgemäß dazu bei, das Verständnis der zugrunde liegenden Ursachen der Inflationsentwicklung zu verbessern.

Die geldpolitische Strategie der EZB steht mit diesen allgemeinen Empfehlungen im Einklang.<sup>1</sup> Dies zeigt sich am deutlichsten in ihrem vorrangigen Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität für das Euro-Währungsgebiet insgesamt. Darüber hinaus verwendet die EZB regionale und länderspezifische Informationen auch in ihrer internen Analyse, wie vor allem aus den von Experten des Eurosystems bzw. der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen ersichtlich ist.

<sup>1</sup> Siehe hierzu auch EZB, Geldpolitik und Inflationsdivergenz in einem heterogenen Währungsraum, Monatsbericht Mai 2005, EZB, Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, 2003, sowie die Sonderausgabe des Monatsberichts vom Juni 2008 anlässlich des 10. Jahrestags der EZB.

In den meisten Euro-Ländern sind trotz einiger Fortschritte immer noch strukturbedingte Hemmnisse vorhanden, die von einem starren rechtlichen und regulatorischen Umfeld, einer hohen Besteuerung des Faktors Arbeit und von durch Lohnregulierungen verursachten Rigiditäten herühren. Zur Steigerung der Beschäftigung, der Produktivität und der Widerstandskraft gegenüber wirtschaftlichen Schocks ist es daher besonders wichtig, die Wirtschaftspolitik in den Ländern des Euroraums im Einklang mit den nachstehenden Grundgedanken weiterzuentwickeln.<sup>15</sup>

Erstens müssen die Regierungen und Sozialpartner in der Arbeitsmarktpolitik ihrer gemeinsamen Verantwortung gerecht werden und dafür sorgen, dass die Lohnbildung den lokalen Arbeitsmarkt- und Produktivitätsbedingungen hinreichend Rechnung trägt und weder der Wettbewerbsfähigkeit noch der Beschäftigung schadet. Dies bedeutet, dass die Sozialpartner bei der Lohnfindung die auf Unternehmens- und Sektorebene unterschiedlichen Bedingungen berücksichtigen müssen. In diesem Zusammenhang sollten im Rahmen der Lohnbildung große kumulative Verluste der Wettbewerbsfähigkeit und die Arbeitslosenzahlen bedacht werden und den Spielraum für die Ausschöpfung von Arbeitsproduktivitätsgewinnen begrenzen.

Unter diesen Umständen würden unzulängliche Maßnahmen oder Arbeitsmarktinstitutionen, die möglicherweise Lohnerhöhungen als Reaktion auf einen „cost-push“-Schock zur Folge haben, die inflationäre Wirkung dieser Schocks verstärken; dies könnte schließlich zu einem länger anhaltenden und stärkeren Preisauftrieb führen, als es durch den Erstrundeneffekt des ursprünglichen Kostendrucks zu erklären gewesen wäre (siehe auch Kasten 1 im vorangegangenen Abschnitt).

Daher sind durch höhere Energie- und Nahrungsmittelpreise bedingte, breit angelegte Zweitrundeneffekte auf das Lohn- und Preissetzungsverhalten zu vermeiden. Insbesondere sollten Lohnregelungen, bei denen die Nominallöhne an die Verbraucherpreise gebunden sind,

aufgegeben werden. Eine solche Anbindung birgt das Risiko, dass aufwärtsgerichtete Inflationsschocks zu einer Lohn-Preis-Spirale führen, was sich in den betreffenden Ländern nachteilig auf Beschäftigung und Wettbewerbsfähigkeit auswirken würde.

Zweitens setzt die ordnungsgemäße Funktionsweise der güter- und arbeitsmarktseitigen Anpassungen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets die Vollendung des Binnenmarkts – vor allem im Bereich der Dienstleistungen und der Netzwerkindustrien – voraus. Eine vertiefte Integration der Märkte kann die Preisflexibilität entscheidend erhöhen, da sie den Wettbewerb fördert sowie die Güter- und Arbeitsmärkte öffnet. Ein vermehrter grenzüberschreitender Wettbewerb und die Integration der Märkte der Euro-Länder würden spürbar zu einer Beschleunigung der Anpassung bei negativen Schocks beitragen.

Drittens können die Regierungen auf nationaler Ebene einen wesentlichen Anteil an einer gemäßigeren Entwicklung der Arbeitskosten haben. Speziell die Lohnsetzung im öffentlichen Dienst sollte nicht dazu beitragen, dass die Arbeitskosten insgesamt stark ansteigen und Wettbewerbsfähigkeit verloren geht. Überdies ist ein solider finanzpolitischer Kurs besonders wichtig, da ein starkes Wachstum der Arbeitskosten zum Teil auf eine Konjunkturüberhitzung zurückzuführen sein könnte.<sup>16</sup> Üblicherweise wird in Zeiten starken Wachstums und damit verbundener Vermögenspreisstärkungen die Stärke der zugrunde liegenden Haushaltssituationen in Schätzungen des strukturellen Haushaltssaldos tendenziell überbewertet. Dies geschieht besonders dann, wenn die Staatseinnahmen durch ein kräftiges Wachstum jener Bestandteile des BIP, die Steuereinnahmen generieren (z. B. die Binnennachfrage), und/oder durch den Wert sowie die Anzahl von Immobilientransaktionen und

15 Siehe auch EZB, Wirtschaftspolitische Herausforderungen und Erweiterung, Sonderausgabe des Monatsberichts anlässlich des zehnten Jahrestags der EZB, Juni 2008.

16 Ein weitgehend konzeptioneller Blick auf die angemessene Abstimmung zwischen Geld- und Finanzpolitik in Währungsräumen findet sich in: EZB, Gemeinsame Geldpolitik und nationale Finanzpolitik vor dem Erfordernis eines reibungslosen Funktionierens der WWU, Monatsbericht Juli 2008.

Kapitalerträgen steigen. Das Erwirtschaften eines hinreichend großen Haushaltsüberschusses kann sich in dieser Situation nicht nur deshalb als sinnvoll erweisen, weil es dazu beitragen kann, Druck aufgrund der Überhitzung zu mindern, sondern auch weil dadurch eine ausreichende Sicherheitsmarge für den Fall einer plötzlichen Trendwende bei den Einnahmen entsteht. Eine solche Politik sollte unter dem Aspekt gesehen werden, dass sie das Wirken der automatischen fiskalischen Stabilisatoren ermöglicht, und nicht so sehr als diskretionäre fiskalpolitische Maßnahme, die sich in der Vergangenheit als ein ungeeignetes Instrument zum Ausgleich von konjunkturellen Schwankungen erwiesen hat.

Viertens müssen die im Rahmen der Lissabon-Strategie festgelegten Reformen, die den Wettbewerb stärken und die langfristigen Wachstumsaussichten im Euroraum verbessern, umgesetzt werden. Außerdem sind Preis- und Lohnflexibilität sowie ein effizient funktionierender Binnenmarkt die Voraussetzung für die Vermeidung einer Situation, in der ein Land oder eine Region im Eurogebiet nach einem spezifischen Schock über einen längeren Zeitraum hinweg entweder unter schwachem Wachstum und hoher Arbeitslosigkeit oder unter Überhitzung zu leiden hat. Dies würde die Anpassungsmechanismen in den einzelnen Ländern verbessern und könnte somit einen wichtigen Beitrag zur Stärkung der allgemeinen Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Eurogebiets gegen ökonomische Schocks leisten. Alles in allem würden derartige Reformen den Inflationsdruck tendenziell mildern und die langfristigen Beschäftigungsaussichten verbessern.

Letztendlich muss in den Euro-Ländern genau beobachtet werden, wie sich die Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit hinsichtlich der Preise und der Lohnstückkosten entwickeln. Anhaltende Verluste der relativen Kostenwettbewerbsfähigkeit können durch verschiedene Faktoren bedingt sein. Darunter ist die Kombination aus starkem Nachfragedruck und einer Reihe struktureller Rigiditäten an den Güter- und Arbeitsmärkten besonders zu beachten, denn sie können

in einem Land zu Trägheit in der Preis- und Lohnsetzung und zu einem anhaltenden Preis- und Lohnanstieg führen. Im Hinblick auf die Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet ist in Ländern, die innerhalb des Euroraums an Wettbewerbsfähigkeit hinzugewinnen müssen, eine diszipliniertere Entwicklung der Nominallöhne vonnöten. Es liegt in der Verantwortung der nationalen Behörden und aller Sozialpartner, jederzeit ein ordnungsgemäßes und reibungsloses Funktionieren des Euro-Währungsgebiets zu gewährleisten.

Die EZB hat wiederholt darauf hingewiesen, dass die Wettbewerbsfähigkeit in den Euro-Ländern im Rahmen der politischen Prozesse der Economic Governance des Euroraums genau beobachtet werden muss. Die Europäische Kommission kam kürzlich zum gleichen Schluss, indem sie eine Ausweitung der makroökonomischen Überwachung anregte.<sup>17</sup> Die Ausweitung der Überwachung auf die Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit in den einzelnen Euro-Ländern soll dazu beitragen, die Bedeutung dieser Thematik bei politischen Diskussionen auf europäischer und nationaler Ebene hervorzuheben. Eine regelmäßige Überprüfung der Wettbewerbsfähigkeit wird daher von der EZB ausdrücklich begrüßt. Die Ergebnisse einer solchen Untersuchung sollten der breiten Öffentlichkeit angemessen vermittelt werden, um so das Bewusstsein für Probleme der Wettbewerbsfähigkeit zu schärfen.

<sup>17</sup> Siehe Europäische Kommission, EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union, European Economy, Februar 2008.

# AKTIENMARKTBEWERTUNG UND AKTIENRISIKOPRÄMIE

*In diesem Aufsatz soll ein Rahmen zur Bewertung der Aktienmärkte vorgestellt werden. Da die zur Aktienmarktbewertung verwendeten Methoden mit einer großen Unsicherheit verbunden sind, ist es ratsam, eine breite Palette an Messgrößen einzusetzen. Zunächst wird erörtert, wodurch Aktienkurse bestimmt werden und warum sie von einer rationalen Bewertung abweichen können. Im Anschluss daran erfolgt eine Herleitung, Vorstellung und Erörterung verschiedener Standardmessgrößen für die Aktienmarktbewertung auf der Grundlage von Daten zum Euro-Währungsgebiet.*

## I EINLEITUNG

Aktienkurse können relevante, zeitnahe und originäre Informationen für die Beurteilung von Markterwartungen, Marktstimmung, Finanzierungsbedingungen und letztlich auch von Konjunktur- und Inflationsaussichten enthalten. Dabei kommt ihnen im geldpolitischen Transmissionsprozess eine aktive und eine passive Rolle zu. Die aktive Rolle lässt sich am deutlichsten an den Vermögens- und Kapitalkosteneffekten erkennen. So führt ein Anstieg der Aktienkurse beispielsweise dazu, dass Privathaushalte, die Aktien besitzen, vermögender werden und sich dazu entschließen können, mehr zu konsumieren. Gleichzeitig verringern sich bei höheren Aktienkursen die Kosten, die den Unternehmen bei der Eigenkapitalaufnahme über den Aktienmarkt entstehen. Dies wiederum kann sich über die möglichen Folgen für die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit und das Produktionspotenzial in den Konjunktur- und Inflationsaussichten der Volkswirtschaft insgesamt niederschlagen.

Die passive Rolle der Aktienkurse erklärt sich aus den in ihnen enthaltenen Informationen über die künftige Konjunkturentwicklung aus Sicht der Aktionäre. Dieser Kanal ist dadurch gekennzeichnet, dass Aktienkurse wie auch die Preise anderer finanzieller Vermögenswerte inhärent vorausschauender Natur sind. Die Aktienkurse sollten daher den abdiskontierten Barwert erwarteter künftiger Dividendenausschüttungen abbilden, wobei die Dividenden üblicherweise als ein Gewinnanteil ausgezahlt werden. Die Gewinne einer Gruppe von Unternehmen hängen wiederum entscheidend von der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ab. Insofern können Aktienkurse die Erwartungen der Marktteilnehmer hin-

sichtlich der künftigen Wirtschaftsentwicklung widerspiegeln. Indikatoren der zukünftigen Konjunkturentwicklung lassen sich auch aus anderen Quellen wie beispielsweise Unternehmens- und Verbraucherumfragen gewinnen. Aktienkursbasierte Indikatoren haben jedoch meist den Vorteil, dass sie schneller verfügbar sind. Eine Bewertung der Aktienmärkte, und damit ein Einblick in den erwarteten Ertrag auf Aktien, den ROE („return on equity“), ist außerdem wegen der Wechselwirkung zwischen der Verzinsung der Geldbestände und der Rendite anderer finanzieller Vermögenswerte, einschließlich Aktien, für die geldpolitische Analyse von Bedeutung.

Der Informationsgehalt der Aktienkurse hinsichtlich der künftigen Konjunkturentwicklung dürfte jedoch über die Zeit hinweg Schwankungen unterliegen. Die Notierungen können gelegentlich ein Niveau erreichen, das nicht mit der Fundamentalbewertung übereinstimmt. Dies kann beispielsweise in Zeiten starker Finanzmarkturbulenzen geschehen, wenn es angesichts negativer Meldungen bei den Marktteilnehmern zu Überreaktionen kommt und die Aktienkurse unter das Niveau fallen, das eine Fundamentalbewertung nahelegen würde. Außerdem gibt es Hinweise, dass Anleger die zukünftigen Renditeaussichten gelegentlich zu optimistisch einschätzen und damit einer sogenannten „Vermögenspreisblase“ Vorschub leisten.<sup>1</sup> In beiden Fällen wird der Informationsgehalt der Aktienkurse verwässert, was zu einer Fehlallokation der Ressourcen führen kann. Fehlentwicklungen der Aktienkurse geben also insofern Anlass zur Sorge, als sie wirtschaftliche und finanzielle Entscheidungen verzerren können. Die Erfahrung lehrt, dass die mit solchen Phasen einhergehen-

<sup>1</sup> Siehe EZB, Vermögenspreisblasen und Geldpolitik, Monatsbericht April 2005.

den Boom-Bust-Zyklen an den Aktienmärkten die gesamte Wirtschaft empfindlich treffen können.

Um aus der Entwicklung der Aktienkurse möglichst genaue Rückschlüsse ziehen zu können, werden eine Reihe von Bewertungsmodellen angewandt. In diesem Aufsatz werden aus methodologischer Perspektive die in den Zentralbanken und der Finanzwelt am weitesten verbreiteten Messgrößen vorgestellt. Natürlich sind die hier beschriebenen Bewertungsmodelle von einer erheblichen Unsicherheit umgeben und dienen eher dazu, Anhaltspunkte für die mittelfristige Analyse zu gewinnen, als die kurzfristige Kursentwicklung an den Aktienmärkten zu bestimmen.

Der Aufsatz gliedert sich wie folgt: In Abschnitt 2 wird die theoretische Ermittlung der Aktienkurse erörtert und der Frage nachgegangen, warum die Notierungen gelegentlich von einem rationalen Bewertungsansatz abweichen. In Abschnitt 3 werden verschiedene gängige Indikatoren für die Aktienmarktbeurteilung auf Grundlage von Daten zum Eurogebiet vorgestellt. In Abschnitt 4 folgt eine abschließende Zusammenfassung.

## 2 THEORETISCHE ERMITTLUNG DER AKTIENKURSE

### DER RATIONALE BEWERTUNGSANSATZ

Der Preis eines finanziellen Vermögensgegenstands zu einem bestimmten Zeitpunkt besteht im Allgemeinen aus dem Nettobarwert der künftigen Auszahlungen, die sich die Anleger vom Halten des Vermögenswerts erwarten. Zur Diskontierung werden die erwarteten Renditen angesetzt, die Anleger für das Halten des Vermögenswerts in ihren Portfolios verlangen. Bei den Aktienkursen besteht die Ausschüttungskomponente aus den gegenwärtigen und erwarteten zukünftigen Dividendenzahlungen, während sich der Diskontierungsfaktor aus dem risikofreien Zinssatz und einer Risikoprämie zusammensetzt. Daraus ergibt sich die als Divi-

dendendiskontierungsmodell bekannte Barwert-Gleichung:<sup>2</sup>

$$P_t = E_t \left[ \sum_{k=1}^{\infty} \frac{D_{t+k}}{(1+r)^k} \right] \quad (1)$$

wobei  $D$  die Dividendenausschüttung und  $r$  der Diskontierungsfaktor ist. Wie zuvor bereits angesprochen muss die erwartete Ertragsrate sowohl für die Haltedauer als auch für die Unsicherheit hinsichtlich der zukünftig aus den Aktien zu erzielenden Ausschüttungen kompensieren. Die erwartete Ertragsrate lässt sich daher als Summe der erwarteten realen Rendite eines risikofreien Vermögenswerts ( $r_f$ ) und einer mit der Unsicherheit des Zahlungsstroms behafteten Aktienrisikoprämie ( $erp$ ) darstellen. Zunächst wird die Annahme zugrundegelegt, dass die Anleger von einer Konstanz der beiden Größen im Zeitverlauf ausgehen. Weiter unten wird erörtert, wie sich die Aktienrisikoprämie bei allgemeinerer Betrachtung bestimmen lässt. Aus dem Barwertmodell ergibt sich somit, dass ein hohes gegenwärtiges Kursniveau entweder mit einer hohen erwarteten Dividendenausschüttung, niedrigen erwarteten Renditen oder einer Kombination der beiden einhergehen muss.

Das Modell basiert in dieser einfachen theoretischen Darstellung auf sehr wenigen Annahmen. Bei der praktischen Anwendung müssen jedoch weitere Annahmen einbezogen werden. Aus der Gleichung geht hervor, dass es zwei unbekannte Komponenten gibt, nämlich die Ströme künftiger Dividendenzahlungen und die erwarteten künftigen Renditen. Zur praktischen Umsetzung des Modells werden einige vereinfachende Annahmen hinsichtlich der erwarteten Entwicklung dieser zwei Komponenten benötigt. So könnte beispielsweise die erwartete reale Aktienrendite ( $r$ ) und die reale Wachstumsrate der Dividenden ( $g$ ) als konstant betrachtet werden. In diesem Fall wird die Barwert-Relation auf das „Gordon-Wachstumsmodell“ reduziert:

2 Eine genauere Beschreibung findet sich in: EZB, Aktienmarkt und Geldpolitik, Monatsbericht Februar 2002. Im Sinne einer vereinfachten Darstellung wird von einer konstanten erwarteten Rendite ausgegangen.

$$P_t = \frac{D_t(1+g)}{r_f + erp - g} \quad (2)$$

Auch hier sind die Aktienkurse hoch, wenn ein hohes Dividendenwachstum erwartet wird oder die erwartete Aktienrendite niedrig ausfällt.

Für den Zweck der Aktienmarktbewertung ist es üblich, die Aktienkurse mit einer Komponente zu skalieren, die mit der Ausschüttung in Zusammenhang steht. Die zwei gängigsten Indikatoren sind die Dividendenrendite und das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Mit ihrer Hilfe lässt sich die Gleichung (2) so umstellen, dass sich ein einfacher Ausdruck der Dividendenrendite ergibt:

$$\frac{D_t}{P_t} = \frac{r_f + erp - g}{1+g} \quad (3)$$

Dieser Gleichung zufolge fällt die Dividendenrendite niedrig aus, wenn die Anleger ein hohes künftiges Dividendenwachstum  $g$ , einen niedrigen realen risikofreien Zinssatz  $r_f$ , eine niedrige Aktienrisikoprämie  $erp$  oder eine Kombination dieser Variablen erwarten. In diesen Fällen ist der aktuelle Aktienkurs verglichen mit dem Niveau der Dividendenausschüttung relativ hoch.

Anstatt die Dividenden zu betrachten, ließe sich die Barwert-Gleichung (2) auch mit Blick auf die Gewinne umstellen. Unter der Annahme, dass ein konstanter Anteil ( $\theta$ ) der Gewinne als Dividende ausgeschüttet wird, gilt:  $D_t = \theta E_t$ . Gleichung (2) kann also dahingehend umgestellt werden, dass ein Ausdruck des KGV enthalten ist:

$$\frac{P_t}{E_t} = \frac{\theta(1+g)}{r_f + erp - g} \quad (4)$$

Das KGV fällt demnach hoch aus, wenn ein kräftiges Gewinnwachstum oder eine niedrige Aktienrendite erwartet wird bzw. eine Kombination dieser zwei Umstände gegeben ist.

Eine weitere gängige Messgröße zur Aktienmarkt-bewertung ist das „Fed-Modell“. Unter Annahme einer 100 %igen Ausschüttungsquote wird in diesem Modell die erwartete Aktienrendite zu der

Rendite nominaler Staatsanleihen  $r_f^N$  in Bezug gesetzt:

$$\frac{E_t}{P_t} = \frac{D_t}{P_t} = r_f + erp = r_f^N - E(\pi) + erp \quad (5)$$

Hierbei sei  $E(\pi)$  die erwartete Inflationsrate. Dieser Ausdruck basiert auf der Tatsache, dass eine 100 %ige Ausschüttungsquote auch ein langfristiges Nullwachstum ( $g=0$ ) impliziert. Dem Fed-Modell zufolge sollte die Differenz zwischen der Gewinn- oder Dividendenrendite und der Rendite einer langfristigen Nominalanleihe näherungsweise der Aktienrisikoprämie abzüglich der erwarteten Inflationsrate entsprechen. Empirische Messgrößen dieser Bewertungsmethoden werden in Abschnitt 3 vorgestellt.

Wie bereits erwähnt ist die Aktienrisikoprämie eine wichtige Bestimmungsgröße der Aktienkurse und der daraus abgeleiteten Bewertungskennzahlen. Es handelt sich dabei um den von den Anlegern geforderten Ausgleich für das Risiko, das mit dem Halten einer bestimmten Aktie verbunden ist. Die Risikoprämie einer Aktie muss daher sowohl eine Messgröße des Risikos als auch den Preis für eine Risikoeinheit enthalten. Modelle zur Bestimmung von Aktienkursen definieren die Risikokomponente häufig als Gleichlauf der Aktienrendite mit bestimmten finanziellen oder gesamtwirtschaftlichen Variablen, während der Preis des Risikos mit der Risikoaversion der Anleger in Zusammenhang gesetzt wird. Mit der Aktienrisikoprämie haben sich schon zahlreiche theoretische und empirische Forschungsprojekte beschäftigt, und ein umfassender Überblick würde den Rahmen dieses Aufsatzes sprengen. In Kasten 1 findet sich eine Übersicht über die gängigsten Ansätze zur Ermittlung der Aktienrisikoprämie.

### ABWEICHUNGEN VOM FUNDAMENTALEN GLEICHGEWICHTSPREIS

Bei der im vorhergehenden Abschnitt beschriebenen rationalen Barwert-Formel handelt es sich um ein Gleichgewichtsmodell. Wenn Anleger rational handeln und die künftigen Dividendenströme mit einem gewissen Grad an Genauigkeit vorhersagen können (und auch einen angemess-

## AKTIENRISIKOPRÄMIE

Die Aktienrisikoprämie lässt sich als Differenz von erwartetem Aktienkurs und risikofreiem Zinssatz definieren. Daher handelt es sich bei der Aktienrisikoprämie um eine Ex-ante-Größe, die sich nicht beobachten lässt. Unter Berücksichtigung dieser Schwierigkeiten gibt es eine Reihe von Ansätzen zur Modellierung und Schätzung dieser Komponente. Hierzu zählen vor allem das Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM), das konsumbasierte Capital-Asset-Pricing-Modell (C-CAPM) und das intertemporale Capital-Asset-Pricing-Modell (I-CAPM). Im vorliegenden Kasten wird eine kurze Einführung zu diesen Standardansätzen gegeben. Der Versuch einer empirischen, im Rahmen eines I-CAPM vorgenommenen Schätzung der Aktienrisikoprämie im Euro-Raum wird in Abschnitt 3 unternommen. Im Sinne einer vereinfachten Darstellung werden die Modelle in log-linearisierter Form verwendet.

Nach dem CAPM wird die Überrendite risikobehafteter Vermögenswerte (wie Aktien) im Verhältnis zur risikolosen Anlage durch die Kovarianz zwischen der erwarteten Rendite des Vermögenswerts ( $r_{t+1}$ ) und der erwarteten Rendite des Markt-Vermögensportfolios ( $r_{m,t+1}$ ) bestimmt, das häufig näherungsweise durch einen marktbreiten Aktienindex abgebildet wird.

$$E_t[r_{t+1}] - r_f \approx \text{cov}_t(r_{t+1}, r_{m,t+1})$$

So wird eine einzelne Aktie als umso risikoreicher eingestuft, je stärker ihre erwartete Rendite mit dem Marktportfolio kovariert. Dabei wird davon ausgegangen, dass die Ertragsrate eines solchen Wertpapiers nicht sehr werthaltig ist, da sie keine Absicherung gegen eine Baisse am Gesamtmarkt bietet. Dieses CAPM enthält in der Regel keine Messgröße der Risikoaversion, sodass Veränderungen der Aktienrisikoprämie im Zeitverlauf durch eine geänderte Einschätzung des mit Vermögenswerten einhergehenden Risikos bestimmt werden müssen.

Ähnlich verhält es sich mit dem C-CAPM: Diesem Modell zufolge wird die Aktienrisikoprämie durch die Kovarianz der Wachstumsrate des gesamtwirtschaftlichen Konsums ( $c$ ) mit der Rendite des risikoreichen Vermögenswerts sowie durch den Koeffizienten der relativen Risikoaversion  $\gamma$  bestimmt:

$$E_t[r_{t+1}] - r_f \approx \gamma_t \text{cov}_t(r_{t+1}, \Delta c_{t+1})$$

Der Kovarianzterm bestimmt das mit dem Vermögenswert verbundene Risiko, während der Risikoaversionskoeffizient für den Preis des Risikos maßgeblich ist. Mit zunehmender Kovarianz zwischen dem Wachstum des gesamtwirtschaftlichen Konsums und der Rendite des Vermögenswerts wird der Vermögenswert als umso risikobehafteter eingestuft; entsprechend höher fällt die als Gegenleistung für das Halten des Vermögenswerts verlangte Rendite aus. Ähnlich wie im CAPM wird auch hier eine Aktie, die sich erwartungsgemäß weitgehend im Einklang mit dem Wachstum des gesamtwirtschaftlichen Konsums entwickelt, in der Regel dann Vermögen abwerfen, wenn dies am wenigsten wünschenswert erscheint, d. h. bei einem ohnehin schon hohen Konsum. Für diese Art von Vermögenswerten werden die Anleger eine höhere Rendite verlangen als für Vermögenswerte, die zu einer Glättung des Konsumverlaufs beitragen. Die Höhe dieses Aufschlags hängt von der Risikoscheu der Investoren ab. Ein hoher Grad an Risikoaversion

impliziert ceteris paribus die Forderung nach einer hohen Rendite für einen risikoreichen Vermögenswert. Der Grad der Risikoaversion kann je nach Verfassung der Wirtschaft variieren: In einer Rezession oder bei großer Unsicherheit über die künftige konjunkturelle Lage könnte der Anleger eher dazu neigen, Risiken zu scheuen, als in wachstumsstarken, stabilen Zeiten.<sup>1</sup> Dies würde bedeuten, dass die Aktienrisikoprämien und damit die erwarteten Aktienrenditen konjunkturabhängigen Schwankungen unterliegen.

Schließlich lässt sich auch eine zeitdiskrete Version des I-CAPM von Merton (1973) als ein Sonderfall des konsumbasierten Modells ableiten:<sup>2</sup>

$$E_t[r_{t+1}] - r_f \approx \lambda_{t,m} \text{cov}(r_{t+1}, r_{m,t+1}) + \lambda_{t,z} \text{cov}(r_{t+1}, \Delta z_{t+1})$$

Wie das CAPM enthält auch das I-CAPM die Kovarianz der Aktienrendite mit der aktuellen Marktrendite als eine Risikokomponente. Allerdings werden auch zusätzliche, mit Meldungen über die zukünftigen Renditen des angelegten Vermögens zusammenhängende Risikofaktoren eingepreist. Diese Nachrichtenkomponenten werden durch Veränderungen der Zustandsvariablen ( $z_{t+1}$ ) abgebildet. Hierbei handelt es sich um makroökonomische oder finanzielle Variablen, von denen angenommen werden kann, dass sie die zukünftige Änderung der Anlagemöglichkeit eines Investors näherungsweise ausdrücken.  $\lambda$  steht für die Reagibilität der Aktienrisikoprämie gegenüber den einzelnen Risikofaktoren. Die Idee dabei ist, dass die Investoren auf die langfristige Entwicklung der Anlagemöglichkeiten achten. Langfristig agierende Anleger werden Nachrichten über Erwartungen zukünftig niedriger Investitionserträge nicht begrüßen, da sich diese negativ auf den zukünftigen Konsumverlauf auswirken. Vielmehr werden diese Investoren Aktien bevorzugen, deren Kurse positiv auf derartige Meldungen reagieren, sodass sie sich gegen die ungewissen zukünftigen Anlagemöglichkeiten absichern können. Der Versuch, die Aktienrisikoprämie im Euroraum nach dem I-CAPM zu schätzen, wird in Abschnitt 3 unternommen.

1 Siehe hierzu beispielsweise EZB, Informationsgewinnung aus Finanzmarktpreisen, Abbildung 8, Monatsbericht November 2004.

2 Siehe J. H. Cochrane, *Asset Pricing*, Princeton University Press, 2001, und J. Y. Campbell, *Intertemporal Asset Pricing without Consumption Data*, *American Economic Review*, 93, S. 487-512, 1993.

senen Abzinsungsfaktor ansetzen), sollte die Wahrscheinlichkeit gering sein, dass die Aktienkurse über längere Zeiträume hinweg über- oder unterbewertet werden. Allerdings gibt es sowohl theoretische als auch empirische Belege dafür, dass die Vermögenspreise ein Niveau erreichen können, das sich nur schwerlich mit dem oben dargestellten rationalen Bewertungsmodell in Einklang bringen lässt. Diese Debatte ist nicht neu. Bereits Mitte der Dreißigerjahre verglich Keynes die Aktienmärkte mit einem Schönheitswettbewerb, wo „wir unsere Intelligenz der Vorwegnahme dessen widmen, was die durchschnittliche Meinung als das Ergebnis der durchschnittlichen Meinung erwartet“<sup>3</sup>.

Gleichwohl herrschte in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts im Allgemeinen die Ansicht vor, dass die Finanzmärkte effizient seien und die Ver-

mögenspreise tendenziell ihre fundamentalen Bestimmungsfaktoren reflektierten. In den Siebzigerjahren war Kindleberger einer der ersten Wissenschaftler, der diese traditionelle Annahme hinterfragte. Er untersuchte vergangene Finanzkrisen und argumentierte, dass Anleger positive Meldungen tendenziell zu optimistisch auslegen, was gelegentlich zu Fehlentwicklungen bei den Vermögenspreisen führen kann.<sup>4</sup>

Anfang der Achtzigerjahre stützten mehrere einflussreiche empirische Studien indirekt die Auffassung, dass es an den Aktienmärkten zu Ineffizienzen und vor allem zu „übermäßiger Volatilität“ kommen könne. Dahinter verbirgt sich folgende

3 Siehe J. M. Keynes, *The general theory of employment, interest and money*, Macmillan, London, 1936.

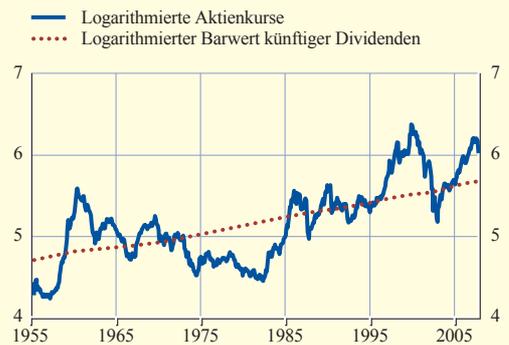
4 Siehe C. P. Kindleberger, *Manias, panics, and crashes*, John Wiley & Sons, Inc., 1978.

**Abbildung 1 Reale Aktienkurse in den Vereinigten Staaten und Barwert der in der Folge ausgeschütteten Dividenden**



Quelle: [www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm).  
Anmerkung: Entspricht dem Standard-&-Poor's-500-Index im Betrachtungszeitraum 1871-2008.

**Abbildung 2 Reale Aktienkurse in Deutschland und Barwert der in der Folge ausgeschütteten Dividenden**



Quelle: Global Financial Data.  
Anmerkung: Entspricht dem CDAX-Index im Betrachtungszeitraum 1955-2008.

Logik: Die Aktienkurse eines einzelnen Unternehmens können bei Anwendung der rationalen Bewertungsformel (und Zugrundelegung einer konstanten erwarteten Rendite) als rationale Vorhersage der künftigen Dividendenströme des Unternehmens betrachtet werden. Eine solche Vorhersage kann nur dann rational sein, wenn sie weniger Volatilität aufweist als die zu prognostizierenden Dividendenströme. Empirische Belege aus den Vereinigten Staaten zeigen jedoch, dass Aktienkurse tendenziell ungleich volatiler sind als die zugrunde liegenden Dividenden.<sup>5</sup> Abbildung 1 und 2 veranschaulichen dies anhand langfristiger Datensätze zu den Vereinigten Staaten und Deutschland. Die Aktienkurse sind in beiden Wirtschaftsräumen erheblich stärkeren Schwankungen ausgesetzt als der Barwert der künftigen Dividenden. Nur unter der Annahme, dass der historisch sehr glatte Verlauf der Dividenden nicht für ihre möglichen Ex-ante-Schwankungen repräsentativ ist, lässt sich das Vorhandensein übermäßiger Volatilität mit der rationalen Barwert-Formel in Einklang bringen.

Die empirische Beobachtung, dass Aktienkurse tatsächlich von dem durch die rationale Bewertungsformel implizierten Niveau abweichen können, löste eine theoretische Debatte darüber aus, ob es Faktoren gibt, die zur Erklärung dieser unterstellten Anomalie beitragen können. In diesem Zusammenhang haben zwei Forschungsschwerpunkte, nämlich Modelle zu Vermögens-

preisblasen und Einsichten aus der Behavioural Finance, zu einem besseren Verständnis der Vermögenspreisschwankungen geführt. Diese beiden Bereiche decken bei Weitem nicht alle Fragen ab. Wissenschaftler und Politiker haben jedoch häufig auf hier gewonnene Erkenntnisse zurückgegriffen, um insbesondere die Entwicklung Ende der Neunzigerjahre besser zu verstehen, als die Kursgewinne an den Aktienmärkten im Allgemeinen nicht mit der Hypothese effizienter Märkte übereinstimmen.

Abweichungen von den Fundamentaldaten werden z. B. in der Literatur zu Vermögenspreisblasen formalisiert. Von Blasen spricht man, wenn die Vermögenspreise den Fundamentalwert eines Vermögensgegenstands überschreiten, da die derzeitigen Eigentümer davon ausgehen, dass sich dieser in Zukunft zu einem noch höheren Preis veräußern lassen wird. Vermögenspreisblasen lassen sich grob in die folgenden vier Kategorien unterteilen: Erstens Modelle, bei denen angenommen wird, dass eine asymmetrische Informationsverteilung unter den Anlegern Vermögenspreisblasen erzeugen kann. Zweitens Modelle, bei denen der Schwerpunkt auf der Interaktion zwischen rationalen und verhaltens-

5 Siehe R. J. Shiller, Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?, in: American Economic Review, 71, 1981, S. 421-436, sowie S. F. LeRoy und R. D. Porter, The present-value relation tests based on implied variance bounds, in: Econometrica, Bd. 49, 1981, S. 555-574.

orientierten Händlern liegt. Drittens heterogene Ansichten aufseiten der Händler, die unter gewissen Umständen divergierende Auffassungen zum Fundamentalwert der Aktienkurse nach sich ziehen können. Viertens Blasen, die auf Grundlage der Annahme entstehen, dass die Anleger rational handeln und über die gleichen Informationen verfügen. Bei dieser letzten Kategorie sind Blasen möglicherweise ausschließlich durch die exogenen fundamentalen Bestimmungsfaktoren der Aktienkurse, nämlich die erwarteten künftigen Dividenden, bedingt. Diese Art von Blasen wird als intrinsisch bezeichnet. In diesem Zusammenhang können Blasen eine Überreaktion der Kurse auf Änderungen der Fundamentaldaten auslösen. Die Kursgewinne der späten Neunzigerjahre waren im Technologiesektor besonders stark ausgeprägt. Viele Anleger waren zu diesem Zeitpunkt der Ansicht, dass die neuen Unternehmen im Bereich der Internettechnologie (Dotcom-Unternehmen), Gewinne (und damit Dividenden) erzielen würden, die die damaligen Erträge deutlich überschritten hätten. Diese wahrgenommene strukturelle Änderung der Fundamentaldaten dürfte die wichtigste Ursache für den kräftigen Anstieg der Notierungen vieler Unternehmen im Technologiesektor in diesem Zeitraum gewesen sein. Diese Erklärung steht auch im Einklang mit der Hypothese der intrinsischen Blase.

Auch Erkenntnisse aus der Behavioural-Finance-Literatur können herangezogen werden, um die gelegentlich im Vergleich zu den Fundamentaldaten überhöht wirkenden Vermögenspreise, beispielsweise die hohen Aktienkurse der Neunzigerjahre, zu erklären. In der Behavioural Finance werden Forschungsergebnisse zu menschlichen und sozialen kognitiven und emotionalen Inkonsistenzen verwendet, um wirtschaftliche Entscheidungen und deren Auswirkungen auf die Marktpreise besser zu verstehen.<sup>6</sup> Sie kommt u. a. zu der Erkenntnis, dass Einzelpersonen nicht alle Informationen filtern und verarbeiten können, die sich potenziell in den Vermögenspreisen niederschlagen. Einige Anleger verlassen sich daher bei ihren Entscheidungen auf einfache Verankerungsregeln, da die Verarbeitung aller Informationen ein zu komplexes Unterfangen darstellen würde.

Der naheliegendste Anker ist die jüngste Entwicklung der Vermögenspreise.<sup>7</sup> Notierungen, die über einige Jahre hinweg stetig steigen, könnten den Anlegern z. B. als wichtige Grundlage für ihre Investitionsentscheidungen dienen. Vor diesem Hintergrund könnten die Marktteilnehmer daher zur Vorhersage der künftigen Kursentwicklung eine Extrapolation auf Grundlage von Daten der jüngeren Vergangenheit vornehmen. Dies kann zu einer sich selbst verstärkenden Dynamik führen, bei der eine zweite Runde von Kurssteigerungen schließlich noch höhere Aktienpreise verursacht, was sich dann in einer Endlosschleife fortsetzt.

Diese Rückkopplungsschleife kann sich durch ein Herdenverhalten unter den Anlegern noch verstärken. Obgleich die Marktakteure vor einer größeren Entscheidung unabhängig voneinander alle öffentlich verfügbaren Informationen in Betracht ziehen, werden sie auch in erheblichem Maße von den Entscheidungen anderer beeinflusst. Shiller führt in diesem Zusammenhang ein aufschlussreiches Beispiel an.<sup>8</sup> Öffnen zwei Restaurants direkt nebeneinander, muss der erste Kunde die Qualität des Essens von außen beurteilen. Die dabei zugrunde gelegten Informationen sind sicherlich nicht besonders genau, und daher fällt die Entscheidung für das eine oder andere Restaurant mehr oder weniger zufällig. Der zweite Kunde kann sich auf Grundlage zusätzlicher Informationen entscheiden, denn er sieht den ersten Kunden in einem der beiden Restaurants. Das Ergebnis könnte sein, dass am Ende alle Kunden im selben Restaurant sitzen. Anleger verhalten sich bei Anlageentscheidungen bisweilen wie eine Herde. Anstatt die Wahrscheinlichkeit bestimmter Ereignisse gründlich zu bewerten, könnten sie ihre Investitionsentscheidungen mit den Handlungen anderer Anleger rechtfertigen. Neben der oben erwähnten Überreaktion auf die Fundamentaldaten

6 Der Forschungsbereich der Behavioural Finance fand durch die Auszeichnung Daniel Kahnemans und Vernon L. Smiths im Jahr 2002 mit dem von der Sveriges Riksbank gestifteten Preis für Wirtschaftswissenschaften im Gedächtnis an Alfred Nobel Anerkennung. Nähere Informationen finden sich auf der Website [nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/2002/](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2002/).

7 Siehe D. Kahneman und A. Tversky, *Judgement under uncertainty: heuristics and biases*, in: *Science*, 185, 1974, S. 1124-1131.

8 Siehe R. J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000.

ten, die mit der Hypothese einer intrinsischen Blase im Einklang steht, dürften der Herdentrieb und die weitverbreitete Ansicht, dass Ende der Neunzigerjahre eine neue Zeit für die Weltwirtschaft angebrochen war, Erklärungen für den sprunghaften Anstieg der Aktiennotierungen jener Zeit insbesondere im Technologiesektor liefern.

### 3 MESSGRÖSSEN FÜR DIE EMPIRISCHE AKTIENMARKTBEWERTUNG IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

#### ERARBEITUNG EINER BENCHMARK FÜR BEWERTUNGSINDIKATOREN

In diesem Abschnitt werden für den Euroraum empirische Entsprechungen zu den oben hergeleiteten Bewertungsindikatoren aufgezeigt. Dabei ist wichtig zu verstehen, wie diese Indikatoren zu interpretieren sind. In erster Linie ist ein Richtwert erforderlich, anhand dessen sich die Aktienkursbewertung beurteilen lässt. Eine einfache Benchmark ergibt sich aus dem stilisierten Faktum, dass die meisten Bewertungsindikatoren bei hinreichend langer Betrachtung tendenziell zu einem Mittelwert zurückkehren („Mean Reversion“), nachdem sie zyklische Höhen und Tiefen durchlaufen haben. Daher scheinen sich historische Durchschnittswerte als einfache, aber gleichwohl angemessene Richtwerte für das langfristige fundamentale Gleichgewichtsniveau der verschiedenen Bewertungsindikatoren anzubieten. Die Verwendung historischer Durchschnitte als Benchmarks ist in der Wirtschaftsanalyse und -politik daher weitverbreitet. Ergeben sich anhand eines solchen Instrumentariums übermäßig hohe bzw. niedrige Bewertungen, darf dies jedoch nicht automatisch mit einer Fehlbewertung gleichgesetzt werden, da ein solches Ergebnis unter Berücksichtigung zyklischer Schwankungen der Fundamentaldaten am Aktienmarkt prinzipiell auch bei einem Gleichgewichtspreis denkbar wäre. Hinzu kommt, dass anhaltende Abweichungen vom historischen Durchschnittswert, die in der Vergangenheit beobachtet wurden, möglicherweise mit der Hypothese struktureller Veränderungen der den Fundamentaldaten zugrunde liegenden Prozesse in Einklang stehen.

Abbildung 3 Dividendenrendite in Deutschland



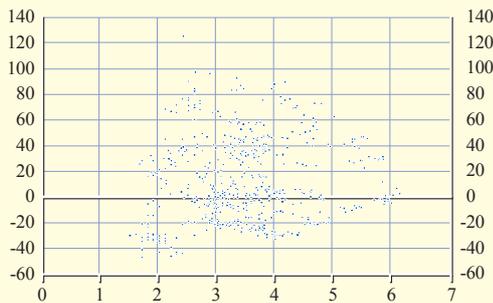
Quelle: Global Financial Data.  
Anmerkung: Entspricht dem CDAX-Index im Betrachtungszeitraum 1956-2008.

Abbildung 3 veranschaulicht anhand der Entwicklung der Dividendenrendite eines deutschen Aktienkursindex ab Mitte der Fünfzigerjahre beispielhaft die Verwendung der Mean Reversion als Standardmessgröße. Es zeigt sich, dass auf Phasen, in denen sich die Dividendenrendite deutlich unter oder über dem langfristigen Durchschnitt bewegte, eine abrupte oder allmähliche Rückkehr zu einem langfristigen Mittelwert folgte.

Eine solche Rückkehr zum Mittelwert kann entweder durch eine Veränderung des Dividendenwachstums und/oder durch eine Kurskorrektur an den Aktienmärkten verursacht werden. In Abbildung 4 und 5 wird die Zeitreihe zu den Dividendenrenditen aufgegliedert, um aufzuzeigen, ob die beobachtete Rückkehr zum Mittelwert mit dem erwarteten Dividendenwachstum und/oder der erwarteten Aktienmarktentwicklung zusammenhängt. Die horizontalen Achsen in Abbildung 4 und 5 zeigen die aktuelle jährliche Dividendenrendite. In Abbildung 4 wird die aktuelle Dividendenrendite in einem Streudiagramm dem realen Dividendenwachstum in den folgenden fünf Jahren gegenübergestellt. Dabei ist wenig Gleichlauf zwischen dem gegenwärtigen und dem künftigen Dividendenwachstum erkennbar. Dies ändert sich, wenn wie in Abbildung 5 auf der vertikalen Achse stattdessen die fünfjährige reale Aktienkursänderung angegeben wird. Hier ist eine leicht positive Beziehung zwi-

**Abbildung 4 Dividendenrendite (X-Achse) und fünfjähriges Dividendenwachstum (Y-Achse) in Deutschland**

(Veränderung in %; Monatswerte)

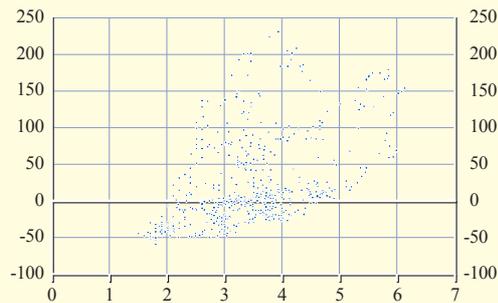


Quelle: Global Financial Data.

Anmerkung: Die Dividenden basieren auf dem CDAX-Index im Betrachtungszeitraum 1956-2003. Das fünfjährige Dividendenwachstum wird real sowie als prozentuale Gesamtveränderung in den kommenden fünf Jahren gemessen.

**Abbildung 5 Dividendenrendite (X-Achse) und fünfjährige Aktienkursentwicklung (Y-Achse) in Deutschland**

(Veränderung in %; Monatswerte)



Quelle: Global Financial Data.

Anmerkung: Die Dividenden und Aktienkurse basieren auf dem CDAX-Index im Betrachtungszeitraum 1956-2003. Das fünfjährige Aktienkurswachstum wird real sowie als prozentuale Gesamtveränderung in den kommenden fünf Jahren gemessen.

sehen den beiden Variablen zu erkennen. Somit folgt auf Phasen mit überdurchschnittlicher Dividendenrendite der Tendenz nach eine positive Aktienkursentwicklung, während niedrige Dividendenrenditen häufig einen Rückgang der Börsennotierungen in den nachfolgenden fünf Jahren signalisieren. Folglich hängt die beobachtete Mean Reversion der Dividendenrendite tendenziell in erster Linie mit Anpassungen der Aktienpreise zusammen.<sup>9</sup> Nicht nur die Dividendenrendite besitzt der Evidenz zufolge eine geringe Prognoseeigenschaft, was die langfristige Dividendenentwicklung angeht; dies gilt auch für andere Skalierungsindikatoren, etwa das KGV, und ist zudem an verschiedenen wichtigen Märkten zu beobachten.<sup>10</sup>

**EMPIRISCHE BEWERTUNGSINDIKATOREN**

Wie im theoretischen Teil erörtert kann das Gordon-Wachstumsmodell zur Herleitung einer Reihe von Bewertungsindikatoren verwendet werden, die sich in zwei Kategorien unterteilen lassen. Bei der ersten Kategorie werden die Gewinne in Bezug zu den Aktienpreisen gesetzt, während bei der zweiten Kategorie Aktienrisikoprämien als Maßstab für die Aktienkursbewertung herangezogen werden.

**GEWINNINDIKATOREN**

Bei Aktien sind die Unternehmensgewinne die Grundlage von Zahlungsströmen, da ein Teil der

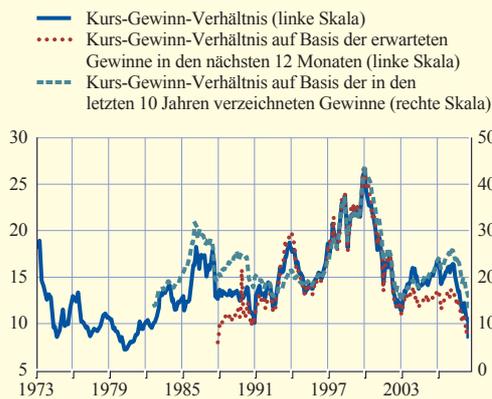
Gewinne als Dividenden ausgeschüttet werden. Als logischer Ausgangspunkt zur Einschätzung des „korrekten“ Preisniveaus von Unternehmensaktien böte es sich daher an, deren Beziehung zur tatsächlichen und erwarteten Ertragslage der Unternehmen zu untersuchen. Abbildung 6 zeigt drei verschiedene KGVs für das Euro-Währungsgebiet auf der Grundlage unterschiedlicher Gewinnhorizonte. Zunächst wird ein „klassisches“ KGV dargestellt, bei dem im Nenner die zuletzt ausgewiesenen Gewinne zugrunde gelegt werden. Die zweite Darstellung zeigt ein zukunftsgerichtetes KGV, bei dem die Gewinnkomponente auf Analystenprognosen der erwarteten Gewinne für die nächsten zwölf Monate basiert. Die dritte Messgröße beruht auf den durchschnittlichen Gewinnen der vergangenen zehn Jahre, wodurch die stark zyklischen Gewinnschwankungen geglättet werden.<sup>11</sup> Bei längerfristiger Betrachtung bewegen sich alle drei KGVs

9 Allerdings gibt es auch Phasen, in denen diese Beziehung nicht gegeben ist. Beispielsweise wiesen die deutschen Dividendenrenditen Anfang der Neunzigerjahre wenig Gleichlauf mit den erwarteten realen Aktienkursrenditen auf.

10 Siehe J. Y. Campbell und R. J. Shiller, Valuation ratios and the long-run stock market outlook, in: Journal of Portfolio Management, 1998, S. 11-26, sowie D. E. Rapach und M. E. Wohar, Valuation ratios and long-horizon stock price predictability, in: Journal of Applied Econometrics, Bd. 20(3), 2005, S. 327-344. Siehe auch A. V. Wetherilt und O. Weeken, Equity valuation measures: what can they tell us?, Quarterly Bulletin der Bank of England, Winter 2002.

11 Siehe R. J. Shiller, Irrational Exuberance, Princeton University Press, 2000.

**Abbildung 6 Kurs-Gewinn-Verhältnis im Euro-Währungsgebiet bei verschiedenen Gewinnhorizonten**



Quellen: Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die Kurse beziehen sich auf den marktbreiten Aktienindex für die WWU bzw. im Falle erwarteter Gewinne auf den MSCI-EMU-Index.

weitgehend im Gleichlauf. Des Weiteren haben sich alle Messgrößen in der Vergangenheit meist innerhalb einer stabilen Spanne bewegt, was einen Beleg dafür liefert, dass diese zu ihrem Mittelwert zurückkehren. Eine nennenswerte Ausnahme war um das Jahr 2000 zu beobachten, als alle KGVs auf ein erhöhtes Niveau kletterten. Dieser Anstieg stimmt mit der weit verbreiteten Auffassung überein, dass sich in jener Zeit eine Technologieblase herausgebildet hatte. Die verschiedenen KGVs legen nahe, dass sich die Aktienmarktbewertungen im Eurogebiet seit dem Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen im Sommer 2007 von einer leichten Überbewertung in Richtung einer Unterbewertung verschoben haben, zumindest wenn historische Durchschnittswerte als Vergleichsmaßstab herangezogen werden.

Die oben erwähnten Messgrößen zur Gewinnbewertung spiegeln die ausgewiesenen Gewinne wider, welche auf den in einer Rechnungslegungsperiode erwirtschafteten und verwendeten Produktionsfaktoren basieren. Diese (rechnungstechnische) Definition lässt jedoch den Zeitpunkt der Einnahmen und Ausgaben bei der Erfassung von Gewinnen und Verlusten außer Acht. Um einen besseren Überblick zu erhalten, erstellen die Unternehmen meist zusätzlich zur Gewinn- und Verlustrechnung eine Geldfluss-

**Abbildung 7 Kurs-Gewinn-Verhältnis und Kurs-Cash-Earnings-Verhältnis im Euro-Währungsgebiet**



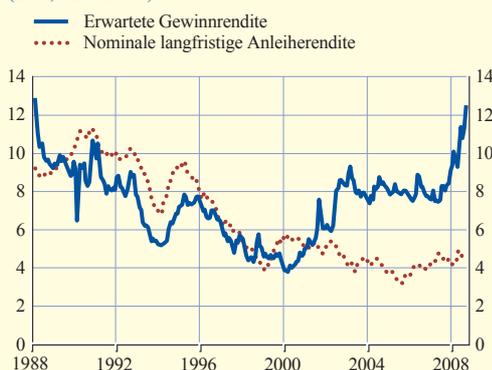
Quelle: Thomson Financial Datastream.  
 Anmerkung: Die Kurse beziehen sich auf den marktbreiten Aktienindex für die WWU.

rechnung. So kann es vorkommen, dass ein Unternehmen zu einem bestimmten Zeitpunkt zwar einen robusten Einkommenszuwachs meldet, gleichwohl aber wenig Barmittel zur Verfügung hat. Daher kann ein Wertansatz ausschließlich auf der Grundlage ausgewiesener Gewinne gelegentlich irreführend sein.

Abbildung 7 zeigt ein KGV auf der Grundlage der Cash-Earnings und eines auf Basis der aktuell ausgewiesenen Gewinne. Obwohl die Entwicklung der beiden Messgrößen meist parallel verläuft, lassen sich auch Phasen mit widersprüchlichen Signalen ausmachen. Um das Jahr 2000 befanden sich beide Kennzahlen auf einem Allzeithoch, was die Auffassung bekräftigt, dass sich in jener Zeit eine Technologieblase herausgebildet hatte. Während jedoch das Kurs-Cash-Earnings-Verhältnis nahelegt, dass die Börsennotierungen im Euroraum vor dem Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen im Sommer 2007 im Vergleich zum Cashflow eher erhöht waren, lässt sich dies anhand der ausgewiesenen Gewinne nicht belegen. Diese Divergenz spiegelt nicht nur die Entwicklung bestimmter nicht zahlungswirksamer Aufwendungen wider, sondern auch die Einführung neuer Rechnungslegungsstandards, der International Financial Reporting Standards, im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2005. Diese Veränderung der Rechnungslegungs-

**Abbildung 8 Gewinne und Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet**

(in %; annualisiert)



Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die erwartete Gewinnrendite ist das Verhältnis zwischen den erwarteten Gewinnen in den nächsten 12 Monaten und dem MSCI-EMU-Index.

standards bewirkt tendenziell eine prozyklische Ausrichtung der ausgewiesenen Gewinne, sodass in wirtschaftlich „guten“ Zeiten tendenziell höhere und in „schlechten Zeiten“ tendenziell niedrigere Gewinne ausgewiesen werden.

Es sind auch andere Arten der Gewinnbereinigung denkbar, etwa Anpassungen bei der Rechnungslegung oder bei den Verbindlichkeitsabgrenzungen.<sup>12</sup> So wird das KGV gerne und häufig um das Wachstum bereinigt, woraus sich das sogenannte Kurs-Gewinn-Wachstum-Verhältnis ergibt. Dieses lässt sich wiederum um das Risiko bereinigen.<sup>13</sup> Außerdem kann das KGV um die Höhe der langfristigen Zinssätze und einen Näherungswert für das strukturelle Niveau der Aktienrisikoprämie bereinigt werden, da das Dividendendiskontierungsmodell nahelegt, dass die Aktienkurse nicht nur von den Gewinnen, sondern auch vom risikofreien Zinssatz und der Aktienrisikoprämie abhängen.<sup>14</sup>

Wie in Abschnitt 2 erläutert lässt sich mithilfe des Gordon-Wachstumsmodells ein Instrument zur relativen Bewertung der Aktienmärkte (in Form erwarteter Gewinnrenditen) und der Staatsanleihemärkte (anhand langfristiger Anleiherenditen) herleiten. Diese Beziehung wurde erstmals Mitte der Neunzigerjahre von einer Gruppe von Volkswirten der Federal Reserve untersucht.

Das von ihnen erarbeitete „Fed-Modell“<sup>15</sup> geht davon aus, dass eine langfristige Beziehung zwischen den beiden Vermögensarten besteht, da Aktien und Anleihen für die Anleger zwei konkurrierende Anlagekategorien darstellen. Wenn bei einer Kategorie eine erheblich höhere Rendite zu erwarten ist, investieren die Anleger ihre Mittel verstärkt in der betreffenden Kategorie. Durch diese Portfolioumschichtungen verringert sich die Differenz zwischen den erwarteten Renditen der beiden Vermögensarten. Ähnlich lässt sich das Fed-Modell auch auf die Geldnachfrage im Eurogebiet anwenden.<sup>16</sup>

Abbildung 8 zeigt die erwartete Gewinnrendite sowie die langfristige Anleiherendite im Euro-Währungsgebiet seit Ende der Achtzigerjahre. Die beiden Indikatoren wiesen über die Neunzigerjahre hinweg einen Abwärtstrend auf, was eine relativ „angemessene Bewertung“ der beiden Vermögenskategorien signalisiert. Seit 2002 haben sich die Gewinnrenditen erhöht, während die langfristigen Anleiherenditen im Euroraum auf einem relativ niedrigen Niveau verharren. Die niedrigen langfristigen Anleiherenditen in den vergangenen Jahren haben verschiedene Ursachen, darunter die akkomodierende Geldpolitik, die niedrigen Laufzeitprämien von Staatsanleihen und die kräftige Nachfrage aus den Schwellenländern. Gleichzeitig haben die Unternehmen des Eurogebiets ein kräftiges Gewinn-

12 Siehe S. E. Wilcox, The adjusted earnings yield, in: Financial Analysts Journal, Bd. 63(5), 2007, S. 54-68.

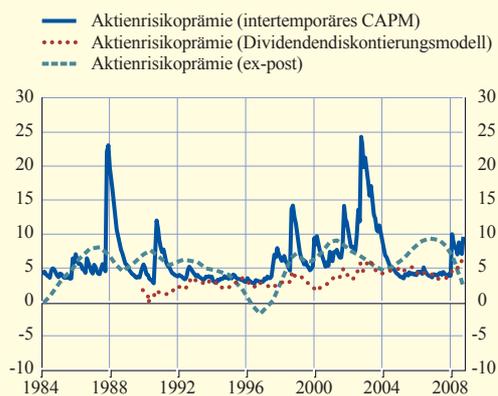
13 Siehe J. Estrada, Adjusting P/E ratios by growth and risk: the PERG ratio, in: International Journal of Managerial Finance, Bd. 1(3), 2005, S. 187-203, sowie M. A. Trombley, Understanding the PEG ratio, in: Journal of Investing, Bd. 17(1), 2008, S. 22-25.

14 Siehe G. J. de Bondt, Determinants of stock prices: new international evidence, in: Journal of Portfolio Management, Bd. 34(3), 2008, S. 81-92, sowie G. J. de Bondt, Determinants and future returns of sector stock prices, Vortrag im Rahmen des 27. SUEF-Kolloquiums zum Thema „New Trends in Asset Management: Exploring the Implications“, München, 12.-14. Juni 2008.

15 Siehe J. Lander, A. Orphanides und M. Douvogiannis, Earnings forecasts and the predictability of stock returns: Evidence from trading the S&P, in: Journal of Portfolio Management, Bd. 23(4), 1997, S. 24-35.

16 Siehe R. A. De Santis, C. A. Favero und B. Roffia, Euro area money demand and international portfolio allocation: A contribution to assessing risks to price stability, Working Paper Nr. 926 der EZB, 2008 (wurde auch auf dem EZB-Workshop „The external dimension of monetary analysis“ vom 12. bis 13. Dezember 2007 in Frankfurt am Main vorgestellt).

**Abbildung 9 Messgrößen der Aktienrisikoprämie im Euro-Währungsgebiet**



Quellen: Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen.

wachstum vermeldet, was die Messgröße auf Basis der der erwarteten Gewinne gestützt haben dürfte.

Die Hauptkritik am Fed-Modell besteht darin, dass es die Beziehung zwischen einer nominalen Variablen, nämlich der Rendite langfristiger Staatsanleihen, und einer Variablen, hinter der sich theoretisch eine reale Größe verbirgt, untersucht. Demnach sollten Phasen steigender Inflationserwartungen die Investoren dazu bewegen, höhere Renditen auf nominale langfristige Anleihen einzufordern. Die Aktienkurse hingegen dürften von höheren Inflationserwartungen unberührt bleiben, wenn die Unternehmensgewinn-Komponente in ähnlichem Maße wie der Diskontierungsfaktor nach oben korrigiert wird. Die Informationen, die das Fed-Modell liefert, können daher unter Umständen Ungenauigkeiten aufweisen. Außerdem gilt es zu bedenken, dass die erwartete Gewinnrendite im Fed-Modell auf Gewinnprognosen basiert, die von Marktanalysten zur Verfügung gestellt werden. Diese Prognose könnten aber verzerrt sein.<sup>17</sup>

#### INDIKATOREN DER AKTIENRISIKOPRÄMIE

Wie im theoretischen Teil dieses Aufsatzes erörtert ist die Aktienrisikoprämie die Rate, um die die erwartete Rendite risikobehafteter Aktien den risikofreien Zinssatz übertrifft. Zur Schät-

zung der Aktienrisikoprämie gibt es zahlreiche Methoden, die jedoch alle mit einem hohen Maß an Unsicherheit behaftet sind, da es sich bei der Prämie um eine nicht beobachtbare Komponente handelt.

In Abbildung 9 werden zwei modellbasierte und eine ex-post ermittelte Messgröße der Aktienrisikoprämie im Euro-Währungsgebiet dargestellt. Das erste Maß basiert auf der bedingten I-CAPM-Methode. Die Rendite der Wertpapieranlagen im Euroraum hängt bei dieser Methode vom Marktrisiko sowie vom Änderungsrisiko der Investitionsmöglichkeiten im Zeitverlauf ab, wobei dieser intertemporale Faktor durch die Laufzeitprämie der Zinsstrukturkurve angenähert wird.<sup>18</sup> Bei der zweiten modellbasierten Messgröße wird die implizite Aktienrisikoprämie für das Eurogebiet durch die Dividendendiskontierungsmethode ermittelt.<sup>19</sup> Die dritte Messgröße ist ein einfacher gleitender Zehnjahresdurchschnitt der Ex-post-Aktienrisikoprämie.

Die Abbildung lässt drei Schlüsse zu. Erstens ergeben alle drei Indikatoren bei längerfristiger Betrachtung ein relativ ähnliches Niveau der durchschnittlichen Aktienrisikoprämie. Im Betrachtungszeitraum von Januar 1990 bis Oktober 2008 lag der unbedingte Mittelwert des I-CAPM bei 6 %, der Mittelwert der Prämie

17 Belege für das Eurogebiet finden sich in: EZB, Informationsgehalt der Gewinnerwartungen von Analysten am Aktienmarkt, Kasten 1, Monatsbericht März 2004.

18 Siehe L. Cappiello, M. Lo Duca und A. Maddaloni, Country and industry equity risk premia in the euro area: an intertemporal approach, Working Paper Nr. 913 der EZB, 2008.

19 Diese Schätzung basiert auf einem dreistufigen Dividendendiskontierungsmodell. Dabei gilt die Annahme, dass die Unternehmensgewinne in drei Stufen wachsen. In der ersten, auf vier Jahre angesetzten Phase wächst der Gewinn den Erwartungen zufolge mit einer realen Rate, die entsprechend den Analystenprognosen zum Gewinnwachstum pro Aktie in drei bis fünf Jahren – abzüglich der Prognosen von Consensus Economics für die durchschnittliche Inflation in den nächsten fünf Jahren – festgesetzt wird. Die zweite Phase stellt eine Übergangsperiode von acht Jahren dar, für die unterstellt wird, dass sich die Dividendendiskontierungswachstumsrate linear an eine konstante langfristige gleichgewichtige Wachstumsrate der Unternehmensgewinne anpasst, die während der dritten, unendlichen Phase gleich bleibt. Es wird angenommen, dass die langfristige reale Wachstumsrate der Gewinne konstant bei 2,25 % liegt, was der Bandbreite der längerfristigen Schätzungen bezüglich des Potenzialwachstums im Euroraum entspricht.

anhand des dreistufigen Dividendendiskontierungsmodells bei 3 % und der einfache gleitende Durchschnitt der realisierten Renditen bei 5 %. Zweitens können die verschiedenen Schätzungen der Aktienrisikoprämie zu bestimmten Zeiten voneinander abweichen. Festzuhalten bleibt, dass modellspezifische Vereinfachungen vorübergehend zu ungenauen Schätzungen führen können. Daher sollte die Entwicklung der Aktienrisikoprämie stets anhand einer Vielzahl von Modellen gegengeprüft werden. Drittens deuten die modellbasierten Messgrößen darauf hin, dass die Investoren in der Korrekturphase auf den Aktienmärkten zwischen 2000 und 2002 eine höhere Prämie für Anlagen am Aktienmarkt forderten. Die damaligen Kurskorrekturen könnten durch die plötzlich steigende Risikoprämie verschärft worden sein. Ferner weist das Dividendendiskontierungsmodell eindeutig darauf hin, dass ein allmählicher Rückgang der Risikoprämie während der Boomperiode der Technologiewerte um das Jahr 2000 zur zunehmenden Höherbewertung der Aktien beitrug, während die Ergebnisse des I-CAPM-Modells in dieser Hinsicht weniger eindeutig sind.

#### 4 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Ein einfaches fundamentales Modell zur Aktienkursbewertung legt nahe, dass die Notierungen die aktuelle und künftig erwartete Dividende, diskontiert mit einem angemessenen Diskontierungsfaktor, widerspiegeln. Allerdings haben theoretische Untersuchungen zum Thema Aktienmarktblasen sowie Einsichten aus der Behavioural-Finance-Forschung gezeigt, dass die Aktienkurse in bestimmten Fällen über das als angemessen erachtete Bewertungsniveau hinausgehen können. Die starken Kurskorrekturen, zu denen es häufig im Gefolge solcher Überbewertungen kommt, können die gesamte Volkswirtschaft schädigen.

Ogleich es schwierig ist, Fehlentwicklungen am Aktienmarkt anhand der Fundamentaldaten in Echtzeit zu ermitteln, bestätigt der vorliegende Aufsatz doch, dass verschiedene Messgrößen in diesem Zusammenhang durchaus

einen Beitrag leisten können. So können insbesondere Bewertungsindikatoren, bei denen die Aktienkurse ins Verhältnis zu ihren Gewinnkomponenten gesetzt werden, einigermaßen genaue Hinweise auf deutliche Fehlbewertungen liefern. Außerdem wird der Standpunkt vertreten, Aktienkurse anhand mehrerer Modelle zu bewerten. Um das Jahr 2000 deuteten fast alle Bewertungsindikatoren klar auf das Vorhandensein einer Technologieblase hin. Als im Sommer 2007 die jüngsten Finanzmarkturbulenzen einsetzten, zeigten alle Messgrößen der Aktienkursbewertung eine niedrigere Bewertung an.

## ZEHN JAHRE TARGET UND DER START VON TARGET2

*TARGET (transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungssystem), ein Interbankenzahlungssystem zur Echtzeit-Bruttoabwicklung von grenzüberschreitenden Euro-Überweisungen in der gesamten Europäischen Union, setzte sich aus 17 nationalen Echtzeit-Bruttozahlungssystemen (RTGS-Systeme)<sup>1</sup> und dem Zahlungsverkehrsmechanismus der EZB zusammen. Im Zeitraum November 2007 bis Mai 2008 wurde TARGET durch eine verbesserte und effizientere Systemversion mit dem Namen TARGET2 ersetzt. Wie TARGET wird auch TARGET2 vom Eurosystem, dem Zentralbankensystem des Euro-Währungsgebiets, betrieben. Dieser Aufsatz blickt auf die bedeutendsten Ereignisse zurück, die TARGET zehn Jahre lang geprägt haben, beschreibt das TARGET2-Projekt und liefert erste statistische Daten zu den ersten Wochen nach der Inbetriebnahme von TARGET2.*

### I ZEHN JAHRE TARGET

Mitte der Neunzigerjahre verfolgte Europa das Ziel, eine Gemeinschaftswährung einzuführen, und die EU-Mitgliedstaaten bereiteten sich darauf vor, ihre nationalen Währungen durch den Euro zu ersetzen. Auf der Ebene der europäischen Zentralbanken stellte sich die Frage, wie der Euro zwischen den Mitgliedstaaten schnell und zuverlässig umlaufen könnte. Es galt, ein Zahlungssystem zu entwickeln, das die spätere gemeinsame Geldpolitik unterstützen und gleichzeitig die Abwicklung grenzüberschreitender Euro-Zahlungen innerhalb der EU vereinfachen würde. Damals hatten die meisten Mitgliedstaaten bereits ihre eigenen RTGS-Systeme, die jedoch nur der Abwicklung von Transaktionen in der jeweiligen Landeswährung dienen.

Bis zur Einführung des Euro blieb nicht mehr genügend Zeit, um ein ausgereiftes gemeinschaftliches RTGS-System zu entwickeln. Die praktischste und am wenigsten zeitaufwendige Lösung bestand darin, die vorhandenen RTGS-Systeme miteinander zu verknüpfen und insbesondere für das Senden und Empfangen von grenzüberschreitenden Zahlungen (d. h. Zahlungen zwischen den Mitgliedstaaten) ein Mindestmaß an Harmonisierung festzulegen. Auf nationaler Ebene waren die Zentralbanken weiterhin für die Abwicklung von Zahlungen innerhalb ihres eigenen Bankensektors (d. h. Zahlungen innerhalb einzelner Mitgliedstaaten) zuständig. Durch diesen Ansatz wurden die sich für die Kreditinstitute und Zentralbanken ergebenden Veränderungen auf ein Mindestmaß reduziert, was in einer Zeit der intensiven Vor-

bereitungsarbeiten auf die Einführung des Euro und einer gemeinsamen Geldpolitik von großer Bedeutung für diese war. Im Ergebnis wurde das TARGET-System durch eine Verknüpfung der verschiedenen nationalen RTGS-Strukturen aufgebaut. Das Euro-RTGS-System TARGET (im Sinne der Eindeutigkeit nachfolgend als „TARGET1“ bezeichnet) wurde am 4. Januar 1999 mit der Einführung des Euro in Betrieb genommen.

### MERKMALE UND VORTEILE VON TARGET1

TARGET1 hatte eine dezentrale technische Struktur und setzte sich aus 17 nationalen RTGS-Systemen sowie dem Zahlungsverkehrsmechanismus der EZB zusammen. All diese Komponenten wurden miteinander verbunden, um die technischen Rahmenbedingungen für grenzüberschreitende Zahlungen innerhalb der EU zu schaffen. TARGET1 stand in den Ländern, die den Euro als Währung eingeführt hatten, sowie in Dänemark, Estland, Polen und dem Vereinigten Königreich für alle Überweisungen zur Verfügung.<sup>2</sup> Aufgrund der weit gefassten Teilnahmekriterien war es möglich, nahezu alle in der EU ansässigen Kreditinstitute und damit alle ihre Kontoinhaber über TARGET1 zu erreichen.

- 1 Bei einem RTGS-System (Real Time Gross Settlement system) handelt es sich um ein Zahlungssystem, in dem die Verarbeitung und der Ausgleich in Echtzeit (d. h. kontinuierlich) und nicht in Form einer Stapelverarbeitung erfolgen. Auf diese Weise können Transaktionen mit sofortiger Endgültigkeit ausgeführt werden. Unter Bruttoabwicklung ist die gesonderte Abwicklung jeder einzelnen Überweisung im Unterschied zur Abwicklung auf Nettobasis zu verstehen. TARGET und TARGET2 sind Beispiele für RTGS-Systeme.
- 2 Schweden war von Januar 1999 bis Dezember 2006 an TARGET1 angeschlossen.

In TARGET1 wurde die Verfügbarkeit von Liquidität vereinfacht, indem die Verwendung von Mindestreserveguthaben für Zahlungsverkehrszwecke während des Tages gestattet wurde; ferner gewährte das Eurosystem seinen Geschäftspartnern gegen die Stellung von Sicherheiten unbeschränkten zinslosen Innertageskredit. Eingehende Gelder konnten sofort wiederverwendet werden, und die hohe Geschwindigkeit, mit der die Zahlungen in TARGET1 verarbeitet wurden, vereinfachte und verbesserte das Liquiditätsmanagement der Teilnehmer. Es gab keine Höchst- oder Mindestbeträge für TARGET1-Zahlungen.

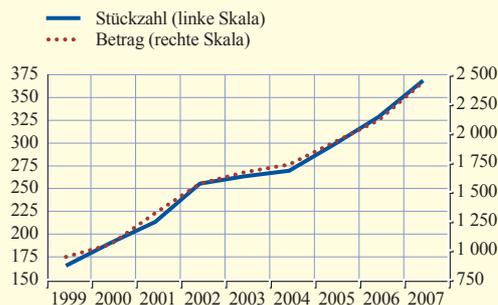
TARGET1 war ursprünglich für die Abwicklung zeitkritischer Großbetragszahlungen in Euro konzipiert worden und sollte Systemrisiken innerhalb der EU reduzieren. In erster Linie sollten Zahlungen im Zusammenhang mit geldpolitischen Geschäften mit dem Eurosystem oder in Verbindung mit dem endgültigen Ausgleich systemrelevanter Zahlungs- und Abwicklungssysteme über TARGET1 getätigt werden. Darüber hinaus gingen die Nutzer von TARGET1 dazu über, das System vermehrt auch für andere Transaktionen (u. a. auch Kleinbetragszahlungen) zu verwenden und profitierten so von den Vorteilen, die TARGET1 in Bezug auf Geschwindigkeit, Liquiditätsmanagement und Sicherheit zu bieten hatte. Aufgrund des attraktiven Gebührenmodells konnten selbst kleinere Kreditinstitute in der EU ihren Kunden effiziente grenzüberschreitende Zahlungsdienstleistungen anbieten.

Die Verwendung von TARGET1 wurde durch eine transparente Preisstruktur gefördert, in der Zahlungen zwischen den Mitgliedstaaten degressiven Transaktionsgebühren (von 1,75 € bis 0,80 €) unterlagen. Allerdings waren die Transaktionsgebühren für Zahlungen innerhalb der einzelnen Mitgliedstaaten nicht harmonisiert; sie wurden von der jeweiligen Zentralbank gesondert festgelegt.

Alle nationalen RTGS-Systeme, die in TARGET1 zusammengeschlossen wurden, waren jeden Tag in Betrieb, ausgenommen samstags und sonntags, Neujahr, Karfreitag, Ostermontag,

Abbildung 1 TARGET1-Zahlungsverkehr

(Tagesdurchschnitte in Tsd; in Mrd €)



Quelle: EZB.

1. Mai (Tag der Arbeit), 1. Weihnachtstag und 2. Weihnachtstag. TARGET1 war arbeitstäglich 11 Stunden von 7.00 Uhr bis 18.00 Uhr MEZ in Betrieb, wobei für Kundenzahlungen ein Annahmeschluss von 17.00 Uhr galt.

Die meisten der genannten Merkmale von TARGET1 sind noch heute gültig oder wurden in verbesserter Form in TARGET2 übernommen.

#### ZAHLEN ZU TARGET1

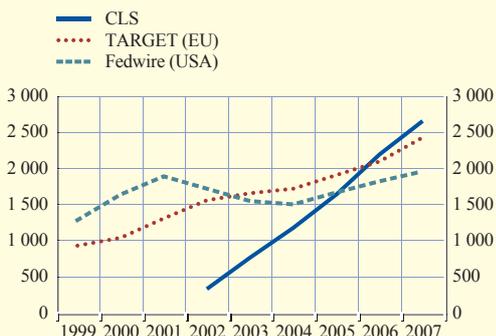
Als im November 2007 mit der Migration nach TARGET2 begonnen wurde, gab es 1 072 direkte TARGET1-Teilnehmer und rund 52 800 über TARGET1 adressierbare Banken (einschließlich Zweigstellen und Töchtern); dies bedeutet, dass fast alle Kreditinstitute in der EU erreichbar waren.

Seit seiner Inbetriebnahme im Januar 1999 nahmen die über TARGET1 vorgenommenen Zahlungen jährlich um rund 10 % zu, gemessen sowohl am Betrag als auch an der Stückzahl. Im Jahr 2007 wurden in TARGET1 tagesdurchschnittlich mehr als 360 000 Zahlungen mit einem Gesamtbetrag von 2,4 Billionen € abgewickelt (siehe Abbildung 1).

Auf TARGET1 entfielen betragsmäßig 89 % und volumenmäßig 61 % des Zahlungsverkehrs, der über die Großbetragszahlungssysteme für Euro-Zahlungen abgewickelt wird. Dem Betrag nach war TARGET1 eines der größten Zahlungs-

**Abbildung 2 Vergleich des Zahlungsverkehrsumsatzes der drei größten Systeme der Welt**

(tagesdurchschnittliche Beträge in Mrd €)<sup>1)</sup>



Quelle: EZB.

1) Continuous Linked Settlement (CLS) ist ein internationales Devisenabwicklungssystem. Fedwire ist das RTGS-System der Federal Reserve für den US-Dollar.

systeme der Welt und das größte RTGS-System (siehe Abbildung 2).

Der durchschnittliche Betrag einer Zahlung in TARGET1 lag 2007 bei 6,4 Mio €. Rund 64 % der TARGET1-Transaktionen beliefen sich auf bis zu 50 000 € (siehe Tabelle 1).

## 2 DAS TARGET2-Projekt

Jahrelang wurde TARGET1 in einem sich rasch wandelnden und wettbewerbsintensiven Marktumfeld erfolgreich betrieben. Dabei konnte das System all seine Hauptziele erreichen: Unterstützung bei der Umsetzung der gemeinsamen Geldpolitik und bei der Reduzierung von Systemrisiken sowie Hilfestellung für die Banken bei deren Euro-Liquiditätsmanagement. Trotz der beachtlichen Erfolge ließ dieses Mitte der Neunzigerjahre konzipierte System einige Schwächen erkennen, die seine Umgestaltung erforderlich

**Tabelle 1 Betragsmäßige Aufschlüsselung der TARGET1-Zahlungen 2007**

(in %)

≤ 50 000 €	> 50 000 € = 1 Mio €	> 1 Mio € = 1 Mrd €	> 1 Mrd €
64	25	11	< 0,1

Quelle: EZB.

machten. Die TARGET1-Teilnehmer forderten zunehmend verbesserte und stärker harmonisierte Dienstleistungen, die in der gesamten EU zum gleichen Preis angeboten werden sollten. Des Weiteren sah das Eurosystem die Wirtschaftlichkeit als problematisch an, da die Einnahmen die Kosten nur unzureichend deckten. Dies war vor allem auf die dezentrale Struktur von TARGET1 mit seinen zahlreichen lokalen technischen Komponenten zurückzuführen, welche die Wartungs- und Betriebskosten steigerten. Ferner wurde erwartet, dass sich im Rahmen der EU-Erweiterung neue Mitgliedstaaten TARGET1 anschließen und damit die Zahl der TARGET1-Komponenten erhöhen würden.

Um diese Schwachstellen zu beseitigen, begann das Eurosystem die Möglichkeiten einer Weiterentwicklung von TARGET1 zu prüfen. Am 24. Oktober 2002 beschloss der EZB-Rat in einem wichtigen strategischen Schritt die Grundsätze und die Struktur des neuen Zahlungssystems TARGET2. Dem Ratsbeschluss zufolge sollte TARGET2 harmonisierte Kernleistungen anbieten. Diese Kernleistungen sollten auf einer gemeinsamen technischen Plattform bereitgestellt und nach einem einheitlichen Gebührenmodell berechnet werden. Dieser neue, auf einer technischen Konsolidierung basierende Ansatz sollte es dem Eurosystem ermöglichen, die Kosten zu senken und gleichzeitig einen sehr großen Teil der TARGET2-Gesamtkosten zu decken. Es sollte ein Gemeinwohlfaktor („public good factor“) hinsichtlich der sich aus TARGET2 ergebenden positiven Effekte (z. B. im Hinblick auf die Verringerung des Systemrisikos) festgelegt werden, der keine Kostendeckung erforderlich machte. Trotz der technischen Konsolidierung von TARGET2 beschloss der EZB-Rat, dass die Dezentralisierung der Beziehungen, welche die nationalen Zentralbanken zu den Geschäftspartnern in den jeweiligen Ländern pflegten, gewahrt bleiben sollte.

### 2.1 ORGANISATION UND MEILENSTEINE DES PROJEKTS

Im Anschluss an die strategische Entscheidung des EZB-Rats entwickelte das Eurosystem das

Konzept, die Ausgestaltung und die Geschäftsregeln von TARGET2. Die Entwicklung von TARGET2 wurde in drei Phasen unterteilt: die Projektvorbereitungsphase, die Projektphase sowie die Test- und Migrationsphase.

#### **PROJEKTVORBEREITUNGSPHASE**

In einem öffentlichen Konsultationsverfahren befragte das Eurosystem die TARGET1-Nutzer zu den erwarteten Funktionen und zum gewünschten Leistungsspektrum. Die Nutzer leisteten einen großen Beitrag zur Definition der Kernleistungen und der zusätzlichen Funktionen von TARGET2, die Folgendes beinhalteten: moderne Instrumente zur Liquiditätssteuerung, liquiditätssparende Elemente, eine standardisierte Schnittstelle für Nebensysteme und nach zeitgemäßen Kriterien erstellte Konzepte zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs (Business Continuity).

Zwar sollte TARGET2 im Jahr 2002 noch als ein Multi-Plattform-System konzipiert werden, doch wurde schnell offensichtlich, dass eine Gemeinschaftsplattform (Single Shared Platform – SSP) eher den Bedürfnissen des Bankensektors entsprechen würde. Drei Zentralbanken (Deutsche Bundesbank, Banque de France und Banca d'Italia) arbeiteten ein gemeinsames Angebot zum Aufbau und technischen Betrieb der Gemeinschaftsplattform aus, das der EZB-Rat am 14. Dezember 2004 billigte.

Das Eurosystem initiierte Gespräche über die Governance, die Kosten und die Vorschriften zur Finanzierung von TARGET2. Letztere erforderten die Entwicklung einer einheitlichen Kostenrechnungsmethode sowie die Prüfung eines etwaigen Gemeinwohlfaktors in TARGET2, um die externen Effekte – wie zum Beispiel die Verringerung des Systemrisikos – in angemessener Weise zu berücksichtigen.

Die Projektvorbereitungsphase endete im Juli 2004 mit der Konsultation der Nutzer über ein Dokument zur Grobspezifikation (General Functional Specifications – GFS).

#### **PROJEKTPHASE**

Das Eurosystem arbeitete die detaillierte Kundenspezifikation (User Detailed Functional Specifications – UDFS) der Gemeinschaftsplattform aus. In diesem Zusammenhang wurden einige Funktionen – insbesondere das Pooling von Innertagesliquidität – verbessert. Das Liquiditätspooling gestattet es den TARGET2-Teilnehmern, einige ihrer RTGS-Konten zu einer Gruppe zusammenzulegen und die verfügbare Innertagesliquidität zugunsten aller Mitglieder der Gruppe in einem Liquiditätspool zusammenzufassen. Dieses Konzept wurde vor allem von zukünftigen TARGET2-Nutzern unterstützt, da es die Fragmentierung ihrer Liquidität innerhalb des Systems vermied und ihnen ermöglichte, ihr Liquiditätsmanagement sogar bei einer dezentralen Kontenhaltung zu zentralisieren.

Der EZB-Rat beschloss, TARGET2 rechtlich betrachtet als ein multiples System zu errichten und dabei auf ein Höchstmaß an Harmonisierung der von den Zentralbanken verwendeten Rechtsdokumentation abzielen. Die allgemeine rechtliche Struktur und die Teilnahmekriterien wurden 2006 verabschiedet.

Einer der Schwerpunkte lag auf der Ausarbeitung des Gebührenmodells. Dieses sollte einen möglichst breiten Zugang zum System – auch für kleine Banken – gewährleisten und gleichzeitig für die großen Marktteilnehmer attraktiv sein. Das Ergebnis war eine duale Preisgestaltung, die es den Teilnehmern ermöglicht, zwischen einer niedrigen periodischen Gebühr mit einer Transaktionspauschale und einer höheren periodischen Gebühr mit einer geringeren degressiven Transaktionsgebühr zu wählen. Für einige Leistungen, wie zum Beispiel das Liquiditätspooling und den Zahlungsausgleich von Nebensystemen, wurde ein gesonderter Preis festgelegt. Im Gebührenmodell für TARGET2-Kernleistungen wurden die Wachstumsraten des TARGET1-Zahlungsverkehrs der vorangegangenen drei Jahre berücksichtigt.

Die Details zur Geschäftsabwicklung – vor allem jene in Bezug auf Ausfallverfahren – wurden in

Tabelle 2 Zusammensetzung der Ländergruppen für die Migration nach TARGET2

Gruppe 1 19. November 2007	Gruppe 2 18. Februar 2008	Gruppe 3 19. Mai 2008	Gruppe 4 15. September 2008
Österreich	Belgien	Dänemark	
Zypern	Finnland	Estland	
Deutschland	Frankreich	EZB	
Lettland	Irland	Griechenland	„Notfall-Fenster“ (nicht aktiviert)
Litauen	Niederlande	Italien	
Luxemburg	Portugal	Polen	
Malta	Spanien		
Slowenien			

Quelle: EZB.

enger Zusammenarbeit mit dem europäischen Bankensektor ausgearbeitet. Um die Nachtverarbeitung der verschiedenen Nebensysteme in Zentralbankgeld mit sofortiger Endgültigkeit zu vereinfachen und die systemüberschreitende Abwicklung „Lieferung gegen Zahlung“ (Delivery versus Payment – DvP) zu unterstützen, beschloss der EZB-Rat, dass TARGET2 auch nachts in Betrieb sein sollte.

### TEST- UND MIGRATIONSPHASE

Hinsichtlich der Migration von TARGET1 nach TARGET2 entschied sich das Eurosystem für „Länderfenster“, in denen die TARGET1-Nutzer in verschiedenen Gruppen und zu im Voraus festgelegten Zeitpunkten auf die Gemeinschaftsplattform wechseln sollten. Jede Gruppe umfasste mehrere Zentralbanken und ihre jeweiligen nationalen Bankengemeinschaften. Es wurden drei Gruppen gebildet; zusätzlich war eine vierte Gruppe vorgesehen, falls eine Bankengemeinschaft nicht wie geplant migrieren konnte (siehe Tabelle 2). Diese Migration nach Ländergruppen wurde einem „Big Bang“ vorgezogen, da er als zu riskant für ein so wichtiges System angesehen wurde. Innerhalb dieser allgemeinen Rahmenbedingungen waren die einzelnen Zentralbanken für die Überwachung der Vorbereitung ihrer jeweiligen nationalen Nutzer, deren Unterstützung während der Testphase und die Sicherstellung eines reibungslosen Übergangs zum neuen System verantwortlich.

Die Tests der TARGET2-Nutzer wurden in mehreren Phasen mit einer allmählichen Steigerung

des Komplexitätsgrades durchgeführt; dieser reichte von grundlegenden Verbindungstests auf Teilnehmerebene bis hin zu komplexeren Geschäftsszenarien, welche die gesamte Nutzergemeinschaft einbezogen. Die für die einzelnen Testphasen geltenden Zeitfenster wurden für jede Ländergruppe festgelegt. In diesem Zusammenhang galt es, international tätige Banken zu berücksichtigen, die Zweigstellen oder Töchter in mehr als einer Ländergruppe besaßen. Aufgrund der Gruppeneinteilung war der Zeitplan für die erste Migrationsgruppe besonders eng, da diese die Kundentests innerhalb von nur sechs Monaten abschließen musste. Dank der sorgfältigen Überwachung durch die nationalen Zentralbanken wurden alle Tests für die Bankengemeinschaften erfolgreich und rechtzeitig abgeschlossen, sodass die vierte Ländergruppe nicht aktiviert werden musste. Das TARGET2-System nahm seinen Betrieb gemäß dem ursprünglichen Migrationsplan auf; die ersten Zahlungen wurden am 19. November 2007 auf der Gemeinschaftsplattform abgewickelt.

## 2.2 PROJEKT BETEILIGTE UND KÜNFTIGE ENTWICKLUNG

### TEILNAHME DER ZENTRALBANKEN

Wie in TARGET1 ist die Anbindung einer Zentralbank und ihres Bankensektors in TARGET2 nur verpflichtend, wenn das betreffende Land den Euro eingeführt hat. Auch in TARGET2 ist die Teilnahme derjenigen Zentralbanken, deren Land den Euro noch nicht eingeführt hat, freiwillig. Während des Projekts bestätigten 21 der



28 Notenbanken, die das Europäische System der Zentralbanken bilden, ihren Anschluss an TARGET2. Neben den 15 Zentralbanken<sup>3</sup>, die den Euro eingeführt haben, und der EZB haben sich fünf weitere Zentralbanken<sup>4</sup> für die Anbindung entschieden.

Wenngleich die Bank of England durch ihre nationale Komponente CHAPS Euro an TARGET1 angeschlossen war, beschloss sie, ihre Teilnahme mit dem letzten Geschäftstag von TARGET1 am 16. Mai 2008 zu beenden.

#### **EINSTELLUNG DER ABWICKLUNGSAKTIVITÄTEN IN DEN NATIONALEN SYSTEMEN**

In TARGET1 führten einige Zentralbanken „Heimatkonten“ außerhalb ihrer RTGS-Systeme. Diese Konten dienten in erster Linie der Verwaltung der Mindestreserve, der ständigen Fazilitäten und der Bargeldabhebung, konnten aber auch zur Abwicklung von Interbanken- oder Nebensystem-Transaktionen verwendet werden. Im Rahmen von TARGET2 verständigte sich das Eurosystem darauf, dass Transaktionen zwischen Marktteilnehmern und aus dem Zahlungsausgleich von Nebensystemen resultierende Transaktionen sowie Zahlungen im Zusammenhang mit Offenmarktgeschäften ausschließlich über die RTGS-Konten der Gemeinschaftsplattform abgewickelt werden sollten. Jedoch ließ das Umfeld in einigen Ländern die sofortige Verlagerung dieser Transaktionen auf die Gemeinschaftsplattform bei der Inbetriebnahme von TARGET2 nicht zu. Deshalb einigte sich das Eurosystem auf eine Übergangsfrist von maximal vier Jahren (ab dem Zeitpunkt der Teilnahme der jeweiligen NZB an der Gemeinschaftsplattform) für die Abwicklung dieser Zahlungen auf der Gemeinschaftsplattform. Die von einzelnen Zentralbanken geführten proprietären Heimatkontosysteme werden auch als PHAs („proprietary home accounting systems“) bezeichnet.

#### **ZUSAMMENARBEIT MIT DEN TARGET-NUTZERN**

TARGET2 kam die erfolgreiche Zusammenarbeit mit den TARGET1-Nutzern sowohl auf nationa-

ler Ebene (zwischen den einzelnen Zentralbanken und ihren nationalen Nutzern) als auch auf europäischer Ebene (zwischen dem Eurosystem und der TARGET Working Group) zugute. Die einschlägigen Informationen zu TARGET2 wurden regelmäßig auf den jeweiligen Websites veröffentlicht, und es fanden Sitzungen zu Themen von gemeinsamem Interesse beispielsweise zu operativen Verfahren, Risikomanagement oder der Test- und Migrationsphase statt. Diese Zusammenarbeit erwies sich als ein wichtiger Faktor, um die Markterfordernisse verstehen zu können. Sie war auch sehr hilfreich bei der erfolgreichen Umstellung auf den Betrieb von TARGET2 und spiegelte sich in dem reibungslosen Migrationsprozess und der großen Akzeptanz der Nutzer direkt nach dem Start wider.

#### **KÜNFTIGE ENTWICKLUNG VON TARGET2**

Es ist vorgesehen, jedes Jahr eine neue Version der Gemeinschaftsplattform bereitzustellen, die den TARGET2-Nutzern eine Reihe von Verbesserungen und neuen Funktionen bietet. Der Inhalt dieser neuen Versionen wird im Rahmen einer umfassenden Nutzerkonsultation festgelegt.

Die erste jährliche Version der Gemeinschaftsplattform wird am 17. November 2008 den Betrieb aufnehmen. In erster Linie wird die neue SWIFT-Standardversion den Inhalt bestimmen, die am gleichen Tag in Betrieb genommen wird. Entgegen der regulären Planung wird es im Jahr 2009 zwei Versionen geben. Die erste für Mai vorgesehene Version verbessert die Schnittstelle mit den Nebensystemen und ermöglicht insbesondere die Abwicklung zwischen Zentralverwahrern während der Nachtverarbeitung. Der Inhalt der zweiten Version im November 2009 wird derzeit noch mit den TARGET2-Nutzern erörtert.

3 Die Zentralbanken von Österreich, Belgien, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Portugal, Slowenien, Spanien und den Niederlanden sowie von Malta und Zypern, die der WWU im Januar 2008 beigetreten sind. Mit der Einführung des Euro in der Slowakei am 1. Januar 2009 wird die Národná banka Slovenska die 22. Zentralbank sein, die an TARGET2 angeschlossen ist.

4 Dänemark, Estland, Lettland, Litauen und Polen.

### 3 DIE INBETRIEBNAHME VON TARGET2

Die Migrationsphase von TARGET2 wurde erst im Mai 2008 abgeschlossen. Auf der Grundlage erster statistischer Daten zu TARGET2, die in den ersten Wochen nach Inbetriebnahme erhoben wurden, können bereits einige wichtige Fakten festgehalten und eine Reihe von Schlussfolgerungen gezogen werden. Nähere Informationen werden dem TARGET2-Jahresbericht 2008 zu entnehmen sein.

#### ZAHLUNGSVERKEHR

Im Juni 2008, dem ersten vollständigen Betriebsmonat von TARGET2, wurden tagesdurchschnittlich 378 000 Zahlungen über TARGET2 abgewickelt. Die Migration von TARGET1 nach TARGET2 hatte keinen spürbaren Einfluss auf die allgemeine in den vergangenen drei Jahren beobachtete Entwicklung. Die ersten Wochen nach Inbetriebnahme bestätigten das vom Eurosystem geschätzte Zahlungsvolumen in TARGET2. Folglich dürfte die Zahl von 93,1 Millionen Transaktionen, die der Schätzung zufolge im ersten Jahr nach Inbetriebnahme abgewickelt werden, erreicht werden und somit die Deckung der TARGET2-Kosten ermöglichen.

Mit dem Start von TARGET2 wurde der Betrieb von zwei anderen Großbetragszahlungssystemen eingestellt, nämlich von CHAPS Euro (nachdem sich die Bank of England gegen eine Teilnahme an TARGET2 entschieden hatte) und dem französischen Paris Net Settlement (PNS). Anfangs wurde davon ausgegangen, dass rund 60 % der jeweiligen Transaktionen bei TARGET2 verbleiben würden. Im Fall von CHAPS Euro scheinen die meisten der von den Teilnehmern getätigten Zahlungen in TARGET2 verblieben zu sein und werden nun über die Zweigstellen bzw. Töchter oder direkt über eine Fernzugangsteilnahme an TARGET2 abgewickelt. Im Fall von PNS verblieb nur ein Drittel der Transaktionen in TARGET2, während etwa zwei Drittel der Transaktionen auf andere Zahlungssysteme, insbesondere auf EURO1, umgeleitet wurden. Gleichwohl hoben sich diese beiden Verände-

rungen weitgehend gegenseitig auf, und der Gesamteffekt auf den Zahlungsverkehr von TARGET2 war vernachlässigbar gering.

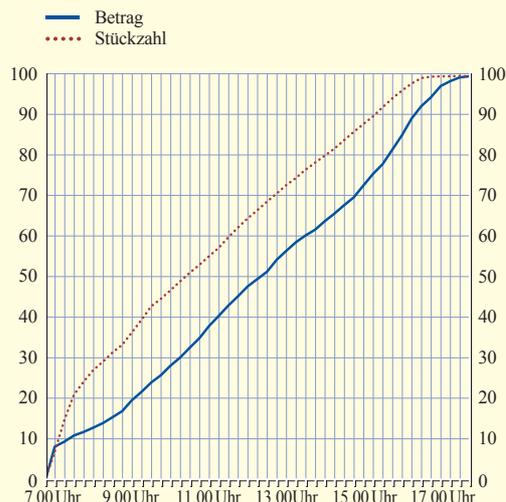
#### TEILNAHME

Zwei Arten der Teilnahme sind erwähnenswert, und zwar die der Kreditinstitute und die der Nebensysteme.

- Bis Juni 2008 hatten 784 direkte Teilnehmer ein RTGS-Konto auf der Gemeinschaftsplattform eröffnet. Die Teilnehmerzahl ist somit geringfügig niedriger als jene von TARGET1 zu Beginn der Migration (1 072). Hierfür sind zwei wesentliche Faktoren verantwortlich. Erstens überdachten mehrere Kreditinstitute ihre Zugehörigkeit als direkte Teilnehmer zum Zeitpunkt der Migration und entschieden sich zum Beispiel dafür, sich nur indirekt über einen direkten Teilnehmer anzuschließen. Zweitens lieferte TARGET2 den Banken einen starken Anreiz, ihr Euro-Liquiditätsmanagement zu rationalisieren und durch eine geringere Zahl an RTGS-Konten zu zentralisieren. Dies trifft insbesondere auf international tätige Banken zu, deren Liquidität üblicherweise auf mehrere Konten in TARGET1 verteilt war. Im November 2007 gab es immer noch 16 international tätige Banken, die fünf oder mehr Konten in verschiedenen TARGET1-Komponenten unterhielten. Am Ende der Migrationsphase hatten nur noch drei dieser Banken mehr als fünf Konten auf der Gemeinschaftsplattform. Die Anzahl der direkten Teilnehmer dürfte in den kommenden Jahren infolge der schrittweisen Abschaffung der PHAs bis 2011 (z. B. Portugal im März 2009) sowie der Anbindung neuer Bankengemeinschaften (z. B. der Slowakei im Januar 2009) zunehmen.
- Von den 66 Nebensystemen in TARGET2 sind 51 bei der Gemeinschaftsplattform registriert, während die restlichen 15 Systeme immer noch an ein PHA angeschlossen sind. Auch bei den Nebensystemen wird die Anzahl der Anbindungen an die Gemeinschaftsplattform weiter steigen. Die Abschaffung der PHAs wurde bereits in die Wege geleitet, und in den nächs-

**Abbildung 3 Einlieferungsprofil der TARGET2-Zahlungen innerhalb eines Tages (kumuliert)**

(Juni 2008; in %)



Quelle: EZB.

ten Monaten werden Systeme wie Euroclear Belgium (über die Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique), EUREX Clearing AG (über die Deutsche Bundesbank) und SICOI und SITEME (über die Banco de Portugal) auf die Gemeinschaftsplattform umstellen. Außerdem werden sich neue Nebensysteme an TARGET2 anschließen, wie etwa STEP2 und MasterCard Europe (über die EZB) oder EURO SIPS, CDCP und First Data Slovakia (über die Národná banka Slovenska).

Die Analyse der verschiedenen Teilnahmekategorien bestätigt die Erwartungen des Eurosystems und zeigt das große Potenzial von TARGET2, in den nächsten Jahren neue Teilnehmer gewinnen zu können.

#### VERHALTEN DER TEILNEHMER

Die Untersuchung der Zahlungsströme bei TARGET2 innerhalb eines Tages hat ergeben, dass die Teilnehmer ihre Zahlungen weiterhin zu Tagesbeginn abwickeln und somit den Interbankenmarkt mit ausreichend Liquidität versorgen und die Deckung nachfolgender Zahlungen sicherstellen. Bereits bis 13.00 Uhr wurden 50 %

und bis 17.00 Uhr insgesamt 90 % des täglichen Umsatzes abgewickelt. Diese Beobachtungen entsprechen weitgehend jenen zu TARGET1. Aus ihnen geht hervor, dass die Liquiditätsströme in TARGET2 weder durch die jüngsten Finanzmarkturbulenzen noch durch die neuen auf der Gemeinschaftsplattform verfügbaren liquiditätssparenden Elemente wie die bilateralen/multilateralen Limite oder Liquiditätsreservierungen beeinflusst wurden (siehe Abbildung 3).

In Bezug auf die Stückzahl lassen sich die gleichen Beobachtungen anstellen. Mehr als 50 % werden üblicherweise in den ersten vier Betriebsstunden (zwischen 7.00 Uhr und 11.00 Uhr) abgewickelt; bis 15.00 Uhr sind nahezu fünf von sechs Zahlungen abgewickelt worden. Mit tagesdurchschnittlich knapp 100 000 Transaktionen werden die meisten Zahlungen üblicherweise zwischen 7.00 Uhr und 8.00 Uhr übermittelt und abgewickelt. Bei den meisten Zahlungen handelt es sich um Kleinbetragszahlungen, die Banken am Tag zuvor eingereicht haben und vom System am folgenden Morgen freigegeben werden.

#### SYSTEMLEISTUNG

Seit der Inbetriebnahme der Gemeinschaftsplattform hat ihre Verfügbarkeit 99,9 % erreicht. Bei 99,8 % der über die RTGS-Konten abgewickelten Zahlungen lag die Verarbeitungszeit bei weniger als fünf Minuten. Lediglich am 30. Juni 2008 gab es eine einzige Störung, die sich nur begrenzt auf die Geschäftstätigkeit ausgewirkt hat. Die Rückmeldungen der TARGET2-Nutzer zur Systemleistung sind allgemein sehr positiv.

Am 30. Juni 2008 erreichte TARGET2 mit 566 549 Transaktionen einen historischen Höchststand. Allein auf der Gemeinschaftsplattform wurden mehr als 500 000 Zahlungen abgewickelt. Dies entspricht dem höchsten Wert seit der Betriebsaufnahme der Gemeinschaftsplattform im November 2007 und stellt aufgrund der zum Quartals-/Halbjahresende getätigten Geschäfte einen Anstieg von 50 % gegenüber dem tagesdurchschnittlichen Volumen dar. Insgesamt war die Systemleistung seit Beginn der Migrationsphase zufriedenstellend.

## VERWENDUNG NEUER FUNKTIONEN

Zu den verschiedenen von der Gemeinschaftsplattform angebotenen neuen Funktionen gehören die Nebensystem-Schnittstelle (Ancillary System Interface – ASI) und das Liquiditätspooling. Da diese beiden Funktionen die größte Komplexität aufweisen, sollen diese zuerst betrachtet werden:

- Bei der Nebensystem-Schnittstelle handelt es sich um die harmonisierte technische Schnittstelle, die den Nebensystemen zur Abwicklung ihrer Zahlungen in TARGET2 angeboten wird. Bereits rund die Hälfte aller über TARGET2 verrechnenden Systeme haben diese optionale Funktion gewählt, und die Rückmeldungen der Systeme wie auch der Verrechnungsbanken sind sehr positiv. Die Verwendung der Nebensystem-Schnittstelle dürfte sich in den nächsten Jahren weiter entwickeln, wenn alle Nebensystem-Transaktionen, die derzeit über ein Heimatkonto abgewickelt werden, auf die Gemeinschaftsplattform verlagert werden. Dies wird zur Harmonisierung der Abwicklungsverfahren bei den Nutzern beitragen.
- Bis Juni 2008 wurden 17 Kontengruppen, die insgesamt 66 Konten umfassen, auf der Gemeinschaftsplattform angelegt, um das Liquiditätspooling nutzen zu können. Dies sind weniger Kontengruppen als erwartet. Das Eurosystem hatte anhand der Rückmeldungen der Nutzer während der Projektphase mit fast doppelt so vielen gerechnet. Daraus ging eindeutig hervor, dass das Liquiditätspooling unabdingbar sei und sich zahlreiche Teilnehmer anmelden würden. Stattdessen scheinen die meisten Banken (vor allem die international tätigen Banken) die interne Konsolidierung ihrer Zahlungsströme und ihres Liquiditätsmanagements der gemeinsamen Inanspruchnahme von Liquidität über mehrere Konten in TARGET2 vorzuziehen.

Bei den anderen Funktionen (z. B. Priorisierung von Zahlungen, Reservierung von Liquidität, Lastschrift) bestätigen die ersten Beobachtungen, dass diese von zahlreichen Teilnehmern rasch angenommen wurden und ihre Verwen-

dung die reibungslose Abwicklung von TARGET2-Transaktionen erleichtert. Insgesamt belegt die Nutzung der neuen Funktionen, dass die TARGET2-Spezifikationen die Erwartungen der Teilnehmer erfüllen.

## ÜBERGANGSPHASE

Von den 21 Zentralbanken, die an TARGET2 angeschlossen sind, entschieden sich in der Praxis lediglich zwölf Zentralbanken dafür, ihre eigene Heimatkonten-Anwendung beizubehalten. Nur in sechs Ländern ist ein PHA-Konto zur Abwicklung bestimmter Transaktionen (z. B. inländischer Zahlungen oder des Zahlungsausgleichs von Nebensystemen) erforderlich. Im Juni 2008 war das Volumen der über die lokalen PHAs abgewickelten TARGET2-Transaktionen mit lediglich rund 3 % am gesamten Zahlungsverkehr von TARGET2 sehr gering. Der Anteil dürfte in den kommenden Monaten weiter abnehmen, da bereits zwei Länder Maßnahmen ergriffen haben, um all ihre Zahlungen schon lange vor Ende der Übergangsphase auf die Gemeinschaftsplattform zu verlagern (Portugal im März 2009 und Belgien im Juni 2009). Die Politik des Eurosystems hinsichtlich der lokalen PHAs hat sich auf die gesamte TARGET2-Aktivität kaum ausgewirkt, und dieser Effekt dürfte sich in den nächsten Monaten verringern.

## TARGET2-EINNAHMEN

Die neuen Preisvorgaben für TARGET2 traten nach der Migration der letzten Ländergruppe am 19. Mai 2008 in Kraft. Wenngleich es noch zu früh ist, Schlussfolgerungen hinsichtlich der Kostendeckung zu ziehen, entsprechen die ersten TARGET2-Einnahmen weitgehend den Erwartungen des Eurosystems.

Mehr als 96 % der Einnahmen werden allein durch die Gemeinschaftsplattform generiert, während die lokalen PHAs den Rest ausmachen. Dies entspricht weitgehend der Verteilung der Transaktionen, da der Beitrag der Gemeinschaftsplattform zum gesamten TARGET2-Zahlungsverkehr genauso groß ist.

Während sich 85 % der direkten Teilnehmer an der Gemeinschaftsplattform für die Transaktionspauschale (Option A) entschieden, wählten 15 % die degressive Gebühr (Option B). Dennoch entfallen rund 90 % des auf der Gemeinschaftsplattform abgewickelten Zahlungsverkehrs auf Option B, was die hohe Konzentration der Geschäftstätigkeit bei den Hauptnutzern bestätigt. Infolge des Beitrags der größten Teilnehmer konnte rund ein Viertel der auf der Gemeinschaftsplattform abgewickelten Transaktionen zum niedrigsten Preis (0,125 €) abgerechnet werden.

Die zwischen Kreditinstituten getätigten Transaktionen generieren rund 90 % des TARGET2-Volumens, die verbleibenden 10 % entfallen auf Transaktionen der Nebensysteme. Der Beitrag der Kreditinstitute und der Nebensysteme zu den Einnahmen von TARGET2 ist etwa gleich groß. Dies scheint zu bestätigen, dass das Eurosystem die richtige Balance zwischen Interbanken- und Nebensystem-Transaktionen bei seinen Preisvorgaben gefunden hat, die auf der Systemnutzung basieren.

Sollte sich der derzeit beobachtete Trend bei den TARGET2-Transaktionen fortsetzen, dürften im Jahr 2008 rund 96 Millionen Transaktionen getätigt werden; mindestens 93,1 Millionen Zahlungen sind erforderlich, um die Kosten der TARGET2-Kernleistungen zu decken. Zwar ist diese Prognose mit Vorsicht zu interpretieren, jedoch handelt es sich um ein positives Zeichen für TARGET2 und seine Teilnehmer.

Alles in allem bestätigt die erste Analyse der TARGET2-Einnahmen tendenziell, dass die Preisvorgaben ihren Zweck erfüllt haben, nämlich einen breiten Zugang zum System zu gewährleisten und für die großen Teilnehmer attraktiv zu sein.

#### **4 SCHLUSSBEMERKUNGEN**

Nach einer vierjährigen Projektphase wurde TARGET2 am 19. November 2007 wie geplant in Betrieb genommen, und die Migrationsphase

wurde am 19. Mai 2008 abgeschlossen. Die in den ersten Wochen nach der Inbetriebnahme von TARGET2 erhobenen Daten bestätigen größtenteils die vom Eurosystem während der Projektphase erstellten Prognosen hinsichtlich des Volumens, der Kosten und der Einnahmen. Die Gemeinschaftsplattform läuft reibungslos, und ihre Systemleistung ist zufriedenstellend. Die Teilnehmer haben sich schnell mit TARGET2 und den liquiditätssparenden Elementen vertraut gemacht. Die Übergangsphase, bei der alle TARGET2-fähigen Transaktionen von den nationalen Systemen auf die Gemeinschaftsplattform verlagert werden, hat bereits begonnen.

# 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	15,3	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2007 Q4	5,9	10,7	12,0	-	11,1	19,5	4,72	4,38
2008 Q1	3,8	10,3	11,2	-	11,1	20,4	4,48	4,13
Q2	2,3	10,0	10,1	-	10,5	17,9	4,86	4,73
Q3	0,6	9,1	9,0	-	9,1	.	4,98	4,34
2008 Mai	2,2	10,1	10,0	10,0	10,5	17,6	4,86	4,52
Juni	1,5	9,5	9,6	9,6	9,9	18,1	4,94	4,73
Juli	0,3	9,1	9,2	9,2	9,3	17,3	4,96	4,53
Aug.	0,2	8,9	8,8	8,9	8,8	18,7	4,97	4,34
Sept.	1,2	8,9	8,6	.	8,5	.	5,02	4,34
Okt.	.	.	.	.	.	.	5,11	4,25

### 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	2,9	4,0	83,2	1,6	8,3
2007	2,1	2,8	2,6	2,6	3,4	84,2	1,8	7,4
2008 Q1	3,4	5,4	3,5	2,1	2,5	83,9	1,5	7,2
Q2	3,6	7,1	2,7	1,4	1,2	83,3	1,2	7,4
Q3	3,8	8,5	.	.	.	82,2	.	7,5
2008 Mai	3,7	7,1	-	-	-0,3	-	-	7,4
Juni	4,0	8,0	-	-	-0,4	-	-	7,4
Juli	4,0	9,2	-	-	-1,2	82,8	-	7,4
Aug.	3,8	8,5	-	-	-0,6	-	-	7,5
Sept.	3,6	7,9	-	-	.	-	-	7,5
Okt.	3,2	.	-	-	.	81,6	-	.

### 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	17,9	19,8	-156,7	290,4	325,8	103,6	104,5	1,2556
2007	51,8	57,5	-90,4	137,7	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 Q4	15,8	10,3	25,0	-73,2	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 Q1	-2,4	-1,5	-107,1	73,8	356,3	112,7	113,1	1,4976
Q2	-21,4	6,2	-49,2	34,3	353,9	115,7	115,7	1,5622
Q3	.	.	.	.	370,7	113,7	113,3	1,5050
2008 Mai	-20,0	-1,8	-7,0	10,2	349,2	115,5	115,5	1,5557
Juni	2,8	2,6	-19,6	41,0	353,9	115,4	115,4	1,5553
Juli	2,0	2,3	-12,3	-8,8	355,6	115,8	115,5	1,5770
Aug.	-7,4	-6,5	-11,6	-13,9	350,7	113,5	113,2	1,4975
Sept.	.	.	.	.	370,7	111,6	111,2	1,4370
Okt.	.	.	.	.	.	107,6	107,2	1,3322

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

	10. Oktober 2008	17. Oktober 2008	24. Oktober 2008	31. Oktober 2008
<b>Gold und Goldforderungen</b>	220 237	220 196	220 195	220 193
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	146 985	146 591	153 941	155 164
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>	165 050	223 203	198 860	205 828
<b>Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	14 191	13 696	12 955	11 232
<b>Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	739 388	773 191	767 232	839 593
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	250 882	311 986	305 951	326 565
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	447 179	447 182	447 187	501 789
Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	24 681	0	0	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Spitzenrefinanzierungsfazilität	16 634	14 003	14 085	11 230
Forderungen aus Margenausgleich	12	21	8	10
<b>Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	66 110	61 163	64 045	63 626
<b>Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	113 560	114 816	116 343	116 915
<b>Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte</b>	37 448	37 448	37 441	37 441
<b>Sonstige Aktiva</b>	378 886	382 779	387 152	381 454
<b>Aktiva insgesamt</b>	1 881 854	1 973 084	1 958 164	2 031 447

### 2. Passiva

	10. Oktober 2008	17. Oktober 2008	24. Oktober 2008	31. Oktober 2008
<b>Banknotenumlauf</b>	712 119	721 833	723 083	727 706
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	450 561	470 259	383 787	458 872
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	295 820	230 516	181 178	179 442
Einlagefazilität	154 655	239 575	202 558	279 365
Termineinlagen	0	0	0	0
Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	86	168	51	64
<b>Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	143	125	221	208
<b>Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen</b>	0	0	0	0
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	85 684	91 921	137 722	109 414
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	195 015	255 004	283 579	303 381
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	968	1 297	72	680
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	26 668	19 775	16 428	16 706
<b>Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte</b>	5 384	5 384	5 384	5 384
<b>Sonstige Passiva</b>	164 948	167 120	167 522	168 731
<b>Ausgleichsposten aus Neubewertung</b>	168 685	168 685	168 685	168 685
<b>Kapital und Rücklagen</b>	71 680	71 680	71 680	71 681
<b>Passiva insgesamt</b>	1 881 854	1 973 084	1 958 164	2 031 447

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		Stand 6	Veränderung 7
1999	1. Jan.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4. <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22.	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9. April	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5. Nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4. Febr.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17. März	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28. April	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9. Juni	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28. <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1. Sept.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6. Okt.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11. Mai	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31. Aug.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18. Sept.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9. Nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6. Dez.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7. März	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6. Juni	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6. Dez.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8. März	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15. Juni	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9. Aug.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11. Okt.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13. Dez.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14. März	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13. Juni	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9. Juli	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8. Okt.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9. <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15. <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12. Nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50

Quelle: EZB.

- Im Zeitraum vom 1. Januar 1999 bis zum 9. März 2004 bezieht sich das Datum auf die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität. Änderungen des Zinssatzes für Hauptrefinanzierungsgeschäfte sind ab dem ersten auf das angegebene Datum folgenden Geschäft wirksam. Die Änderung vom 18. September 2001 wurde am selben Tag wirksam. Seit dem 10. März 2004 bezieht sich das Datum, soweit nicht anders angegeben, auf die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität sowie auf die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (Änderungen sind ab dem Hauptrefinanzierungsgeschäft, das auf die Beratungen des EZB-Rats folgt, wirksam).
- Am 22. Dezember 1998 kündigte die EZB an, dass zwischen dem 4. und dem 21. Januar 1999 ausnahmsweise ein enger Korridor von 50 Basispunkten zwischen den Zinssätzen für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität angewandt werde. Damit sollte den Marktteilnehmern der Übergang zu dem neuen System erleichtert werden.
- Am 8. Juni 2000 kündigte die EZB an, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft als Zinstender durchgeführt würden. Der Mindestbietungssatz bezieht sich auf den Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können.
- Mit Wirkung vom 9. Oktober hat die EZB den Korridor für die ständigen Fazilitäten von 200 Basispunkten auf 100 Basispunkte um den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte verringert.
- Am 8. Oktober 2008 gab die EZB bekannt, dass die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte beginnend mit dem am 15. Oktober abzuwickelnden Geschäft als Mengentender mit vollständiger Zuteilung zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte durchgeführt werden. Durch diese Änderung wurde der vorherige (am selben Tag gefasste) Beschluss, den Mindestbietungssatz für die als Zinstender durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäfte um 50 Basispunkte zu senken, außer Kraft gesetzt.

### 1.3 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren)<sup>1), 2)</sup>

(in Mio €; Zinssätze in % p. a.)

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

Abwicklungstag	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Mengtender		Zinstender			Laufzeit (Tage)
				Festzinssatz	Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungssatz <sup>4)</sup>	Gewichteter Durchschnittssatz		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
<b>Hauptrefinanzierungsgeschäfte</b>									
2008 9. Juli	263 642	400	175 000	-	4,25	4,32	4,37	7	
16.	265 931	440	155 000	-	4,25	4,34	4,36	7	
23.	268 193	461	175 500	-	4,25	4,35	4,38	7	
30.	247 409	430	166 000	-	4,25	4,38	4,42	7	
6. August	241 886	424	160 000	-	4,25	4,38	4,41	7	
13.	233 394	430	176 000	-	4,25	4,37	4,40	7	
20.	228 735	454	151 000	-	4,25	4,38	4,40	7	
27.	226 453	424	167 000	-	4,25	4,39	4,42	7	
3. September	226 254	411	160 000	-	4,25	4,39	4,41	7	
10.	223 273	422	176 500	-	4,25	4,39	4,41	7	
17.	328 662	533	150 000	-	4,25	4,53	4,58	7	
24.	334 044	506	180 000	-	4,25	4,73	4,78	7	
1. Oktober	228 012	419	190 000	-	4,25	4,65	4,96	7	
8.	271 271	436	250 000	-	4,25	4,70	4,99	7	
15.	310 412	604	310 412	3,75	-	-	-	7	
22.	305 421	703	305 421	3,75	-	-	-	7	
29.	325 112	736	325 112	3,75	-	-	-	7	
5. November	311 991	756	311 991	3,75	-	-	-	7	
<b>Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte</b>									
2008 22. Mai	86 628	138	50 000	-	-	4,50	4,68	84	
29.	97 744	171	50 000	-	-	4,51	4,62	91	
12. Juni	99 781	128	50 000	-	-	4,60	4,72	91	
26.	89 836	174	50 000	-	-	4,50	4,67	91	
10. Juli	74 579	141	25 000	-	-	4,93	5,03	182	
31.	107 684	189	50 000	-	-	4,70	4,76	91	
14. August	78 920	124	50 000	-	-	4,61	4,74	91	
28.	77 216	191	50 000	-	-	4,60	4,74	91	
11. September	69 500	114	50 000	-	-	4,45	4,66	91	
25.	154 577	246	50 000	-	-	4,98	5,11	84	
30.	141 683	210	120 000	-	-	4,36	4,88	38	
9. Oktober	113 793	181	50 000	-	-	5,36	5,57	182	
30. <sup>5)</sup>	103 108	223	103 108	3,75	-	-	-	91	

#### 2. Sonstige Tendergeschäfte

Abwicklungstag	Art des Geschäfts	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Mengtender		Zinstender			Laufzeit (Tage)
					Festzinssatz	Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungs- satz <sup>4)</sup>	Gewichteter Durch- schnittssatz		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2008 13. Mai	Hereinnahme von Termineinlagen	32 465	29	23 500	4,00	-	-	-	1	
10. Juni	Hereinnahme von Termineinlagen	18 505	15	14 000	4,00	-	-	-	1	
8. Juli	Hereinnahme von Termineinlagen	14 585	12	14 585	4,00	-	-	-	1	
12. August	Hereinnahme von Termineinlagen	22 630	10	21 000	4,25	-	-	-	1	
9. September	Hereinnahme von Termineinlagen	20 145	17	20 145	4,25	-	-	-	1	
15.	Befristete Transaktion	90 270	51	30 000	-	4,25	4,30	4,39	1	
16.	Befristete Transaktion	102 480	56	70 000	-	4,25	4,32	4,40	1	
18.	Befristete Transaktion	49 330	43	25 000	-	4,25	4,30	4,39	1	
24.	Befristete Transaktion	50 335	36	40 000	-	4,25	4,25	4,35	1	
1. Oktober	Hereinnahme von Termineinlagen	173 047	52	173 047	4,25	-	-	-	1	
2.	Hereinnahme von Termineinlagen	216 051	65	200 000	4,25	-	-	-	1	
3.	Hereinnahme von Termineinlagen	193 844	54	193 844	4,25	-	-	-	3	
6.	Hereinnahme von Termineinlagen	171 947	111	171 947	4,25	-	-	-	1	
7.	Hereinnahme von Termineinlagen	147 491	97	147 491	4,25	-	-	-	1	
9.	Befristete Transaktion	24 682	99	24 682	3,75	-	-	-	6	

Quelle: EZB.

- Geringfügige Abweichungen von den in Abschnitt 1.1 ausgewiesenen Beträgen sind aufgrund von zugeteilten, jedoch nicht abgewickelten Geschäften möglich.
- Mit Wirkung vom April 2002 werden Operationen mit einer Laufzeit von einer Woche, die parallel zu einem Hauptrefinanzierungsgeschäft als Standardtender durchgeführt werden, als Hauptrefinanzierungsgeschäfte klassifiziert. Angaben zu vor diesem Monat durchgeführten Ausgleichstendern sind in Tabelle 2 in Abschnitt 1.3 enthalten.
- Am 8. Juni 2000 kündigte die EZB an, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft als Zinstender durchgeführt würden. Der Mindestbietungssatz bezieht sich auf den Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können.
- Bei liquiditätszuführenden (-abschöpfenden) Geschäften bezieht sich der marginale Zuteilungssatz auf den niedrigsten (höchsten) Zinssatz, zu dem Gebote angenommen wurden.
- Am 8. Oktober 2008 gab die EZB bekannt, dass die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte beginnend mit dem am 15. Oktober abzuwickelnden Geschäft als Mengentender mit vollständiger Zuteilung zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte durchgeführt werden.

## 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
2006	15 648,3	8 411,7	601,9	1 968,4	1 180,3	3 486,1
2007	17 394,7	9 438,8	815,0	2 143,1	1 364,0	3 633,9
2008 Q1	17 703,3	9 551,7	840,2	2 126,0	1 558,4	3 627,1
2008 April	17 956,0	9 762,0	856,2	2 135,6	1 562,3	3 640,0
Mai	18 092,7	9 817,8	910,6	2 156,1	1 548,9	3 659,3
Juni	17 971,8	9 775,4	916,3	2 172,4	1 439,4	3 668,1
Juli	18 035,4	9 825,2	938,2	2 175,7	1 407,4	3 689,0
Aug.	18 165,8	9 888,5	948,6	2 184,4	1 438,7	3 705,6

### 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
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 15. Jan. <sup>2)</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	208,6	0,8	0,0	4,24
10. Juni	207,3	208,1	0,8	0,0	4,17
8. Juli	211,9	212,7	0,8	0,0	4,06
12. Aug.	214,1	214,8	0,7	0,0	4,35
9. Sept.	213,3	214,0	0,7	0,0	4,38
7. Okt.	214,8	216,8	2,0	0,0	4,58
11. Nov.	216,2				

### 3. Liquidität

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode:	Liquiditätszuführende Faktoren						Liquiditätsabschöpfende Faktoren				Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Basisgeld
	Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems						Banknoten-umlauf	Einlagen von Zentralstaaten beim Eurosystem	Sonstige Faktoren (netto)			
	Nettoaktiva des Eurosystems in Gold und Devisen	Hauptrefinanzierungsgeschäfte	Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	Spitzenrefinanzierungsfazilität	Sonstige liquiditätszuführende Faktoren	Einlagefazilität				Sonstige liquiditätsabschöpfende Faktoren <sup>3)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	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 15. Jan.	343,8	255,7	268,8	0,3	0,0	1,1	68,4	668,2	46,4	-116,4	200,9	870,2
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	349,4	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	662,1	66,4	-124,8	207,5	870,3
13. Mai	364,5	174,4	295,0	0,1	0,0	0,3	0,8	667,6	68,8	-112,2	208,6	876,6
10. Juni	375,0	172,8	287,9	0,3	0,0	0,2	0,5	671,4	67,3	-111,5	208,1	879,7
8. Juli	376,4	185,4	275,4	0,1	0,0	0,4	0,5	677,2	64,9	-118,3	212,7	890,3
12. Aug.	374,5	166,3	299,3	0,1	0,0	0,3	0,6	686,1	61,3	-123,0	214,8	901,2
9. Sept.	376,6	163,5	300,0	0,1	0,0	0,6	0,7	685,0	61,1	-121,2	214,0	899,5
7. Okt.	417,3	174,1	334,3	7,5	5,9	19,9	45,5	684,3	55,2	-82,6	216,8	921,0

Quelle: EZB.

1) Stand am Ende des Berichtszeitraums.

2) 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 zum 31. Dezember 2007 und des Reserve-Solls der jetzigen 15 Mitgliedsstaaten des Euro-Währungsgebiets im Zeitraum vom 1. bis zum 15. Januar 2008.

3) 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				Geldmarkt-fonds-anteile <sup>2)</sup>	Aktien und sonstige Dividenden-werte sowie Beteiligungen an Ansässigen im Euro-Währungs-gebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungs-gebiets	Sach-anlagen	Sonstige Aktiv-positionen
		Zu-sammen	Öffent-liche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro-Währungs-gebiet	MFIs	Zu-sammen	Öffent-liche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro-Währungs-gebiet	MFIs					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosystem</b>														
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
2008 Q1	2 017,8	965,9	19,4	0,7	945,9	278,5	235,9	2,3	40,3	-	16,2	383,3	15,2	358,6
2008 April	2 012,4	951,4	18,8	0,7	931,9	278,9	235,1	2,5	41,3	-	16,6	375,3	16,0	374,3
2008 Mai	2 009,4	934,9	18,8	0,7	915,4	280,0	236,3	2,4	41,3	-	16,5	376,6	16,0	385,4
2008 Juni	2 098,5	1 010,6	18,5	0,7	991,5	277,5	234,7	2,4	40,4	-	15,7	381,5	15,9	397,3
2008 Juli	2 098,8	1 004,4	18,4	0,7	985,4	277,1	234,9	2,5	39,8	-	15,4	385,6	16,1	400,1
2008 Aug.	2 147,1	1 048,3	18,4	0,7	1 029,2	279,0	236,8	2,4	39,8	-	15,5	456,5	16,1	331,8
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	2 473,4	1 342,5	18,5	0,7	1 323,3	278,9	237,4	2,4	39,1	-	14,7	482,4	16,0	338,8
<b>MFIs ohne Eurosystem</b>														
2006	25 950,2	14 904,3	810,5	9 160,3	4 933,5	3 555,4	1 276,5	645,9	1 632,9	83,5	1 171,4	4 329,0	172,6	1 733,9
2007	29 446,8	16 904,9	956,1	10 159,8	5 789,0	3 880,9	1 194,1	949,8	1 737,0	93,5	1 296,2	4 872,9	206,0	2 192,4
2008 Q1	30 229,2	17 251,6	958,0	10 456,3	5 837,3	4 035,2	1 215,7	1 004,0	1 815,4	100,5	1 312,3	4 974,2	198,4	2 357,0
2008 April	30 533,1	17 439,2	971,0	10 533,1	5 935,2	4 096,1	1 224,2	1 032,0	1 839,9	99,8	1 371,9	5 075,6	199,1	2 251,2
2008 Mai	30 897,6	17 618,7	963,3	10 598,0	6 057,4	4 172,7	1 227,4	1 056,3	1 889,1	98,7	1 384,2	5 059,9	199,7	2 363,6
2008 Juni	30 760,6	17 638,4	975,7	10 660,6	6 002,0	4 193,1	1 219,4	1 082,4	1 891,2	98,4	1 309,5	4 895,7	201,4	2 424,2
2008 Juli	30 773,1	17 695,2	977,3	10 714,5	6 003,4	4 243,7	1 226,8	1 099,5	1 917,4	97,9	1 329,7	4 932,3	201,7	2 272,5
2008 Aug.	31 030,8	17 740,6	970,1	10 722,8	6 047,8	4 288,3	1 228,6	1 127,4	1 932,3	98,5	1 325,6	5 039,0	202,1	2 336,6
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	31 538,1	18 140,3	979,6	10 819,1	6 341,6	4 189,1	1 191,0	1 098,4	1 899,7	100,4	1 326,4	5 117,6	203,6	2 460,8

### 2. Passiva

	Insgesamt	Bargeld-umlauf	Einlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet			Geldmarkt-fonds-anteile <sup>3)</sup>	Begebene Schuld-verschrei-bungen <sup>4)</sup>	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungs-gebiets	Sonstige Passiv-positionen	
			Zusammen	Zentral-staaten	Sonstige öffentliche Haushalte/sonstige Ansässige im Euro-Währungsgebiet						MFIs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosystem</b>											
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
2008 Q1	2 017,8	681,9	703,2	60,4	20,8	622,0	-	0,1	246,5	70,3	315,9
2008 April	2 012,4	690,5	682,9	66,9	23,1	592,9	-	0,1	237,9	81,4	319,7
2008 Mai	2 009,4	692,8	656,3	44,4	25,0	586,9	-	0,1	239,1	95,6	325,5
2008 Juni	2 098,5	699,6	733,2	55,2	24,6	653,3	-	0,1	240,7	98,7	326,2
2008 Juli	2 098,8	707,8	720,9	61,3	17,5	642,1	-	0,1	242,5	102,1	325,5
2008 Aug.	2 147,1	704,8	766,9	67,5	14,8	684,7	-	0,1	243,8	178,8	252,7
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	2 473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	285,0	286,2
<b>MFIs ohne Eurosystem</b>											
2006	25 950,2	-	13 257,2	124,2	7 890,6	5 242,4	698,3	4 247,6	1 449,7	3 991,1	2 306,2
2007	29 446,8	-	15 082,4	127,1	8 865,9	6 089,4	754,1	4 645,2	1 678,9	4 533,2	2 753,0
2008 Q1	30 229,2	-	15 299,2	139,6	9 010,7	6 148,8	843,0	4 683,7	1 713,7	4 763,6	2 926,1
2008 April	30 533,1	-	15 479,2	130,7	9 100,4	6 248,1	852,1	4 712,2	1 721,5	4 929,1	2 839,0
2008 Mai	30 897,6	-	15 653,5	129,6	9 171,7	6 352,2	854,8	4 793,8	1 727,8	4 967,0	2 900,6
2008 Juni	30 760,6	-	15 659,8	155,9	9 216,2	6 287,7	831,7	4 808,4	1 714,8	4 790,1	2 955,9
2008 Juli	30 773,1	-	15 649,0	119,6	9 232,2	6 297,1	840,8	4 854,5	1 736,0	4 829,9	2 862,9
2008 Aug.	31 030,8	-	15 726,8	119,3	9 255,6	6 351,9	855,5	4 878,7	1 740,7	4 939,8	2 889,2
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	31 538,1	-	16 208,8	140,3	9 325,4	6 743,1	827,8	4 864,8	1 760,3	4 884,1	2 992,3

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)

**1. Aktiva**

	Ins- gesamt	Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Wertpapiere ohne Aktien von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Aktien und sonstige Divi- dendenwerte sowie Beteiligungen an sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sachanlagen	Sonstige Aktiv- posi- tionen
		Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro- 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>											
2006	19 723,8	9 991,1	830,2	9 161,0	2 112,4	1 464,0	648,4	811,2	4 680,4	187,3	1 941,4
2007	22 330,8	11 134,3	973,9	10 160,4	2 371,0	1 419,2	951,8	884,3	5 246,5	221,1	2 473,5
2008 Q1	23 000,9	11 434,3	977,4	10 457,0	2 457,9	1 451,7	1 006,3	870,8	5 357,5	213,6	2 666,7
2008 April	23 185,5	11 523,5	989,8	10 533,7	2 493,8	1 459,3	1 034,5	925,7	5 450,9	215,1	2 576,4
Mai	23 375,8	11 580,7	982,1	10 598,6	2 522,3	1 463,6	1 058,7	918,7	5 436,5	215,7	2 701,9
Juni	23 323,2	11 655,5	994,2	10 661,3	2 539,1	1 454,2	1 084,9	860,3	5 277,2	217,3	2 773,8
Juli	23 312,4	11 710,9	995,7	10 715,2	2 563,6	1 461,7	1 102,0	878,6	5 317,9	217,8	2 623,6
Aug.	23 520,3	11 712,0	988,5	10 723,4	2 595,2	1 465,4	1 129,8	879,8	5 495,5	218,2	2 619,7
Sept. <sup>(p)</sup>	23 794,9	11 817,8	998,0	10 819,7	2 529,2	1 428,4	1 100,8	877,1	5 599,9	219,6	2 751,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2006	1 997,5	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	97,7	801,9	6,4	203,5
2007	2 593,8	1 016,7	-9,7	1 026,4	229,5	-46,8	276,3	60,1	792,5	-0,5	495,4
2008 Q2	359,9	232,9	16,7	216,1	98,0	16,0	82,0	-3,9	-71,1	3,7	100,3
Q3	271,8	145,6	3,5	142,1	-23,6	-36,0	12,4	24,2	74,6	2,1	48,8
2008 April	179,6	93,1	12,2	80,9	40,0	11,3	28,7	53,9	82,7	1,5	-91,5
Mai	188,6	59,2	-7,7	66,9	32,4	8,6	23,8	-6,3	-21,0	0,6	123,8
Juni	-8,4	80,5	12,2	68,3	25,6	-3,9	29,5	-51,4	-132,7	1,6	68,0
Juli	-22,0	58,1	1,5	56,6	20,0	3,7	16,3	19,7	31,1	0,4	-151,2
Aug.	107,2	-10,0	-7,5	-2,5	23,8	-0,6	24,3	0,7	18,8	0,4	73,5
Sept. <sup>(p)</sup>	186,5	97,5	9,5	88,0	-67,4	-39,2	-28,2	3,9	24,7	1,3	126,6

**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>										
2006	19 723,8	592,2	158,0	7 906,5	614,6	2 587,8	1 280,8	4 026,5	2 541,8	15,6
2007	22 330,8	638,5	151,0	8 885,0	660,4	2 866,8	1 487,6	4 599,2	3 083,3	-41,2
2008 Q1	23 000,9	632,9	200,0	9 031,5	742,2	2 828,1	1 502,5	4 833,9	3 242,0	-12,3
2008 April	23 185,5	641,3	197,6	9 123,5	752,0	2 831,1	1 496,6	5 010,4	3 158,7	-26,1
Mai	23 375,8	645,7	174,0	9 196,8	755,8	2 863,4	1 484,9	5 062,6	3 226,2	-33,8
Juni	23 323,2	652,0	211,1	9 240,8	733,0	2 876,9	1 490,6	4 888,8	3 282,1	-52,4
Juli	23 312,4	658,7	180,9	9 249,7	742,5	2 897,4	1 511,9	4 932,0	3 188,4	-49,6
Aug.	23 520,3	656,0	186,8	9 270,4	756,7	2 906,7	1 523,2	5 118,6	3 141,8	-40,4
Sept. <sup>(p)</sup>	23 794,9	657,1	191,5	9 343,1	727,0	2 926,1	1 560,6	5 169,1	3 278,5	-58,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2006	1 997,5	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,4	601,6	252,2	45,3
2007	2 593,8	45,8	-13,3	835,1	54,5	270,2	163,1	778,8	467,6	-8,1
2008 Q2	359,9	19,2	10,8	208,0	-8,9	53,1	8,0	55,9	48,7	-35,1
Q3	271,8	5,1	-19,6	74,4	-8,0	11,3	68,6	49,0	132,9	-42,0
2008 April	179,6	8,5	-2,4	88,7	10,4	1,9	6,1	155,7	-73,7	-15,7
Mai	188,6	4,4	-24,0	71,3	3,9	31,6	-7,6	48,9	66,0	-5,9
Juni	-8,4	6,3	37,1	48,0	-23,2	19,6	9,5	-148,7	56,4	-13,5
Juli	-22,0	6,7	-30,2	3,6	8,1	20,9	21,5	35,6	-91,8	3,7
Aug.	107,2	-2,7	5,8	8,1	14,2	-9,9	10,9	27,1	64,6	-11,0
Sept. <sup>(p)</sup>	186,5	1,1	4,8	62,7	-30,3	0,2	36,2	-13,6	160,1	-34,6

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

## 2.3 Monetäre Statistik <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										
2006	3 685,4	2 954,2	6 639,6	1 101,5	7 741,1	-	5 434,1	2 321,3	10 644,4	9 171,5	634,3
2007	3 832,7	3 507,2	7 339,9	1 310,2	8 650,1	-	5 977,8	2 417,2	12 027,2	10 176,4	627,1
2008 Q1	3 843,6	3 674,0	7 517,6	1 337,8	8 855,4	-	5 972,2	2 420,6	12 335,5	10 460,4	541,6
2008 April	3 839,2	3 762,1	7 601,3	1 341,2	8 942,5	-	5 997,3	2 434,6	12 424,5	10 524,0	473,6
2008 Mai	3 850,6	3 792,0	7 642,6	1 346,7	8 989,3	-	6 011,4	2 434,5	12 521,3	10 596,6	413,4
2008 Juni	3 843,4	3 825,6	7 668,9	1 357,0	9 025,9	-	6 009,7	2 432,3	12 566,5	10 632,1	379,7
2008 Juli	3 832,1	3 904,1	7 736,3	1 362,4	9 098,7	-	6 049,9	2 450,8	12 662,8	10 680,8	371,6
2008 Aug.	3 844,7	3 948,1	7 792,8	1 361,9	9 154,7	-	6 099,8	2 466,8	12 795,0	10 754,3	383,3
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	3 879,4	3 977,1	7 856,5	1 367,5	9 224,0	-	6 137,2	2 440,3	12 824,1	10 817,8	427,3
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2006	261,2	310,5	571,7	130,9	702,6	-	427,7	-114,7	1 105,8	898,6	200,6
2007	145,4	525,4	670,7	220,0	890,7	-	489,5	-60,1	1 369,9	1 031,7	13,1
2008 Q2	-1,5	153,0	151,5	22,2	173,7	-	57,7	25,0	252,8	183,5	-153,6
2008 Q3	27,0	137,1	164,1	11,7	175,8	-	80,3	-2,6	245,2	169,2	30,7
2008 April	-5,1	87,3	82,2	4,0	86,2	-	34,2	17,4	92,6	67,7	-57,9
2008 Mai	9,6	29,8	39,4	4,8	44,2	-	18,3	4,3	99,0	74,6	-63,5
2008 Juni	-6,0	35,9	29,8	13,5	43,3	-	5,3	3,3	61,2	41,2	-32,1
2008 Juli	-13,0	75,4	62,4	5,5	67,9	-	38,7	14,8	99,5	51,4	-10,2
2008 Aug.	8,5	37,9	46,4	0,3	46,7	-	27,2	11,4	117,4	62,7	12,6
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	31,5	23,8	55,4	5,8	61,2	-	14,4	-28,8	28,3	55,1	28,4
Wachstumsraten											
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.	3,9	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	9,0	-2,6	12,8	11,2	13,1
2008 März	2,8	18,3	9,8	11,1	10,0	10,6	6,4	-1,9	12,3	10,9	-157,4
2008 April	2,4	19,7	10,3	10,9	10,4	10,1	6,3	-0,3	12,1	10,7	-185,8
2008 Mai	2,2	19,4	10,1	9,8	10,0	10,0	6,4	-1,9	12,0	10,5	-244,4
2008 Juni	1,5	19,0	9,5	9,9	9,6	9,6	5,4	-0,8	11,2	9,9	-286,2
2008 Juli	0,3	19,4	9,1	9,5	9,2	9,2	5,2	0,3	11,0	9,3	-300,3
2008 Aug.	0,2	18,9	8,9	8,4	8,8	8,9	5,2	1,6	10,8	8,8	-253,3
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	1,2	17,7	8,9	7,1	8,6	.	5,2	0,8	10,1	8,5	-189,7

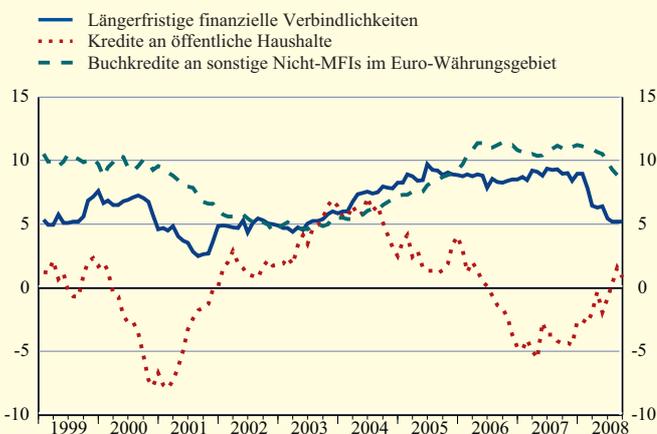
### A1 Geldmengenaggregate <sup>1)</sup>

(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>

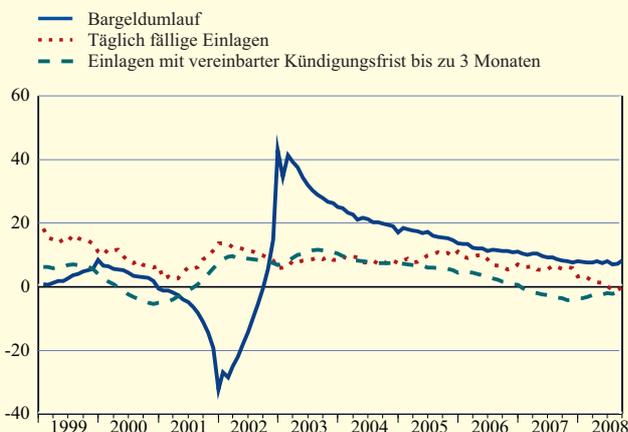
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

#### 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>											
2006	578,4	3 107,0	1 402,2	1 552,0	266,1	636,9	198,5	2 399,6	102,2	1 655,0	1 277,3
2007	625,8	3 206,9	1 971,8	1 535,3	307,4	686,6	316,3	2 561,0	119,6	1 813,5	1 483,7
2008 Q1	638,0	3 205,6	2 132,4	1 541,5	308,7	746,6	282,5	2 545,9	119,4	1 813,7	1 493,1
2008 April	644,8	3 194,5	2 219,0	1 543,1	323,7	743,8	273,7	2 557,6	118,7	1 817,9	1 503,1
2008 Mai	643,7	3 206,8	2 255,4	1 536,6	316,8	739,5	290,4	2 566,7	117,6	1 829,7	1 497,4
2008 Juni	649,6	3 193,8	2 288,9	1 536,7	340,6	728,0	288,4	2 572,1	116,9	1 832,8	1 488,0
2008 Juli	649,7	3 182,4	2 374,1	1 530,1	346,4	726,7	289,4	2 595,1	116,4	1 833,3	1 505,1
2008 Aug.	653,7	3 191,0	2 420,3	1 527,8	336,6	744,5	280,8	2 619,8	115,4	1 841,1	1 523,6
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	662,9	3 216,5	2 455,3	1 521,8	344,4	732,2	290,9	2 631,1	114,2	1 836,9	1 554,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2006	57,3	203,9	301,2	9,3	30,9	30,0	70,0	217,2	15,4	138,1	57,0
2007	46,9	98,4	581,3	-55,9	43,3	58,6	118,0	152,3	9,9	164,5	162,8
2008 Q2	11,6	-13,1	157,8	-4,8	31,9	-18,2	8,5	27,8	-2,5	17,6	14,8
2008 Q3	13,3	13,7	152,9	-15,8	3,6	2,2	5,9	17,7	-2,7	-0,2	65,5
2008 April	6,8	-11,9	85,9	1,5	14,9	-2,2	-8,7	10,4	-0,7	2,5	22,0
2008 Mai	-1,0	10,7	36,2	-6,5	-6,9	-4,2	15,8	9,3	-1,2	11,6	-1,6
2008 Juni	5,9	-11,9	35,7	0,1	23,9	-11,8	1,4	8,1	-0,7	3,5	-5,6
2008 Juli	0,1	-13,1	82,6	-7,2	5,7	-2,7	2,5	21,8	-0,5	0,1	17,3
2008 Aug.	4,0	4,5	40,3	-2,4	-9,9	17,8	-7,6	4,6	-1,0	5,5	18,1
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	9,2	22,4	30,0	-6,2	7,7	-12,9	11,0	-8,7	-1,2	-5,8	30,1
<b>Wachstumsraten</b>											
2006 Dez.	11,0	7,0	27,2	0,6	13,2	4,9	54,4	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Dez.	8,1	3,2	41,4	-3,6	16,3	9,2	59,4	6,3	9,6	9,9	12,5
2008 März	7,7	1,9	39,4	-2,5	11,4	8,1	18,1	3,9	3,5	7,1	10,5
2008 April	8,0	1,4	41,4	-2,2	17,8	6,8	14,1	3,6	1,9	6,5	11,5
2008 Mai	7,5	1,2	40,5	-2,4	17,1	4,8	15,2	3,3	0,5	6,2	12,9
2008 Juni	8,0	0,3	38,8	-2,0	18,4	2,0	22,0	2,7	-0,8	5,5	10,9
2008 Juli	7,1	-1,0	38,9	-2,1	17,2	1,0	24,5	3,2	-2,2	4,5	10,5
2008 Aug.	7,2	-1,1	37,2	-1,8	16,7	4,1	10,1	2,7	-3,4	4,6	11,3
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	8,2	-0,2	34,4	-2,0	16,5	3,6	5,5	2,3	-5,7	4,0	13,0

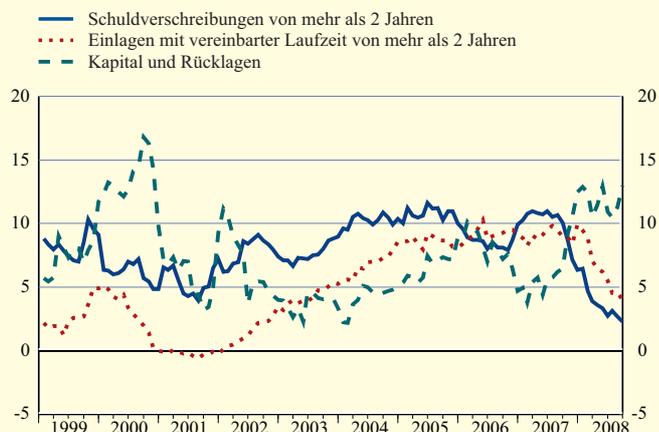
#### A3 Komponenten der Geldmengenaggregate <sup>1)</sup>

(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>								
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3 844,5	1 137,9	707,1	1 999,5
2007	95,1	70,6	867,9	526,3	4 388,7	1 276,5	858,9	2 253,3
2008 Q1	102,8	79,0	943,3	595,0	4 547,6	1 328,9	898,3	2 320,4
2008 April	101,0	76,4	968,7	618,2	4 590,8	1 337,7	904,3	2 348,7
Mai	104,4	80,2	988,9	632,7	4 618,6	1 338,3	910,9	2 369,5
Juni	103,3	79,3	997,3	625,2	4 671,0	1 365,4	925,7	2 379,8
Juli	101,1	78,0	1 000,3	612,1	4 708,9	1 375,6	931,9	2 401,4
Aug.	99,9	76,1	987,1	596,4	4 722,1	1 361,7	943,2	2 417,3
Sept. <sup>(p)</sup>	100,6	77,0	1 018,2	621,2	4 762,2	1 375,3	952,4	2 434,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>								
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007	14,0	15,8	175,4	113,5	556,3	144,9	155,7	255,7
2008 Q2	0,5	0,3	52,9	28,8	131,3	38,7	31,6	61,1
Q3 <sup>(p)</sup>	-3,3	-2,6	13,3	-9,5	83,7	7,1	26,6	50,0
2008 April	-1,9	-2,7	23,0	21,0	47,6	10,5	8,6	28,5
Mai	3,4	3,8	20,1	14,4	28,6	0,8	7,0	20,9
Juni	-1,1	-0,9	9,8	-6,6	55,1	27,4	16,1	11,6
Juli	-2,3	-1,2	1,4	-13,8	41,1	10,5	6,9	23,7
Aug.	-1,5	-2,2	-16,4	-18,4	7,0	-16,3	11,3	12,0
Sept. <sup>(p)</sup>	0,5	0,8	28,3	22,7	35,6	12,8	8,4	14,3
<b>Wachstumsraten</b>								
2006 Dez.	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 Dez.	16,8	28,5	25,0	27,0	14,5	12,7	22,0	12,8
2008 März	6,3	10,8	23,8	24,0	15,0	14,0	22,3	12,9
2008 April	-2,7	-3,4	23,1	24,5	14,9	13,1	21,8	13,4
Mai	-2,5	-2,2	26,6	30,0	14,2	12,5	19,9	13,1
Juni	-4,8	-4,6	25,5	25,9	13,7	11,9	20,0	12,4
Juli	-7,8	-7,4	24,0	22,2	12,9	11,1	18,6	11,9
Aug.	-8,5	-10,8	20,7	18,2	12,6	10,8	18,4	11,6
Sept. <sup>(p)</sup>	-9,2	-12,3	18,9	15,6	12,1	10,1	17,5	11,3

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

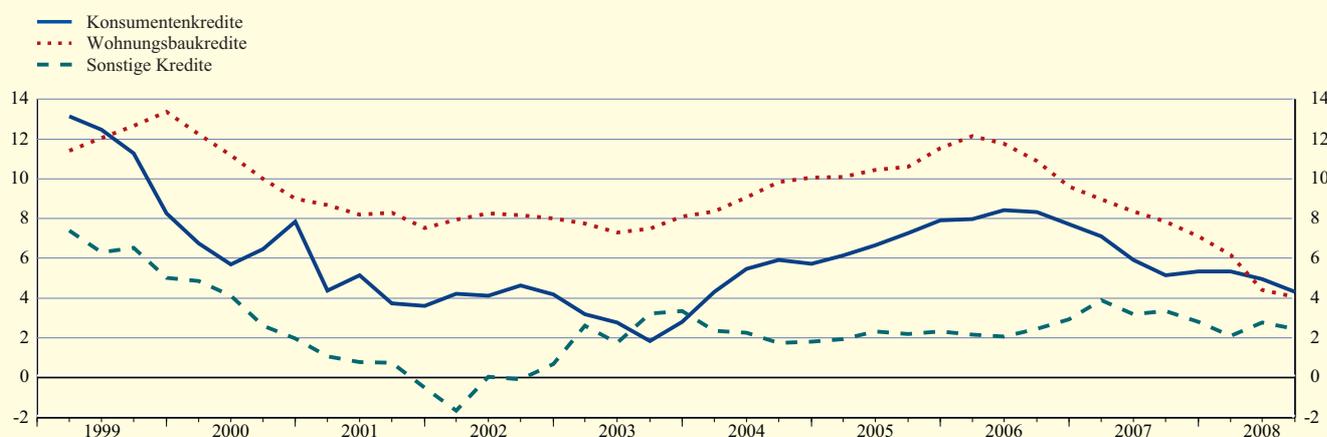
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 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>													
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	137,6	203,7	276,6	3 436,9	15,9	73,8	3 347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2008 Q1	4 862,7	623,9	136,5	203,0	284,4	3 478,0	16,1	73,3	3 388,7	760,7	147,0	105,3	508,5
2008 April	4 872,6	627,9	136,1	204,6	287,2	3 486,3	16,1	73,1	3 397,1	758,4	145,6	102,6	510,3
2008 Mai	4 886,0	628,5	136,3	204,0	288,2	3 498,8	15,8	73,1	3 409,9	758,6	144,3	102,1	512,2
2008 Juni	4 889,0	635,7	139,8	203,7	292,2	3 484,8	15,8	73,2	3 395,7	768,6	152,7	102,5	513,4
2008 Juli	4 904,2	636,1	139,1	202,9	294,1	3 503,7	15,8	73,4	3 414,5	764,4	146,8	102,2	515,4
2008 Aug.	4 913,7	633,5	137,3	202,1	294,2	3 515,9	15,9	73,1	3 426,8	764,3	146,8	100,7	516,8
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	4 938,2	636,6	140,4	201,4	294,9	3 533,9	16,5	72,7	3 444,8	767,6	150,0	100,2	517,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2006	345,3	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	280,6	31,3	3,6	1,1	26,7	228,5	0,9	2,3	225,3	20,8	1,7	4,4	14,7
2008 Q2	31,3	11,9	3,3	1,0	7,5	8,6	-0,3	0,0	8,9	10,9	6,2	-1,8	6,5
2008 Q3 <sup>(p)</sup>	48,4	1,3	0,7	-2,2	2,8	47,4	0,6	0,0	46,7	-0,3	-2,9	-2,0	4,6
2008 April	12,1	4,4	-0,3	1,7	3,0	8,9	0,0	-0,2	9,1	-1,1	-1,3	-2,1	2,3
2008 Mai	14,7	0,4	0,3	-0,6	0,7	13,1	-0,2	0,0	13,3	1,1	-1,2	-0,2	2,5
2008 Juni	4,5	7,1	3,4	-0,2	3,8	-13,4	0,0	0,2	-13,6	10,9	8,7	0,5	1,7
2008 Juli	16,4	0,8	-0,6	-0,6	2,0	19,5	0,0	0,1	19,4	-3,9	-5,8	-0,3	2,2
2008 Aug.	8,4	-2,6	-1,9	-0,8	0,1	11,0	0,1	-0,2	11,1	0,0	-0,2	-1,2	1,4
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	23,5	3,1	3,2	-0,8	0,7	16,9	0,6	0,1	16,2	3,6	3,1	-0,5	1,0
<b>Wachstumsraten</b>													
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	2,8	1,2	4,4	3,0
2008 März	5,4	5,4	3,9	-0,1	10,4	6,2	2,5	2,1	6,3	2,1	-0,2	4,3	2,3
2008 April	5,2	5,4	2,6	0,8	10,3	6,0	4,9	1,7	6,1	2,1	-0,2	1,9	2,8
2008 Mai	4,9	5,0	2,9	-0,1	10,1	5,6	2,3	1,4	5,7	2,0	-0,4	1,3	2,9
2008 Juni	4,2	4,9	4,0	-0,8	9,9	4,4	-1,0	1,0	4,5	2,8	2,0	0,7	3,4
2008 Juli	4,0	4,4	2,7	-1,3	9,6	4,3	0,0	0,6	4,4	2,5	0,6	-0,1	3,5
2008 Aug.	3,9	4,0	2,0	-1,4	9,1	4,1	0,2	0,2	4,2	2,5	2,1	-1,5	3,4
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	3,8	4,3	4,9	-1,2	8,2	4,0	2,3	-0,1	4,1	2,5	2,4	-2,1	3,4

### 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>

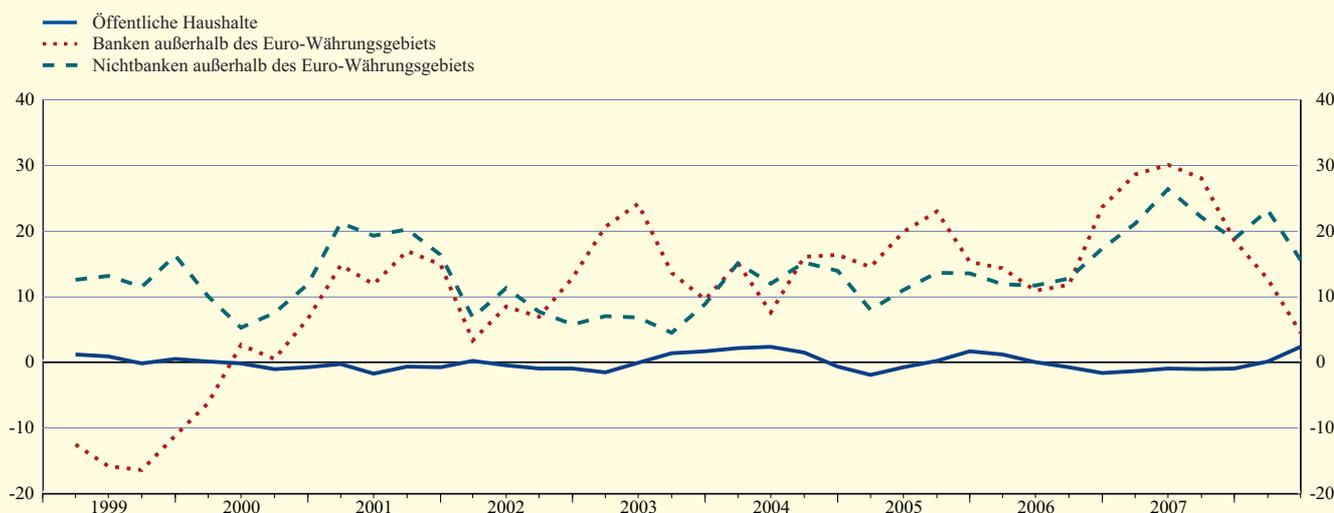
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 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 Q3	794,0	92,7	213,9	446,0	41,4	3 302,8	2 354,1	948,7	61,3	887,4
Q4	956,1	213,4	217,6	495,7	29,4	3 295,2	2 337,8	957,4	59,8	897,5
2008 Q1	958,0	210,6	212,8	497,3	37,2	3 413,5	2 394,8	1 018,7	61,6	957,1
Q2 <sup>(p)</sup>	975,7	218,9	215,2	501,9	39,7	3 310,8	2 296,8	1 013,5	60,3	953,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,5	-0,1	129,6
2007	-7,7	-4,5	-13,0	6,2	3,5	542,0	382,0	160,1	0,3	159,8
2007 Q3	-4,2	-2,8	-5,0	-0,2	3,8	77,5	57,5	20,0	1,2	18,7
Q4	8,0	7,1	3,8	9,2	-12,0	56,8	23,2	33,7	-0,1	33,8
2008 Q1	0,7	-3,3	-4,8	1,0	7,8	215,4	121,6	93,6	3,0	90,6
Q2 <sup>(p)</sup>	17,7	8,2	2,1	4,8	2,5	-99,8	-96,6	-3,6	-1,3	-2,3
<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 Sept.	-1,0	-7,8	-6,3	1,9	16,0	26,3	28,0	22,1	-2,0	24,2
Dez.	-1,0	-4,3	-5,6	1,4	13,7	18,7	18,6	18,8	0,5	20,3
2008 März	0,1	0,9	-5,1	1,6	19,5	15,7	12,7	23,2	10,2	24,1
Juni <sup>(p)</sup>	2,4	6,8	-1,8	3,2	5,6	7,7	4,5	15,7	4,7	16,4

## 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)

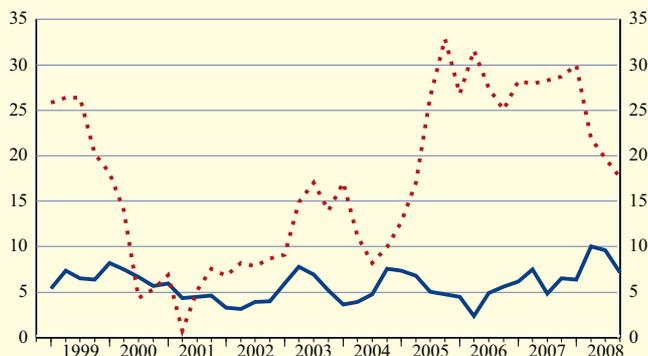
### 1. Einlagen von Finanzintermediären

	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>														
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	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 Q1	723,3	81,8	83,9	532,6	1,6	1,6	21,9	1 526,2	333,2	361,1	648,8	13,2	0,2	169,6
2008 April	722,4	74,9	87,7	534,2	1,4	1,6	22,6	1 560,4	312,4	395,6	656,3	14,1	0,2	181,8
2008 Mai	718,7	69,6	88,8	535,6	1,3	1,6	21,7	1 580,1	321,4	391,2	671,9	12,7	0,2	182,6
2008 Juni	717,4	73,5	83,6	537,5	1,4	1,6	19,8	1 600,0	335,6	386,5	682,4	12,0	0,2	183,2
2008 Juli	716,8	69,6	86,0	538,3	1,3	1,6	20,1	1 604,4	299,8	428,9	683,1	14,1	0,2	178,4
2008 Aug.	713,2	66,6	85,5	538,7	1,2	1,6	19,5	1 614,5	287,1	448,2	681,8	12,9	0,1	184,3
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	726,7	75,6	90,2	537,7	1,2	1,6	20,3	1 643,8	323,0	446,8	674,5	11,7	0,1	187,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
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
2008 Q2	-5,9	-8,3	-0,2	4,9	-0,2	0,0	-2,1	70,8	0,7	25,3	32,5	-1,2	0,0	13,6
2008 Q3	8,6	1,9	6,1	0,3	-0,2	0,0	0,5	31,5	-16,2	55,9	-11,8	-0,6	-0,1	4,2
2008 April	-1,0	-6,9	3,8	1,6	-0,2	0,0	0,7	31,8	-21,1	34,1	5,7	0,8	0,0	12,2
2008 Mai	-3,7	-5,3	1,1	1,5	-0,1	0,0	-0,9	17,5	7,1	-4,4	15,5	-1,4	0,0	0,8
2008 Juni	-1,2	3,9	-5,1	1,9	0,1	0,0	-1,9	21,5	14,7	-4,5	11,3	-0,6	0,0	0,7
2008 Juli	-0,7	-3,9	2,3	0,8	-0,1	0,0	0,3	2,4	-36,5	41,3	0,3	2,1	0,0	-4,8
2008 Aug.	-4,1	-3,1	-0,7	0,4	-0,1	0,0	-0,6	4,3	-14,4	17,6	-3,3	-1,3	0,0	5,8
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	13,3	8,9	4,5	-0,9	0,0	0,0	0,8	24,8	34,7	-3,0	-8,7	-1,3	0,0	3,2
<b>Wachstumsraten</b>														
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	16,0	-	19,0
2008 März	10,0	12,6	41,8	6,6	-17,7	-	-4,3	21,9	6,3	36,5	26,5	17,6	-	13,4
2008 April	8,7	6,6	37,5	6,3	-20,6	-	-7,3	22,9	2,6	44,4	23,9	24,2	-	20,8
2008 Mai	9,3	6,5	45,5	6,0	-17,9	-	-5,3	21,9	2,6	44,0	22,2	11,5	-	21,5
2008 Juni	9,6	13,2	42,2	5,7	-10,5	-	3,4	19,7	5,5	35,4	19,7	5,6	-	20,8
2008 Juli	7,1	-4,1	38,3	5,5	-20,6	-	-3,2	17,9	-6,3	48,4	16,1	5,8	-	18,4
2008 Aug.	7,4	8,4	23,4	5,6	-15,4	-	-5,9	18,6	-4,9	48,2	15,7	8,7	-	18,4
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	7,2	11,0	40,1	3,1	-20,1	-	-3,3	17,6	-3,1	45,1	16,1	-11,7	-	16,2

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

(Jahreswachstumsraten)

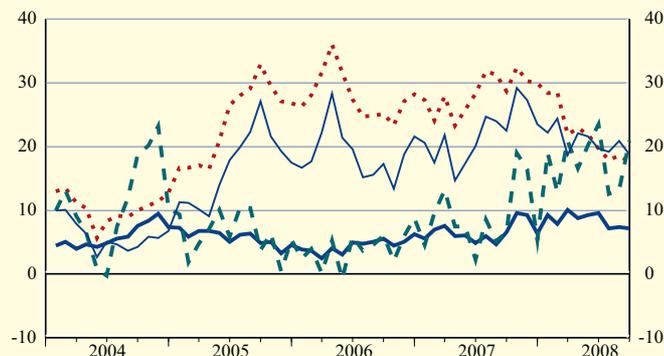
- Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (insgesamt)
- Sonstige Finanzintermediäre (insgesamt)



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

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

### 2. Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und privater Haushalte

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften							Private Haushalte <sup>3)</sup>						
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Bestände</b>														
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	1 777,7	994,5	561,1	1 457,6	111,1	87,1
2008 Q1	1 448,4	847,0	488,4	59,8	28,9	1,5	22,9	5 076,5	1 757,2	1 100,4	548,4	1 465,9	109,1	95,6
2008 April	1 458,7	837,9	510,2	60,4	27,8	1,4	21,0	5 119,4	1 771,5	1 133,9	543,9	1 464,9	107,8	97,5
2008 Mai	1 477,1	853,3	512,5	61,2	27,5	1,4	21,3	5 148,2	1 777,9	1 159,3	539,8	1 463,0	106,4	101,8
2008 Juni	1 481,5	866,3	501,7	61,8	27,3	1,4	23,0	5 162,9	1 783,9	1 179,5	534,8	1 460,4	105,7	98,5
2008 Juli	1 469,1	842,8	512,0	63,2	26,2	1,4	23,4	5 186,8	1 769,0	1 224,6	531,1	1 449,7	105,2	107,1
2008 Aug.	1 472,6	839,5	518,6	63,5	25,9	1,4	23,7	5 195,5	1 744,9	1 256,4	530,0	1 449,4	104,1	110,8
2008 Sept. <sup>4)</sup>	1 493,3	872,8	505,6	63,0	25,6	1,4	25,0	5 201,9	1 750,5	1 272,9	526,2	1 441,2	103,1	108,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
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	123,3	-8,0	-11,0	-0,7	-1,1	280,9	21,7	321,9	-45,4	-45,6	11,2	17,1
2008 Q2	33,8	19,6	14,0	1,7	-1,5	-0,1	0,1	87,1	26,6	79,9	-13,5	-5,5	-3,3	2,9
2008 Q3 <sup>5)</sup>	1,8	2,4	-1,0	0,6	-2,2	-0,1	2,0	34,2	-34,4	89,6	-8,6	-19,3	-2,6	9,5
2008 April	9,9	-9,2	21,5	0,6	-1,0	-0,1	-1,9	42,6	13,9	33,5	-4,5	-1,0	-1,3	1,9
2008 Mai	18,3	15,4	2,2	0,8	-0,3	0,0	0,3	28,7	6,4	25,4	-4,1	-1,8	-1,4	4,2
2008 Juni	5,6	13,5	-9,7	0,3	-0,2	0,0	1,7	15,7	6,2	21,0	-5,0	-2,7	-0,6	-3,2
2008 Juli	-15,6	-24,5	8,7	1,3	-1,5	0,0	0,5	23,8	-15,0	45,1	-3,7	-10,7	-0,5	8,6
2008 Aug.	-0,1	-4,9	4,8	0,2	-0,3	0,0	0,2	6,1	-24,7	29,8	-1,2	-0,4	-1,1	3,6
2008 Sept. <sup>5)</sup>	17,5	31,9	-14,5	-0,9	-0,3	0,0	1,3	4,2	5,2	14,7	-3,7	-8,2	-1,0	-2,7
<b>Wachstumsraten</b>														
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
2008 März	7,7	2,0	29,3	-10,8	-29,0	-1,3	-15,3	6,7	1,4	45,5	-7,6	-2,1	2,7	25,2
2008 April	8,6	0,6	34,7	-10,0	-28,5	-5,9	-14,2	7,0	1,1	45,9	-7,4	-1,8	1,2	28,4
2008 Mai	8,0	1,3	31,0	-8,4	-29,2	-6,9	-21,0	7,2	1,3	45,8	-7,1	-1,7	0,1	29,3
2008 Juni	7,2	0,8	28,3	-7,4	-26,5	-7,2	-13,0	6,5	-0,4	44,8	-7,3	-1,6	-1,1	26,8
2008 Juli	6,1	0,4	23,2	-5,0	-28,0	-16,5	-8,3	6,9	-0,2	44,8	-7,2	-1,5	-2,2	29,8
2008 Aug.	5,8	1,6	18,8	-5,0	-22,5	-16,9	-11,0	7,1	0,0	43,6	-6,8	-1,3	-3,6	27,4
2008 Sept. <sup>5)</sup>	5,6	2,9	14,1	-2,7	-22,8	-17,3	2,3	6,5	-0,6	40,9	-7,0	-1,3	-5,1	28,6

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

(Jahreswachstumsraten)

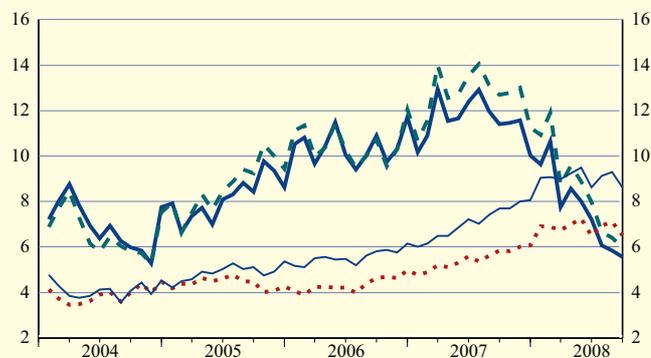
- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (insgesamt)
- Private Haushalte (insgesamt)



### 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>

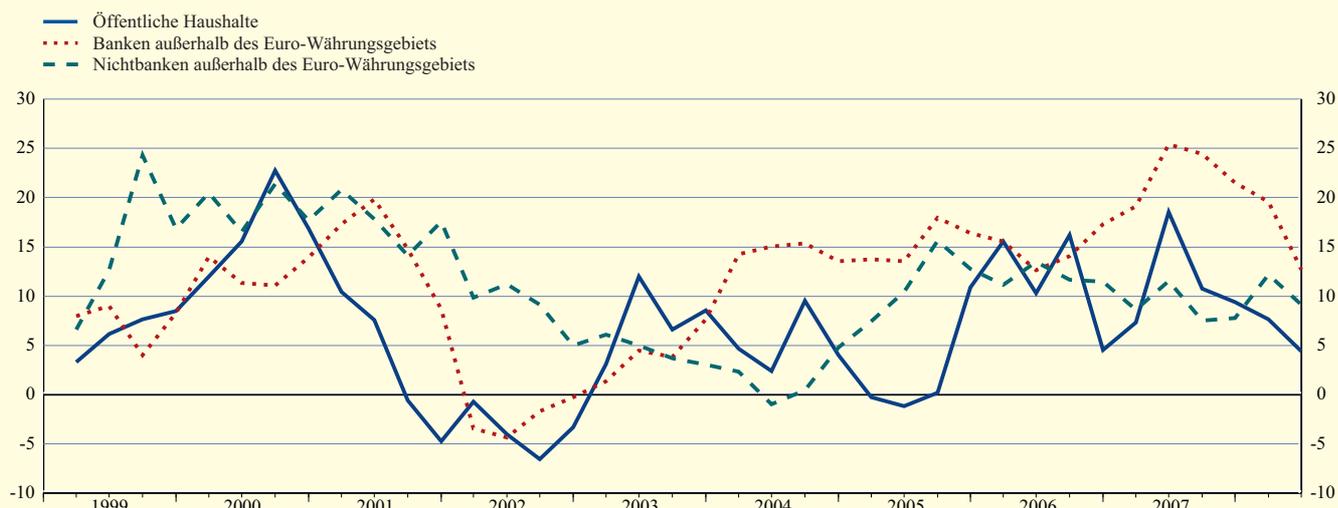
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 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 Q3	373,5	144,3	60,0	97,2	72,0	3 877,0	2 963,4	913,6	145,9	767,7
Q4	372,9	127,1	59,0	106,8	80,1	3 856,2	2 944,2	912,0	143,4	768,6
2008 Q1	375,9	139,6	49,6	107,6	79,1	4 039,8	3 075,7	964,2	131,1	833,0
Q2 <sup>(p)</sup>	410,3	155,9	56,5	112,4	85,9	4 019,9	3 038,6	981,2	132,0	849,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2006	14,2	-24,5	7,0	7,8	23,9	476,6	385,8	90,8	6,6	84,2
2007	30,9	-3,1	13,6	8,9	11,5	614,6	547,2	67,4	20,2	47,2
2007 Q3	-7,3	-26,1	16,1	2,0	0,6	130,2	120,7	9,4	10,8	-1,4
Q4	-12,0	-21,9	-1,0	2,8	8,1	50,2	53,2	-3,0	-0,5	-2,5
2008 Q1	2,8	12,4	-9,3	0,6	-1,0	279,2	220,4	58,7	-8,4	67,1
Q2 <sup>(p)</sup>	34,4	16,0	6,8	4,8	7,1	-17,7	-35,1	17,4	0,9	16,5
<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 Sept.	10,7	-3,5	44,0	13,3	19,4	20,0	24,5	7,5	13,2	6,5
Dez.	9,4	-2,3	29,9	9,8	16,7	18,0	21,5	7,8	15,8	6,4
2008 März	7,7	-3,7	18,1	13,3	16,5	17,8	19,6	12,2	5,5	13,3
Juni <sup>(p)</sup>	4,4	-12,2	29,0	10,5	20,8	11,8	12,7	9,1	1,8	10,3

### 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.

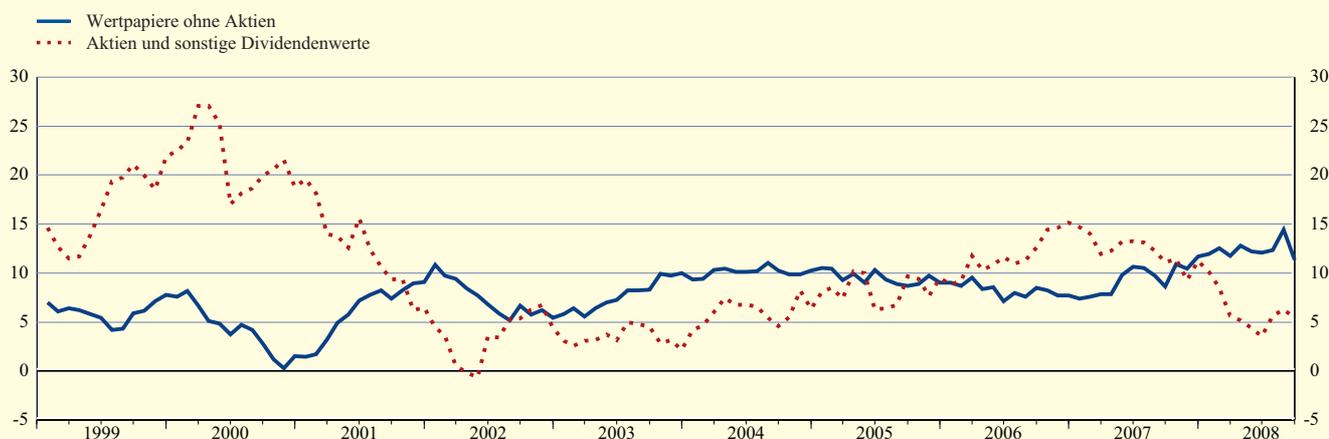
## 2.6 Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

(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>												
2006	4 664,3	1 560,6	72,3	1 260,4	16,2	615,8	30,1	1 108,9	1 465,9	373,0	798,5	294,4
2007	5 113,7	1 652,9	84,0	1 177,5	16,6	916,5	33,4	1 232,8	1 639,9	424,8	871,4	343,7
2008 Q1	5 300,0	1 728,0	87,5	1 200,4	15,4	958,2	45,8	1 264,8	1 606,3	453,2	859,1	294,0
2008 April	5 382,4	1 748,0	91,9	1 208,1	16,0	983,0	49,0	1 286,3	1 670,7	458,3	913,7	298,7
2008 Mai	5 477,7	1 790,0	99,1	1 212,7	14,7	1 007,1	49,1	1 304,9	1 683,2	477,5	906,7	298,9
2008 Juni	5 484,6	1 792,7	98,5	1 204,3	15,1	1 034,3	48,1	1 291,5	1 600,8	460,4	849,1	291,3
2008 Juli	5 551,5	1 814,2	103,2	1 211,7	15,0	1 050,8	48,7	1 307,8	1 621,7	462,0	867,7	291,9
2008 Aug.	5 638,0	1 826,7	105,6	1 213,9	14,7	1 076,4	51,0	1 349,7	1 619,1	456,8	868,8	293,5
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	5 497,1	1 797,7	102,0	1 175,4	15,5	1 047,8	50,6	1 308,0	1 616,5	459,6	866,9	290,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2006	337,4	122,8	10,6	-122,7	0,5	100,6	6,5	219,0	193,3	58,6	96,2	38,5
2007	541,2	136,6	18,2	-86,7	1,5	267,3	9,5	194,7	164,5	52,0	60,0	52,5
2008 Q2	204,1	66,3	11,4	12,9	0,0	78,8	2,9	31,8	7,7	15,7	-3,9	-4,2
2008 Q3 <sup>(p)</sup>	-46,2	6,7	-2,7	-35,0	-0,9	13,9	-1,4	-26,8	28,1	2,2	24,4	1,5
2008 April	80,2	19,5	3,8	10,5	0,6	25,3	3,2	17,3	62,8	6,0	53,8	3,0
2008 Mai	97,0	42,3	7,1	7,3	-1,3	23,8	0,0	17,8	14,4	21,0	-6,2	-0,4
2008 Juni	26,8	4,5	0,5	-5,0	0,7	29,7	-0,3	-3,3	-69,4	-11,2	-51,4	-6,8
2008 Juli	60,2	21,7	4,2	5,1	-0,2	15,8	0,4	13,1	23,1	2,8	19,7	0,6
2008 Aug.	50,9	12,2	-0,6	-0,6	-1,0	24,3	0,1	16,7	-2,3	-4,9	0,7	1,9
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	-157,4	-27,1	-6,3	-39,4	0,3	-26,3	-1,9	-56,6	7,3	4,3	4,0	-1,0
<b>Wachstumsraten</b>												
2006 Dez.	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,6	13,6	15,2
2007 Dez.	11,7	8,8	25,6	-6,9	10,5	42,9	33,4	17,7	11,2	13,9	7,5	17,8
2008 März	11,8	8,7	24,7	-5,5	12,2	40,7	52,7	16,3	5,6	15,0	4,2	-2,8
2008 April	12,8	9,0	28,5	-2,8	16,1	40,1	59,5	16,0	5,2	13,8	3,9	-2,8
2008 Mai	12,2	10,6	36,8	-4,8	4,3	38,7	59,7	14,0	4,4	12,7	4,1	-6,2
2008 Juni	12,0	11,0	36,5	-4,5	9,7	36,6	61,8	12,6	3,5	17,5	2,4	-10,4
2008 Juli	12,3	11,5	26,2	-2,3	9,6	36,0	53,8	11,3	5,6	18,6	5,9	-10,6
2008 Aug.	14,4	12,5	33,3	0,2	4,2	38,0	62,9	13,7	6,3	16,3	7,1	-8,2
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	11,4	11,1	24,1	-1,9	5,8	30,8	44,6	10,2	5,4	13,8	7,8	-10,8

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

**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
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008 Q1	-3,0	-1,2	-0,8	-1,0	-2,4	-1,8	-0,6
2008 Q2	-5,4	-0,9	-3,4	-1,1	0,0	-0,1	0,0
2008 April	-3,3	-0,5	-2,7	-0,2	0,0	0,0	0,1
2008 Mai	-0,8	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
2008 Juni	-1,2	-0,3	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
2008 Juli	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,4	-0,1
2008 Aug.	-1,9	-0,1	-1,6	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	-1,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,3	-0,3

**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
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	-11,8	-2,7	0,0	0,6	-0,2	-2,5	-0,5	-6,5	12,6	3,0	8,8	0,8
2008 Q1	-22,1	-4,7	-0,2	0,4	-0,2	-4,8	-0,6	-11,9	-20,6	-1,1	-11,6	-7,9
2008 Q2	-18,5	-1,5	-0,1	-8,7	-0,1	-2,5	-0,5	-5,0	-7,9	-2,9	-6,5	1,5
2008 April	-4,7	0,9	0,0	-2,6	0,0	-0,4	-0,4	-2,0	2,5	0,4	0,4	1,7
2008 Mai	-3,5	-0,2	0,0	-2,8	0,0	0,4	0,0	-0,8	-1,9	-1,7	-0,7	0,6
2008 Juni	-10,3	-2,2	-0,1	-3,3	0,0	-2,4	-0,1	-2,2	-8,5	-1,6	-6,2	-0,8
2008 Juli	2,3	0,1	0,1	2,4	0,0	0,6	0,0	-0,9	-1,6	-0,5	-1,1	0,0
2008 Aug.	5,7	0,8	0,2	2,8	0,1	0,9	0,1	0,9	-0,2	-0,2	0,4	-0,4
2008 Sept. <sup>(p)</sup>	-8,2	-2,3	0,0	1,0	0,1	-2,3	-0,1	-4,5	-9,2	-0,8	-6,0	-2,4

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) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

### 1. Einlagen

	MFIs <sup>3)</sup>							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen 1	Euro <sup>4)</sup> 2	Andere Währungen				Alle Währungen 8	Euro <sup>4)</sup> 9	Andere Währungen					
			Insgesamt 3	USD 4	JPY 5	CHF 6			GBP 7	Insgesamt 10	USD 11	JPY 12	CHF 13	GBP 14
<b>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>														
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 Q3	5 700,7	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	6 089,4	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	8 993,0	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 Q1	6 148,8	91,8	8,2	4,7	0,5	1,3	1,0	9 150,3	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
Q2 <sup>(p)</sup>	6 287,7	91,6	8,4	5,0	0,4	1,3	1,0	9 372,1	96,4	3,6	2,1	0,5	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 Q3	2 963,4	46,2	53,8	33,6	2,6	2,3	11,9	913,6	49,5	50,5	33,8	1,1	1,9	9,6
Q4	2 944,2	46,8	53,2	33,6	2,9	2,4	11,1	912,0	50,0	50,0	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 Q1	3 075,7	48,1	51,9	33,1	3,0	2,6	10,3	964,2	52,3	47,7	32,0	1,4	1,7	8,7
Q2 <sup>(p)</sup>	3 038,6	46,6	53,4	33,7	3,1	2,7	10,6	981,2	51,4	48,6	32,2	1,2	1,8	9,3

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

	Alle Währungen 1	Euro <sup>4)</sup> 2	Andere Währungen				
			Insgesamt 3	USD 4	JPY 5	CHF 6	GBP 7
	2005	4 051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9
2006	4 485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 Q3	4 862,4	80,8	19,2	9,7	1,7	1,8	3,6
Q4	4 948,0	81,4	18,6	9,3	1,7	1,9	3,4
2008 Q1	4 993,3	82,1	17,9	8,8	1,8	1,9	3,2
Q2 <sup>(p)</sup>	5 146,8	82,0	18,0	8,9	1,7	1,8	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**

	MFIs <sup>3)</sup>							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen					
			Insgesamt	USD	JPY	CHF			GBP	Insgesamt	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>An Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>														
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 Q3	5 433,3	-	-	-	-	-	-	10 742,0	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5
Q4	5 789,0	-	-	-	-	-	-	11 115,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6
2008 Q1	5 837,3	-	-	-	-	-	-	11 414,3	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	0,5
Q2 <sup>(p)</sup>	6 002,0	-	-	-	-	-	-	11 636,4	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6
<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 Q3	2 354,1	48,8	51,2	28,3	2,1	2,5	12,9	948,7	39,2	60,8	43,3	1,1	3,9	8,2
Q4	2 337,8	48,0	52,0	28,9	2,3	2,4	12,7	957,4	40,9	59,1	41,3	1,2	3,7	8,2
2008 Q1	2 394,8	48,2	51,8	28,1	2,9	2,8	12,2	1 018,7	43,0	57,0	39,3	1,3	4,2	7,5
Q2 <sup>(p)</sup>	2 296,8	46,3	53,7	28,9	2,7	3,0	12,8	1 013,5	43,2	56,8	38,6	1,2	3,9	8,4

**4. Wertpapiere ohne Aktien**

	Von MFIs <sup>3)</sup> begeben							Von Nicht-MFIs begeben						
	Alle Währungen	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen					
			Insgesamt	USD	JPY	CHF			GBP	Insgesamt	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>														
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 Q3	1 727,6	95,2	4,8	2,4	0,3	0,2	1,5	2 020,7	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
Q4	1 737,0	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
2008 Q1	1 815,4	95,2	4,8	2,5	0,3	0,3	1,4	2 219,7	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
Q2 <sup>(p)</sup>	1 891,2	94,8	5,2	2,6	0,3	0,3	1,7	2 301,9	97,3	2,7	1,9	0,3	0,1	0,4
<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 Q3	573,8	53,9	46,1	26,7	0,7	0,4	15,0	650,7	35,3	64,7	38,9	4,1	0,7	14,5
Q4	580,5	53,8	46,2	27,4	0,7	0,4	14,4	652,3	35,8	64,2	39,4	4,5	0,8	12,6
2008 Q1	635,8	50,8	49,2	30,3	0,8	0,5	14,4	629,0	38,1	61,9	36,8	5,8	0,8	11,4
Q2 <sup>(p)</sup>	659,8	50,2	49,8	30,7	0,7	0,5	14,7	630,0	38,4	61,6	36,9	5,9	0,9	10,5

Quelle: EZB.

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

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

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

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

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

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

### 1. Aktiva

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien			Aktien, sonstige Dividenden- werte und Beteiligungen 6	Investment- fondsanteile 7	Sachanlagen 8	Sonstige Aktiva 9
			Zusammen 3	Bis zu 1 Jahr 4	Mehr als 1 Jahr 5				
2007 Q1	5 714,8	332,6	2 032,6	178,1	1 854,5	2 071,7	720,9	186,6	370,5
Q2	5 993,1	344,2	2 046,7	191,9	1 854,8	2 219,3	786,1	179,7	417,2
Q3	5 892,8	358,3	2 015,0	187,0	1 828,0	2 168,5	773,6	180,6	396,6
Q4	5 781,3	353,4	1 993,4	184,1	1 809,3	2 077,4	784,0	189,1	384,0
2008 Q1	5 160,6	365,5	1 857,8	164,8	1 693,0	1 670,3	719,8	197,1	350,1
Q2 <sup>(p)</sup>	5 014,9	359,3	1 807,2	157,4	1 649,8	1 624,2	690,7	204,8	328,7

### 2. Passiva

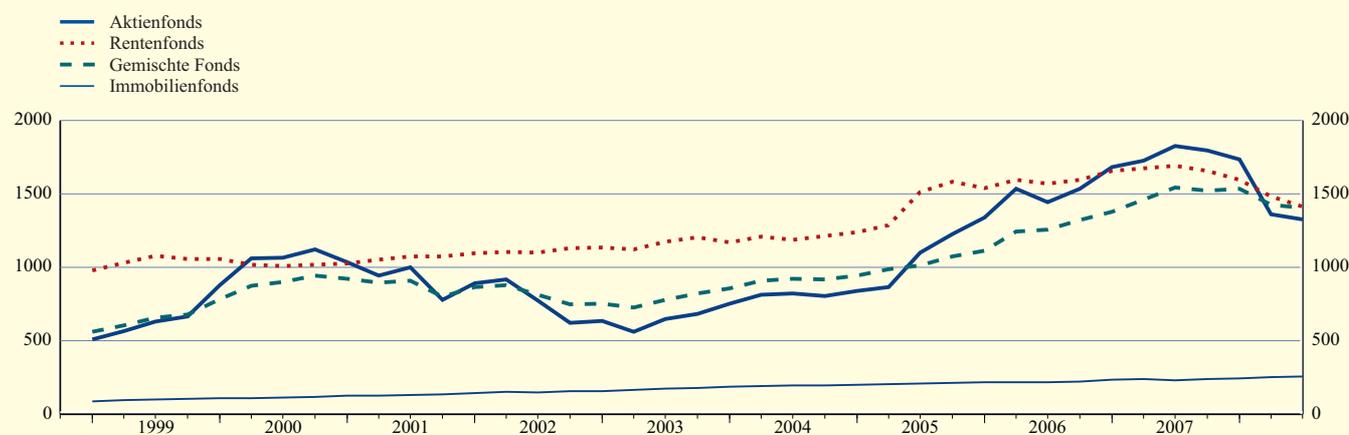
	Insgesamt 1	Einlagen und aufgenommene Kredite 2	Investmentfondsanteile 3	Sonstige Passiva 4
Q2	5 993,1	82,9	5 589,0	321,3
Q3	5 892,8	78,5	5 496,8	317,5
Q4	5 781,3	76,8	5 411,5	293,0
2008 Q1	5 160,6	76,4	4 846,6	237,6
Q2 <sup>(p)</sup>	5 014,9	74,8	4 720,6	219,5

### 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
2007 Q1	5 714,8	1 724,3	1 674,1	1 459,9	238,5	618,1	4 374,0	1 340,9
Q2	5 993,1	1 826,0	1 692,8	1 541,6	230,8	701,8	4 579,4	1 413,8
Q3	5 892,8	1 797,1	1 654,6	1 523,2	236,1	681,7	4 468,3	1 424,5
Q4	5 781,3	1 735,5	1 596,8	1 535,4	244,2	669,4	4 344,6	1 436,7
2008 Q1	5 160,6	1 362,6	1 483,3	1 427,8	249,6	637,4	3 778,1	1 382,5
Q2 <sup>(p)</sup>	5 014,9	1 324,6	1 413,6	1 405,5	256,1	615,3	3 646,8	1 368,1

## 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>									
2007 Q1	1 724,3	59,4	65,6	25,4	40,2	1 461,9	78,9	-	58,5
Q2	1 826,0	61,1	67,7	27,0	40,7	1 546,9	84,5	-	65,8
Q3	1 797,1	72,0	68,7	26,7	41,9	1 505,5	82,4	-	68,5
Q4	1 735,5	58,1	71,8	26,5	45,2	1 464,2	79,5	-	61,9
2008 Q1	1 362,6	51,2	63,0	21,3	41,7	1 130,9	65,7	-	51,7
Q2 <sup>(p)</sup>	1 324,6	54,1	65,0	22,0	43,0	1 088,5	65,3	-	51,6
<b>Rentenfonds</b>									
2007 Q1	1 674,1	112,3	1 357,7	94,0	1 263,7	43,9	52,6	-	107,5
Q2	1 692,8	115,1	1 347,9	98,3	1 249,6	62,3	55,6	-	112,0
Q3	1 654,6	109,9	1 318,4	97,0	1 221,5	62,6	53,3	-	110,4
Q4	1 596,8	116,1	1 273,1	92,7	1 180,4	58,0	49,8	-	99,8
2008 Q1	1 483,3	124,7	1 167,7	80,3	1 087,5	56,8	45,5	-	88,6
Q2 <sup>(p)</sup>	1 413,6	116,0	1 118,4	74,6	1 043,8	57,8	42,7	-	78,5
<b>Gemischte Fonds</b>									
2007 Q1	1 459,9	73,8	530,1	44,1	486,0	381,0	323,6	0,3	150,9
Q2	1 541,6	81,5	530,2	50,8	479,4	399,2	347,9	0,9	181,9
Q3	1 523,2	86,2	522,6	46,3	476,3	405,4	345,1	0,5	163,3
Q4	1 535,4	89,7	547,0	47,3	499,7	393,1	343,6	0,7	161,4
2008 Q1 <sup>(p)</sup>	1 427,8	97,9	528,0	46,4	481,6	339,4	313,9	1,2	147,3
Q2 <sup>(p)</sup>	1 405,5	99,1	519,8	42,5	477,3	341,6	308,3	0,8	135,9
<b>Immobilienfonds</b>									
2007 Q1	238,5	18,9	6,7	1,9	4,8	4,6	9,6	186,1	12,6
Q2	230,8	18,8	6,6	1,9	4,7	4,3	10,0	178,1	12,9
Q3	236,1	20,7	6,4	1,6	4,8	3,9	13,1	179,2	12,8
Q4	244,2	19,7	6,0	1,5	4,5	3,4	12,5	187,9	14,7
2008 Q1	249,6	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6
Q2 <sup>(p)</sup>	256,1	17,9	5,9	1,1	4,8	3,0	10,1	203,4	15,7

**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
2007 Q1	4 374,0	274,4	1 422,4	1 695,8	530,1	153,3	297,9
Q2	4 579,4	278,8	1 434,5	1 819,1	577,5	145,0	324,5
Q3	4 468,3	287,9	1 375,7	1 791,2	564,1	142,9	306,4
Q4	4 344,6	279,9	1 336,9	1 717,4	569,6	149,1	291,8
2008 Q1	3 778,1	277,6	1 218,3	1 362,1	514,2	154,1	251,9
Q2 <sup>(p)</sup>	3 646,8	264,5	1 177,3	1 326,6	485,5	154,9	238,0
<b>Spezialfonds</b>							
2007 Q1	1 340,9	58,2	610,2	375,9	190,7	33,3	72,6
Q2	1 413,8	65,4	612,2	400,2	208,6	34,7	92,6
Q3	1 424,5	70,4	639,3	377,3	209,5	37,7	90,2
Q4	1 436,7	73,4	656,6	360,0	214,5	40,0	92,2
2008 Q1	1 382,5	88,0	639,6	308,1	205,6	43,0	98,2
Q2 <sup>(p)</sup>	1 368,1	94,8	629,9	297,6	205,2	49,9	90,7

Quelle: EZB.



## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

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

Mittelverwendung	2008 Q2	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>Außenkonto</b>							
Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen							525,8
<i>Handelsbilanz</i> <sup>1)</sup>							-17,9
<b>Einkommensentstehungskonto</b>							
Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)							
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen							
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)							
Arbeitnehmerentgelt	1 112,2		110,7	712,1	55,3	234,1	
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen	40,6		4,4	28,2	4,2	3,7	
Abschreibungen	337,0		91,4	191,3	11,0	43,4	
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i> <sup>1)</sup>	586,3		304,0	253,6	30,1	-1,4	
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>							
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto							
Arbeitnehmerentgelt							4,5
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen							
Vermögenseinkommen	1 201,5		59,6	514,5	553,8	73,6	166,1
Zinsen	561,9		57,2	89,7	341,5	73,5	87,5
Sonstige Vermögenseinkommen	639,5		2,3	424,8	212,3	0,1	78,6
<i>Nationaleinkommen, netto</i> <sup>1)</sup>	1 947,4		1 690,8	-8,9	32,2	233,3	
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>							
Nationaleinkommen, netto							
Einkommen- und Vermögensteuer	295,1		225,8	53,5	15,5	0,3	5,3
Sozialbeiträge	413,6		413,6				0,8
Monetäre Sozialleistungen	407,5		1,4	16,0	28,5	361,5	0,6
Sonstige laufende Transfers	184,4		69,4	25,2	49,2	40,6	8,4
Nettoprämien für Schadenversicherungen	47,1		34,5	11,0	0,9	0,7	1,2
Schadenversicherungsleistungen	47,0				47,0		0,8
Sonstige	90,2		34,9	14,2	1,2	39,9	6,5
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i> <sup>1)</sup>	1 929,3		1 474,7	-75,1	33,2	496,6	
<b>Einkommensverwendungskonto</b>							
Verfügbares Einkommen, netto							
Konsumausgaben	1 768,8		1 304,8			464,0	
Konsumausgaben für den Individualverbrauch	1 587,0		1 304,8			282,2	
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch	181,7					181,7	
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	18,1		0,0	0,2	17,9	0,0	0,1
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen</i> <sup>1)</sup>	160,6		188,0	-75,3	15,4	32,6	25,1
<b>Vermögensbildungskonto</b>							
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen							
Bruttoinvestitionen	522,7		164,9	288,8	14,7	54,3	
Bruttoanlageinvestitionen	521,1		165,3	286,9	14,7	54,2	
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen	1,6		-0,3	1,9	0,0	0,0	
Abschreibungen							
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern	0,3		-1,8	1,9	0,2	0,0	-0,3
Vermögenstransfers	34,6		9,1	2,1	1,5	21,8	5,1
Vermögenswirksame Steuern	5,9		5,7	0,2	0,0		0,0
Sonstige Vermögenstransfers	28,7		3,4	1,9	1,5	21,8	5,1
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i> <sup>1)</sup>	-22,4		116,6	-159,0	10,6	9,3	22,4
Statistische Abweichung	0,0		-22,2	22,2	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	2008 Q2	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>Außenkonto</b>							
Einfuhr von Waren und Dienstleistungen							507,9
<i>Handelsbilanz</i>							
<b>Einkommensentstehungskonto</b>							
Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)		2 076,0	510,4	1 185,2	100,7	279,7	
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen		233,4					
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>		2 309,4					
Arbeitnehmerentgelt							
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen							
Abschreibungen							
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>							
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>							
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto		586,3	304,0	253,6	30,1	-1,4	
Arbeitnehmerentgelt		1 113,9	1 113,9				2,7
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen		274,8				274,8	-0,8
Vermögenseinkommen		1 173,9	332,5	252,0	555,8	33,5	193,7
Zinsen		545,7	82,7	49,9	405,1	8,0	103,7
Sonstige Vermögenseinkommen		628,2	249,8	202,1	150,8	25,5	89,9
<i>Nationaleinkommen, netto</i>							
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>							
Nationaleinkommen, netto		1 947,4	1 690,8	-8,9	32,2	233,3	
Einkommen- und Vermögensteuer		299,9				299,9	0,5
Sozialbeiträge		413,3	1,1	16,8	46,0	349,5	1,1
Monetäre Sozialleistungen		405,2	405,2				3,0
Sonstige laufende Transfers		164,1	87,8	11,6	48,3	16,4	28,6
Nettoprämien für Schadenversicherungen		47,0			47,0		1,2
Schadenversicherungsleistungen		46,4	36,8	8,6	0,7	0,3	1,4
Sonstige		70,7	51,0	3,0	0,5	16,1	26,0
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>							
<b>Einkommensverwendungskonto</b>							
Verfügbares Einkommen, netto		1 929,3	1 474,7	-75,1	33,2	496,6	
Konsumausgaben							
Konsumausgaben für den Individualverbrauch							
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch							
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche		18,1	18,1				0,0
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen</i>							
<b>Vermögensbildungskonto</b>							
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen		160,6	188,0	-75,3	15,4	32,6	25,1
Bruttoinvestitionen							
Bruttoanlageinvestitionen							
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen							
Abschreibungen		337,0	91,4	191,3	11,0	43,4	
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern							
Vermögenstransfers		37,5	9,6	17,8	0,6	9,5	2,2
Vermögenswirksame Steuern		5,9				5,9	0,0
Sonstige Vermögenstransfers		31,6	9,6	17,8	0,6	3,6	2,2
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i>							
Statistische Abweichung							

Quellen: EZB und Eurostat.

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

### 3.1 Noch: Integrierte Wirtschafts- und Finanzkonten nach institutionellen Sektoren

(in Mrd €)

Aktiva	Euro- Währungs- gebiet	Private Haushalte	Nichtfinan- zielle Kapital- gesell- schaften	MFIs	Sonstige Finanz- intermediäre	Versiche- rungsgesell- schaften und Pensions- kassen	Staat	Übrige Welt
2008 Q2								
<b>Bilanz am Jahresanfang, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		17 379,8	14 812,5	22 782,7	10 163,0	6 210,5	2 861,4	15 119,2
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				212,8				
Bargeld und Einlagen		5 763,1	1 747,0	2 486,8	1 580,2	837,3	559,6	4 174,2
Kurzfristige Schuldverschreibungen		59,3	137,8	136,8	382,8	260,9	27,6	725,3
Langfristige Schuldverschreibungen		1 392,3	215,9	3 752,4	1 799,7	1 996,1	221,7	2 628,9
Kredite		39,9	2 275,0	12 458,3	1 753,7	354,3	366,3	1 756,2
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		23,2	1 223,7	9 349,6	1 394,1	287,3	330,2	
Anteilsrechte		4 674,1	7 371,2	1 867,1	4 431,9	2 271,6	1 114,6	5 023,9
Börsennotierte Aktien		914,8	1 697,1	610,6	2 213,4	663,7	362,2	
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		2 229,4	5 310,1	1 006,6	1 532,6	479,0	608,0	
Investmentzertifikate		1 529,9	364,1	249,9	686,0	1 128,8	144,4	
Versicherungstechnische Rückstellungen		5 183,2	137,3	2,0	0,0	147,7	3,3	235,8
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		267,9	2 928,2	1 866,6	214,7	342,6	568,3	575,0
<i>Finanzielles Reinvermögen</i>								
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Forderungen</b>								
Transaktionen mit Forderungen insgesamt		134,7	104,3	384,4	204,8	45,7	60,4	138,6
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				-0,4				0,4
Bargeld und Einlagen		110,7	23,5	-99,8	87,7	-9,1	46,1	11,1
Kurzfristige Schuldverschreibungen		-1,3	-26,9	11,9	2,2	19,2	1,9	33,5
Langfristige Schuldverschreibungen		26,1	-26,7	141,3	15,7	-28,5	7,6	159,5
Kredite		0,4	58,8	228,8	58,0	-1,1	2,5	-24,4
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		0,0	11,1	150,5	35,5	3,5	0,7	
Anteilsrechte		-32,1	117,2	23,2	39,4	4,0	0,8	-44,8
Börsennotierte Aktien		-18,1	91,4	-7,4	29,8	3,8	0,9	
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		17,2	30,6	30,6	40,3	1,4	-0,5	
Investmentzertifikate		-31,2	-4,8	-0,1	-30,8	-1,2	0,5	
Versicherungstechnische Rückstellungen		61,5	0,4	0,0	0,0	2,7	0,0	2,9
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		-30,4	-41,9	79,4	1,8	1,6	1,4	0,4
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Forderungen</b>								
Sonstige Forderungsänderungen insgesamt		-245,9	-306,2	-51,6	-263,1	-100,0	-4,7	-142,1
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				-0,2				
Bargeld und Einlagen		0,8	0,8	-1,9	2,4	2,1	0,1	-3,8
Kurzfristige Schuldverschreibungen		-0,3	6,7	-2,9	-1,3	1,1	0,1	-1,8
Langfristige Schuldverschreibungen		-18,3	-0,9	-21,1	-46,2	-26,8	-4,3	-75,2
Kredite		-0,3	-5,0	-13,2	-11,5	0,1	0,0	13,2
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		-0,1	-4,5	-11,0	-4,0	0,4	0,0	
Anteilsrechte		-189,4	-340,8	-34,9	-205,8	-74,2	0,1	-57,0
Börsennotierte Aktien		-71,0	-180,4	-5,6	-176,7	-54,9	2,8	
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		-99,3	-152,9	-24,8	-7,4	-14,5	-2,2	
Investmentzertifikate		-19,1	-7,5	-4,5	-21,6	-4,8	-0,4	
Versicherungstechnische Rückstellungen		-37,4	4,1	0,0	0,0	0,5	0,0	-26,6
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		-1,0	29,0	22,5	-0,8	-2,9	-0,8	9,2
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Bilanz am Jahresende, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		17 268,7	14 610,6	23 115,5	10 104,7	6 156,1	2 917,1	15 115,4
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				212,2				
Bargeld und Einlagen		5 874,6	1 771,3	2 385,0	1 670,3	830,3	605,9	4 181,5
Kurzfristige Schuldverschreibungen		57,8	117,6	145,8	383,7	281,2	29,6	757,0
Langfristige Schuldverschreibungen		1 400,0	188,3	3 872,7	1 769,3	1 997,8	225,0	2 713,2
Kredite		40,1	2 328,7	12 673,8	1 800,2	353,2	368,8	1 745,0
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		23,2	1 230,4	9 489,0	1 425,7	291,2	330,9	
Anteilsrechte		4 452,6	7 147,6	1 855,4	4 265,5	2 201,4	1 115,6	4 922,1
Börsennotierte Aktien		825,7	1 608,1	597,5	2 066,5	612,6	365,9	
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		2 147,2	5 187,8	1 012,5	1 565,5	466,0	605,2	
Investmentzertifikate		1 479,6	351,8	245,4	633,6	1 122,8	144,5	
Versicherungstechnische Rückstellungen		5 207,3	141,8	2,0	0,0	150,9	3,4	212,1
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		236,5	2 915,3	1 968,5	215,7	341,3	568,8	584,7
<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>2008 Q2</b>								
<b>Bilanz am Jahresanfang, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		6 151,0	23 451,4	22 711,1	9 926,6	6 389,6	6 896,8	13 589,9
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			25,0	14 049,0	32,6	2,5	238,2	2 800,8
Kurzfristige Schuldverschreibungen			285,1	410,7	104,9	0,3	656,5	273,0
Langfristige Schuldverschreibungen			435,4	2 726,9	1 786,6	25,8	4 435,8	2 596,4
Kredite		5 450,3	7 605,8		1 662,4	209,6	1 188,6	2 886,9
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		5 128,9	5 127,5		777,7	66,8	1 024,6	.
Anteilsrechte			12 267,3	3 114,0	6 188,1	613,9	5,4	4 565,7
Börsennotierte Aktien			4 197,8	856,7	252,3	244,3	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			8 069,5	1 101,0	1 108,2	368,8	5,4	.
Investmentzertifikate				1 156,4	4 827,6			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		33,1	328,7	56,6	0,6	5 289,8	0,5	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		667,7	2 504,0	2 353,7	151,5	247,6	371,7	467,2
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 316,6	11 228,8	-8 638,9	71,6	236,4	-179,1	-4 035,4	
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Verbindlichkeiten</b>								
Transaktionen mit Verbindlichkeiten insgesamt		40,3	241,0	359,3	196,8	68,1	51,0	116,2
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			-0,2	267,1	1,0	-0,1	0,8	-98,4
Kurzfristige Schuldverschreibungen			8,3	2,6	5,8	0,0	23,0	0,8
Langfristige Schuldverschreibungen			3,1	77,6	124,4	0,6	34,8	111,6
Kredite		67,2	164,5		40,8	-2,0	7,5	45,0
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		57,6	84,9		38,4	2,6	-3,3	.
Anteilsrechte			25,6	20,4	23,7	5,0	0,0	32,8
Börsennotierte Aktien			-4,3	6,2	0,0	1,3	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			29,9	5,4	22,6	3,7	0,0	.
Investmentzertifikate				8,8	1,2			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		0,0	0,3	1,6	0,0	65,6	0,0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		-26,9	39,4	-9,9	1,2	-1,1	-15,0	24,4
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	-22,4	94,4	-136,8	25,1	8,0	-22,4	9,3	22,4
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Verbindlichkeiten</b>								
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten insgesamt		0,1	-422,1	-174,5	-285,9	-76,2	-119,0	-36,0
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	1,1
Kurzfristige Schuldverschreibungen			0,1	-1,0	0,0	0,0	-0,2	2,8
Langfristige Schuldverschreibungen			-8,6	-1,6	-15,1	-0,1	-133,9	-33,4
Kredite		-5,4	5,8		-9,4	-0,2	0,1	-7,7
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		-5,2	7,4		-5,2	0,0	0,1	.
Anteilsrechte			-438,0	-215,1	-220,2	-36,6	0,0	7,9
Börsennotierte Aktien			-223,6	-199,2	-49,8	-29,6	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			-214,4	-15,5	-46,5	-7,0	0,0	.
Investmentzertifikate				-0,4	-123,8			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		0,0	0,0	0,0	0,0	-59,4	0,0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		5,5	18,7	43,8	-41,2	20,1	15,1	-6,7
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	105,9	-245,9	115,9	122,8	22,7	-23,9	114,2	-106,1
<b>Bilanz am Jahresende, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		6 191,5	23 270,4	22 895,9	9 837,6	6 381,5	6 828,9	13 670,1
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			24,8	14 315,5	33,6	2,4	239,0	2 703,5
Kurzfristige Schuldverschreibungen			293,5	412,3	110,7	0,3	679,3	276,6
Langfristige Schuldverschreibungen			429,9	2 803,0	1 895,8	26,3	4 336,6	2 674,5
Kredite		5 512,1	7 776,1		1 693,8	207,4	1 196,3	2 924,2
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		5 181,3	5 219,8		810,9	69,4	1 021,3	.
Anteilsrechte			11 855,0	2 919,4	5 991,7	582,3	5,4	4 606,4
Börsennotierte Aktien			3 969,9	663,7	202,5	216,1	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			7 885,0	1 090,9	1 084,2	365,5	5,4	.
Investmentzertifikate				1 164,8	4 704,9			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		33,1	329,0	58,1	0,6	5 296,1	0,5	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		646,3	2 562,0	2 387,6	111,5	266,7	371,7	484,9
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 233,1	11 077,2	-8 659,8	219,6	267,1	-225,4	-3 911,8	

Quelle: EZB.

### 3.2 Nichtfinanzielle Konten des Euro-Währungsgebiets

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme)

Mittelverwendung	2004	2005	2006	2006 Q3- 2007 Q2	2006 Q4- 2007 Q3	2007 Q1- 2007 Q4	2007 Q2- 2008 Q1	2007 Q3- 2008 Q2
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)								
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen								
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)								
Arbeitnehmerentgelt	3 777,3	3 891,5	4 050,2	4 138,1	4 178,9	4 231,2	4 280,4	4 331,3
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen	122,9	130,0	128,9	133,5	134,6	136,3	136,4	135,7
Abschreibungen	1 124,0	1 177,7	1 234,9	1 269,7	1 284,7	1 299,6	1 310,8	1 322,5
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	1 989,8	2 060,4	2 165,8	2 232,0	2 271,3	2 298,2	2 318,9	2 341,3
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto								
Arbeitnehmerentgelt								
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen								
Vermögenseinkommen	2 338,2	2 577,1	2 978,9	3 238,2	3 353,4	3 472,9	3 562,7	3 664,5
Zinsen	1 250,3	1 342,7	1 634,5	1 808,7	1 898,8	1 993,9	2 072,0	2 142,2
Sonstige Vermögenseinkommen	1 087,9	1 234,3	1 344,4	1 429,5	1 454,7	1 479,0	1 490,7	1 522,3
<i>Nationaleinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	6 692,6	6 937,5	7 280,5	7 468,5	7 559,8	7 646,3	7 708,5	7 759,5
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto								
Einkommen- und Vermögensteuern	883,7	933,3	1 024,6	1 060,6	1 085,2	1 109,0	1 125,0	1 135,3
Sozialbeiträge	1 430,0	1 472,4	1 534,7	1 564,0	1 576,4	1 593,6	1 610,3	1 626,7
Monetäre Sozialleistungen	1 455,4	1 499,2	1 549,5	1 567,8	1 578,6	1 594,4	1 606,0	1 619,6
Sonstige laufende Transfers	684,7	707,2	715,0	727,5	731,8	741,5	750,3	756,4
Nettoprämien für Schadenversicherungen	178,0	178,3	177,4	180,4	181,4	182,7	183,0	184,4
Schadenversicherungsleistungen	178,7	179,3	177,5	180,5	181,1	182,1	182,5	184,2
Sonstige	328,0	349,5	360,0	366,7	369,3	376,6	384,7	387,9
<i>Verfügbares Einkommen, netto<sup>1)</sup></i>	6 616,5	6 850,3	7 189,0	7 378,0	7 468,9	7 553,3	7 610,3	7 660,2
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto								
Konsumausgaben	6 083,3	6 325,9	6 589,3	6 704,5	6 766,5	6 836,7	6 902,3	6 973,6
Konsumausgaben für den Individualverbrauch	5 437,7	5 665,5	5 911,2	6 015,1	6 070,4	6 133,6	6 193,7	6 256,0
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch	645,6	660,3	678,1	689,3	696,2	703,1	708,6	717,7
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	58,0	60,4	59,0	57,5	58,0	59,5	60,5	63,2
<i>Sparen, netto<sup>1)</sup></i>	533,4	524,8	599,9	673,7	702,6	716,8	708,2	686,8
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto								
Bruttoinvestitionen	1 613,4	1 704,5	1 848,8	1 921,9	1 951,4	1 987,1	2 010,8	2 034,3
Bruttoanlageinvestitionen	1 602,0	1 698,1	1 835,9	1 912,0	1 939,0	1 967,0	1 987,4	2 006,3
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen	11,4	6,3	12,8	10,0	12,4	20,1	23,4	28,1
Abschreibungen								
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern	-1,1	0,6	0,4	-0,4	-0,6	-0,2	0,1	0,5
Vermögenstransfers	174,5	180,8	173,8	170,2	169,1	163,9	164,6	167,7
Vermögenswirksame Steuern	29,9	24,4	22,5	23,3	23,8	23,8	23,4	23,5
Sonstige Vermögenstransfers	144,7	156,4	151,2	146,9	145,3	140,1	141,2	144,2
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)<sup>1)</sup></i>	61,0	8,2	-4,5	32,4	46,8	39,6	20,1	-12,1

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	2004	2005	2006	2006 Q3- 2007 Q2	2006 Q4- 2007 Q3	2007 Q1- 2007 Q4	2007 Q2- 2008 Q1	2007 Q3- 2008 Q2
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)	7 013,9	7 259,6	7 579,8	7 773,3	7 869,5	7 965,3	8 046,5	8 130,9
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	797,5	841,2	910,5	937,1	947,2	953,9	955,6	953,3
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>	7 811,4	8 100,8	8 490,3	8 710,4	8 816,7	8 919,1	9 002,1	9 084,1
Arbeitnehmerentgelt								
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen								
Abschreibungen								
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>								
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto	1 989,8	2 060,4	2 165,8	2 232,0	2 271,3	2 298,2	2 318,9	2 341,3
Arbeitnehmerentgelt	3 784,8	3 897,9	4 057,0	4 144,9	4 185,8	4 238,1	4 287,7	4 338,7
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen	935,0	983,8	1 050,4	1 079,1	1 088,7	1 096,8	1 097,0	1 093,7
Vermögenseinkommen	2 321,3	2 572,4	2 986,2	3 250,6	3 367,4	3 486,0	3 567,6	3 650,2
Zinsen	1 216,9	1 315,6	1 608,8	1 781,9	1 868,0	1 958,5	2 028,4	2 090,5
Sonstige Vermögenseinkommen	1 104,5	1 256,8	1 377,4	1 468,7	1 499,4	1 527,5	1 539,2	1 559,7
<i>Nationaleinkommen, netto</i>								
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto	6 692,6	6 937,5	7 280,5	7 468,5	7 559,8	7 646,3	7 708,5	7 759,5
Einkommen- und Vermögensteuern	886,8	937,1	1 029,6	1 067,7	1 092,9	1 116,6	1 132,3	1 143,0
Sozialbeiträge	1 429,1	1 471,7	1 533,9	1 563,2	1 575,5	1 592,9	1 609,4	1 625,8
Monetäre Sozialleistungen	1 447,7	1 491,4	1 541,3	1 558,9	1 569,3	1 585,1	1 596,5	1 610,0
Sonstige laufende Transfers	614,1	624,9	627,5	639,6	643,4	650,9	655,0	659,9
Nettoprämien für Schadenversicherungen	178,7	179,3	177,5	180,5	181,1	182,1	182,5	184,2
Schadenversicherungsleistungen	175,8	176,8	174,6	177,7	178,6	179,7	180,0	181,4
Sonstige	259,6	268,8	275,4	281,5	283,7	289,1	292,5	294,4
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>								
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto	6 616,5	6 850,3	7 189,0	7 378,0	7 468,9	7 553,3	7 610,3	7 660,2
Konsumausgaben								
Konsumausgaben für den Individualverbrauch								
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch								
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	58,2	60,7	59,3	57,8	58,2	59,7	60,7	63,4
<i>Sparen, netto</i>								
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto	533,4	524,8	599,9	673,7	702,6	716,8	708,2	686,8
Bruttoinvestitionen								
Bruttoanlageinvestitionen								
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen								
Abschreibungen	1 124,0	1 177,7	1 234,9	1 269,7	1 284,7	1 299,6	1 310,8	1 322,5
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern								
Vermögenstransfers	190,5	191,6	183,7	180,7	179,5	174,0	176,5	181,2
Vermögenswirksame Steuern	29,9	24,4	22,5	23,3	23,8	23,8	23,4	23,5
Sonstige Vermögenstransfers	160,6	167,2	161,1	157,4	155,7	150,2	153,1	157,7
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i>								

Quellen: EZB und Eurostat.

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

### 3.3 Private Haushalte

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

	2004	2005	2006	2006 Q3- 2007 Q2	2006 Q4- 2007 Q3	2007 Q1- 2007 Q4	2007 Q2- 2008 Q1	2007 Q3- 2008 Q2
<b>Einkommen, Sparen und Reinvermögensänderung</b>								
Arbeitnehmerentgelt (+)	3 784,8	3 897,9	4 057,0	4 144,9	4 185,8	4 238,1	4 287,7	4 338,7
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, brutto (+)	1 286,7	1 338,3	1 415,7	1 459,7	1 481,1	1 499,4	1 518,9	1 538,8
Empfangene Zinsen (+)	233,2	229,8	266,3	282,7	291,5	301,6	310,4	319,7
Geleistete Zinsen (-)	126,2	130,5	164,4	187,3	198,1	208,6	215,2	221,7
Empfangene sonstige Vermögenseinkommen (+)	643,7	691,6	727,0	751,1	758,3	764,8	766,2	768,7
Geleistete sonstige Vermögenseinkommen (-)	9,2	9,5	9,7	9,7	9,6	9,9	9,8	9,9
Einkommen- und Vermögensteuern (-)	707,3	739,8	792,3	814,7	831,5	851,9	866,3	880,4
Sozialbeiträge, netto (-)	1 426,3	1 468,5	1 530,6	1 559,8	1 572,2	1 589,4	1 606,1	1 622,5
Monetäre Sozialleistungen, netto (+)	1 442,8	1 486,2	1 535,8	1 553,4	1 563,8	1 579,5	1 590,9	1 604,4
Empfangene laufende Transfers, netto (+)	63,9	66,7	66,8	68,9	68,8	69,4	69,3	72,2
<b>= Verfügbares Einkommen, brutto</b>	<b>5 186,0</b>	<b>5 362,4</b>	<b>5 571,7</b>	<b>5 689,3</b>	<b>5 737,8</b>	<b>5 793,1</b>	<b>5 846,0</b>	<b>5 907,9</b>
Konsumausgaben (-)	4 489,3	4 668,9	4 866,5	4 951,0	4 996,2	5 047,0	5 097,2	5 146,8
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche (+)	57,8	60,3	58,9	57,6	58,2	59,7	60,8	63,4
<b>= Sparen, brutto</b>	<b>754,5</b>	<b>753,8</b>	<b>764,0</b>	<b>795,9</b>	<b>799,8</b>	<b>805,8</b>	<b>809,5</b>	<b>824,5</b>
Abschreibungen (-)	301,5	317,2	334,5	344,3	348,5	352,7	355,8	359,3
Empfangene Vermögenstransfers, netto (+)	18,4	22,8	19,9	16,8	15,7	13,3	13,6	14,0
Sonstige Vermögensänderungen <sup>1)</sup> (+)	327,0	529,5	532,8	635,8	230,7	-37,7	-801,6	-1 133,1
<b>= Reinvermögensänderung<sup>1)</sup></b>	<b>798,4</b>	<b>989,0</b>	<b>982,3</b>	<b>1 104,2</b>	<b>697,7</b>	<b>428,7</b>	<b>-334,3</b>	<b>-653,9</b>
<b>Investitionen, Finanzierung und Reinvermögensänderung</b>								
Sachvermögensbildung, netto (+)	519,9	552,1	605,0	630,5	637,5	640,5	643,0	641,3
Abschreibungen (-)	301,5	317,2	334,5	344,3	348,5	352,7	355,8	359,3
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	214,9	207,5	306,3	382,1	396,8	420,1	441,7	419,7
Bargeld und Einlagen	213,0	247,9	283,8	316,9	328,3	348,0	382,1	382,5
Geldmarktfondsanteile	-6,4	-20,2	0,7	44,6	44,3	43,4	38,4	16,5
Schuldverschreibungen <sup>2)</sup>	8,4	-20,3	21,9	20,6	24,2	28,7	21,3	20,7
Langfristige Forderungen	347,3	426,5	345,7	258,3	212,5	202,7	138,9	145,8
Einlagen	32,2	-5,0	0,7	-17,0	-24,7	-30,3	-39,6	-36,3
Schuldverschreibungen	63,9	5,1	78,9	43,5	11,9	36,0	56,6	84,5
Anteilsrechte	-1,4	133,5	-19,8	-44,9	-41,3	-55,1	-118,2	-134,4
Börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien sowie sonstige Anteilsrechte	-9,9	63,0	-0,1	14,8	28,3	22,5	-15,0	-18,0
Investmentzertifikate	8,5	70,5	-19,7	-59,7	-69,6	-77,6	-103,2	-116,5
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	252,7	292,9	285,8	276,7	266,7	252,0	240,2	231,9
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Kredite	307,7	390,4	392,4	369,0	365,8	350,1	309,1	278,4
<i>Darunter: von MFI's im Euro-Währungsgebiet</i>	277,8	358,5	348,3	317,4	303,2	283,2	251,5	198,9
Sonstige Änderungen der Forderungen (+)								
Anteilsrechte	282,8	451,5	484,3	594,5	226,0	-74,6	-727,2	-1 012,3
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	48,6	105,6	54,5	58,1	21,6	2,2	-67,5	-121,5
Übrige Veränderungen, netto (+)	-5,9	-46,5	-86,7	-105,9	-82,3	-59,5	-98,3	-89,3
<b>= Reinvermögensänderung<sup>1)</sup></b>	<b>798,4</b>	<b>989,0</b>	<b>982,3</b>	<b>1 104,2</b>	<b>697,7</b>	<b>428,7</b>	<b>-334,3</b>	<b>-653,9</b>
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	4 276,1	4 493,4	4 754,4	4 972,5	5 020,1	5 208,4	5 362,1	5 479,8
Bargeld und Einlagen	3 926,0	4 176,7	4 456,5	4 613,3	4 653,9	4 844,7	4 935,1	5 051,8
Geldmarktfondsanteile	313,9	300,5	261,7	304,9	304,1	303,5	356,2	357,2
Schuldverschreibungen <sup>2)</sup>	36,1	16,2	36,2	54,3	62,2	60,2	70,7	70,8
Langfristige Forderungen	9 938,2	10 947,0	11 898,0	12 246,1	12 071,6	11 995,3	11 362,6	11 163,8
Einlagen	894,2	946,2	946,1	920,4	920,1	880,9	828,0	822,8
Schuldverschreibungen	1 226,1	1 206,3	1 312,9	1 299,6	1 300,9	1 349,3	1 380,9	1 387,0
Anteilsrechte	3 967,8	4 546,0	5 050,0	5 277,9	5 057,4	4 921,9	4 317,8	4 095,4
Börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien sowie sonstige Anteilsrechte	2 802,2	3 208,3	3 632,0	3 854,0	3 674,0	3 572,2	3 144,2	2 973,0
Investmentzertifikate	1 165,6	1 337,7	1 418,0	1 423,9	1 383,4	1 349,7	1 173,7	1 122,4
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	3 850,1	4 248,6	4 588,9	4 748,2	4 793,1	4 843,2	4 835,8	4 858,6
Übrige Nettoforderungen	112,1	67,0	18,9	9,8	5,6	-14,1	-45,5	-54,2
Verbindlichkeiten (-)								
Kredite	4 287,4	4 693,7	5 095,1	5 262,1	5 333,7	5 415,8	5 450,3	5 512,1
<i>Darunter: von MFI's im Euro-Währungsgebiet</i>	3 812,5	4 210,4	4 559,5	4 708,9	4 769,8	4 827,8	4 863,3	4 889,7
<b>= Finanzielles Reinvermögen (Nettogeldvermögen)</b>	<b>10 038,9</b>	<b>10 813,7</b>	<b>11 576,2</b>	<b>11 966,3</b>	<b>11 763,6</b>	<b>11 773,8</b>	<b>11 228,8</b>	<b>11 077,2</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)

	2004	2005	2006	2006 Q3- 2007 Q2	2006 Q4- 2007 Q3	2007 Q1- 2007 Q4	2007 Q2- 2008 Q1	2007 Q3- 2008 Q2
<b>Einkommen und Sparen</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise) (+)	3 990,1	4 128,9	4 318,5	4 440,4	4 499,5	4 554,8	4 598,8	4 641,2
Arbeitnehmerentgelt (-)	2 388,1	2 459,7	2 569,3	2 630,5	2 659,3	2 693,3	2 727,9	2 759,7
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen (-)	65,6	72,8	75,1	79,2	79,9	80,7	80,8	80,0
= <b>Bruttobetriebsüberschuss (+)</b>	1 536,4	1 596,4	1 674,1	1 730,7	1 760,3	1 780,8	1 790,1	1 801,6
Abschreibungen (-)	636,9	667,3	698,0	718,3	726,9	735,6	742,1	748,6
= <b>Nettobetriebsüberschuss (+)</b>	899,5	929,1	976,2	1 012,5	1 033,4	1 045,2	1 048,0	1 053,0
Empfangene Vermögenseinkommen (+)	373,1	436,4	499,1	541,1	557,3	572,2	581,0	587,6
Empfangene Zinsen	125,1	136,1	158,3	170,1	177,5	184,6	189,9	195,0
Empfangene sonstige Vermögenseinkommen	248,0	300,4	340,9	371,0	379,8	387,6	391,0	392,5
Geleistete Zinsen und Pachteinkommen (-)	226,3	236,4	278,5	303,7	317,3	331,4	344,9	357,0
= <b>Unternehmensgewinn, netto (+)</b>	1 046,3	1 129,2	1 196,8	1 249,8	1 273,4	1 286,0	1 284,1	1 283,5
Ausschüttungen und Entnahmen (-)	744,0	843,4	904,1	937,2	952,1	963,2	972,5	988,5
Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern (-)	135,4	148,6	187,5	198,1	205,0	208,7	209,6	206,9
Empfangene Sozialbeiträge (+)	73,5	72,7	77,1	72,0	68,9	66,8	65,8	66,2
Monetäre Sozialleistungen (-)	60,4	60,6	62,5	63,4	64,0	64,5	64,5	64,4
Geleistete sonstige laufende Transfers, netto (-)	59,9	61,5	64,3	58,8	55,9	54,9	54,8	56,7
= <b>Sparen, netto</b>	120,1	87,8	55,5	64,4	65,2	61,5	48,5	33,1
<b>Investitionen, Finanzierung und Sparen</b>								
Sachvermögensbildung, netto (+)	218,1	245,0	289,6	310,7	321,0	341,9	352,8	364,5
Bruttoanlageinvestitionen (+)	847,9	903,6	971,6	1 016,7	1 034,3	1 055,4	1 069,0	1 081,4
Abschreibungen (-)	636,9	667,3	698,0	718,3	726,9	735,6	742,1	748,6
Sonstige Sachvermögensbildung, netto (+)	7,1	8,6	15,9	12,3	13,6	22,1	25,9	31,8
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	103,3	127,6	154,5	200,7	171,8	168,6	157,7	120,1
Bargeld und Einlagen	88,9	112,9	144,5	163,4	157,6	148,3	116,3	110,8
Geldmarktfondsanteile	16,5	8,6	3,7	23,5	-9,2	-18,8	-7,5	-9,0
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	-2,1	6,1	6,3	13,8	23,4	39,2	48,9	18,3
Langfristige Forderungen	197,7	380,1	410,2	434,8	476,1	468,7	475,6	443,9
Einlagen	0,8	25,2	26,6	40,3	30,3	26,0	3,2	-19,1
Schuldverschreibungen	-52,3	-32,6	-22,5	-45,7	-58,8	-74,1	-88,7	-115,9
Anteilsrechte	190,1	244,6	231,0	244,8	289,1	323,4	367,7	383,9
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen Unternehmen	59,1	142,8	175,1	195,4	215,5	193,5	193,3	195,0
Übrige Nettoforderungen (+)	70,8	88,1	201,8	180,2	199,3	160,1	105,4	30,8
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schulden	202,2	433,2	701,8	731,4	757,1	766,6	766,6	685,6
<i>Darunter: Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	164,8	264,5	449,8	484,2	522,4	559,5	593,3	563,3
<i>Darunter: Schuldverschreibungen</i>	7,7	10,7	37,5	48,5	28,7	34,7	36,1	11,1
Anteilsrechte	201,8	260,6	230,2	256,7	271,6	247,8	210,0	173,1
Börsennotierte Aktien	11,6	101,3	38,6	68,5	82,5	42,3	21,8	-12,6
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	190,2	159,2	191,6	188,2	189,0	205,5	188,2	185,7
Empfangene Vermögenstransfers, netto (-)	65,7	59,3	68,6	71,7	72,0	64,3	67,1	71,0
= <b>Sparen, netto</b>	120,1	87,8	55,5	64,4	65,2	61,5	48,5	33,1
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen								
Kurzfristige Forderungen	1 376,8	1 506,4	1 654,2	1 740,2	1 754,5	1 823,9	1 838,2	1 851,6
Bargeld und Einlagen	1 102,6	1 220,7	1 356,8	1 405,0	1 429,0	1 499,7	1 478,9	1 513,1
Geldmarktfondsanteile	163,7	176,3	185,9	205,2	185,8	162,3	186,9	185,7
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	110,5	109,5	111,5	130,0	139,8	161,9	172,3	152,7
Langfristige Forderungen	7 563,9	8 586,4	9 842,1	10 570,6	10 464,0	10 564,9	9 908,9	9 701,9
Einlagen	154,0	196,6	227,7	284,5	276,2	274,1	268,1	258,1
Schuldverschreibungen	322,8	279,1	270,6	240,5	197,8	196,0	181,4	153,1
Anteilsrechte	5 389,6	6 266,3	7 319,0	7 900,9	7 798,5	7 855,0	7 184,3	6 961,9
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen Unternehmen	1 697,5	1 844,3	2 024,8	2 144,7	2 191,4	2 239,8	2 275,0	2 328,7
Übrige Nettoforderungen	298,8	374,3	473,1	543,5	538,1	571,3	586,6	519,9
Verbindlichkeiten								
Schulden	6 547,0	7 030,7	7 732,9	8 170,8	8 298,4	8 488,8	8 655,1	8 828,6
<i>Darunter: Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	3 160,8	3 433,0	3 872,5	4 122,6	4 247,9	4 407,4	4 547,6	4 671,0
<i>Darunter: Schuldverschreibungen</i>	651,5	671,3	688,9	725,7	709,8	714,9	720,5	723,4
Anteilsrechte	9 580,4	10 924,1	12 720,3	13 810,3	13 626,5	13 640,3	12 267,3	11 855,0
Börsennotierte Aktien	2 992,7	3 689,3	4 464,6	5 040,7	4 960,8	4 981,0	4 197,8	3 969,9
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	6 587,7	7 234,8	8 255,7	8 769,5	8 665,8	8 659,3	8 069,5	7 885,0

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)

	2004	2005	2006	2006 Q3- 2007 Q2	2006 Q4- 2007 Q3	2007 Q1- 2007 Q4	2007 Q2- 2008 Q1	2007 Q3- 2008 Q2
<b>Finanzierungskonto, finanzielle Transaktionen</b>								
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	40,1	26,1	50,9	54,0	47,1	41,4	61,5	73,4
Bargeld und Einlagen	13,2	7,2	12,4	2,4	8,9	7,8	32,5	34,1
Geldmarktfondsanteile	2,7	0,4	3,7	3,6	0,3	0,0	10,6	8,9
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	24,2	18,5	34,8	48,0	37,9	33,6	18,4	30,3
Langfristige Forderungen	222,1	293,9	326,2	286,0	267,9	241,1	232,4	189,2
Einlagen	36,7	16,5	76,6	66,6	66,6	52,8	29,7	16,8
Schuldverschreibungen	131,9	132,4	132,5	154,1	153,6	131,3	110,2	94,0
Kredite	7,4	-4,0	1,5	-16,2	-21,7	-17,5	16,6	16,7
Börsennotierte Aktien	12,7	32,5	2,4	5,3	3,4	-1,4	2,9	1,1
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	2,6	30,2	29,3	20,2	23,8	23,6	42,7	38,9
Investmentzertifikate	30,8	86,3	83,8	55,9	42,2	52,2	30,3	21,7
Übrige Nettoforderungen (+)	10,4	11,8	21,2	28,4	31,3	1,7	-3,1	-0,4
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schuldverschreibungen	-1,7	-0,4	5,2	3,9	3,0	1,1	1,0	2,0
Kredite	4,6	17,4	40,3	27,8	22,2	7,2	31,7	17,8
Anteilsrechte	12,3	13,9	10,7	12,8	9,2	1,5	1,7	4,2
Versicherungstechnische Rückstellungen	262,6	334,3	332,4	337,0	324,5	304,7	286,8	272,8
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	231,0	292,1	282,7	280,3	277,2	267,0	255,5	241,1
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	31,6	42,2	49,7	56,7	47,3	37,6	31,2	31,7
<b>= Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	<b>-5,1</b>	<b>-33,4</b>	<b>9,6</b>	<b>-13,0</b>	<b>-12,7</b>	<b>-30,3</b>	<b>-30,3</b>	<b>-34,6</b>
<b>Konto sonstiger Vermögensänderungen</b>								
Sonstige Änderungen der Forderungen (+)								
Anteilsrechte	111,0	182,1	177,3	237,9	124,9	-2,8	-186,4	-321,1
Übrige Nettoforderungen	142,0	70,8	-34,6	-78,8	-101,2	-50,2	0,2	-5,6
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten (-)								
Anteilsrechte	21,2	118,3	47,2	98,5	14,8	-20,9	-91,9	-153,1
Versicherungstechnische Rückstellungen	83,7	137,9	52,7	62,6	24,7	15,2	-58,3	-135,3
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	63,9	147,0	56,0	61,7	25,0	1,3	-70,9	-147,1
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	19,8	-9,1	-3,3	0,8	-0,3	13,9	12,6	11,9
<b>= Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	<b>148,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>42,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-15,8</b>	<b>-47,3</b>	<b>-36,0</b>	<b>-38,2</b>
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	401,7	432,5	484,4	511,5	515,7	521,1	562,8	580,2
Bargeld und Einlagen	133,6	142,7	154,6	144,4	154,0	163,2	190,9	179,9
Geldmarktfondsanteile	72,2	74,3	80,4	84,2	81,0	78,2	88,0	87,4
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	195,8	215,5	249,4	282,9	280,7	279,8	283,9	312,8
Langfristige Forderungen	4 097,8	4 611,7	5 051,3	5 232,0	5 256,8	5 240,5	5 157,5	5 083,8
Einlagen	500,6	520,8	598,0	637,2	647,0	647,8	646,4	650,4
Schuldverschreibungen	1 617,1	1 776,4	1 851,2	1 892,4	1 931,8	1 939,5	1 973,2	1 966,2
Kredite	348,2	353,2	350,3	335,0	332,7	327,7	354,3	353,2
Börsennotierte Aktien	590,3	649,6	729,4	775,5	766,3	735,0	663,7	612,6
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	350,3	403,3	474,6	493,7	484,3	497,4	479,0	466,0
Investmentzertifikate	691,3	908,5	1 047,7	1 098,3	1 094,8	1 093,1	1 040,8	1 035,4
Übrige Nettoforderungen (+)	138,2	178,5	223,5	211,1	220,8	224,7	240,1	223,1
Verbindlichkeiten (-)								
Schuldverschreibungen	22,3	21,3	26,7	26,5	26,1	27,1	26,1	26,6
Kredite	118,0	136,2	171,8	190,9	195,1	175,9	209,6	207,4
Anteilsrechte	497,7	629,9	687,8	731,3	697,6	668,3	613,9	582,3
Versicherungstechnische Rückstellungen	4 106,9	4 579,2	4 964,3	5 158,5	5 216,3	5 284,2	5 289,8	5 296,1
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	3 474,5	3 913,5	4 252,3	4 419,8	4 471,8	4 520,7	4 515,2	4 513,8
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	632,5	665,6	712,0	738,7	744,5	763,5	774,6	782,2
<b>= Finanzielles Reinvermögen (Nettogeldvermögen)</b>	<b>-107,1</b>	<b>-143,8</b>	<b>-91,5</b>	<b>-152,5</b>	<b>-141,8</b>	<b>-169,2</b>	<b>-179,1</b>	<b>-225,4</b>

Quelle: EZB.

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

## FINANZMÄRKTE

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

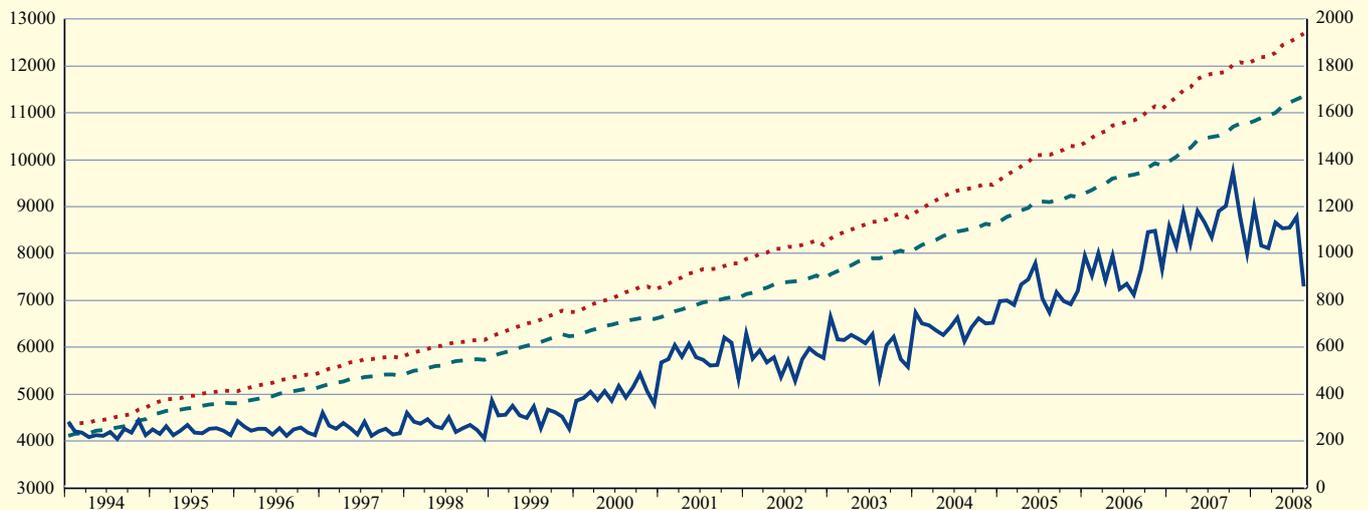
(in Mrd € und Wachstumsraten im Berichtszeitraum; saisonbereinigt; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)

	Euro insgesamt <sup>1)</sup>			Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet								
	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Euro			Alle Währungen					
				Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Jahreswachstumsraten	Saisonbereinigt <sup>2)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Nettoabsatz	Sechsmonatsraten
<b>Insgesamt</b>												
2007 Aug.	12 563,8	1 184,1	28,1	10 511,1	1 131,9	26,0	11 851,1	1 181,8	25,9	9,2	76,4	9,0
Sept.	12 653,8	1 243,6	88,5	10 566,1	1 154,1	53,5	11 878,1	1 201,8	43,7	9,0	63,9	8,0
Okt.	12 763,5	1 350,5	108,5	10 696,6	1 279,0	129,6	12 024,6	1 348,2	147,1	9,1	115,2	9,0
Nov.	12 852,4	1 176,4	87,0	10 767,8	1 108,1	69,2	12 069,5	1 160,3	64,1	8,6	52,1	7,6
Dez.	12 877,8	1 039,7	28,5	10 764,3	958,2	-0,5	12 050,2	1 001,3	-17,8	9,0	97,7	8,2
2008 Jan.	12 911,9	1 199,7	38,1	10 819,0	1 130,1	58,8	12 118,8	1 195,8	68,4	8,5	28,0	7,5
Febr.	12 994,3	1 024,8	82,5	10 891,5	966,2	72,6	12 179,7	1 034,3	75,8	8,0	45,1	6,9
März	13 100,1	1 071,1	105,9	10 938,7	966,9	47,1	12 197,2	1 022,4	44,9	7,1	20,4	6,1
April	13 151,4	1 159,0	51,4	11 005,2	1 067,4	66,7	12 276,7	1 132,3	78,7	7,1	59,6	5,1
Mai	13 328,4	1 123,6	177,1	11 142,9	1 033,8	137,7	12 438,1	1 107,7	152,6	6,7	96,9	5,9
Juni	13 465,6	1 151,8	135,4	11 218,6	1 036,6	74,1	12 510,1	1 108,8	80,3	6,9	87,7	5,7
Juli	.	.	.	11 279,7	1 069,0	55,0	12 588,0	1 155,8	74,3	7,1	96,5	6,8
Aug.	.	.	.	11 355,9	785,4	77,8	12 687,2	859,1	84,1	7,6	135,4	8,3
<b>Langfristig</b>												
2007 Aug.	11 386,5	103,2	-6,7	9 473,4	87,3	-7,7	10 637,0	104,5	-2,9	8,5	48,6	7,6
Sept.	11 409,2	157,6	21,6	9 488,3	132,2	13,7	10 625,0	146,6	12,4	8,0	20,6	6,1
Okt.	11 486,2	237,0	78,1	9 552,3	200,8	65,3	10 687,6	225,2	72,5	7,7	69,7	6,6
Nov.	11 566,8	175,4	78,9	9 612,7	141,8	58,6	10 729,9	156,7	55,6	7,1	38,3	5,4
Dez.	11 623,0	198,0	56,8	9 660,0	164,1	47,9	10 764,2	175,3	36,7	7,4	72,6	5,7
2008 Jan.	11 622,3	194,5	2,6	9 653,2	166,2	-3,4	10 761,7	190,1	1,8	6,7	16,2	5,1
Febr.	11 669,3	181,7	46,9	9 702,3	162,4	49,1	10 804,1	186,8	51,4	6,1	29,0	4,7
März	11 705,0	179,1	36,0	9 727,9	144,5	25,7	10 802,7	159,7	22,5	5,3	12,9	4,5
April	11 792,5	258,2	87,6	9 791,6	207,0	63,9	10 876,4	224,8	69,2	5,5	64,9	4,4
Mai	11 944,7	289,2	152,4	9 904,2	233,6	112,7	10 999,3	256,1	121,9	5,2	68,3	5,0
Juni	12 060,0	281,6	115,5	9 992,4	228,2	88,5	11 086,4	251,3	95,9	5,3	68,9	4,9
Juli	.	.	.	10 027,1	175,1	29,5	11 128,8	193,4	35,1	5,4	60,0	5,7
Aug.	.	.	.	10 074,5	103,9	48,9	11 197,2	119,6	50,7	5,9	106,3	7,2

### 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 <sup>1)</sup>					
	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	11 088	4 573	1 166	625	4 419	304	947	700	36	93	112	7
2007	12 050	5 054	1 475	675	4 531	315	1 136	841	46	122	121	7
2007 Q3	11 878	4 960	1 345	666	4 597	310	1 151	868	30	131	115	6
Q4	12 050	5 054	1 475	675	4 531	315	1 170	888	65	109	101	7
2008 Q1	12 197	5 095	1 493	680	4 616	313	1 084	786	24	106	159	9
Q2	12 510	5 236	1 600	692	4 666	317	1 116	786	52	119	153	7
2008 Mai	12 438	5 228	1 549	695	4 650	317	1 108	801	44	118	135	9
Juni	12 510	5 236	1 600	692	4 666	317	1 109	775	68	117	143	7
Juli	12 588	5 287	1 617	694	4 672	319	1 156	812	31	113	190	9
Aug.	12 687	5 319	1 641	695	4 711	321	859	586	32	108	128	6
	<b>Kurzfristig</b>											
2006	1 014	575	16	89	330	4	766	616	5	85	57	3
2007	1 286	787	19	117	357	6	946	754	5	113	69	3
2007 Q3	1 253	715	10	112	410	6	1 004	802	4	126	69	4
Q4	1 286	787	19	117	357	6	984	809	7	101	64	3
2008 Q1	1 394	817	32	128	411	6	905	700	7	102	93	4
Q2	1 424	833	36	129	418	8	872	665	4	109	89	5
2008 Mai	1 439	854	32	130	414	8	852	666	4	103	74	6
Juni	1 424	833	36	129	418	8	858	650	7	109	88	4
Juli	1 459	845	43	131	432	7	962	719	11	109	120	3
Aug.	1 490	859	49	129	445	8	739	521	9	105	102	3
	<b>Langfristig<sup>2)</sup></b>											
2006	10 075	3 998	1 150	536	4 089	301	181	84	30	8	54	5
2007	10 764	4 267	1 456	558	4 174	309	190	86	41	8	52	3
2007 Q3	10 625	4 245	1 335	554	4 188	304	147	66	27	5	46	3
Q4	10 764	4 267	1 456	558	4 174	309	186	79	58	9	37	4
2008 Q1	10 803	4 278	1 461	552	4 205	306	179	86	17	4	67	5
Q2	11 086	4 403	1 564	563	4 247	309	244	121	47	10	64	3
2008 Mai	10 999	4 374	1 517	565	4 236	308	256	135	41	15	62	4
Juni	11 086	4 403	1 564	563	4 247	309	251	125	61	7	55	3
Juli	11 129	4 442	1 574	563	4 239	311	193	93	20	4	71	6
Aug.	11 197	4 460	1 592	566	4 266	313	120	66	23	3	26	2
	<b>Darunter festverzinslich</b>											
2006	7 059	2 136	545	410	3 731	237	108	40	12	5	48	3
2007	7 324	2 274	589	423	3 788	250	107	44	10	5	45	3
2007 Q3	7 315	2 254	591	417	3 806	246	88	33	8	3	41	2
Q4	7 324	2 274	589	423	3 788	250	93	43	8	6	33	3
2008 Q1	7 303	2 271	583	415	3 789	246	110	43	4	3	56	3
Q2	7 470	2 359	601	427	3 836	248	145	67	11	9	56	2
2008 Mai	7 422	2 323	593	427	3 832	247	144	64	9	14	54	3
Juni	7 470	2 359	601	427	3 836	248	147	78	13	6	48	2
Juli	7 481	2 384	599	427	3 822	250	124	52	2	3	64	3
Aug.	7 517	2 387	607	429	3 844	251	66	32	9	2	21	1
	<b>Darunter variabel verzinslich</b>											
2006	2 595	1 512	595	113	312	64	60	34	18	3	4	1
2007	2 985	1 615	848	124	338	58	69	31	30	3	4	0
2007 Q3	2 855	1 611	727	125	336	57	46	24	17	2	3	0
Q4	2 985	1 615	848	124	338	58	80	25	49	2	3	1
2008 Q1	3 028	1 628	857	126	357	60	53	32	11	1	7	2
Q2	3 160	1 675	939	126	359	60	87	46	35	1	4	1
2008 Mai	3 113	1 671	899	127	355	60	99	63	29	1	5	1
Juni	3 160	1 675	939	126	359	60	92	39	47	2	5	0
Juli	3 180	1 680	949	127	363	61	51	26	17	2	4	2
Aug.	3 211	1 696	960	128	366	62	44	27	13	1	3	1

Quelle: EZB.

1) Monatsdurchschnitte der während dieses Zeitraums getätigten Transaktionen.

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

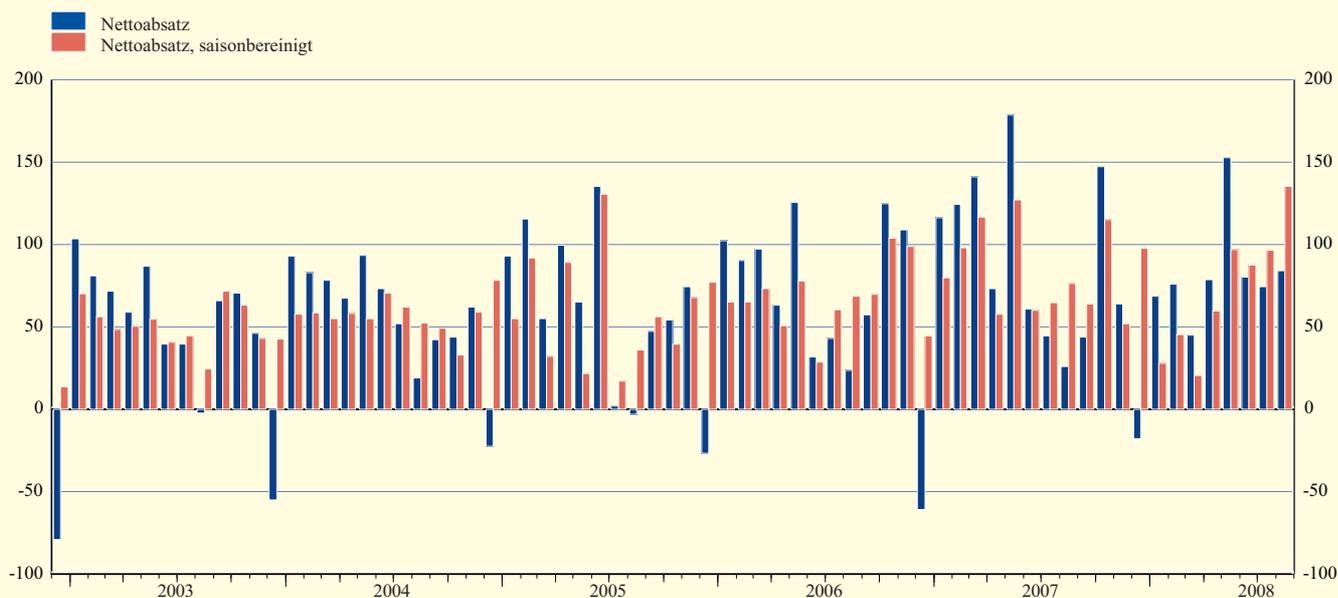
**4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten**  
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; während des Berichtszeitraums getätigte Transaktionen; Nominalwerte)

**2. Nettoabsatz**

	Nicht saisonbereinigt <sup>1)</sup>						Saisonbereinigt <sup>1)</sup>					
	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	67,3	35,2	20,3	2,4	7,5	1,9	67,3	35,5	19,9	2,4	7,5	1,9
2007	83,5	40,4	27,5	4,6	10,0	0,9	84,1	41,0	27,0	4,8	10,4	0,9
2007 Q3	38,0	31,8	12,1	-2,8	-3,8	0,7	68,4	39,7	22,4	0,2	4,1	1,9
Q4	64,5	31,9	48,0	4,0	-21,0	1,6	88,3	42,5	31,8	6,0	7,1	0,9
2008 Q1	63,0	23,1	8,1	2,8	29,6	-0,6	31,2	3,9	17,6	1,7	8,7	-0,8
Q2	103,9	46,2	35,6	4,3	16,4	1,3	81,4	48,1	31,6	0,0	0,7	1,0
2008 Mai	152,6	93,2	29,1	12,2	14,3	3,8	96,9	77,2	24,4	4,3	-12,8	3,9
Juni	80,3	13,2	52,8	-2,0	16,1	0,2	87,7	48,8	43,1	-2,8	-0,3	-0,9
Juli	74,3	49,0	16,3	1,4	5,7	1,9	96,5	47,4	17,8	1,2	27,1	2,9
Aug.	84,1	26,2	20,7	0,1	35,0	2,1	135,4	40,2	39,3	5,3	46,8	3,7
	<b>Langfristig</b>											
2006	63,0	29,0	19,7	2,2	10,1	1,9	62,9	29,1	19,4	2,2	10,2	1,9
2007	61,7	23,8	27,3	2,3	7,7	0,7	61,4	23,9	26,8	2,3	7,7	0,7
2007 Q3	11,0	4,7	12,6	-1,7	-4,7	0,1	38,7	11,7	22,8	-0,2	3,3	1,2
Q4	54,9	9,5	45,0	2,4	-3,7	1,6	60,2	17,6	29,1	2,0	10,7	0,8
2008 Q1	25,2	11,5	4,0	-1,0	11,4	-0,7	19,4	2,4	13,3	1,5	2,9	-0,8
Q2	95,7	42,6	34,3	3,9	14,0	0,8	67,4	36,2	30,3	0,4	-0,2	0,7
2008 Mai	121,9	63,8	28,7	9,7	17,4	2,4	68,3	45,5	23,1	4,5	-7,6	2,6
Juni	95,9	35,3	49,1	-0,8	11,7	0,6	68,9	39,1	39,9	-5,9	-3,4	-0,7
Juli	35,1	32,4	8,8	-0,2	-8,2	2,3	60,0	32,9	9,9	-0,2	13,7	3,7
Aug.	50,7	9,3	14,7	1,5	23,1	2,0	106,3	27,3	34,3	4,3	36,9	3,5

**A16 Nettoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien, saisonbereinigt und nicht saisonbereinigt**

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



Quelle: EZB.

1) Monatsdurchschnitte der während dieses Zeitraums getätigten Transaktionen.

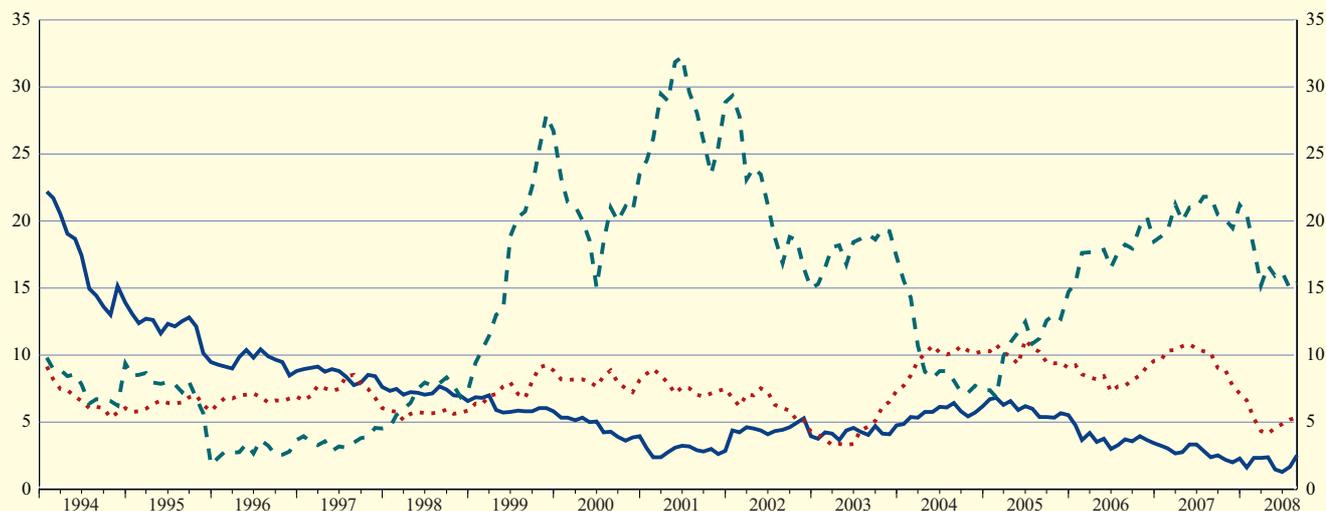
#### 4.3 Wachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gegebenen Wertpapiere ohne Aktien<sup>1)</sup> (Veränderung in %)

	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 Aug.	9,2	11,1	28,6	9,7	3,1	2,5	9,0	9,7	26,5	12,1	3,8	3,1
Sept.	9,0	10,9	27,0	8,2	3,2	4,2	8,0	9,7	18,7	9,0	3,5	3,2
Okt.	9,1	11,0	26,9	8,9	3,0	5,4	9,0	10,4	26,0	9,1	3,4	4,5
Nov.	8,6	10,4	25,6	9,0	2,7	4,2	7,6	9,3	22,8	8,8	1,6	5,2
Dez.	9,0	10,6	28,5	8,9	2,7	3,6	8,2	10,4	26,6	5,7	1,5	5,5
2008 Jan.	8,5	10,0	27,1	10,7	2,2	3,1	7,5	9,8	24,1	5,9	0,9	4,8
Febr.	8,0	8,7	24,4	10,0	2,9	2,8	6,9	7,5	22,3	8,1	2,1	2,4
März	7,1	7,7	20,9	8,0	2,8	1,7	6,1	5,7	23,1	7,1	2,1	0,2
April	7,1	7,2	23,1	6,7	2,9	1,1	5,1	4,1	20,2	4,3	2,4	-2,2
Mai	6,7	7,9	22,0	6,3	1,6	3,0	5,9	6,3	21,1	3,7	1,6	0,8
Juni	6,9	8,2	24,0	3,7	1,4	2,9	5,7	6,2	21,5	1,6	1,2	0,5
Juli	7,1	8,5	22,7	2,6	2,0	3,9	6,8	7,4	21,5	-0,5	3,1	2,9
Aug.	7,6	8,3	23,3	4,5	2,9	4,4	8,3	9,2	24,3	1,0	3,7	6,2
	<b>Langfristig</b>											
2007 Aug.	8,5	10,1	29,4	6,9	2,4	2,7	7,6	7,6	27,6	7,4	2,3	2,9
Sept.	8,0	9,1	27,9	5,8	2,4	3,5	6,1	5,8	19,7	5,4	2,9	1,7
Okt.	7,7	8,9	27,1	5,7	2,0	4,6	6,6	5,6	25,6	4,9	2,7	2,8
Nov.	7,1	7,7	25,8	6,1	1,9	3,1	5,4	4,6	22,0	5,5	1,4	3,2
Dez.	7,4	7,1	28,6	5,3	2,3	2,7	5,7	4,2	25,7	1,9	2,0	4,1
2008 Jan.	6,7	6,6	27,2	6,0	1,6	2,2	5,1	4,1	23,1	3,7	1,0	3,1
Febr.	6,1	5,3	23,4	5,9	2,3	1,9	4,7	2,9	19,2	4,4	2,3	0,9
März	5,3	4,3	19,8	4,6	2,4	0,9	4,5	2,9	19,8	3,8	2,0	0,1
April	5,5	4,2	21,9	4,5	2,5	0,5	4,4	2,7	18,4	4,1	2,3	-1,9
Mai	5,2	4,5	20,6	4,9	1,4	1,8	5,0	4,5	19,0	4,3	1,4	0,6
Juni	5,3	4,9	22,3	2,0	1,2	1,9	4,9	5,5	19,2	2,0	0,4	-0,1
Juli	5,4	5,2	20,5	1,8	1,5	3,1	5,7	6,2	18,0	0,0	2,1	3,0
Aug.	5,9	5,3	20,7	2,7	2,4	3,5	7,2	7,8	22,2	1,0	2,5	6,2

#### A17 Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

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



Quelle: EZB.

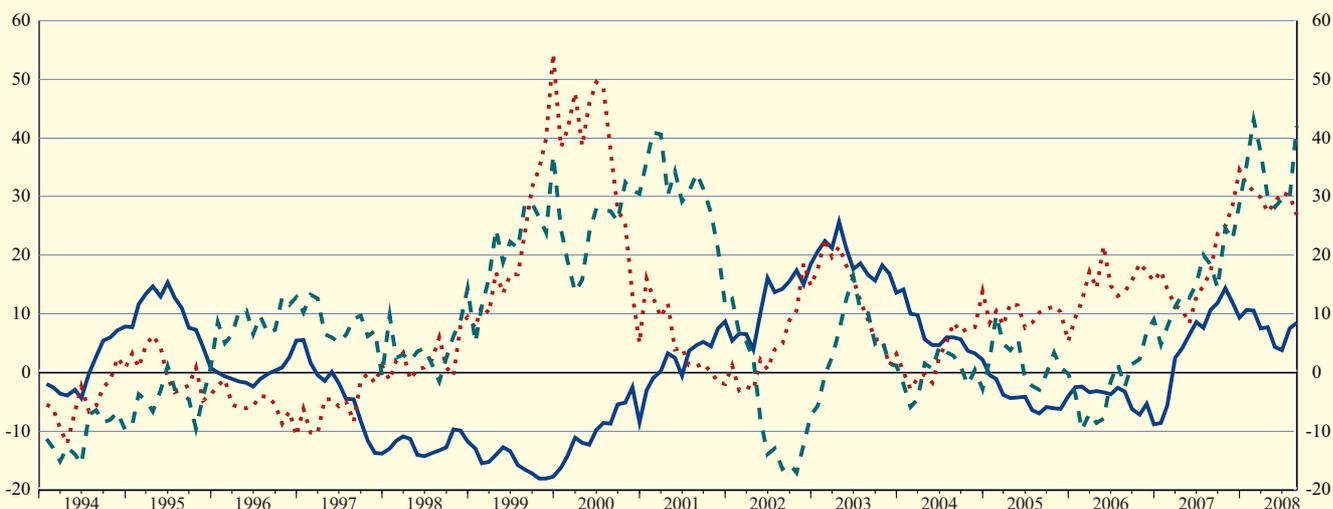
1) Zur Berechnung der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“. Die Sechsmonatsraten sind auf Jahresraten hochgerechnet.

**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	14,1	0,3	3,2	13,5	16,1	11,9	40,2	25,6	5,0	4,3
2007	5,1	7,1	17,4	3,7	2,4	6,6	15,7	11,1	37,9	18,0	3,8	-1,8
2007 Q3	5,3	8,0	17,1	4,7	2,3	5,0	16,3	11,1	39,9	19,3	4,4	-4,8
2007 Q4	4,5	6,7	13,1	4,7	1,8	6,3	15,1	9,1	39,5	14,1	4,8	-6,5
2008 Q1	3,3	5,3	8,4	4,4	1,3	3,3	14,3	6,0	38,8	12,6	11,4	-3,2
2008 Q2	2,7	4,3	5,2	3,7	1,3	1,4	12,3	4,9	33,8	8,5	7,6	0,4
2008 März	2,5	3,5	5,6	3,1	1,5	1,4	12,2	4,8	30,9	12,5	12,3	-1,1
2008 April	2,7	3,7	5,0	3,8	1,7	0,8	12,4	4,6	35,9	9,7	7,2	-1,0
2008 Mai	2,6	4,7	4,6	4,7	1,0	1,7	12,3	5,4	32,9	8,4	6,9	2,0
2008 Juni	2,8	5,3	6,2	2,3	0,9	1,9	12,1	4,9	34,4	2,6	5,4	1,6
2008 Juli	3,0	5,7	4,8	2,6	1,2	2,1	11,8	5,1	31,8	1,7	5,7	6,6
2008 Aug.	3,4	5,6	4,4	3,4	1,9	2,4	12,9	5,6	32,7	2,8	9,3	7,0
<b>Euro</b>												
2006	3,8	3,1	11,5	-0,4	3,2	13,7	14,9	10,1	36,7	27,8	5,2	3,5
2007	4,5	6,4	14,1	2,0	2,7	6,7	15,0	10,3	35,5	17,7	3,9	-2,4
2007 Q3	4,7	7,1	14,0	3,2	2,5	5,1	15,7	10,3	38,0	18,4	4,5	-5,7
2007 Q4	4,0	6,2	10,9	3,1	2,1	6,6	14,9	8,7	37,9	12,8	4,9	-7,1
2008 Q1	2,9	4,9	7,1	2,9	1,5	3,5	14,9	5,8	39,1	11,8	11,7	-4,0
2008 Q2	2,4	3,9	4,6	1,6	1,5	1,4	13,5	5,6	35,1	8,2	8,0	-1,2
2008 März	2,3	3,1	4,5	1,1	1,7	1,4	12,8	4,5	31,9	12,0	12,9	-2,7
2008 April	2,4	3,4	4,0	1,7	1,9	0,8	13,5	5,0	37,5	9,1	7,6	-2,6
2008 Mai	2,3	4,3	4,1	2,8	1,1	1,8	13,7	6,4	34,2	8,2	7,3	0,5
2008 Juni	2,5	5,1	6,6	-0,2	1,1	1,9	13,7	6,3	35,6	3,0	5,8	0,1
2008 Juli	2,8	5,6	5,3	0,2	1,5	2,0	13,6	6,5	33,8	2,3	6,1	5,2
2008 Aug.	3,3	5,5	6,0	0,9	2,2	2,1	14,7	7,1	34,7	3,5	9,8	5,6

**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)

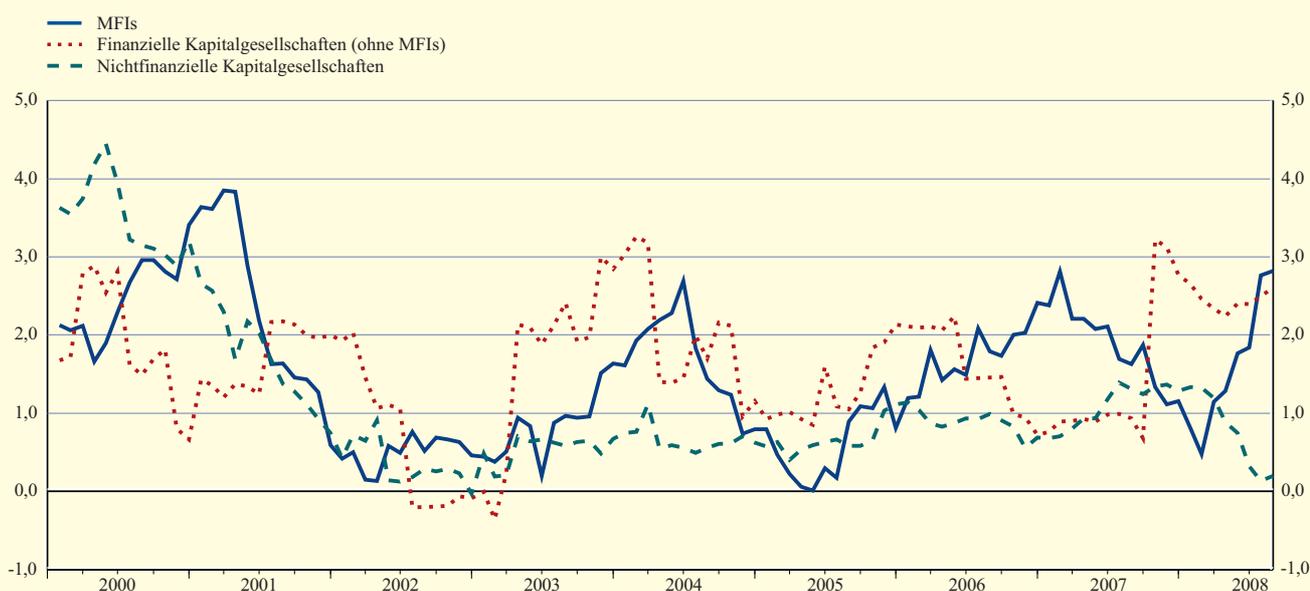
##### 1. Umlauf und Jahreswachstumsraten

(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	Aug.	5 586,9	103,5	1,2	963,8	1,8	604,6	1,5	4 018,5	1,0
	Sept.	5 728,5	103,6	1,1	991,8	1,7	616,7	1,5	4 120,0	0,9
	Okt.	5 917,6	103,6	1,1	1 022,4	2,0	623,8	1,0	4 271,4	0,8
	Nov.	5 972,2	103,7	0,9	1 031,8	2,0	613,6	0,9	4 326,8	0,6
	Dez.	6 190,9	103,9	1,0	1 063,9	2,4	633,2	0,7	4 493,7	0,7
2007	Jan.	6 369,9	104,0	1,0	1 123,5	2,4	646,2	0,8	4 600,2	0,7
	Febr.	6 283,9	104,1	1,1	1 092,8	2,8	637,8	0,9	4 553,3	0,7
	März	6 510,1	104,1	1,1	1 111,4	2,2	649,3	0,9	4 749,4	0,8
	April	6 760,5	104,3	1,2	1 168,6	2,2	675,5	0,9	4 916,3	0,9
	Mai	7 040,4	104,4	1,1	1 174,5	2,1	688,8	0,9	5 177,0	0,9
	Juni	6 961,9	104,7	1,3	1 128,6	2,1	677,1	1,0	5 156,1	1,2
	Juli	6 731,4	104,9	1,4	1 099,8	1,7	608,8	1,0	5 022,7	1,4
	Aug.	6 618,1	104,9	1,3	1 060,2	1,6	583,8	0,9	4 974,1	1,3
	Sept.	6 682,2	104,9	1,3	1 048,8	1,9	597,2	0,7	5 036,1	1,2
	Okt.	6 936,7	105,2	1,5	1 072,8	1,3	629,2	3,2	5 234,7	1,3
	Nov.	6 622,4	105,3	1,5	1 032,7	1,1	579,2	3,1	5 010,5	1,4
	Dez.	6 578,8	105,4	1,4	1 017,2	1,2	579,0	2,8	4 982,7	1,3
2008	Jan.	5 756,8	105,4	1,4	887,9	0,8	497,3	2,6	4 371,5	1,3
	Febr.	5 811,0	105,5	1,3	858,2	0,5	492,4	2,5	4 460,5	1,3
	März	5 557,5	105,5	1,3	858,5	1,1	501,3	2,3	4 197,7	1,2
	April	5 738,4	105,5	1,1	835,2	1,3	519,4	2,2	4 383,7	0,9
	Mai	5 712,3	105,5	1,0	768,9	1,8	497,1	2,4	4 446,3	0,7
	Juni	5 069,5	105,5	0,7	663,2	1,8	435,8	2,4	3 970,6	0,3
	Juli	4 962,2	105,7	0,7	689,5	2,8	428,2	2,5	3 844,5	0,1
	Aug.	5 037,9	105,7	0,8	663,5	2,8	438,4	2,6	3 936,0	0,2

#### A19 Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

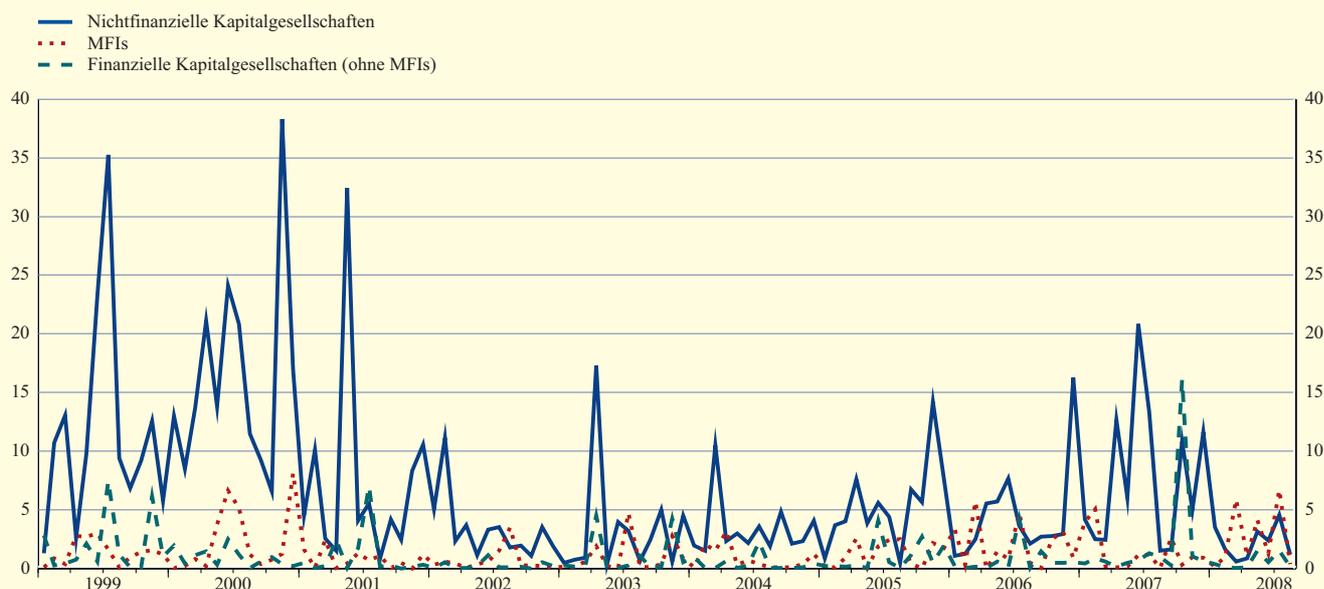
1) Zur Berechnung des Index und der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“.

**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	Aug.	2,6	1,8	0,8	0,5	0,0	0,5	0,0	0,1	-0,1	2,1	1,6	0,5
	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.	5,7	1,2	4,5	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,7	1,2	1,5
	Nov.	6,5	2,0	4,5	3,1	0,0	3,1	0,5	0,2	0,3	2,9	1,8	1,1
	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.	27,2	8,0	19,1	0,3	3,2	-2,9	16,1	0,5	15,5	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.	13,2	4,6	8,6	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	11,6	2,5	9,2
2008	Jan.	4,0	1,4	2,7	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,3	3,5	0,7	2,8
	Febr.	2,7	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,6	1,6	0,1
	März	6,5	5,8	0,6	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,6	5,4	-4,8
	April	2,1	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,9	2,5	-1,7
	Mai	8,7	5,9	2,8	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	3,1	5,6	-2,5
	Juni	4,2	4,8	-0,6	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,4	4,7	-2,3
	Juli	12,8	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,7
	Aug.	1,7	1,5	0,1	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,2	1,5	-0,4

**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. Einlagenzinsen (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 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	4,38	4,68	3,95
Febr.	1,21	4,10	4,18	3,22	2,65	3,77	2,01	4,07	4,18	4,36	3,93
März	1,22	4,14	3,97	3,08	2,69	3,78	2,03	4,20	4,23	4,07	3,96
April	1,22	4,28	4,16	3,14	2,72	3,81	2,05	4,27	4,56	4,64	4,00
Mai	1,23	4,32	4,27	3,17	2,73	3,84	2,07	4,26	4,68	4,48	4,03
Juni	1,24	4,43	4,62	3,28	2,74	3,88	2,06	4,28	4,72	4,01	4,11
Juli	1,26	4,61	4,83	3,37	2,81	3,94	2,14	4,46	5,06	4,57	4,26
Aug.	1,29	4,59	4,84	3,45	2,87	3,98	2,17	4,46	5,34	4,55	4,30
Sept.	1,32	4,65	4,85	3,35	2,97	4,01	2,20	4,51	5,19	4,67	4,27

### 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 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	8,39	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	8,12	7,00	8,47	8,48	5,32	5,02	5,07	5,14	5,37	5,59	5,93	5,49
Febr.	10,45	8,55	7,24	8,44	8,70	5,26	4,97	5,02	5,11	5,35	5,55	5,87	5,55
März	10,52	8,43	7,05	8,42	8,56	5,20	4,89	4,96	5,11	5,28	5,65	5,79	5,46
April	10,53	8,33	7,02	8,46	8,55	5,23	4,91	4,95	5,12	5,29	5,83	5,80	5,45
Mai	10,57	8,70	7,02	8,44	8,64	5,34	4,96	4,98	5,13	5,36	5,99	5,87	5,59
Juni	10,63	8,61	6,94	8,44	8,57	5,48	5,11	5,08	5,20	5,46	6,03	6,12	5,67
Juli	10,66	8,82	7,15	8,58	8,80	5,67	5,27	5,22	5,34	5,62	6,08	6,21	5,82
Aug.	10,77	8,86	7,22	8,69	8,95	5,77	5,37	5,29	5,26	5,69	6,05	6,28	5,70
Sept.	10,82	8,79	7,20	8,68	8,85	5,80	5,43	5,28	5,37	5,71	6,26	6,35	5,74

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

	Überziehungs- 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
2007 Okt.	6,53	5,96	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	5,23
Febr.	6,56	5,84	5,86	5,24	5,04	5,43	5,14
März	6,56	5,91	5,77	5,23	5,19	5,44	5,34
April	6,54	6,03	5,77	5,20	5,30	5,42	5,39
Mai	6,57	6,10	5,93	5,25	5,27	5,70	5,38
Juni	6,67	6,16	6,09	5,43	5,35	5,68	5,52
Juli	6,74	6,26	6,29	5,53	5,45	5,82	5,55
Aug.	6,77	6,27	6,34	5,49	5,45	5,60	5,56
Sept.	6,91	6,34	6,36	5,67	5,62	5,86	5,58

Quelle: EZB.

- 1) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 2) Bei dieser Instrumentenkategorie entspricht das Neugeschäft den Beständen. Stand am Ende des Berichtszeitraums.
- 3) Bei dieser Instrumentenkategorie werden private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zusammengefasst und dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet, da die Bestände nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Vergleich zu denen privater Haushalte aggregiert über alle Länder des Euro-Währungsgebiets verschwindend gering sind.
- 4) Der effektive Jahreszinssatz beinhaltet die gesamten Kreditkosten. Diese umfassen sowohl die Zinskomponente als auch andere kreditbezogene Kosten wie z. B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente, Garantien usw.

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

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

**4. Einlagenzinsen (Bestände)**

		Einlagen von privaten Haushalten				Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften			Reposchäfte	
		Täglich fällig <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	Oct.	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
	Dec.	1,18	3,95	3,03	2,57	3,68	1,95	4,33	4,17	4,01
2008	Jan.	1,20	3,98	3,06	2,57	3,75	2,01	4,27	4,21	4,01
	Febr.	1,21	3,99	3,11	2,65	3,77	2,01	4,23	4,24	3,97
	März	1,22	4,01	3,07	2,69	3,78	2,03	4,29	4,24	3,96
	April	1,22	4,07	3,07	2,72	3,81	2,05	4,37	4,29	3,91
	Mai	1,23	4,13	3,06	2,73	3,84	2,07	4,43	4,27	4,04
	Juni	1,24	4,20	3,08	2,74	3,88	2,06	4,47	4,31	4,12
	Juli	1,26	4,31	3,07	2,81	3,94	2,14	4,59	4,39	4,24
	Aug.	1,29	4,38	3,09	2,87	3,98	2,17	4,65	4,38	4,23
	Sept.	1,32	4,45	3,10	2,97	4,01	2,20	4,75	4,44	4,32

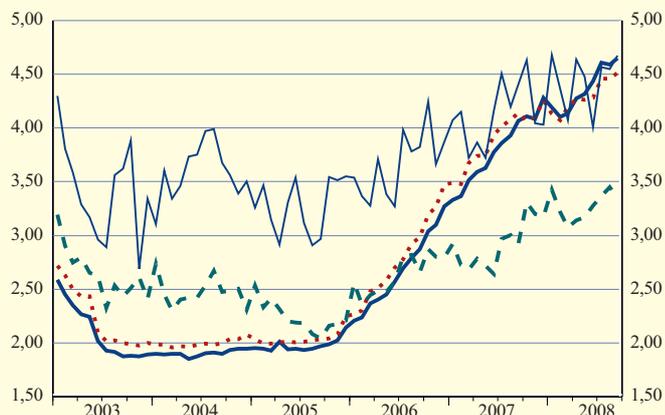
**5. Kreditzinsen (Bestände)**

		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	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
	Dec.	5,54	4,75	5,00	8,97	7,13	6,22	6,08	5,57	5,28
2008	Jan.	5,62	4,75	5,01	8,99	7,15	6,24	6,06	5,55	5,27
	Febr.	5,60	4,82	5,03	9,05	7,21	6,26	5,99	5,52	5,30
	März	5,61	4,80	5,02	9,06	7,19	6,25	5,99	5,51	5,27
	April	5,59	4,85	5,03	9,07	7,22	6,28	6,04	5,54	5,29
	Mai	5,61	4,85	5,05	9,08	7,22	6,27	6,09	5,59	5,32
	Juni	5,68	4,89	5,07	9,11	7,29	6,35	6,18	5,68	5,39
	Juli	5,72	4,93	5,11	9,19	7,34	6,37	6,25	5,76	5,44
	Aug.	5,78	4,97	5,11	9,26	7,38	6,41	6,28	5,79	5,46
	Sept.	5,81	5,03	5,15	9,40	7,45	6,50	6,39	5,90	5,54

**A21 Einlageneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit**

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

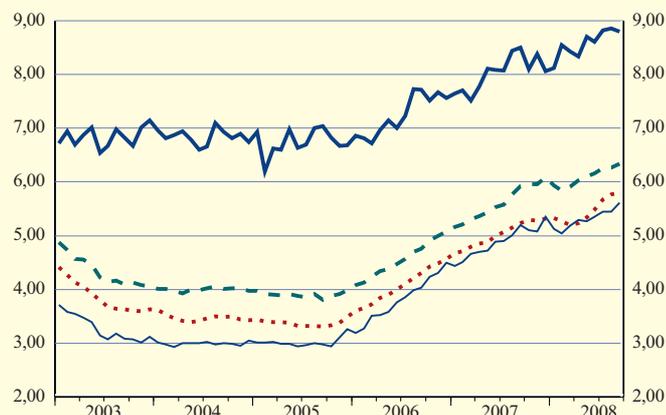
- Von privaten Haushalten, bis zu 1 Jahr
- ... Von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, bis zu 1 Jahr
- - - Von privaten Haushalten, mehr als 2 Jahre
- Von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, mehr als 2 Jahre



**A22 Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr**

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

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



Quelle: EZB.

## 4.6 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet <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 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
Q2	4,00	4,41	4,86	4,93	5,05	2,75	0,92
Q3	4,25	4,54	4,98	5,18	5,37	2,91	0,90
2007 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
Mai	4,01	4,39	4,86	4,90	4,99	2,69	0,92
Juni	4,01	4,47	4,94	5,09	5,36	2,77	0,92
Juli	4,19	4,47	4,96	5,15	5,39	2,79	0,92
Aug.	4,30	4,49	4,97	5,16	5,32	2,81	0,89
Sept.	4,27	4,66	5,02	5,22	5,38	3,12	0,91
Okt.	3,82	4,83	5,11	5,18	5,24	4,06	1,04

### A23 Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet<sup>2)</sup>

(monatlich; in % p. a.)

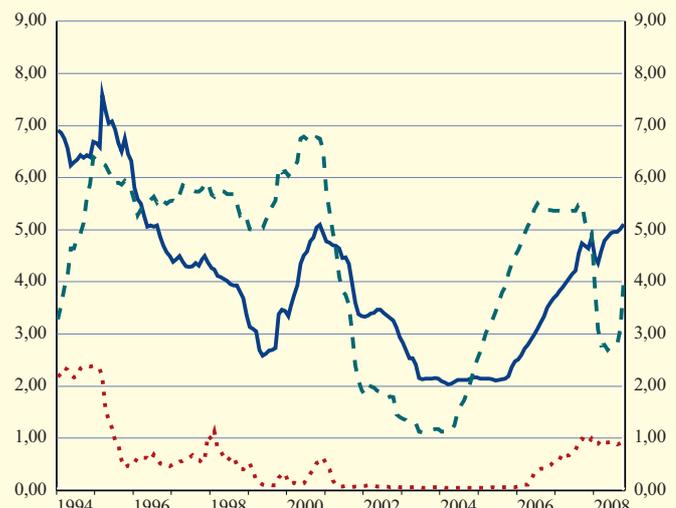
— Einmonatssatz  
 ..... Dreimonatssatz  
 - - - Zwölfmonatssatz



### A24 Dreimonats-Geldmarktsätze

(monatlich; in % p. a.)

— Euro-Währungsgebiet<sup>2)</sup>  
 ..... Japan  
 - - - Vereinigte Staaten



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>

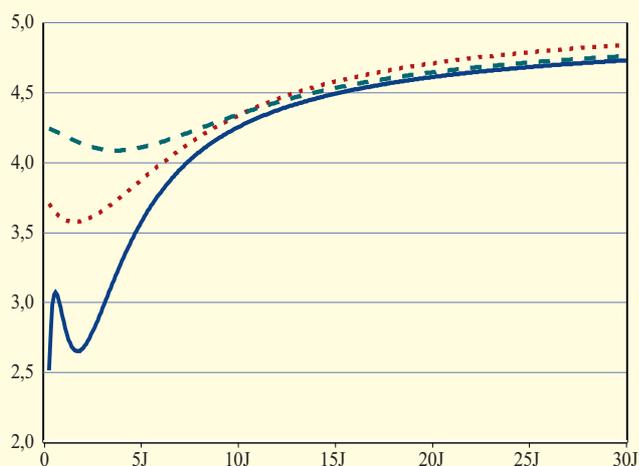
(Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets; Stand am Ende des Berichtszeitraums; Sätze in % p. a.; Spreads in Prozentpunkten)

	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
Mai	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03
Juni	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
Juli	4,20	4,31	4,31	4,31	4,39	4,53	0,33	0,21	4,36	4,27	4,46	4,93
Aug.	4,24	4,20	4,13	4,11	4,19	4,34	0,10	0,21	4,13	4,02	4,26	4,82
Sept.	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
Okt.	2,52	2,86	2,68	3,58	3,95	4,25	1,74	1,58	2,27	2,99	4,80	4,97

#### A25 Kassazinnsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets

(in % p. a.; Stand am Ende des Berichtszeitraums)

- Oktober 2008
- ... September 2008
- - - August 2008



#### A26 Kassazinssätze und Spreads im Euro-Währungsgebiet

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

- Einjahressatz (linke Skala)
- ... Zehnjahressatz (linke Skala)
- - - Spread 10 Jahre - 3 Monate (rechte Skala)
- Spread 10 Jahre - 2 Jahre (rechte Skala)



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

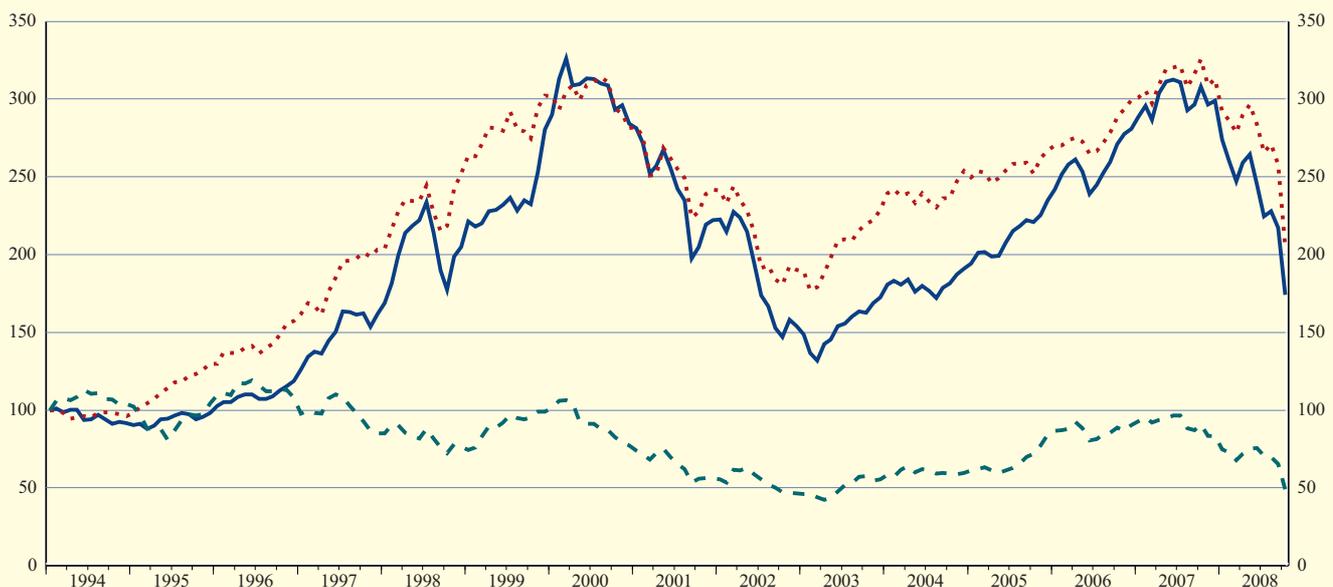
(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX <sup>1)</sup>												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 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
2007 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
2008 Q2	355,9	3 705,6	576,2	185,0	317,8	442,8	313,7	408,2	306,5	557,1	437,7	427,1	1 371,7	13 818,3
2008 Q3	309,7	3 278,8	506,0	162,2	282,2	382,8	260,5	345,7	285,6	494,8	412,4	407,4	1 252,7	12 758,7
2007 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
2007 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
2007 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
2008 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
2008 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
2008 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
2008 Mai	367,1	3 812,8	588,9	189,2	328,2	462,5	325,8	424,3	313,2	567,2	447,5	436,3	1 402,0	14 000,2
2008 Juni	340,2	3 527,8	586,2	176,1	299,6	442,6	287,6	393,5	292,8	553,8	415,3	414,7	1 341,3	14 084,6
2008 Juli	311,9	3 298,7	529,0	158,2	272,7	401,5	260,0	348,6	281,7	513,7	412,7	418,1	1 257,6	13 153,0
2008 Aug.	316,1	3 346,0	513,7	167,1	287,0	388,1	266,0	356,6	304,4	504,4	411,2	403,0	1 281,5	12 989,4
2008 Sept.	301,3	3 193,7	474,6	161,8	287,4	358,2	255,8	332,2	271,8	465,8	413,2	400,6	1 220,0	12 126,2
2008 Okt.	241,5	2 627,3	342,1	135,6	249,1	287,9	195,0	245,1	212,8	392,4	378,2	363,7	968,8	9 080,5

## A27 Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225

(Januar 1994 = 100; Monatsdurchschnitte)

- Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex)<sup>1)</sup>
- Standard & Poor's 500
- - - Nikkei 225



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	88,8	11,2	
	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	2,7	
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1	
2007 Q3	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,5	1,1	0,9	0,2	0,7	0,5	1,9	1,8	
Q4	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,6	1,2	0,3	2,9	0,6	3,0	1,9	
2008 Q1	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,0	0,5	0,2	3,4	0,7	3,5	2,5	
Q2	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,1	0,2	6,0	0,6	3,7	2,7	
Q3	108,4	3,8	2,5	4,7	2,6	0,7	0,9	1,0	0,1	2,1	0,7	3,9	3,3	
2008 Mai	108,2	3,7	2,5	4,5	2,5	0,6	0,2	0,6	0,0	3,6	0,3	3,8	2,8	
Juni	108,6	4,0	2,5	5,0	2,5	0,5	0,3	0,4	0,1	2,6	0,2	4,1	2,9	
Juli	108,5	4,0	2,5	5,1	2,6	0,3	0,3	0,7	-0,2	1,3	0,2	4,2	3,2	
Aug.	108,3	3,8	2,6	4,6	2,7	-0,1	0,3	-0,4	0,3	-3,0	0,3	3,9	3,3	
Sept.	108,5	3,6	2,5	4,4	2,6	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,4	0,0	3,7	3,4	
Okt. <sup>4)</sup>		3,2												

	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	
2007 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	
2008 Q1	5,2	6,4	3,5	3,2	0,8	10,7	2,5	1,9	3,1	-2,5	3,2	3,2	
Q2	5,7	6,9	3,7	3,9	0,8	13,6	2,3	1,9	3,6	-1,8	3,0	2,2	
Q3	5,6	6,7	3,9	4,2	0,7	15,1	2,3	1,9	4,4	-2,4	3,4	2,3	
2008 April	5,4	7,0	3,1	3,2	0,8	10,8	2,4	1,8	3,2	-1,6	2,7	2,1	
Mai	5,8	6,9	3,9	3,9	0,7	13,7	2,3	1,9	3,8	-1,7	3,1	2,2	
Juni	5,8	7,0	4,0	4,5	0,8	16,1	2,3	1,9	4,0	-1,9	3,2	2,2	
Juli	6,1	7,2	4,4	4,6	0,5	17,1	2,3	1,9	4,1	-2,2	3,4	2,2	
Aug.	5,6	6,8	3,7	4,2	0,7	14,6	2,2	1,9	4,8	-2,5	3,5	2,3	
Sept.	5,2	6,2	3,6	4,0	0,9	13,5	2,3	1,9	4,5	-2,6	3,3	2,3	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 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).
- Bezogen auf den Indexzeitraum 2008.
- 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- mobili- en <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	7,1	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	2,8	7,6	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,6	1,6	1,7	13,3	4,1	6,4	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	4,0	4,3	3,9	9,2	52,8
2007 Q3	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,7	3,7	-	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	3,3	3,9 <sup>6)</sup>	23,5	1,6	61,0
2008 Q1	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,4	2,3	4,8	11,7	3,1	-	36,5	11,9	64,2
Q2	127,0	7,1	6,3	3,8	4,5	1,8	4,4	2,3	4,8	18,0	4,0	-	44,0	7,1	78,5
Q3	129,5	8,5	6,5	4,3	5,9	2,2	3,8	2,5	4,0	22,6	-	-	37,0	8,6	77,6
2008 Mai	127,1	7,1	6,4	3,8	4,3	1,8	4,4	2,3	4,8	18,2	-	-	47,7	6,0	80,1
Juni	128,3	8,0	6,9	4,0	4,9	2,0	4,5	2,3	4,8	21,5	-	-	51,2	9,6	85,9
Juli	130,0	9,2	7,3	4,4	5,8	2,1	4,2	2,5	4,5	25,0	-	-	46,8	9,8	85,3
Aug.	129,3	8,5	6,5	4,3	6,0	2,2	3,8	2,4	4,1	22,6	-	-	40,5	10,5	77,0
Sept.	129,1	7,9	5,6	4,1	5,8	2,2	3,3	2,5	3,4	20,3	-	-	23,9	5,5	70,0
Okt.											-	-	-4,4	-7,4	55,2

### 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	8
2004	113,7	2,6	2,4	3,2	2,9	2,7	2,3	2,1
2005	116,4	2,4	2,5	2,2	2,4	2,0	2,5	2,1
2006	119,2	2,5	2,6	2,1	3,4	1,6	2,0	2,3
2007	122,3	2,6	2,8	2,2	2,6	3,1	2,6	2,2
2007 Q2	121,9	2,6	2,7	2,3	2,9	2,9	2,4	2,3
Q3	122,7	2,5	2,6	2,3	2,1	3,5	2,6	2,2
Q4	123,7	2,9	3,2	2,0	2,9	3,8	2,7	2,1
2008 Q1	124,7	3,5	3,7	2,7	4,3	4,1	2,9	2,9
Q2	125,4	2,7	2,8	2,2	3,0	3,8	2,3	2,8

Quellen: Eurostat, HWVI (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	3,1	-0,1	2,4	2,0
2005	108,8	1,2	8,3	-1,0	3,0	1,3	2,0	2,0
2006	109,9	1,0	3,2	-0,4	3,3	0,0	2,6	2,0
2007	111,7	1,7	0,4	-0,4	3,6	1,5	2,5	2,1
2007 Q2	111,5	1,5	0,7	0,1	4,3	1,0	2,7	1,2
Q3	111,8	1,6	0,5	-1,0	4,5	2,1	2,2	2,1
Q4	112,9	2,5	0,7	0,2	3,9	2,8	3,0	2,9
2008 Q1	113,5	2,6	1,6	1,3	1,7	2,4	3,8	3,0
Q2	115,1	3,2	0,5	2,4	2,2	3,6	2,5	4,5
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>								
2004	110,0	2,1	1,6	2,9	2,9	1,4	1,7	2,3
2005	112,1	1,9	2,2	1,8	2,0	2,1	2,4	1,8
2006	114,6	2,2	3,1	3,6	3,4	1,5	2,3	1,5
2007	117,5	2,5	2,4	2,8	3,0	2,2	2,1	2,6
2007 Q2	117,2	2,3	3,0	3,2	2,5	2,3	1,9	1,9
Q3	117,6	2,3	2,2	2,4	2,9	2,4	1,8	2,4
Q4	118,9	2,9	2,5	3,2	3,3	2,3	2,4	3,4
2008 Q1	120,0	3,1	3,7	3,5	4,1	2,4	2,8	3,1
Q2	121,2	3,5	3,9	3,2	4,9	2,8	2,3	4,4
<b>Arbeitsproduktivität<sup>2)</sup></b>								
2004	102,3	1,3	14,6	4,2	-0,2	1,5	-0,7	0,3
2005	103,0	0,7	-5,6	2,8	-0,9	0,7	0,4	-0,1
2006	104,3	1,2	-0,1	3,9	0,1	1,5	-0,2	-0,6
2007	105,2	0,8	2,0	3,2	-0,6	0,8	-0,4	0,4
2007 Q2	105,1	0,9	2,3	3,0	-1,7	1,3	-0,7	0,7
Q3	105,2	0,7	1,8	3,4	-1,6	0,3	-0,4	0,3
Q4	105,3	0,4	1,8	2,9	-0,5	-0,5	-0,6	0,5
2008 Q1	105,7	0,6	2,1	2,2	2,4	0,0	-0,9	0,1
Q2	105,3	0,2	3,4	0,8	2,6	-0,8	-0,2	-0,1

**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	2,0	2,4	1,0	1,5
2005	111,6	2,0	2,4	2,1	2,4	2,6	2,3	3,4
2006	113,7	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,7	3,9
2007	116,3	2,3	2,2	2,2	1,5	2,6	1,5	1,3
2007 Q2	116,1	2,3	1,9	2,0	0,8	2,8	1,6	0,8
Q3	116,7	2,3	2,2	2,1	1,5	2,4	1,2	1,0
Q4	117,1	2,3	2,8	2,8	2,3	2,5	1,4	2,7
2008 Q1	117,9	2,2	2,8	3,1	2,0	2,3	2,2	3,9
Q2	118,8	2,3	3,2	3,4	3,0	2,3	2,3	4,6

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	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €; saisonbereinigt)</i>									
2004	7 808,0	7 651,9	4 470,2	1 594,8	1 577,5	9,3	156,1	2 863,5	2 707,4
2005	8 104,3	7 984,8	4 643,9	1 658,1	1 672,0	10,7	119,4	3 081,4	2 961,9
2006	8 508,3	8 408,2	4 840,8	1 724,4	1 820,3	22,6	100,1	3 430,1	3 330,0
2007	8 931,7	8 799,1	5 028,3	1 790,4	1 946,2	34,2	132,6	3 688,5	3 555,8
2007 Q2	2 223,1	2 186,0	1 250,8	444,9	482,7	7,6	37,2	915,3	878,2
Q3	2 246,1	2 214,1	1 264,6	449,3	488,2	12,0	32,0	934,2	902,2
Q4	2 263,0	2 232,9	1 278,3	453,9	496,8	4,0	30,1	940,5	910,4
2008 Q1	2 293,3	2 265,6	1 288,0	457,0	507,5	13,1	27,7	966,9	939,2
Q2	2 306,1	2 282,2	1 297,2	466,0	506,2	12,8	23,9	971,3	947,4
<i>In % des BIP</i>									
2007	100,0	98,5	56,3	20,0	21,8	0,4	1,5	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise, saisonbereinigt<sup>3)</sup>)</i>									
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>									
2007 Q2	0,5	0,3	0,7	0,2	0,2	-	-	1,3	0,8
Q3	0,6	0,7	0,4	0,5	0,9	-	-	1,8	2,2
Q4	0,4	0,1	0,2	0,3	1,1	-	-	0,3	-0,4
2008 Q1	0,7	0,7	-0,1	0,3	1,4	-	-	1,8	1,8
Q2	-0,2	-0,3	-0,2	0,5	-1,0	-	-	-0,2	-0,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>									
2004	2,1	1,9	1,6	1,6	2,2	-	-	7,3	7,0
2005	1,7	1,9	1,7	1,5	3,1	-	-	4,9	5,6
2006	2,9	2,7	1,9	1,9	5,5	-	-	8,2	8,1
2007	2,6	2,4	1,6	2,3	4,2	-	-	6,0	5,4
2007 Q2	2,6	2,3	1,8	2,2	3,5	-	-	6,0	5,3
Q3	2,6	2,2	1,8	2,4	3,6	-	-	7,3	6,4
Q4	2,1	2,1	1,3	2,1	3,2	-	-	4,0	3,9
2008 Q1	2,1	1,7	1,2	1,4	3,7	-	-	5,3	4,5
Q2	1,4	1,2	0,3	1,7	2,5	-	-	3,7	3,2
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>									
2007 Q2	0,5	0,3	0,4	0,0	0,0	-0,2	0,2	-	-
Q3	0,6	0,7	0,2	0,1	0,2	0,2	-0,2	-	-
Q4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,3	0,3	-	-
2008 Q1	0,7	0,6	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-	-
Q2	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,0	0,1	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>									
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,4	0,2	0,3	-	-
2005	1,7	1,8	1,0	0,3	0,6	-0,1	-0,1	-	-
2006	2,9	2,7	1,1	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
2007	2,6	2,4	0,9	0,5	0,9	0,1	0,3	-	-
2007 Q2	2,6	2,2	1,0	0,5	0,7	0,0	0,3	-	-
Q3	2,6	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,1	0,4	-	-
Q4	2,1	2,0	0,7	0,4	0,7	0,2	0,1	-	-
2008 Q1	2,1	1,7	0,7	0,3	0,8	-0,1	0,4	-	-
Q2	1,4	1,1	0,2	0,3	0,5	0,1	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	7 011,1	154,4	1 434,7	412,3	1 491,9	1 916,7	1 601,0	796,9
2005	7 263,6	142,7	1 472,2	439,2	1 530,6	2 015,4	1 663,4	840,7
2006	7 598,2	139,6	1 540,1	475,9	1 593,1	2 130,9	1 718,5	910,1
2007	7 978,8	149,5	1 616,8	515,8	1 655,7	2 252,5	1 788,5	953,0
2007 Q2	1 985,2	36,7	402,8	127,7	412,6	560,1	445,3	237,9
Q3	2 007,6	38,0	407,4	129,4	416,9	567,1	448,8	238,5
Q4	2 026,4	38,7	409,3	132,3	418,9	573,3	454,0	236,6
2008 Q1	2 052,3	39,8	416,3	136,6	423,4	580,1	456,2	240,9
Q2	2 068,9	39,7	416,4	136,1	424,3	587,8	464,6	237,2
<i>In % der Wertschöpfung</i>								
2007	100,0	1,9	20,3	6,5	20,8	28,2	22,4	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise, saisonbereinigt <sup>1)</sup>)</i>								
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>								
2007 Q2	0,7	-0,7	0,9	-0,6	1,0	0,9	0,4	-1,2
Q3	0,5	-1,1	0,9	-0,1	0,5	0,7	0,3	0,7
Q4	0,5	1,1	0,5	0,9	0,2	0,6	0,4	-0,6
2008 Q1	0,5	1,2	0,3	2,6	0,6	0,6	0,0	1,7
Q2	0,0	0,1	-0,7	-1,8	-0,4	0,7	0,5	-1,4
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2004	2,3	12,0	2,8	1,1	2,8	1,6	1,5	0,8
2005	1,7	-6,5	1,7	1,8	1,4	2,8	1,4	1,7
2006	2,8	-2,0	3,5	2,7	3,1	3,7	1,3	3,3
2007	2,9	0,8	3,5	3,3	2,6	3,6	1,7	0,6
2007 Q2	2,9	0,7	3,3	2,9	2,9	3,6	1,7	0,2
Q3	2,8	0,4	3,6	2,2	2,6	3,6	1,7	1,1
Q4	2,5	0,3	3,2	1,7	1,7	3,4	1,8	-0,8
2008 Q1	2,2	0,5	2,6	2,9	2,3	2,8	1,1	0,6
Q2	1,5	1,2	1,0	1,6	0,9	2,6	1,2	0,4
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>								
2007 Q2	0,7	0,0	0,2	0,0	0,2	0,3	0,1	-
Q3	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-
Q4	0,5	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	-
2008 Q1	0,5	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-
Q2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>								
2004	2,3	0,3	0,6	0,1	0,6	0,4	0,4	-
2005	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,8	0,0	0,7	0,2	0,7	1,0	0,3	-
2007	2,9	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
2007 Q2	2,9	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
Q3	2,8	0,0	0,7	0,1	0,5	1,0	0,4	-
Q4	2,5	0,0	0,7	0,1	0,4	0,9	0,4	-
2008 Q1	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,8	0,2	-
Q2	1,5	0,0	0,2	0,1	0,2	0,7	0,3	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die Jahresangaben sind nicht arbeitstäglich bereinigt.

## 5.2 Produktion und Nachfrage

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

### 3. Industrieproduktion

	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	
2005	1,4	104,0	1,4	1,5	1,2	0,9	3,0	0,5	-0,7	0,7	1,4	0,7
2006	4,0	108,2	4,0	4,4	4,4	4,9	5,9	2,5	4,4	2,2	0,7	3,9
2007	3,4	111,8	3,4	4,0	3,7	3,8	6,0	2,3	1,2	2,5	-0,6	3,2
2007 Q3	3,7	112,9	3,9	4,2	4,0	3,5	6,6	3,0	2,1	3,2	1,0	1,7
2007 Q4	2,5	112,7	3,0	2,6	2,0	1,8	5,3	0,7	-2,7	1,3	5,5	-0,5
2008 Q1	2,4	113,1	2,5	1,9	1,8	1,5	5,1	0,3	-1,5	0,6	4,4	1,3
2008 Q2	0,7	112,6	1,2	1,3	0,9	0,5	4,1	-1,4	-2,6	-1,1	1,6	-2,2
2008 März	0,9	112,8	1,4	-0,1	-0,7	0,5	2,8	-1,5	-3,8	-1,1	6,1	-2,6
2008 April	3,4	114,1	4,3	4,7	4,7	3,0	7,9	0,7	1,4	0,6	6,4	-1,8
2008 Mai	-0,5	111,9	-0,3	-0,3	-0,9	-0,4	2,8	-3,4	-5,0	-3,1	-0,6	-1,9
2008 Juni	-0,8	111,9	-0,4	-0,4	-0,7	-0,9	1,7	-1,3	-4,1	-0,8	-0,9	-2,9
2008 Juli	-1,5	111,7	-1,2	-1,3	-1,3	-1,8	-0,3	-1,7	-5,4	-1,0	0,5	-3,1
2008 Aug.	-1,0	112,9	-0,6	-1,0	-1,5	-0,2	0,9	-3,5	-5,9	-3,2	1,1	-2,5
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>												
2008 März	-1,0	-	-0,5	-0,6	-1,7	-0,6	-1,7	-0,8	-2,0	-0,6	2,8	-2,8
2008 April	0,9	-	1,1	0,5	2,2	0,7	2,3	0,5	2,2	0,3	-1,0	-0,5
2008 Mai	-1,7	-	-1,9	-1,5	-2,4	-1,5	-2,1	-1,7	-3,4	-1,5	-2,2	-0,2
2008 Juni	-0,2	-	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	0,7	0,6	0,8	0,4	-0,8
2008 Juli	-0,1	-	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3	-0,9	-0,2	1,0	0,2
2008 Aug.	0,8	-	1,1	1,0	1,0	1,6	1,7	0,0	1,4	-0,2	1,5	0,1

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

	Auftragsengang 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 (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nahrungsmittel, Getränke, Tabakwaren	Sonstige Waren				
					Textilien, Bekleidung, Schuhe				Haushaltsausstattung	12	13		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2005	109,1	3,9	110,8	3,6	2,3	106,8	1,4	0,8	1,8	2,5	1,4	939	0,9
2006	119,3	9,3	118,9	7,3	2,9	108,5	1,5	0,3	2,5	2,7	4,4	968	3,0
2007	128,9	8,3	126,2	6,3	2,4	109,6	0,9	-0,3	1,8	3,3	2,1	964	-0,4
2007 Q4	131,4	8,3	127,0	5,3	2,1	109,1	-0,3	-0,8	0,2	0,4	-1,2	977	0,3
2008 Q1	130,7	3,7	131,2	4,3	3,1	108,9	-0,2	-1,5	0,6	0,1	-1,3	945	-0,6
2008 Q2	129,2	0,0	132,1	6,2	1,9	108,1	-1,6	-2,4	-0,9	-2,4	-2,2	905	-5,0
2008 Q3	.	.	.	.	2,1	108,2	-1,5	-2,0	-1,1	.	.	894	-9,0
2008 April	134,2	13,1	132,6	14,3	1,1	107,9	-1,7	-2,1	-1,1	-8,7	-1,1	937	2,2
2008 Mai	126,4	-4,7	131,0	0,8	3,9	108,6	0,3	-0,8	0,8	5,5	-0,7	891	-9,9
2008 Juni	127,0	-6,9	132,7	3,9	0,9	107,7	-3,2	-4,2	-2,5	-3,3	-4,7	886	-6,6
2008 Juli	129,6	2,9	131,8	6,2	2,0	108,0	-1,6	-2,3	-1,0	0,1	-3,0	888	-8,7
2008 Aug.	127,9	-6,7	132,7	-2,1	2,3	108,3	-1,5	-1,7	-1,3	-2,9	-3,7	904	-8,6
2008 Sept.	.	.	.	.	2,1	108,1	-1,6	-2,0	-1,1	.	.	891	-9,7
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>													
2008 April	-	4,0	-	2,2	0,4	-	-0,2	-0,4	0,1	-0,5	0,9	-	2,6
2008 Mai	-	-5,8	-	-1,2	0,8	-	0,6	0,1	1,0	6,1	0,2	-	-4,9
2008 Juni	-	0,5	-	1,3	-0,5	-	-0,8	-0,7	-0,8	-2,9	-1,7	-	-0,6
2008 Juli	-	2,0	-	-0,6	0,5	-	0,3	-0,3	0,5	2,5	1,2	-	0,2
2008 Aug.	-	-1,3	-	0,7	0,4	-	0,3	0,6	0,1	-1,8	0,1	-	1,9
2008 Sept.	-	.	-	.	0,1	-	-0,2	0,0	-0,3	.	.	-	-1,5

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				Kapazitätsauslastung <sup>3)</sup> (in %)	Vertrauensindikator für die Verbraucher				
		Vertrauensindikator für die Industrie					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	81,4	-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 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	83,9	-12	-7	-17	11	-12
Q2	96,5	-3	-6	9	7	83,3	-15	-10	-22	13	-14
Q3	88,5	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	23	-15
2008 Mai	97,6	-2	-5	8	7	-	-15	-10	-21	13	-15
Juni	94,8	-5	-9	10	5	-	-17	-12	-25	14	-16
Juli	89,5	-8	-13	11	1	82,8	-20	-13	-30	20	-16
Aug.	88,5	-9	-13	12	-3	-	-19	-12	-28	23	-14
Sept.	87,5	-12	-20	13	-4	-	-19	-11	-26	24	-15
Okt.	80,4	-18	-26	15	-13	81,6	-24	-12	-33	34	-15

	Vertrauensindikator für das Baugewerbe			Vertrauensindikator für den Einzelhandel				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor			
	Insgesamt <sup>4)</sup>	Auftragsbestand	Beschäftigungserwartungen	Insgesamt <sup>4)</sup>	Aktuelle Geschäftslage	Lagerbestand	Erwartete Geschäftslage	Insgesamt <sup>4)</sup>	Geschäftsklima	Nachfrage in den letzten Monaten	Nachfrage in den kommenden Monaten
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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 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
Q2	-11	-17	-4	-3	-1	16	7	8	3	9	13
Q3	-14	-21	-7	-9	-10	17	-1	1	-7	3	6
2008 Mai	-9	-16	-2	-1	3	14	8	8	4	9	13
Juni	-11	-19	-4	-4	-3	17	7	9	4	10	14
Juli	-14	-23	-6	-9	-10	17	1	1	-8	4	7
Aug.	-13	-20	-6	-10	-8	19	-4	1	-7	4	5
Sept.	-16	-22	-10	-8	-11	14	0	0	-7	2	6
Okt.	-20	-27	-14	-13	-13	16	-9	-6	-13	-4	-2

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

- 1) Differenz zwischen den prozentualen Anteilen der Umfrageteilnehmer mit positiver und negativer Einschätzung.
- 2) Der Indikator für die konjunkturelle Einschätzung setzt sich aus den Vertrauensindikatoren für die Industrie, den Dienstleistungssektor, die Verbraucher, das Baugewerbe und den Einzelhandel zusammen; der Vertrauensindikator für die Industrie hat dabei einen Gewichtsanteil von 40 %, der Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor besitzt einen Gewichtsanteil von 30 %, der Vertrauensindikator für die Verbraucher wird mit 20 % und die beiden anderen Indikatoren werden mit jeweils 5 % gewichtet. Werte des Indikators für die konjunkturelle Einschätzung über (unter) 100 zeigen ein überdurchschnittliches (unterdurchschnittliches) Konjunkturvertrauen an, berechnet für den Zeitraum von 1990 bis 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	3,9	17,1	7,8	25,4	15,8	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	138,410	0,8	0,7	1,2	-2,3	-1,4	1,3	1,3	2,3	1,3
2005	139,733	1,0	1,1	0,3	-1,0	-1,1	2,7	0,7	2,4	1,5
2006	141,992	1,6	1,8	0,7	-1,9	-0,4	2,6	1,6	3,9	1,9
2007	144,502	1,8	1,9	0,8	-1,2	0,3	3,9	1,8	4,1	1,3
2007 Q2	144,298	1,7	1,9	0,7	-1,5	0,4	4,6	1,5	4,4	0,9
Q3	144,879	1,9	1,9	1,5	-1,4	0,2	3,6	2,3	3,9	1,4
Q4	145,269	1,7	2,0	0,5	-1,7	0,2	2,3	2,3	3,9	1,3
2008 Q1	145,715	1,5	1,7	0,7	-1,5	0,5	0,8	2,3	3,7	1,0
Q2	145,985	1,2	1,4	0,1	-2,0	0,3	-1,2	1,7	2,9	1,4
<i>Veränderung gegen Vorquartal in % (saisonbereinigt)</i>										
2007 Q2	0,737	0,5	0,5	0,5	-0,4	0,1	0,5	0,9	1,3	0,1
Q3	0,580	0,4	0,4	0,3	-1,2	0,0	0,0	0,7	0,8	0,5
Q4	0,391	0,3	0,5	-0,8	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,7	0,4
2008 Q1	0,446	0,3	0,3	0,5	0,5	0,2	0,1	0,4	0,9	0,0
Q2	0,270	0,2	0,2	0,0	-1,0	0,0	-1,1	0,4	0,4	0,5

### 2. Arbeitslosigkeit

(saisonbereinigt)

	Insgesamt		Nach Alter <sup>3)</sup>				Nach Geschlecht <sup>4)</sup>			
	Mio	In % der Erwerbspersonen	Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen	
			Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen
Gewichte in % <sup>2)</sup>	100,0		78,2		21,8		49,6		50,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,100	8,8	10,160	7,7	2,940	17,1	6,554	7,9	6,546	10,0
2005	13,282	8,8	10,338	7,8	2,944	17,2	6,698	8,0	6,585	9,9
2006	12,513	8,3	9,774	7,3	2,738	16,2	6,213	7,4	6,300	9,3
2007	11,363	7,4	8,885	6,5	2,478	14,8	5,589	6,6	5,774	8,4
2007 Q3	11,284	7,4	8,821	6,5	2,463	14,7	5,561	6,6	5,724	8,3
Q4	11,155	7,3	8,706	6,4	2,449	14,6	5,506	6,5	5,648	8,2
2008 Q1	11,162	7,2	8,714	6,3	2,448	14,6	5,519	6,5	5,643	8,1
Q2	11,383	7,4	8,869	6,4	2,514	15,0	5,701	6,7	5,682	8,2
Q3	11,622	7,5	9,079	6,6	2,543	15,1	5,861	6,9	5,761	8,3
2008 April	11,294	7,3	8,796	6,4	2,498	14,9	5,633	6,6	5,661	8,2
Mai	11,403	7,4	8,882	6,4	2,521	15,0	5,713	6,7	5,690	8,2
Juni	11,451	7,4	8,929	6,5	2,522	15,0	5,756	6,7	5,695	8,2
Juli	11,538	7,4	9,017	6,5	2,521	15,0	5,798	6,8	5,740	8,2
Aug.	11,639	7,5	9,111	6,6	2,529	15,0	5,849	6,8	5,790	8,3
Sept.	11,690	7,5	9,110	6,6	2,580	15,3	5,937	6,9	5,753	8,2

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	13,6	0,5	15,6	8,1	4,7	2,2	0,2	0,3	41,7
2002	45,2	44,9	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	15,8	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,2
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	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,0
2006	45,5	45,1	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,6
2007	45,6	45,3	12,5	9,0	3,2	13,8	0,3	15,2	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,8

#### 2. Euro-Währungsgebiet – Ausgaben

	Ins- gesamt	Laufende Ausgaben							Vermögenswirksame Ausgaben				Nach- richtlich: Primäraus- gaben <sup>3)</sup>	
		Zu- sammen	Arbeitnehmer- entgelte	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Laufende Übertra- gungen	Sozialaus- gaben	Subven- tionen	Investi- tionen	Vermö- gens- transfers	Gezahlt von EU-Institu- tionen			
												10		11
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	47,8	44,0	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	4,0	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,0	3,0	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,4
2006	46,8	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	22,1	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,2	42,4	10,0	5,0	3,0	24,4	21,7	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,2

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

	Finanzierungssaldo					Primär- saldo	Konsumausgaben des Staates <sup>4)</sup>							
	Ins- gesamt	Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- siche- rung		Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelt	Vorlei- stungen	Sachtransfers über Markt- produzenten	Abschrei- bungen	Verkäufe (minus)	Kollektiv- verbrauch	Individual- verbrauch
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,6	19,9	10,6	4,8	4,9	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	-1,9	-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	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,2	8,1	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	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,3	20,1	10,0	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	-0,2	-3,8	1,4	-7,5	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,7	-1,7	-4,4	-3,4	-2,2	2,4
2005	-2,6	-3,3	1,7	-5,1	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	-0,1	-2,8	-0,3	-1,5	-6,1	-1,4	2,9
2006	0,3	-1,5	3,0	-2,8	2,0	-2,4	-3,4	-1,2	1,3	-2,3	0,6	-1,5	-3,9	-1,2	4,1
2007	-0,3	-0,2	0,2	-3,5	2,2	-2,7	-1,6	3,5	3,2	-1,8	0,3	-0,4	-2,6	0,5	5,3

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

1) Die Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die 15 Euro-Länder. Daten zu Einnahmen, Ausgaben und dem Finanzierungssaldo basieren auf dem ESVG 95. Einschließlich Transaktionen, die den EU-Haushalt betreffen; konsolidierte Angaben. Transaktionen zwischen den Mitgliedstaaten sind nicht konsolidiert.

2) Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.

3) Umfassen Gesamtausgaben abzüglich Zinsausgaben.

4) Entsprechen Konsumausgaben (P.3) der öffentlichen Haushalte im ESVG 95.

5) Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen und aus Swap- sowie Zinstermingeschäften.

## 6.2 Verschuldung<sup>1)</sup> (in % des BIP)

### 1. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldarten und Gläubigergruppen

	Insgesamt	Schuldart				Gläubiger				
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Inländische Gläubiger <sup>2)</sup>				Sonstige Gläubiger <sup>3)</sup>
						Zusammen	MFIs	Sonstige finanzielle Kapital- gesellschaften	Sonstige Sektoren	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1998	72,9	2,8	15,2	5,3	49,6	52,5	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	9,7	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,1	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2
2002	68,1	2,7	11,8	4,5	49,0	40,1	19,4	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	29,8
2004	69,6	2,2	12,0	5,0	50,5	37,5	18,4	10,8	8,2	32,1
2005	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	35,4	17,2	11,2	7,0	34,8
2006	68,5	2,5	11,4	4,1	50,4	33,8	17,6	9,4	6,8	34,7
2007	66,3	2,2	10,8	4,3	49,0	32,6	17,0	8,7	6,9	33,7

### 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	72,9	61,2	6,1	5,2	0,4	8,2	64,7	8,0	15,5	26,3	31,0	71,1	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	7,0	13,6	27,8	30,7	70,0	2,0
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	6,3	13,4	27,8	28,1	67,5	1,8
2001	68,2	57,1	6,1	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,1	56,7	6,3	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,3
2003	69,2	57,0	6,5	5,0	0,6	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,8	14,9	26,2	28,5	68,7	0,9
2005	70,2	57,7	6,7	5,2	0,5	7,9	62,3	4,7	14,9	25,6	29,7	69,2	1,0
2006	68,5	56,0	6,5	5,4	0,5	7,5	61,0	4,5	14,5	24,1	29,9	67,8	0,7
2007	66,3	54,2	6,3	5,3	0,6	7,5	58,8	4,2	14,2	22,6	29,5	65,8	0,5

### 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	94,3	65,6	29,4	98,6	46,2	64,9	103,8	70,2	6,3	72,1	52,4	64,8	58,3	27,2	44,1
2005	92,1	67,8	27,3	98,8	43,0	66,4	105,9	69,1	6,1	69,9	51,8	63,7	63,6	27,0	41,3
2006	87,8	67,6	24,7	95,9	39,6	63,6	106,9	64,6	6,6	63,8	47,4	62,0	64,7	26,7	39,2
2007	83,9	65,1	24,8	94,8	36,2	63,9	104,1	59,5	7,0	62,2	45,7	59,5	63,6	23,4	35,1

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 Teilssektoren des Staates. Verbindlichkeiten gegenüber öffentlichen Haushalten gebietsfremder Staaten sind nicht konsolidiert. Daten teilweise geschätzt.

2) Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.

3) Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.

4) Konsolidiert um Schuldverhältnisse innerhalb der öffentlichen Haushalte eines Mitgliedstaats.

5) Vor 1999 einschließlich Schuldtiteln, die auf ECU, Landeswährung oder eine der Währungen der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, lauten.

### 6.3 Veränderung der Verschuldung <sup>1)</sup> (in % des BIP)

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

	Ins- gesamt	Ursache der Veränderung				Schuldarten				Gläubiger			
		Nettoneuverschuldung <sup>2)</sup>	Bewertungseffekte <sup>3)</sup>	Sonstige Volumensänderungen <sup>4)</sup>	Aggregations-effekt <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	-0,1	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	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,8	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	0,8	3,9
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,1	1,2	-1,3	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,9	0,4	0,3	-0,2	0,7

#### 2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

Schuldenstandsänderung	Finanzierungssaldo <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	-0,8	0,0	0,4	0,3	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	0,1
2001	1,8	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,5	0,6	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:  $[\text{Verschuldung (t)} - \text{Verschuldung (t-1)}] / \text{BIP (t)}$ .
- Die Nettoverschuldung entspricht per Definition dem Saldo der Transaktionen in Schuldtiteln.
- Neben den Auswirkungen von Wechselkursschwankungen 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 Schuldübernahmen.
- 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>
	1	2	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Sozialbeiträge	Verkäufe	Vermögens-einkommen	8	Vermögens-wirksame Steuern	
2002 Q2	45,5	45,0	12,4	12,7	15,4	1,9	1,7	0,5	0,3	40,9
2002 Q3	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,7	0,4	0,3	39,7
2002 Q4	49,0	48,4	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 Q1	41,9	41,4	9,8	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,4
2003 Q2	46,0	44,6	12,0	12,9	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,7
2003 Q3	42,6	42,1	10,8	12,5	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
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	40,9	9,6	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
2004 Q2	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	1,0	0,8	0,6	41,0
2004 Q3	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,6	0,5	0,3	39,0
2004 Q4	49,1	48,1	12,9	14,3	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,9
2005 Q1	42,0	41,5	9,9	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
2005 Q2	44,6	44,0	11,8	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,4
2005 Q3	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	2,0	0,7	0,7	0,3	39,4
2005 Q4	49,2	48,4	13,4	14,3	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 Q1	42,4	42,0	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,5	0,3	38,9
2006 Q2	45,7	45,3	12,5	13,6	15,1	2,0	1,3	0,5	0,3	41,4
2006 Q3	43,6	43,2	11,5	12,9	15,2	1,9	0,8	0,5	0,3	39,9
2006 Q4	49,5	48,9	14,1	14,3	15,9	2,9	0,8	0,6	0,3	44,6
2007 Q1	42,2	41,8	10,3	13,4	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
2007 Q2	46,2	45,8	13,0	13,6	15,1	2,0	1,4	0,4	0,3	41,9
2007 Q3	43,7	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,8	0,4	0,3	40,1
2007 Q4	49,7	49,2	14,5	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,8
2008 Q1	42,3	41,9	10,6	13,0	14,9	1,7	0,9	0,4	0,2	38,8
2008 Q2	45,5	45,1	12,9	12,9	15,1	1,9	1,4	0,4	0,3	41,2

### 2. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Ausgaben und vierteljährlicher Finanzierungssaldo

	Insgesamt		Laufende Ausgaben						Vermögenswirksame Ausgaben			Finanzierungs-saldo	Primär-saldo
	Zusammen	Arbeitnehmer-entgelte	Vorleis-tungen	Zins-ausgaben	Laufende Übertra-gungen	Sozial-leistungen	Subven-tionen	Investitionen	Vermö-gens-transfers	11	12		
2002 Q2	46,4	43,0	10,3	4,8	3,5	24,3	21,1	1,3	3,4	2,3	1,1	-0,9	2,7
2002 Q3	46,9	43,2	10,1	4,7	3,5	24,9	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,4	0,1
2002 Q4	50,8	46,4	11,1	5,6	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,8	1,6
2003 Q1	46,8	43,3	10,3	4,6	3,5	25,0	21,4	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
2003 Q2	47,1	43,6	10,4	4,7	3,4	25,1	21,7	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,1	2,3
2003 Q3	47,1	43,4	10,3	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,5	-1,2
2003 Q4	51,2	46,3	11,0	5,6	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	3,2	25,0	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
2004 Q2	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,8	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,6
2004 Q3	46,1	42,7	10,0	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-0,3
2004 Q4	50,9	45,7	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,8	1,1
2005 Q1	46,9	43,1	10,2	4,6	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,8
2005 Q2	46,1	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,5	1,6
2005 Q3	45,8	42,4	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,6	0,4
2005 Q4	50,6	45,8	11,1	5,8	2,8	26,1	22,5	1,3	4,8	3,1	1,6	-1,4	1,4
2006 Q1	45,3	42,2	10,0	4,6	2,9	24,7	21,1	1,1	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,1
2006 Q2	45,5	42,3	10,2	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,2	2,3	0,9	0,2	3,3
2006 Q3	45,4	42,0	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,7	1,2
2006 Q4	50,4	45,1	10,7	5,8	2,7	25,9	22,3	1,3	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 Q1	44,4	41,3	9,8	4,6	3,0	24,0	20,5	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,7
2007 Q2	44,7	41,6	9,9	4,8	3,2	23,7	20,7	1,1	3,2	2,3	0,8	1,5	4,6
2007 Q3	44,8	41,4	9,7	4,7	3,0	24,0	20,7	1,2	3,4	2,5	0,9	-1,0	2,0
2007 Q4	50,5	45,1	10,7	5,8	2,8	25,9	22,1	1,4	5,4	3,3	2,1	-0,8	2,0
2008 Q1	44,6	41,4	9,8	4,6	3,0	24,1	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,7
2008 Q2	45,1	41,8	10,1	4,8	3,2	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	0,9	0,4	3,6

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 ESVG 95. Ohne Transaktionen zwischen dem EU-Haushalt und Einheiten außerhalb des Staatssektors. Ansonsten stimmen die vierteljährlichen Daten abgesehen von Unterschieden im Hinblick auf den Datenstand zum jeweiligen Übermittlungszeitpunkt mit den Jahresdaten überein. Die Daten sind nicht saisonbereinigt.

2) Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.

6.5 Vierteljährliche Verschuldung und Veränderung der Verschuldung<sup>1)</sup>  
(in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – Maastricht-Verschuldung nach Schuldarten<sup>2)</sup>

		Insgesamt		Schuldarten			
		1	2	3	4	5	
			Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	
2005	Q3	71,0	2,4	11,8	5,2	51,8	
	Q4	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	
2006	Q1	70,5	2,5	11,7	4,9	51,3	
	Q2	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6	
	Q3	70,1	2,5	11,6	4,7	51,2	
	Q4	68,5	2,5	11,4	4,1	50,4	
2007	Q1	68,8	2,4	11,5	4,8	50,1	
	Q2	68,9	2,2	11,2	5,1	50,4	
	Q3	68,0	2,1	11,1	5,2	49,6	
	Q4	66,3	2,2	10,8	4,3	49,0	
2008	Q1	67,1	2,2	10,9	5,0	49,0	
	Q2	67,1	2,1	10,9	5,0	49,1	

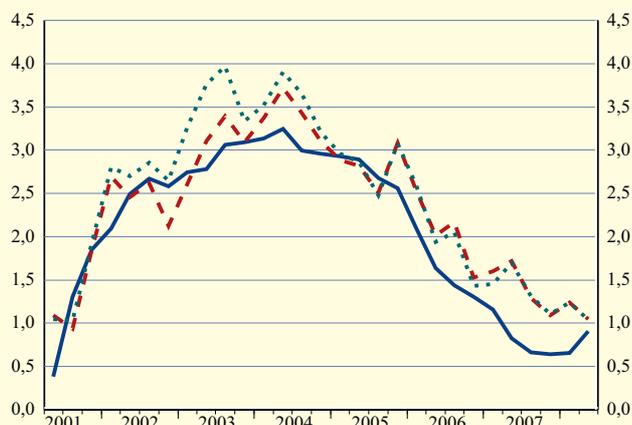
2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

		Schuldenstandsänderung	Finanzierungssaldo	Deficit-Debt-Adjustments							Nachrichtlich: Netto-neuverschuldung	
				Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)					Bewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen		Sonstige
					Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Wertpapiere	Aktien und sonstige Anteilsrechte			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005	Q3	0,6	-2,6	-2,0	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,0	0,4	0,5
	Q4	-0,5	-1,4	-2,0	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	-1,5	-0,5
2006	Q1	4,8	-2,9	1,9	1,2	1,0	0,1	0,6	-0,5	-0,4	1,0	5,2
	Q2	3,3	0,2	3,5	3,2	2,5	0,0	0,4	0,2	0,6	-0,3	2,6
	Q3	1,2	-1,7	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,1	1,0
	Q4	-2,9	-0,9	-3,8	-2,2	-1,4	-0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-1,4	-2,7
2007	Q1	4,9	-2,2	2,7	2,1	1,0	0,1	0,6	0,3	-0,1	0,7	5,0
	Q2	3,6	1,5	5,1	4,8	4,1	0,0	0,5	0,2	0,1	0,2	3,5
	Q3	-0,4	-1,0	-1,5	-1,6	-2,1	0,2	0,4	0,0	0,0	0,1	-0,5
	Q4	-3,4	-0,8	-4,2	-2,9	-2,2	-0,1	-0,6	0,0	-0,1	-1,3	-3,4
2008	Q1	5,4	-2,2	3,1	2,2	1,9	0,0	0,1	0,3	-0,1	1,0	5,4
	Q2	2,8	0,4	3,2	2,4	2,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,7	2,7

A28 Defizit, Netto-neuverschuldung und Veränderung der Verschuldung

(gleitende Vierquartalsumme in % des BIP)

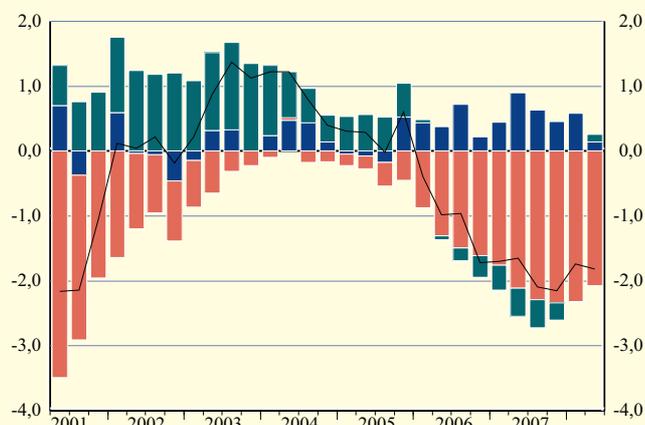
— Defizit  
- - - Veränderung der Verschuldung  
••• Netto-neuverschuldung



A29 Maastricht-Verschuldung

(jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren)

■ Deficit-Debt-Adjustments  
■ Primärsaldo  
■ Wachstum/Zins-Differenzial  
— Veränderung der Schuldenquote



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.

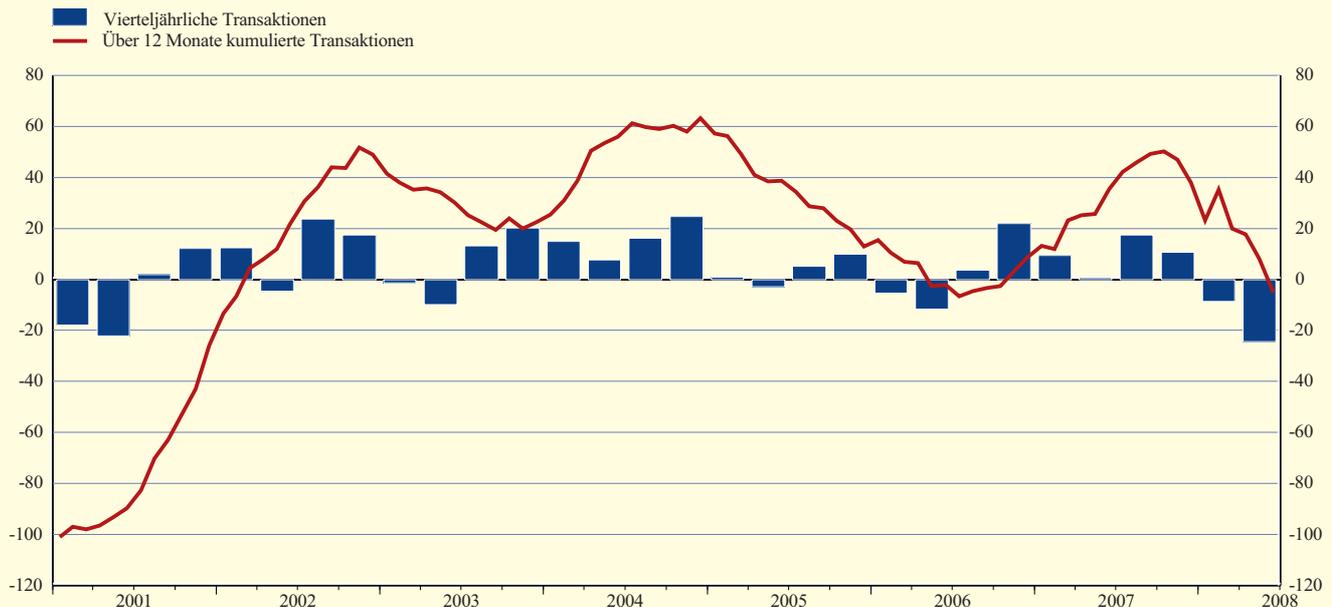


# AUSSENWIRTSCHAFT

## 7.1 Zahlungsbilanz – Gesamtübersicht <sup>1)</sup> (in Mrd €; Nettotransaktionen)

	Leistungsbilanz					Ver- mögens- übertra- gungen	Finanzie- rungssaldo gegenüber der übrigen Welt (Spalte 1+6)	Kapitalbilanz					Rest- posten	
	Ins- gesamt	Waren- handel	Dienst- leistun- gen	Erwerbs- und Ver- mögens- ein- kommen	Laufende Übertra- gungen			Ins- gesamt	Direkt- investi- tionen	Wert- papier- anlagen	Finanz- derivate	Übriger Kapital- verkehr		Wäh- rungs- reserven
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	13,0	47,0	38,2	1,4	-73,5	11,4	24,4	10,8	-207,4	129,2	-17,3	88,6	17,7	-35,2
2006	8,5	19,8	44,1	23,8	-79,2	9,3	17,9	137,8	-156,7	290,4	3,0	1,9	-0,9	-155,6
2007	37,8	57,5	53,2	11,1	-84,0	14,0	51,8	29,4	-90,4	137,7	-53,9	41,1	-5,1	-81,3
2007 Q2	0,6	20,4	15,4	-18,8	-16,4	2,1	2,7	10,4	-64,8	57,8	-7,4	28,6	-3,8	-13,1
Q3	17,3	17,7	17,8	7,6	-25,9	1,7	19,0	104,8	-34,1	46,7	-15,3	111,9	-4,4	-123,8
Q4	10,6	10,3	11,2	9,4	-20,3	5,2	15,8	-73,2	25,0	-73,2	-19,1	-10,6	4,7	57,4
2008 Q1	-8,6	-1,5	11,9	8,0	-26,9	6,1	-2,4	-4,4	-107,1	73,8	-21,0	55,0	-5,1	6,8
Q2	-24,4	6,2	15,7	-29,2	-17,1	3,0	-21,4	87,2	-49,2	34,3	-9,1	111,1	0,0	-65,7
2007 Aug.	1,9	4,0	4,3	2,1	-8,6	0,2	2,2	62,2	-0,6	-6,7	-3,6	72,1	1,0	-64,4
Sept.	7,4	6,0	7,3	3,6	-9,5	0,5	7,8	-2,4	-33,3	42,5	-3,0	-6,3	-2,3	-5,4
Okt.	4,4	7,3	4,4	2,8	-10,2	1,2	5,6	-46,8	31,6	-48,2	-2,7	-27,6	0,0	41,2
Nov.	2,6	5,1	3,4	0,7	-6,6	0,9	3,5	-0,8	4,5	0,9	-11,2	4,8	0,2	-2,7
Dez.	3,7	-2,1	3,4	5,8	-3,5	3,0	6,7	-25,6	-11,1	-25,9	-5,3	12,2	4,5	18,9
2008 Jan.	-15,0	-8,1	3,5	0,0	-10,4	2,5	-12,4	5,5	-64,2	58,7	-26,9	44,2	-6,4	7,0
Febr.	9,8	4,8	4,5	4,8	-4,4	2,4	12,2	-25,3	-21,4	0,3	2,5	-11,3	4,5	13,1
März	-3,3	1,8	3,8	3,1	-12,1	1,2	-2,2	15,4	-21,6	14,8	3,4	22,1	-3,2	-13,3
April	-4,9	5,4	4,4	-6,9	-7,8	0,7	-4,3	29,8	-22,6	-16,9	-2,8	75,2	-3,3	-25,5
Mai	-21,8	-1,8	4,9	-19,7	-5,1	1,8	-20,0	43,6	-7,0	10,2	-9,9	47,5	2,7	-23,7
Juni	2,2	2,6	6,5	-2,6	-4,2	0,5	2,8	13,8	-19,6	41,0	3,5	-11,6	0,5	-16,6
Juli	1,1	2,3	6,4	-0,1	-7,5	0,9	2,0	-5,7	-12,3	-8,8	2,0	15,1	-1,7	3,7
Aug.	-7,9	-6,5	4,0	1,9	-7,3	0,5	-7,4	-27,1	-11,6	-13,9	-5,8	1,8	2,4	34,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>														
2008 Aug.	-21,8	16,7	56,4	-6,4	-88,5	16,2	-5,6	-25,7	-188,5	54,7	-56,0	166,0	-2,0	31,2

## A30 Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz (in Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Eine Erklärung der Vorzeichenregelung findet sich in den „Erläuterungen“.

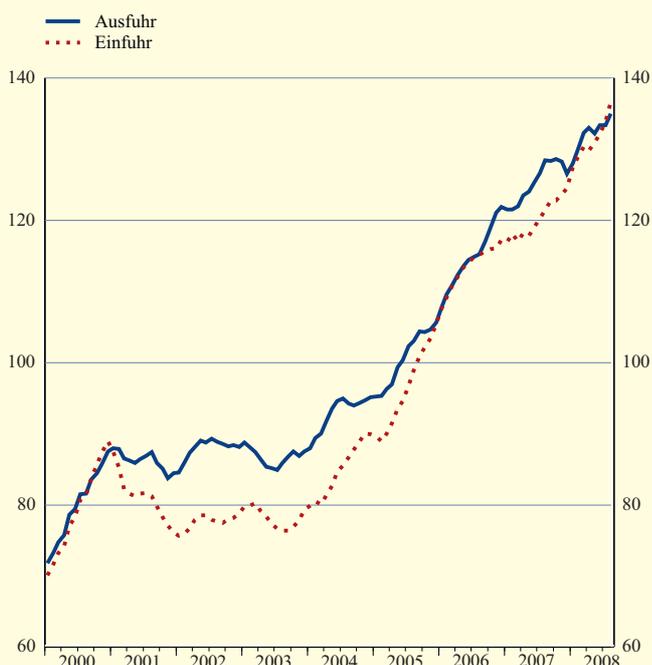
**7.2 Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen**  
(in Mrd €; Transaktionen)

**1. Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen – Gesamtübersicht**

	Leistungsbilanz											Vermögensübertragungen			
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Erwerbs- und Vermögenseinkommen		Laufende Übertragungen					
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ausfuhr	Einfuhr	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Heimatüberweisungen der Gastarbeiter	Ausgaben	Heimatüberweisungen der Gastarbeiter	Ein-nahmen	Ausgaben
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2005	2 098,1	2 085,0	13,0	1 221,9	1 174,9	403,8	365,6	387,1	385,7	85,2	5,0	158,7	14,5	24,4	13,0
2006	2 422,9	2 414,4	8,5	1 391,5	1 371,7	438,8	394,7	504,0	480,2	88,7	5,3	167,8	17,2	23,9	14,5
2007	2 685,8	2 648,0	37,8	1 506,7	1 449,2	488,3	435,1	601,8	590,7	89,0	6,3	173,0	20,2	25,9	11,9
2007 Q2	671,0	670,3	0,6	373,9	353,6	120,1	104,6	157,3	176,2	19,7	1,6	36,0	4,9	4,7	2,6
Q3	675,6	658,3	17,3	377,0	359,3	133,7	115,8	148,9	141,3	16,0	1,7	41,9	5,2	4,5	2,9
Q4	702,8	692,2	10,6	394,0	383,7	126,2	115,0	156,0	146,6	26,6	1,6	46,9	5,5	8,7	3,5
2008 Q1	684,7	693,2	-8,6	389,0	390,5	115,7	103,9	153,6	145,6	26,4	1,5	53,3	5,0	9,0	2,9
Q2	710,3	734,8	-24,4	403,6	397,4	125,7	109,9	159,4	188,7	21,7	1,5	38,8	5,2	7,3	4,2
2008 Juni	239,5	237,2	2,2	135,9	133,3	44,0	37,5	51,9	54,6	7,7	.	11,9	.	2,9	2,4
Juli	240,6	239,4	1,1	141,0	138,8	46,5	40,1	48,4	48,5	4,6	.	12,1	.	1,8	0,9
Aug.	215,6	223,5	-7,9	119,6	126,1	44,8	40,9	46,8	44,8	4,3	.	11,7	.	1,5	0,9
	Saisonbereinigt														
2007 Q2	669,4	653,2	16,2	376,0	357,0	120,6	107,8	150,8	146,1	22,0	.	42,2	.	.	.
Q3	684,6	674,3	10,2	385,1	368,2	124,3	109,9	155,8	153,4	19,4	.	42,8	.	.	.
Q4	680,5	684,0	-3,5	379,5	373,5	125,4	112,0	154,5	154,4	21,1	.	44,1	.	.	.
2008 Q1	700,7	707,3	-6,6	396,9	390,8	125,9	109,9	155,6	158,4	22,2	.	48,2	.	.	.
Q2	703,4	710,2	-6,8	400,0	396,3	125,6	112,4	153,2	156,1	24,6	.	45,4	.	.	.
2008 März	229,0	235,9	-6,9	129,4	130,4	41,8	37,0	51,4	52,4	6,3	.	16,1	.	.	.
April	237,3	235,0	2,3	135,2	130,0	42,1	37,2	50,7	51,5	9,3	.	16,3	.	.	.
Mai	234,6	238,3	-3,7	132,0	132,2	41,8	37,5	53,4	54,6	7,3	.	14,0	.	.	.
Juni	231,5	236,9	-5,4	132,8	134,1	41,6	37,7	49,1	49,9	8,0	.	15,1	.	.	.
Juli	232,5	235,5	-3,0	135,1	135,5	41,0	36,2	50,5	51,1	5,9	.	12,7	.	.	.
Aug.	235,5	242,8	-7,3	136,9	140,1	43,0	38,9	50,7	51,9	4,9	.	11,8	.	.	.

**A31 Zahlungsbilanz – Warenhandel**

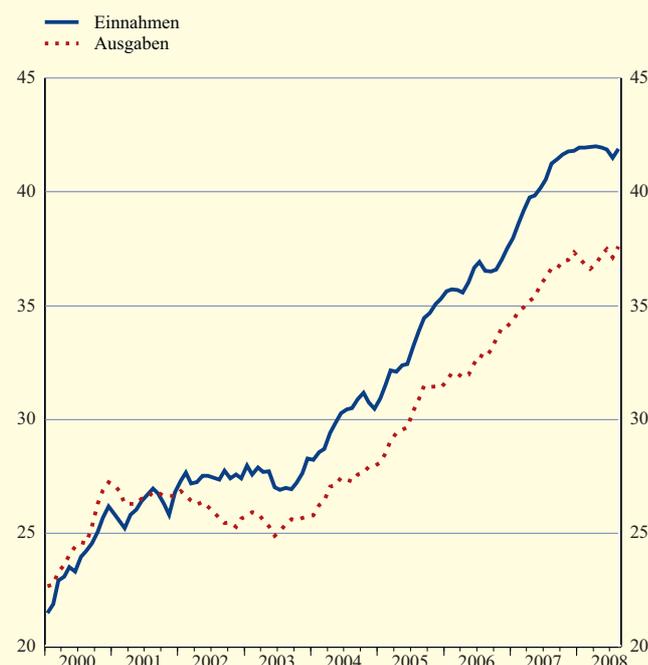
(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

**A32 Zahlungsbilanz – Dienstleistungen**

(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



## 7.2 Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen (in Mrd €)

### 2. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Transaktionen)

	Erwerbseinkommen		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
2005	16,2	9,5	370,9	376,2	147,3	40,2	106,2	-13,3	16,0	16,8	31,5	70,2	82,3	80,9	93,8	102,1
2006	16,8	10,0	487,1	470,2	186,2	44,2	108,2	34,5	20,5	20,0	39,6	99,6	103,5	91,0	137,4	151,4
2007	17,6	10,5	584,3	580,2	210,4	81,2	127,5	34,7	25,9	23,4	45,5	116,5	118,7	114,4	183,8	198,3
2007 Q2	4,3	2,6	153,1	173,6	57,7	13,9	37,4	6,8	6,6	6,2	15,3	53,5	28,7	28,0	44,8	48,5
Q3	4,3	3,2	144,6	138,1	49,5	24,0	28,9	14,5	6,2	5,5	11,0	24,1	30,1	28,5	47,8	51,1
Q4	4,6	2,7	151,4	143,9	52,9	16,5	30,8	5,4	7,3	6,3	9,2	20,7	32,0	32,4	50,0	53,6
2008 Q1	4,6	2,0	149,0	143,6	53,6	25,9	30,2	14,3	6,6	6,0	9,6	20,9	31,4	33,3	47,9	53,2
Q2	4,3	2,7	155,1	186,0	55,1	16,9	35,6	8,4	7,5	6,5	14,3	58,2	31,5	32,7	46,7	53,1

### 3. Geografische Aufschlüsselung (kumulierte Transaktionen)

Q3 2007 bis Q2 2008	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									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Einnahmen</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	2 773,5	1 036,5	59,2	86,6	540,4	289,4	60,9	37,5	37,9	84,7	32,3	56,4	95,0	183,1	409,8	800,2
Warenhandel	1 563,6	561,3	35,7	55,9	240,8	228,9	0,0	19,9	18,5	64,4	24,2	33,5	73,4	88,6	194,2	485,6
Dienstleistungen	501,3	179,3	12,4	13,6	118,4	29,4	5,5	6,2	6,8	15,6	6,2	10,8	12,7	49,0	80,1	134,6
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	617,9	228,9	10,4	15,6	167,8	28,2	6,8	11,2	12,0	4,4	1,8	11,7	8,7	39,4	128,9	170,9
Vermögenseinkommen	600,0	222,4	10,3	15,5	165,6	28,0	3,0	11,2	11,9	4,4	1,8	11,6	8,6	32,7	127,4	168,0
Laufende Übertragungen	90,7	67,0	0,7	1,4	13,4	2,9	48,5	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,2	6,1	6,7	9,0
<b>Vermögensübertragungen</b>	29,5	26,0	0,0	0,1	0,9	0,1	24,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	1,7	1,3
<b>Ausgaben</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	2 778,6	934,1	47,2	84,7	470,0	226,7	105,6	-	29,9	-	-	102,1	-	176,3	367,7	-
Warenhandel	1 530,9	441,9	29,0	52,2	179,4	181,4	0,0	26,5	13,2	168,6	19,6	55,9	101,2	76,6	138,5	489,0
Dienstleistungen	444,7	139,2	9,1	10,8	88,6	30,6	0,2	4,8	7,0	11,0	4,3	8,0	9,1	38,0	89,4	133,8
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	622,1	238,2	8,5	20,3	190,7	10,5	8,2	-	7,8	-	-	37,8	-	55,9	133,6	-
Vermögenseinkommen	611,5	231,9	8,4	20,2	189,2	5,8	8,2	-	7,7	-	-	37,7	-	55,3	132,6	-
Laufende Übertragungen	180,8	114,8	0,7	1,4	11,3	4,2	97,1	1,5	1,8	2,5	0,6	0,4	0,6	5,8	6,2	46,6
<b>Vermögensübertragungen</b>	13,5	2,6	0,0	0,1	1,4	0,3	0,7	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,4	7,3
<b>Saldo</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	-5,1	102,4	12,0	1,9	70,5	62,7	-44,7	-	8,1	-	-	-45,7	-	6,8	42,1	-
Warenhandel	32,7	119,4	6,8	3,7	61,4	47,5	0,0	-6,5	5,3	-104,2	4,6	-22,4	-27,8	11,9	55,6	-3,4
Dienstleistungen	56,6	40,1	3,3	2,8	29,8	-1,2	5,4	1,4	-0,2	4,6	1,9	2,8	3,6	10,9	-9,3	0,8
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-4,2	-9,3	2,0	-4,7	-22,8	17,7	-1,5	-	4,1	-	-	-26,1	-	-16,4	-4,7	-
Vermögenseinkommen	-11,5	-9,4	1,9	-4,7	-23,6	22,2	-5,3	-	4,2	-	-	-26,1	-	-22,7	-5,2	-
Laufende Übertragungen	-90,1	-47,8	0,0	0,0	2,1	-1,3	-48,6	-1,3	-1,1	-2,2	-0,6	-0,1	-0,3	0,3	0,5	-37,5
<b>Vermögensübertragungen</b>	16,0	23,4	0,0	-0,1	-0,5	-0,2	24,2	-0,1	-1,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-6,0

Quelle: EZB.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen und sonstige Veränderungen während des Berichtszeitraums)

## 1. 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>														
2004	8 609,6	9 507,7	-898,1	110,1	121,6	-11,5	2 276,0	2 229,8	3 043,1	4 078,8	-37,3	3 046,9	3 199,1	281,0
2005	10 795,0	11 593,7	-798,7	133,1	143,0	-9,8	2 800,9	2 438,7	3 883,8	5 107,9	-21,4	3 809,2	4 047,1	322,5
2003	12 272,5	13 292,9	-1 020,4	144,3	156,3	-12,0	3 143,7	2 721,3	4 370,2	5 864,9	-20,9	4 451,8	4 706,8	327,7
2007	13 773,6	14 904,4	-1 130,8	154,3	166,9	-12,7	3 542,2	3 084,5	4 653,3	6 339,4	-10,3	5 241,2	5 480,5	347,2
2008 Q1	13 732,4	14 836,7	-1 104,3	152,4	164,7	-12,3	3 613,0	3 074,5	4 352,1	6 078,9	8,1	5 402,8	5 683,3	356,3
Q2	13 773,0	14 820,6	-1 047,6	151,4	162,9	-11,5	3 644,5	3 048,8	4 484,8	6 072,1	4,5	5 285,4	5 699,6	353,9
<b>Veränderung der Bestände</b>														
2004	748,0	878,1	-130,2	9,6	11,2	-1,7	106,5	145,6	387,4	492,7	-17,3	297,1	239,8	-25,7
2005	2 185,4	2 086,0	99,4	26,9	25,7	1,2	524,9	208,9	840,7	1 029,0	15,9	762,3	848,0	41,5
2006	1 477,5	1 699,2	-221,7	17,4	20,0	-2,6	342,8	282,5	486,4	757,0	0,5	642,6	659,7	5,2
2007	1 501,1	1 611,5	-110,4	16,8	18,1	-1,2	398,5	363,2	283,1	474,6	10,7	789,4	773,7	19,5
2008 Q1	-41,2	-67,8	26,5	-1,8	-3,0	1,2	70,8	-10,0	-301,2	-260,6	18,4	161,7	202,8	9,2
Q2	40,7	-16,1	56,7	1,8	-0,7	2,4	31,5	-25,7	132,7	-6,7	-3,6	-117,5	16,3	-2,5
<b>Transaktionen</b>														
2004	821,2	794,2	27,0	10,5	10,2	0,3	169,6	88,6	346,2	417,7	8,5	309,4	287,9	-12,5
2005	1 330,7	1 341,4	-10,8	16,4	16,5	-0,1	359,8	152,3	414,4	543,6	17,3	556,8	645,5	-17,7
2006	1 686,4	1 824,1	-137,8	19,8	21,4	-1,6	415,6	258,9	533,9	824,2	-3,0	739,1	741,0	0,9
2007	1 873,1	1 902,5	-29,4	21,0	21,3	-0,3	455,3	364,9	440,6	578,3	53,9	918,3	959,3	5,1
2007 Q4	315,0	241,8	73,2	13,5	10,4	3,1	101,9	126,9	99,1	25,9	19,1	99,6	89,0	-4,7
2008 Q1	537,8	533,4	4,4	23,9	23,7	0,2	151,6	44,4	69,4	143,2	21,0	290,8	345,8	5,1
Q2	59,5	146,7	-87,2	2,6	6,3	-3,8	24,9	-24,2	137,6	172,0	9,1	-112,1	-1,0	0,0
2008 April	82,4	112,2	-29,8	.	.	.	-17,3	-39,9	46,6	29,7	2,8	47,1	122,4	3,3
Mai	62,5	106,1	-43,6	.	.	.	11,8	4,9	70,3	80,5	9,9	-26,8	20,7	-2,7
Juni	-85,4	-71,6	-13,8	.	.	.	30,4	10,8	20,7	61,7	-3,5	-132,4	-144,1	-0,5
Juli	55,3	49,6	5,7	.	.	.	25,6	13,3	19,2	10,4	-2,0	10,9	25,9	1,7
Aug.	29,7	2,6	27,1	.	.	.	15,1	3,5	18,6	4,7	5,8	-7,4	-5,7	-2,4
<b>Sonstige Veränderungen</b>														
2004	-73,3	83,9	-157,2	-0,9	1,1	-2,0	-63,1	57,0	41,3	75,0	-25,8	-12,4	-48,1	-13,3
2005	854,7	744,6	110,1	10,5	9,2	1,4	165,1	56,6	426,3	485,4	-1,4	205,5	202,5	59,2
2006	-208,9	-125,0	-84,0	-2,5	-1,5	-1,0	-72,8	23,6	-47,5	-67,2	3,5	-96,5	-81,4	4,3
2007	-372,0	-291,0	-81,0	-4,2	-3,3	-0,9	-56,8	-1,7	-157,5	-103,7	-43,2	-128,9	-185,6	14,4
<b>Sonstige wechselkursbedingte Veränderungen</b>														
2004	-174,7	-97,2	-77,5	-2,2	-1,2	-1,0	-37,3	8,9	-66,7	-52,8	.	-61,4	-53,3	-9,3
2005	389,8	210,0	179,8	4,8	2,6	2,2	90,2	-22,2	153,4	118,2	.	127,5	114,0	18,7
2006	-346,4	-203,8	-142,6	-4,1	-2,4	-1,7	-73,2	14,2	-152,8	-116,8	.	-105,2	-101,1	-15,2
2007	-534,8	-238,8	-296,0	-6,0	-2,7	-3,3	-114,3	33,6	-222,3	-125,8	.	-183,3	-146,5	-14,9
<b>Sonstige preisbedingte Veränderungen</b>														
2004	113,1	222,1	-109,0	1,4	2,8	-1,4	34,4	26,4	107,5	195,7	-25,8	.	.	-3,1
2005	304,8	333,8	-29,0	3,8	4,1	-0,4	67,0	51,4	197,1	282,4	-1,4	.	.	42,1
2006	319,1	296,3	22,8	3,8	3,5	0,3	67,7	41,7	231,7	254,6	3,5	.	.	16,2
2007	179,4	-63,3	242,8	2,0	-0,7	2,7	32,3	13,0	158,7	-76,3	-43,2	.	.	31,7
<b>Sonstige anpassungsbedingte Veränderungen</b>														
2004	-11,6	-40,9	29,3	-0,1	-0,5	0,4	-60,3	21,7	0,4	-67,8	.	49,1	5,2	-0,8
2005	159,4	200,8	-41,4	2,0	2,5	-0,5	8,0	27,4	75,7	84,8	.	77,9	88,5	-2,2
2006	-181,3	-217,5	36,3	-2,1	-2,6	0,4	-67,3	-32,3	-126,3	-205,0	.	8,6	19,8	3,7
2007	-16,1	11,1	-27,2	-0,2	0,1	-0,3	25,2	-48,3	-93,8	98,5	.	54,4	-39,1	-1,9
<b>Veränderung der Bestände in %</b>														
2003	9,2	8,2	-	.	.	.	7,4	7,4	12,5	10,6	.	9,3	6,0	-7,9
2004	10,3	9,1	-	.	.	.	7,8	4,2	12,8	11,5	.	11,2	9,7	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,8	.	17,7	19,6	-5,8
2006	15,8	15,9	-	.	.	.	14,9	10,6	14,0	16,3	.	19,5	18,4	0,2
2007 Q4	15,3	14,2	-	.	.	.	14,5	13,4	10,1	9,8	.	20,7	20,4	1,6
2008 Q1	13,7	12,8	-	.	.	.	15,5	11,3	8,0	7,6	.	17,2	20,4	2,6
Q2	9,8	9,8	-	.	.	.	11,6	7,8	7,8	7,0	.	9,8	14,7	1,4

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)

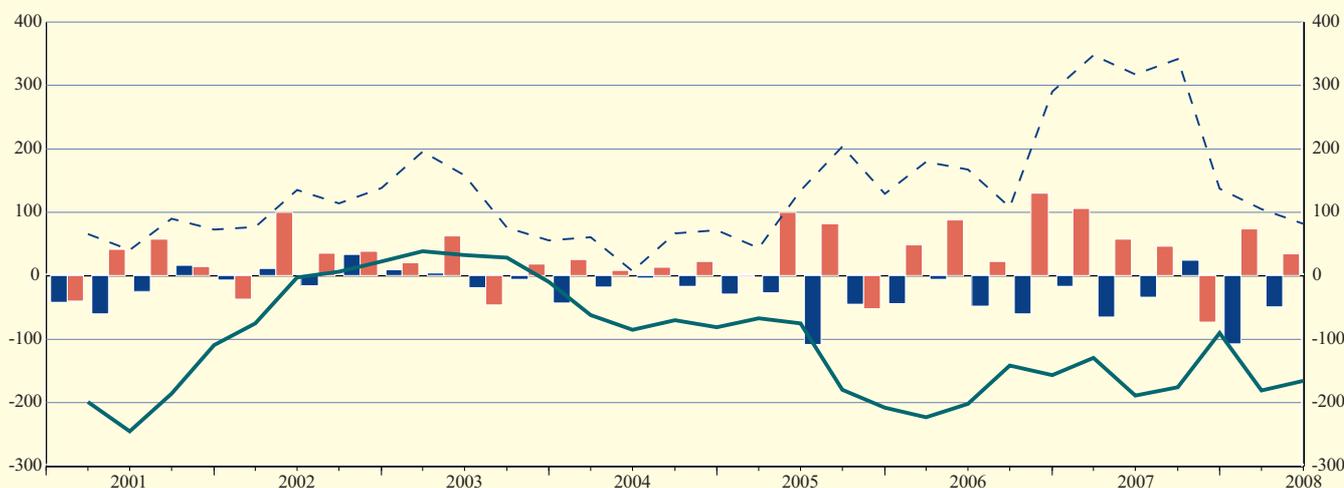
### 2. Direktinvestitionen

	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)		
		Zu-sammen	MFIs	Nicht-MFIs	Zu-sammen	MFIs	Nicht-MFIs		Zu-sammen	MFIs	Nicht-MFIs	Zu-sammen	MFIs	Nicht-MFIs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
2006	3 143,7	2 551,1	219,1	2 332,0	592,6	2,3	590,4	2 721,3	2 085,7	65,1	2 020,6	635,5	9,7	625,9
2007	3 542,2	2 858,8	248,4	2 610,3	683,4	6,4	677,1	3 084,5	2 338,4	68,4	2 270,0	746,1	14,9	731,1
2008 Q1	3 613,0	2 900,5	250,3	2 650,2	712,5	8,4	704,1	3 074,5	2 322,1	65,6	2 256,5	752,4	14,6	737,8
Q2	3 644,5	2 905,3	259,4	2 645,9	739,2	6,6	732,6	3 048,8	2 288,2	64,0	2 224,2	760,7	15,2	745,5
<b>Transaktionen</b>														
2006	415,6	325,7	40,2	285,5	89,9	0,0	89,9	258,9	224,0	5,7	218,3	34,9	0,0	34,9
2007	455,3	354,4	28,4	326,1	100,9	-0,6	101,5	364,9	250,7	4,4	246,4	114,2	1,4	112,7
2007 Q4	101,9	80,4	-4,3	84,7	21,5	0,4	21,0	126,9	71,9	1,7	70,2	55,0	0,8	54,1
2008 Q1	151,6	113,8	10,0	103,8	37,8	2,3	35,4	44,4	37,9	0,0	37,9	6,6	0,1	6,4
Q2	24,9	1,8	8,9	-7,1	23,1	-1,8	25,0	-24,2	-27,6	-2,2	-25,4	3,4	1,0	2,3
2008 April	-17,3	-24,2	4,6	-28,8	6,9	-0,1	7,0	-39,9	-32,2	0,8	-33,0	-7,7	0,2	-7,9
Mai	11,8	11,4	2,4	9,1	0,4	-1,8	2,2	4,9	5,7	-2,2	7,9	-0,9	0,3	-1,2
Juni	30,4	14,6	2,0	12,7	15,8	0,0	15,8	10,8	-1,2	-0,9	-0,3	12,0	0,5	11,5
Juli	25,6	22,4	-14,2	36,6	3,2	1,6	1,6	13,3	7,3	0,7	6,7	6,0	0,9	5,1
Aug.	15,1	18,3	2,4	15,9	-3,2	-1,2	-2,0	3,5	4,6	0,3	4,2	-1,1	0,0	-1,1
<b>Wachstumsraten</b>														
2005	15,2	15,8	13,1	16,0	12,9	2,2	13,0	6,8	7,2	1,6	7,4	5,6	-3,5	5,7
2006	14,9	14,4	22,1	13,7	17,3	-2,9	17,4	10,6	12,2	9,5	12,3	5,8	-1,0	5,9
2007 Q4	14,5	13,9	12,7	14,0	17,0	-88,7	17,3	13,4	12,0	7,0	12,2	18,0	8,7	18,1
2008 Q1	15,5	15,0	13,9	15,1	17,2	106,6	16,8	11,3	10,7	5,6	10,9	13,2	17,2	13,1
Q2	11,6	10,4	13,9	10,1	16,8	6,1	16,9	7,8	6,1	1,4	6,2	13,2	16,9	13,1

## 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				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>																
2006	4 370,2	1 936,0	127,7	2,8	1 808,2	37,0	2 056,7	875,1	11,2	1 181,6	14,1	377,5	309,9	9,2	67,7	0,2
2007	4 653,3	1 984,2	145,1	2,4	1 839,1	44,6	2 232,5	937,9	13,9	1 294,6	17,0	436,6	349,5	32,6	87,1	0,5
2008 Q1	4 352,1	1 668,4	123,2	2,7	1 545,2	38,8	2 207,3	960,0	26,2	1 247,4	17,0	476,3	383,9	28,3	92,4	0,8
Q2	4 484,8	1 712,7	121,9	2,7	1 590,7	40,1	2 279,2	996,2	33,8	1 283,0	18,4	492,9	403,8	47,7	89,2	0,8
<b>Transaktionen</b>																
2006	533,9	153,2	18,2	0,0	135,0	6,1	313,1	172,8	2,4	140,4	1,1	67,5	56,5	8,0	11,1	-0,1
2007	440,6	81,1	36,2	-0,4	44,8	5,4	283,3	154,0	3,5	129,3	2,2	76,2	67,3	23,7	8,8	0,3
2007 Q4	99,1	20,0	18,8	-0,1	1,3	0,9	61,1	30,3	0,7	30,7	0,4	18,0	30,4	6,7	-12,3	-9,1
2008 Q1	69,4	-44,4	-40,9	0,1	-3,5	-0,6	39,2	29,8	3,4	9,4	0,5	74,6	59,2	7,1	15,3	0,1
Q2	137,6	30,8	-5,1	0,1	36,0	0,8	96,0	37,0	8,3	59,0	1,6	10,8	18,3	20,9	-7,5	0,1
2008 April	46,6	6,7	0,7	-0,1	6,1	.	34,2	13,9	2,8	20,4	.	5,6	11,0	7,1	-5,4	.
Mai	70,3	16,0	3,5	0,1	12,5	.	46,0	12,0	3,2	34,0	.	8,3	10,3	7,0	-2,1	.
Juni	20,7	8,1	-9,3	0,0	17,4	.	15,7	11,1	2,3	4,6	.	-3,1	-3,0	6,9	-0,1	.
Juli	19,2	6,0	3,7	0,1	2,3	.	1,3	-5,6	0,2	6,9	.	11,9	15,2	0,1	-3,4	.
Aug.	18,6	-7,1	-4,0	0,0	-3,1	.	13,3	9,4	0,3	3,9	.	12,4	11,6	-0,1	0,8	.
<b>Wachstumsraten</b>																
2005	13,1	9,8	17,6	5,9	9,3	19,8	17,1	20,4	9,7	15,2	7,7	5,8	7,6	-6,6	-2,8	-8,2
2006	14,0	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,4	24,3	26,1	12,9	9,4	21,6	22,5	1 019,8	20,4	-27,3
2007 Q4	10,1	4,1	29,2	-13,1	2,4	14,0	13,8	17,9	32,5	10,8	15,9	20,5	22,2	251,2	12,8	173,4
2008 Q1	8,0	0,6	-18,0	-4,8	1,8	9,8	11,1	14,6	48,5	8,6	12,5	27,7	32,8	173,5	7,5	-90,0
Q2	7,8	1,4	-27,0	0,6	3,7	8,0	10,7	11,4	83,6	10,1	20,7	21,8	29,8	236,0	-7,8	-93,6

## 4. Wertpapieranlagen (Passiva)

	Insgesamt	Aktien und Investmentzertifikate				Schuldverschreibungen						
		Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs	Anleihen			Geldmarktpapiere			
			Euro-system	Staat		Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2006	5 864,9	2 910,7	657,5	2 253,2	2 655,3	955,2	1 702,4	1 015,4	298,9	125,8	173,3	138,0
2007	6 339,4	3 103,1	754,7	2 348,4	2 916,8	1 129,5	1 787,2	1 109,3	319,6	153,3	166,2	142,5
2008 Q1	6 078,9	2 776,1	733,2	2 042,9	2 937,6	1 115,7	1 821,8	1 153,6	365,2	178,2	187,0	164,2
Q2	6 072,1	2 690,7	737,2	1 953,5	3 003,8	1 136,2	1 867,6	1 153,0	377,6	173,6	204,0	172,5
<b>Transaktionen</b>												
2006	824,2	299,9	94,5	205,4	521,6	212,7	308,8	137,3	2,7	21,4	-18,7	-19,6
2007	578,3	96,0	76,1	19,6	446,4	232,6	213,8	152,0	35,9	37,6	-1,8	3,2
2007 Q4	25,9	-31,4	-32,5	1,1	78,6	31,9	46,6	28,2	-21,3	21,6	-42,9	-45,4
2008 Q1	143,2	46,1	73,1	-27,0	78,3	23,1	55,2	65,2	18,8	4,4	14,4	27,6
Q2	172,0	-20,7	17,1	-37,8	171,8	66,9	104,9	46,4	20,8	-0,1	21,0	11,1
2008 April	29,7	-28,4	.	.	42,5	.	.	.	15,6	.	.	.
Mai	80,5	13,7	.	.	80,9	.	.	.	-14,1	.	.	.
Juni	61,7	-6,0	.	.	48,4	.	.	.	19,3	.	.	.
Juli	10,4	5,2	.	.	1,1	.	.	.	4,1	.	.	.
Aug.	4,7	-8,7	.	.	34,7	.	.	.	-21,3	.	.	.
<b>Wachstumsraten</b>												
2005	12,8	13,0	.	.	11,1	.	.	.	23,5	.	.	.
2006	16,3	12,2	17,3	10,8	23,1	25,9	21,4	15,1	0,9	18,7	-9,6	-12,1
2007 Q4	9,8	3,3	11,3	0,9	16,9	24,6	12,6	15,0	11,8	30,5	0,3	3,8
2008 Q1	7,6	2,2	11,9	-1,0	12,9	16,7	10,8	17,4	13,5	31,5	2,8	8,8
Q2	7,0	0,0	11,4	-3,6	14,1	16,0	13,0	16,5	7,8	19,8	1,7	3,2

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	Bargeld und Einlagen	
															1
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>															
2006	4 451,8	13,4	12,6	0,7	2 941,2	2 878,3	62,8	119,6	14,2	57,8	15,4	1 377,7	187,6	1 062,7	395,8
2007	5 241,2	38,2	37,6	0,7	3 350,5	3 279,1	71,4	106,7	12,7	47,7	13,5	1 745,7	190,8	1 388,4	441,9
2008 Q1	5 402,8	46,4	46,1	0,3	3 463,3	3 393,8	69,6	99,3	12,5	41,5	11,2	1 793,8	192,5	1 417,8	453,7
Q2	5 285,4	36,7	36,4	0,3	3 363,4	3 287,2	76,2	105,6	12,4	47,4	17,0	1 779,7	200,3	1 388,3	407,8
<b>Transaktionen</b>															
2006	739,1	-8,7	-8,7	0,0	521,9	516,1	5,8	-7,2	-5,2	-2,7	3,1	233,1	6,3	211,5	30,9
2007	918,3	21,9	22,0	0,0	555,0	547,6	7,4	-7,6	-1,4	-7,1	-2,0	348,9	13,5	293,5	37,5
2007 Q4	99,6	3,5	3,5	0,0	57,0	55,1	1,9	1,3	-0,4	1,7	-0,1	37,8	4,1	32,7	-14,7
2008 Q1	290,8	9,3	9,3	0,0	218,5	214,4	4,1	-4,9	-0,3	-4,9	-1,3	67,9	6,4	34,5	12,8
Q2	-112,1	-9,4	-9,4	0,0	-105,2	-106,1	0,9	6,2	-0,4	5,9	5,6	-3,7	11,0	-22,0	-47,8
2008 April	47,1	-4,7	.	.	51,8	.	.	1,6	.	.	1,3	-1,5	.	.	-18,4
Mai	-26,8	-2,1	.	.	-32,9	.	.	3,6	.	.	3,5	4,6	.	.	-9,5
Juni	-132,4	-2,5	.	.	-124,1	.	.	1,0	.	.	0,8	-6,8	.	.	-19,9
Juli	10,9	-0,6	.	.	7,1	.	.	-8,9	.	.	-9,3	13,3	.	.	4,9
Aug.	-7,4	-1,3	.	.	1,7	.	.	-1,2	.	.	-0,2	-6,7	.	.	-3,3
<b>Wachstumsraten</b>															
2005	17,7	21,0	23,1	3,3	19,5	19,8	8,8	-5,6	-11,7	-9,1	12,6	17,2	5,1	20,0	2,3
2006	19,5	-39,4	-40,8	3,1	21,1	21,3	10,5	-5,6	-26,1	-4,6	24,4	20,0	3,4	24,5	8,6
2007 Q4	20,7	165,6	174,8	-3,4	19,0	19,1	11,7	-6,4	-9,8	-12,4	-13,1	25,2	7,3	27,4	9,5
2008 Q1	17,2	113,1	116,8	-4,8	15,6	15,5	18,3	-4,5	-10,3	-9,7	17,7	20,8	7,8	21,8	2,0
Q2	9,8	29,0	30,0	-4,1	7,5	7,5	6,2	-12,1	-10,0	-23,1	-34,1	16,2	12,5	16,1	-9,3

### 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
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>															
2006	4 706,8	115,9	115,6	0,2	3 483,9	3 429,5	54,4	50,7	0,0	46,6	4,1	1 056,2	146,1	818,3	91,8
2007	5 480,5	201,2	201,0	0,2	3 938,2	3 871,1	67,1	50,9	0,0	45,7	5,2	1 290,2	157,6	1 023,2	109,4
2008 Q1	5 683,3	217,3	216,9	0,4	4 101,6	4 032,5	69,0	49,8	0,0	46,5	3,2	1 314,6	157,4	1 043,9	113,3
Q2	5 699,6	258,9	258,6	0,3	4 082,1	4 010,3	71,9	48,6	0,0	45,6	3,1	1 310,0	166,3	1 035,4	108,3
<b>Transaktionen</b>															
2006	741,0	20,4	20,4	0,0	497,0	490,6	6,4	1,9	0,0	2,1	-0,1	221,7	12,7	197,2	11,8
2007	959,3	91,4	91,4	0,0	635,8	631,0	4,8	-1,2	0,0	-2,0	0,8	233,4	9,7	227,5	-3,9
2007 Q4	89,0	36,9	37,0	-0,1	51,3	51,0	0,4	-6,2	0,0	-5,5	-0,6	7,0	3,7	11,7	-8,5
2008 Q1	345,8	21,3	21,2	0,2	283,7	281,1	2,7	-1,0	0,0	0,9	-1,9	41,7	3,3	34,9	3,6
Q2	-1,0	41,3	41,5	-0,1	-25,3	-23,2	-2,1	-0,6	0,0	-1,4	0,7	-16,4	6,3	-15,8	-6,9
2008 April	122,4	16,3	.	.	118,4	.	.	0,3	.	.	.	-12,6	.	.	.
Mai	20,7	18,9	.	.	1,6	.	.	-1,3	.	.	.	1,5	.	.	.
Juni	-144,1	6,2	.	.	-145,4	.	.	0,3	.	.	.	-5,2	.	.	.
Juli	25,9	-1,2	.	.	15,1	.	.	2,6	.	.	.	9,4	.	.	.
Aug.	-5,7	2,0	.	.	1,9	.	.	-1,7	.	.	.	-7,8	.	.	.
<b>Wachstumsraten</b>															
2005	19,6	8,9	8,9	-3,7	19,2	19,5	2,6	-4,4	-3,4	-4,1	-7,2	24,7	11,3	29,6	13,7
2006	18,4	22,7	22,7	5,7	16,2	16,2	13,3	4,0	-24,1	4,7	-3,2	26,9	9,5	31,6	17,5
2007 Q4	20,4	79,6	79,8	-6,9	18,4	18,5	8,8	-2,3	29,4	-4,2	16,4	21,6	6,7	27,9	-2,3
2008 Q1	20,4	70,9	71,1	15,6	17,8	17,9	10,8	-6,3	21,2	-5,7	-15,3	24,2	10,3	31,0	-4,8
Q2	14,7	72,6	72,7	-6,3	11,8	11,9	3,1	-8,7	26,7	-7,0	-24,5	18,1	10,4	23,1	-8,8

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- sammen	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- sammen	Aktien und Invest- ment- zerti- ficate	Anlei- hen					Geld- markt- papiere
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>																
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 Q4	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,1	-38,5
2008 Q1	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	0,5	89,8	15,6	0,9	0,1	36,7	-37,3
2008 Q2	353,9	207,9	352,314	4,3	4,0	137,7	7,4	24,1	105,6	0,5	89,9	15,2	0,6	0,0	59,4	-59,2
2008 Juli	355,6	206,5	351,082	4,4	3,9	140,8	7,2	25,8	108,0	-	-	-	-0,1	0,0	59,8	-61,9
2008 Aug.	350,7	198,4	350,916	4,5	3,9	143,9	6,7	25,8	112,2	-	-	-	-0,8	0,0	62,1	-61,9
2008 Sept.	370,7	216,8	350,634	4,6	4,0	145,2	11,6	18,1	117,8	-	-	-	-2,3	0,0	188,7	-184,8
<b>Transaktionen</b>																
2005	-17,7	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,4	-0,2	-6,8	1,6	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	0,9	-4,2	-	0,5	-5,2	9,8	-6,1	2,4	13,6	0,0	19,3	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-
2007 Q4	-4,7	-1,4	-	0,1	-0,2	-3,2	-0,4	-4,6	1,7	0,1	4,2	-2,7	0,1	0,0	-	-
2008 Q1	5,1	-0,6	-	-0,3	0,0	5,9	-0,7	5,7	0,9	0,1	6,1	-5,3	0,1	0,1	-	-
2008 Q2	0,0	-0,4	-	0,0	0,7	-0,2	0,7	-2,9	2,0	0,0	1,7	0,3	-0,1	-0,1	-	-
<b>Wachstumsraten</b>																
2004	-4,1	-0,9	-	-10,4	-17,0	-4,6	30,2	-10,7	-6,1	-46,6	-22,4	45,1	-55,8	-	-	-
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,7	-3,8	-2,0	-23,7	1,6	2,2	6,9	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,2	-2,4	-	11,6	-48,8	7,2	-48,4	10,6	13,1	0,0	28,4	-15,3	-73,2	-	-	-
2007 Q4	1,6	-1,7	-	7,3	-18,2	6,3	15,0	6,2	5,7	1,1	18,5	-27,5	-59,1	-	-	-
2008 Q1	2,6	-1,8	-	0,4	-3,3	8,5	33,2	9,3	7,3	406,6	18,3	-33,3	-43,6	-	-	-
2008 Q2	1,4	-1,4	-	-2,4	2,7	5,3	27,2	-3,6	6,4	165,8	17,3	-33,7	-45,0	-	-	-

Quelle: EZB.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

### 8. Geografische Aufschlüsselung

	Insgesamt	EU 27 (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)						Kanada	China	Japan	Schweiz	Vereinigte Staaten	Off-shore-Finanzzentren	Internationale Organisationen	Andere Länder
		Insgesamt	Dänemark	Schweden	Vereinigtes-Königreich	Andere EU-Mitgliedstaaten	EU-Institutionen								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2007</b>	<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
<b>Direktinvestitionen</b>	457,7	-77,0	-3,7	-32,7	-277,5	237,2	-0,3	23,7	27,1	-10,8	113,1	-66,7	-37,3	-0,2	485,7
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	3 542,2	1 302,0	37,1	82,5	916,1	266,2	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,6
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	2 858,8	1 027,4	32,3	55,2	709,9	230,0	0,0	67,8	24,1	57,8	292,5	525,9	366,1	0,0	497,3
Sonstige Anlagen	683,4	274,7	4,9	27,3	206,2	36,3	0,0	23,8	6,6	11,4	57,6	158,6	25,5	0,0	125,3
Im Euro-Währungsgebiet	3 084,5	1 379,0	40,8	115,2	1 193,6	29,0	0,3	67,9	3,7	79,9	236,9	751,1	428,8	0,2	136,9
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	2 338,4	1 124,2	33,4	93,6	987,8	9,2	0,2	56,6	0,9	65,7	181,3	552,1	267,6	0,0	90,0
Sonstige Anlagen	746,1	254,8	7,4	21,6	205,8	19,9	0,1	11,3	2,7	14,3	55,6	199,0	161,2	0,2	46,9
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	4 653,3	1 374,6	68,2	139,3	995,2	101,4	70,5	82,5	42,0	241,9	132,3	1 489,3	630,2	26,8	633,8
Aktien und Investmentzertifikate	1 984,2	415,2	11,4	45,9	335,3	22,0	0,5	20,2	39,5	141,6	115,7	634,9	285,3	0,9	330,9
Schuldverschreibungen	2 669,0	959,4	56,8	93,4	659,9	79,4	70,0	62,3	2,5	100,2	16,6	854,4	344,9	25,9	302,8
Anleihen	2 232,5	784,2	52,7	78,2	505,4	78,5	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	710,7	303,1	24,8	272,5
Geldmarktpapiere	436,6	175,2	4,0	15,1	154,5	0,8	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	143,8	41,8	1,1	30,4
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	-239,3	-152,6	-155,4	-8,7	121,7	54,4	-164,6	-66,0	-45,2	-31,5	-54,7	-73,1	-91,2	-23,3	298,3
<b>Aktiva</b>	5 241,2	2 581,4	104,4	72,2	2 241,7	152,3	10,8	23,5	35,0	81,3	266,1	838,0	516,8	57,5	841,7
Staat	106,7	21,6	0,8	0,1	10,3	1,2	9,2	0,0	1,8	0,2	0,1	3,1	1,4	38,3	40,4
MFIs	3 388,7	1 924,7	86,7	52,1	1 663,2	121,9	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	409,6	353,5	18,7	449,4
Übrige Sektoren	1 745,7	635,2	16,9	20,0	568,2	29,2	0,9	8,5	17,9	36,1	108,5	425,3	161,9	0,5	351,9
<b>Passiva</b>	5 480,5	2 734,0	259,8	80,9	2 120,0	97,9	175,5	89,5	80,2	112,8	320,7	911,0	608,0	80,8	543,4
Staat	50,9	28,4	0,0	0,3	2,4	0,0	25,6	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,5	3,1
MFIs	4 139,4	2 142,0	249,6	58,3	1 659,9	72,4	101,8	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,7	401,7
Übrige Sektoren	1 290,2	563,6	10,2	22,3	457,7	25,5	48,0	8,0	18,0	23,3	72,3	379,7	84,0	2,6	138,6
<b>Q3 2007 bis Q2 2008</b>	<b>Kumulierte Transaktionen</b>														
<b>Direktinvestitionen</b>	165,4	25,6	2,8	-3,1	7,2	18,7	0,0	-7,2	5,0	6,4	34,3	-18,3	54,9	0,0	64,8
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	389,6	61,2	3,0	-2,2	34,3	26,1	0,0	-3,4	4,6	13,4	43,7	70,3	100,8	0,0	99,1
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	282,5	33,2	1,9	-2,9	18,3	15,9	0,0	-4,4	2,6	5,1	25,6	61,5	92,2	0,0	66,7
Sonstige Anlagen	107,2	28,0	1,2	0,6	16,0	10,2	0,0	1,0	1,9	8,4	18,1	8,8	8,6	0,0	32,4
Im Euro-Währungsgebiet	224,2	35,6	0,2	0,8	27,2	7,3	0,0	3,9	-0,4	7,1	9,4	88,6	45,9	0,0	34,3
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	135,9	32,9	-0,8	-1,6	34,6	0,7	0,0	1,4	0,1	9,3	4,7	46,1	28,4	0,0	13,0
Sonstige Anlagen	88,3	2,7	1,0	2,5	-7,4	6,6	0,0	2,5	-0,5	-2,2	4,7	42,5	17,4	0,0	21,3
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	345,1	116,1	-0,6	1,7	102,4	8,8	3,7	11,8	-0,4	21,2	-18,8	86,6	17,2	1,1	110,3
Aktien und Investmentzertifikate	24,5	-3,4	-1,2	-3,9	0,3	1,1	0,1	4,0	-1,4	-23,3	-18,9	7,6	32,6	-0,2	27,4
Schuldverschreibungen	320,6	119,5	0,6	5,6	102,1	7,7	3,6	7,8	0,9	44,5	0,1	79,0	-15,4	1,3	82,9
Anleihen	227,9	69,8	0,8	1,0	58,5	7,1	2,4	8,5	0,4	6,8	1,3	59,2	-5,9	1,3	86,5
Geldmarktpapiere	92,7	49,8	-0,2	4,6	43,6	0,6	1,2	-0,7	0,5	37,7	-1,2	19,8	-9,5	0,0	-3,6
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	-267,4	-252,0	55,1	3,9	-358,2	50,7	-3,4	0,5	20,3	0,4	-62,8	-165,0	60,6	30,4	100,1
<b>Aktiva</b>	491,9	24,7	26,4	4,7	-78,6	66,0	6,2	5,0	5,2	14,8	-42,8	189,2	132,9	9,7	153,2
Staat	-15,7	-12,0	-1,4	0,1	-11,4	-0,5	1,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,8	-4,4
MFIs	256,6	4,5	27,1	4,9	-95,0	62,6	4,9	4,6	1,3	17,0	-45,8	50,5	102,1	8,9	113,4
Übrige Sektoren	251,1	32,1	0,6	-0,3	27,8	3,8	0,1	0,6	3,9	-2,2	3,0	138,6	30,8	0,0	44,1
<b>Passiva</b>	759,3	276,6	-28,7	0,8	279,6	15,3	9,6	4,5	-15,1	14,4	20,0	354,2	72,2	-20,7	53,2
Staat	-4,7	-2,7	0,0	0,0	-1,9	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,6	0,1	-1,1	-0,5
MFIs	558,9	259,9	-29,4	-1,6	274,9	9,9	6,1	5,1	-15,8	16,1	9,8	213,9	58,2	-19,6	31,4
Übrige Sektoren	205,0	19,4	0,7	2,4	6,7	5,4	4,3	-0,5	0,8	-1,7	10,2	140,8	14,0	0,0	22,2

Quelle: EZB.

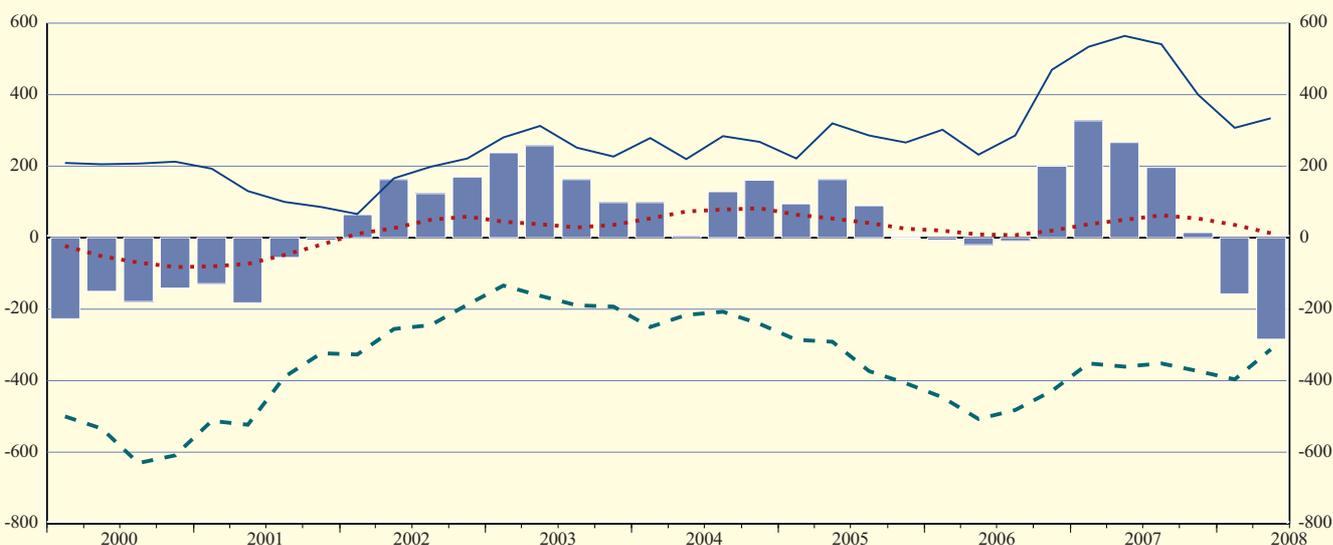
**7.4 Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz<sup>1)</sup>**  
(in Mrd €; Transaktionen)

	Zahlungsbilanzposten zum Ausgleich der transaktionsbedingten Veränderungen des Auslandsgegenspostens zu M3											Nachrichtlich: Transaktionsbedingte Veränderungen des Auslandsgegenspostens zu M3
	Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen	Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen			Übriger Kapitalverkehr		Finanz- derivate	Rest- posten	Gesamt- summe der Spalten 1 bis 10	
		Von gebiets- ansässigen Einheiten außerhalb des Euro- Währungs- gebiets (Nicht-MFIs)	Von gebiets- fremden Einheiten im Euro- Währungs- gebiet	Forderungen Nicht-MFIs	Verbindlichkeiten		Forderungen Nicht-MFIs	Verbindlich- keiten Nicht-MFIs				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	24,7	-344,2	153,6	-266,4	212,6	265,4	-155,8	151,0	-17,3	-30,4	-6,7	-0,1
2006	19,8	-381,6	264,2	-286,6	239,7	469,7	-225,9	223,7	3,2	-150,5	175,6	200,3
2007	53,2	-428,5	363,4	-184,1	50,3	399,5	-341,3	232,3	-54,1	-77,6	13,2	13,7
2007 Q2	2,5	-121,9	67,4	-57,5	31,2	139,3	-73,1	43,0	-7,3	-19,2	4,4	-0,3
Q3	18,8	-94,6	78,1	-51,2	1,7	58,8	-130,7	176,2	-15,4	-118,8	-77,1	-67,2
Q4	17,3	-107,6	126,1	-19,4	-40,8	33,2	-39,2	0,4	-19,2	61,9	12,7	-7,0
2008 Q1	-2,4	-139,2	44,3	-21,3	6,4	75,9	-63,0	40,7	-21,0	6,8	-72,8	-83,3
Q2	-21,4	-17,9	-25,3	-87,5	-38,4	165,6	-2,4	-17,0	-9,1	-65,7	-119,1	-127,0
2007 Aug.	2,1	-30,3	34,1	-14,3	-24,2	28,1	-9,8	33,1	-3,6	-64,5	-49,3	-51,1
Sept.	7,9	-39,6	18,0	-14,6	3,4	12,2	-152,1	139,0	-3,1	-1,3	-30,2	-24,4
Okt.	5,9	-43,1	63,4	-12,5	-24,8	7,7	-26,2	3,6	-2,7	42,4	13,8	11,9
Nov.	3,9	-41,3	49,0	-1,2	-7,9	55,5	-15,9	3,4	-11,2	-0,9	33,5	28,6
Dez.	7,4	-23,2	13,7	-5,6	-8,1	-30,1	2,9	-6,6	-5,3	20,4	-34,6	-47,5
2008 Jan.	-12,4	-86,5	28,3	6,4	-9,6	53,0	0,2	26,6	-26,9	7,0	-14,0	-18,4
Febr.	12,2	-34,1	15,8	-4,6	19,2	4,3	-36,1	-9,3	2,5	13,1	-16,9	-13,8
März	-2,2	-18,6	0,2	-23,0	-3,2	18,5	-27,0	23,4	3,4	-13,3	-41,9	-51,0
April	-4,3	21,8	-40,1	-21,1	-44,4	53,2	-0,1	-12,3	-2,8	-25,5	-75,6	-73,1
Mai	-20,0	-11,3	4,5	-44,5	-1,3	48,2	-8,2	0,2	-9,9	-23,7	-65,8	-69,9
Juni	2,8	-28,4	10,4	-21,9	7,4	64,2	5,8	-4,9	3,5	-16,6	22,3	16,0
Juli	2,0	-38,2	12,4	-5,8	-9,5	4,5	-4,4	12,1	2,0	3,7	-21,1	-4,5
Aug.	-7,4	-13,9	3,5	-1,6	-26,3	11,9	7,9	-9,5	-5,8	34,5	-6,7	-8,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2008 Aug.	-4,0	-356,3	178,9	-150,1	-105,2	303,2	-253,2	165,5	-56,1	40,0	-237,2	-254,4

**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)

- Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets
- Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen
- - - Direktinvestitionen und Anlagen in Aktien und Investmentzertifikaten der Nicht-MFIs in Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets
- Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen in Form von Schuldverschreibungen<sup>3)</sup>



Quelle: EZB.

- 1) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 2) Ohne Geldmarktfondsanteile.
- 3) Ohne von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren.

## 7.5 Warenhandel

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

### 1. Werte, Volumen und Durchschnittswerte nach Warengruppen

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Ausfuhren	Einfuhren	Zusammen			Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs- güter	Investitions- güter	Konsum- güter		Vorleistungs- güter	Investitions- güter	Konsum- güter	Gewerb- liche Erzeug- nisse	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	1 144,4	543,7	246,3	313,8	995,0	1 075,7	604,7	184,3	256,8	770,4	130,0
2005	7,8	13,4	1 238,3	589,8	269,0	333,9	1 068,7	1 227,3	705,9	208,2	277,0	845,9	187,0
2006	11,6	13,7	1 384,9	686,4	296,4	365,4	1 182,9	1 397,4	856,7	216,5	304,6	942,9	224,6
2007	8,5	5,7	1 502,5	737,6	324,9	393,6	1 275,7	1 475,0	899,6	224,5	323,6	1 008,4	223,9
2007 Q1	9,1	5,2	367,9	180,6	79,8	96,6	311,5	359,5	217,1	56,4	79,8	250,0	48,2
Q2	9,5	3,7	371,0	182,0	80,5	97,0	316,7	361,4	221,7	54,0	79,3	249,7	53,1
Q3	10,3	6,4	382,0	187,5	82,2	100,4	326,4	374,2	226,5	57,9	82,5	259,0	57,7
Q4	5,4	7,3	381,5	187,6	82,4	99,5	321,2	379,8	234,2	56,3	82,1	249,6	64,9
2008 Q1	6,7	9,4	395,1	194,1	84,0	103,8	331,5	396,3	247,3	57,3	81,6	256,2	70,1
Q2	7,5	11,2	395,7	196,2	83,5	103,0	331,4	400,5	254,7	54,5	80,7	253,6	75,1
2008 März	-1,9	5,4	128,7	62,9	27,1	33,2	107,7	130,4	82,3	18,6	26,4	83,8	24,0
April	16,3	15,8	135,9	67,4	28,6	36,0	112,7	135,0	84,9	18,6	27,4	84,7	23,9
Mai	2,7	7,2	129,4	64,1	27,2	33,5	108,4	131,3	83,7	17,9	26,5	83,8	24,3
Juni	4,0	10,8	130,4	64,7	27,7	33,4	110,2	134,2	86,1	17,9	26,8	85,2	26,9
Juli	9,1	15,4	134,0	67,0	28,3	34,2	110,5	140,6	90,4	19,3	27,4	86,5	30,5
Aug.	-1,7	7,4	133,1	66,7	28,3	34,2	110,4	139,2	90,4	19,3	27,4	86,6	30,5
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2004	9,0	6,4	117,5	114,9	120,2	118,6	118,6	108,0	104,1	108,8	117,6	109,0	106,2
2005	4,7	5,0	123,5	119,7	129,8	123,6	124,6	114,0	107,5	123,5	123,6	117,1	110,6
2006	7,8	6,0	133,5	133,6	140,3	131,2	134,4	121,0	117,8	128,5	131,3	126,1	110,0
2007	6,1	4,2	141,6	139,0	151,6	139,5	142,1	125,9	120,1	136,9	138,4	133,6	107,9
2007 Q1	7,2	6,4	139,9	137,3	149,4	137,1	139,2	126,3	121,6	136,1	137,1	132,4	109,7
Q2	6,6	3,5	139,6	136,8	149,6	137,7	140,5	124,8	120,2	132,3	137,0	132,4	106,9
Q3	7,6	5,4	143,5	140,7	153,2	141,9	145,0	126,4	119,2	141,5	139,4	136,5	106,9
Q4	3,3	1,7	143,5	141,1	154,1	141,3	143,6	126,2	119,4	137,9	140,0	133,2	108,2
2008 Q1	3,8	-0,9	146,2	142,7	154,4	145,6	146,9	126,1	119,7	139,0	137,6	134,8	109,5
Q2	5,0	-1,0	145,3	141,9	154,2	144,1	146,9	123,1	116,4	133,9	138,2	133,9	102,8
2008 März	-4,1	-4,7	142,6	138,1	148,7	139,7	142,9	123,7	117,7	136,0	135,0	132,7	109,5
April	13,9	5,3	150,6	147,5	158,8	151,5	149,9	127,6	121,0	137,8	140,3	134,6	107,0
Mai	0,9	-4,7	143,2	139,4	151,1	141,9	145,1	121,6	115,2	132,5	137,2	133,1	100,5
Juni	0,7	-3,5	142,1	138,9	152,7	138,8	145,6	120,0	113,0	131,3	137,0	134,0	101,1
Juli	4,9	-1,6	144,7	141,7	154,7	141,9	144,8	121,3	113,5	141,7	137,3	133,9	107,5
Aug.	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
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	100,1	107,9	104,1	114,6	126,8	89,4	106,0	102,8	169,3
2007 Q1	1,7	-1,0	105,4	107,5	99,7	107,9	103,8	111,3	120,9	90,3	105,5	102,9	143,5
Q2	2,8	0,2	106,6	108,8	100,5	107,8	104,5	113,3	124,9	89,0	104,9	102,8	162,1
Q3	2,5	0,9	106,7	108,9	100,3	108,3	104,4	115,8	128,7	89,3	107,2	103,4	176,2
Q4	2,0	5,6	106,6	108,7	100,0	107,8	103,7	117,7	132,8	89,0	106,3	102,2	195,5
2008 Q1	2,8	10,4	108,3	111,2	101,6	109,1	104,6	122,9	139,9	89,8	107,5	103,6	208,7
Q2	2,4	12,4	109,1	113,0	101,2	109,4	104,6	127,4	148,4	88,7	105,8	103,3	238,5
2008 März	2,4	10,5	108,5	111,7	102,2	109,1	104,8	123,8	142,0	89,4	106,4	103,3	214,1
April	2,2	10,0	108,5	112,1	101,1	109,2	104,6	124,1	142,6	88,5	106,1	102,9	218,9
Mai	1,8	12,5	108,6	112,7	100,9	108,3	103,9	126,8	147,7	88,4	105,1	102,9	236,4
Juni	3,3	14,8	110,3	114,2	101,5	110,6	105,3	131,3	154,8	89,2	106,3	104,0	260,3
Juli	4,0	17,3	111,3	116,0	102,5	110,6	106,2	136,1	161,7	88,9	108,6	105,7	277,9
Aug.	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

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	1 144,4	25,8	42,1	204,5	133,9	35,9	66,6	31,8	172,7	225,7	40,4	33,3	64,6	40,7	100,2	
2005	1 238,3	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	108,6	
2006	1 384,9	31,7	49,9	216,8	189,8	55,2	77,3	38,8	199,8	271,7	53,7	34,5	77,7	54,4	121,7	
2007	1 502,5	33,7	55,3	229,0	220,0	67,1	82,0	41,0	194,9	296,3	60,4	34,3	87,3	61,6	134,4	
2007	Q1	367,9	8,3	13,5	56,8	52,3	15,6	20,5	10,2	49,5	71,9	14,3	8,7	21,4	15,0	32,8
	Q2	371,0	8,4	13,9	56,0	53,9	16,7	20,0	9,9	48,7	73,1	14,8	8,8	21,5	15,5	33,4
	Q3	382,0	8,5	14,2	58,7	56,5	17,3	20,6	10,4	49,4	75,3	15,5	8,5	22,2	15,6	33,5
	Q4	381,5	8,5	13,7	57,4	57,4	17,5	20,8	10,5	47,3	75,9	15,7	8,2	22,3	15,6	34,7
2008	Q1	395,1	8,8	13,9	57,5	60,3	19,2	20,8	11,7	48,4	78,3	16,7	8,5	23,8	16,0	36,2
	Q2	395,7	8,9	14,2	57,6	61,2	19,4	21,8	11,0	46,4	77,3	16,9	8,4	24,6	16,2	37,2
2008	März	128,7	2,9	4,6	18,6	19,9	6,5	7,0	3,8	15,2	25,8	5,5	2,8	7,9	5,2	11,2
	April	135,9	2,9	4,7	20,2	20,9	6,5	7,3	3,9	16,3	26,0	5,8	2,8	8,1	5,3	13,8
	Mai	129,4	3,0	4,7	18,6	20,0	6,4	7,2	3,6	14,8	25,6	5,5	2,8	8,1	5,4	12,1
	Juni	130,4	3,0	4,8	18,8	20,3	6,5	7,3	3,6	15,3	25,7	5,6	2,8	8,4	5,5	11,3
	Juli	134,0	3,1	4,9	19,0	20,8	6,7	7,1	3,7	14,9	25,6	5,7	2,8	8,7	5,9	13,6
	Aug.	133,1	.	.	.	.	6,6	7,1	3,5	15,2	25,3	5,3	2,7	8,7	5,7	.
<i>In % der Ausfuhren insgesamt</i>																
2007		100,0	2,2	3,7	15,2	14,6	4,5	5,5	2,7	13,0	19,7	4,0	2,3	5,8	4,1	8,9
<b>Einfuhren (cif)</b>																
2004	1 075,7	25,4	40,0	144,8	115,5	56,6	53,3	23,2	113,4	309,1	92,3	54,1	72,9	45,2	76,3	
2005	1 227,3	26,4	42,4	153,2	127,8	76,3	58,1	25,5	120,2	363,5	118,1	53,2	96,0	53,8	84,1	
2006	1 397,4	28,5	48,0	167,2	152,3	95,6	62,3	29,4	125,9	418,5	144,5	57,0	110,5	66,3	93,0	
2007	1 475,0	28,1	51,7	167,8	174,4	97,7	67,1	32,3	131,2	445,9	170,2	58,5	113,0	74,9	90,8	
2007	Q1	359,5	7,0	12,9	40,7	41,3	22,8	17,0	7,9	33,5	111,0	42,5	14,9	26,7	18,2	20,4
	Q2	361,4	7,0	12,8	41,9	42,6	23,9	16,5	7,9	32,3	108,5	40,3	14,4	27,0	18,4	22,7
	Q3	374,2	7,2	12,9	42,7	45,0	23,6	17,1	8,2	33,1	113,8	44,2	14,8	28,1	18,9	23,6
	Q4	379,8	6,8	13,1	42,5	45,5	27,4	16,5	8,3	32,3	112,6	43,1	14,4	31,2	19,5	24,1
2008	Q1	396,3	7,2	14,1	43,7	47,9	28,0	16,9	8,3	34,0	116,6	43,5	14,6	34,0	19,5	26,1
	Q2	400,5	7,7	13,3	41,6	48,5	29,1	17,1	8,4	33,1	116,1	43,7	14,0	36,5	20,4	28,8
2008	März	130,4	2,3	4,6	14,3	16,1	9,3	5,6	2,8	11,3	38,7	14,1	4,8	11,1	6,5	8,0
	April	135,0	2,6	4,5	14,2	16,6	10,0	5,7	2,8	11,1	38,9	14,6	4,9	12,3	6,8	9,3
	Mai	131,3	2,6	4,4	13,6	15,9	9,8	5,6	2,8	10,9	38,0	14,5	4,5	11,7	6,8	9,5
	Juni	134,2	2,4	4,3	13,9	16,0	9,3	5,8	2,8	11,1	39,3	14,6	4,6	12,5	6,7	10,0
	Juli	140,6	2,9	4,4	14,0	16,0	11,5	6,0	2,8	11,9	41,1	15,6	4,6	12,5	6,8	10,8
	Aug.	139,2	.	.	.	.	10,0	5,8	2,7	11,0	40,8	15,9	4,8	13,1	6,9	.
<i>In % der Einfuhren insgesamt</i>																
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	7,7	5,1	6,2
<b>Saldo</b>																
2004	68,7	0,4	2,2	59,6	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,3	-83,4	-52,0	-20,8	-8,3	-4,5	24,0	
2005	11,0	2,6	2,8	50,1	25,4	-32,5	12,7	9,2	65,1	-119,3	-74,8	-19,1	-22,6	-6,9	24,5	
2006	-12,6	3,2	1,9	49,7	37,5	-40,4	15,0	9,4	73,9	-146,8	-90,8	-22,4	-32,8	-11,9	28,7	
2007	27,6	5,6	3,6	61,2	45,6	-30,6	14,8	8,7	63,7	-149,6	-109,8	-24,2	-25,7	-13,3	43,6	
2007	Q1	8,5	1,3	0,6	16,1	10,9	-7,2	3,5	2,3	16,0	-39,1	-28,2	-6,2	-5,2	-3,2	12,4
	Q2	9,6	1,3	1,1	14,1	11,3	-7,2	3,5	2,0	16,4	-35,4	-25,5	-5,6	-5,5	-2,9	10,7
	Q3	7,8	1,3	1,3	16,0	11,5	-6,3	3,5	2,1	16,3	-38,5	-28,7	-6,3	-6,0	-3,3	9,9
	Q4	1,7	1,7	0,6	14,9	11,8	-9,9	4,3	2,2	15,0	-36,6	-27,5	-6,2	-8,9	-3,9	10,6
2008	Q1	-1,2	1,6	-0,2	13,8	12,4	-8,8	3,9	3,5	14,5	-38,2	-26,8	-6,1	-10,2	-3,5	10,0
	Q2	-4,9	1,3	0,9	15,9	12,7	-9,7	4,6	2,6	13,3	-38,9	-26,9	-5,6	-12,0	-4,2	8,4
2008	März	-1,8	0,6	0,0	4,3	3,8	-2,8	1,4	1,0	4,0	-12,9	-8,6	-2,0	-3,2	-1,2	3,2
	April	1,0	0,3	0,1	6,0	4,3	-3,5	1,5	1,0	5,3	-12,8	-8,7	-2,1	-4,3	-1,5	4,5
	Mai	-2,0	0,4	0,3	5,1	4,1	-3,4	1,7	0,8	3,9	-12,4	-9,0	-1,7	-3,6	-1,5	2,6
	Juni	-3,9	0,6	0,5	4,9	4,4	-2,8	1,4	0,8	4,1	-13,7	-9,1	-1,8	-4,1	-1,2	1,3
	Juli	-6,7	0,2	0,5	4,9	4,8	-4,8	1,1	1,0	3,0	-15,5	-10,0	-1,9	-3,8	-0,9	2,8
	Aug.	-6,1	.	.	.	.	-3,4	1,4	0,8	4,2	-15,5	-10,6	-2,1	-4,4	-1,3	.

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	102,0	102,3	101,4	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	101,9	102,4	100,9	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	106,8	105,8	105,6	103,9	114,2	106,6
2007 Q3	107,6	108,2	106,7	105,9	105,5	103,8	114,1	106,4
Q4	110,5	111,2	109,5	108,4	107,4	106,3	117,0	109,0
2008 Q1	112,7	113,1	111,2	110,8	110,4	108,7	119,4	110,8
Q2	115,7	115,7	113,0	113,8	112,7	112,3	122,6	113,2
Q3	113,7	113,3	109,9	.	.	.	120,4	110,7
2007 Okt.	109,4	110,1	108,7	-	-	-	115,8	108,0
Nov.	111,0	111,7	109,9	-	-	-	117,6	109,6
Dez.	111,2	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,4
2008 Jan.	112,0	112,3	110,4	-	-	-	118,3	109,9
Febr.	111,8	111,9	110,4	-	-	-	118,2	109,5
März	114,6	115,0	112,8	-	-	-	121,5	112,8
April	116,0	116,1	113,8	-	-	-	123,1	113,8
Mai	115,5	115,5	112,8	-	-	-	122,4	113,0
Juni	115,4	115,4	112,2	-	-	-	122,4	112,9
Juli	115,8	115,5	112,2	-	-	-	122,8	113,0
Aug.	113,5	113,2	109,8	-	-	-	120,0	110,3
Sept.	111,6	111,2	107,7	-	-	-	118,3	108,6
Okt.	107,6	107,2	103,6	-	-	-	115,0	105,5
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2008 Okt.	-3,6	-3,6	-3,7	-	-	-	-2,8	-2,8
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2008 Okt.	-1,7	-2,7	-4,6	-	-	-	-0,6	-2,3

## 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
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
Q2	7,4599	9,3517	0,79286	1,5622	163,35	1,6114	1 590,82	12,1845	2,1346	1,5769	7,9401	1,6559
Q3	7,4592	9,4738	0,79504	1,5050	161,83	1,6115	1 600,93	11,7372	2,1010	1,5650	8,0604	1,6955
2008 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
Mai	7,4609	9,3106	0,79209	1,5557	162,31	1,6247	1 613,18	12,1341	2,1259	1,5530	7,8648	1,6382
Juni	7,4586	9,3739	0,79152	1,5553	166,26	1,6139	1 604,95	12,1425	2,1278	1,5803	7,9915	1,6343
Juli	7,4599	9,4566	0,79308	1,5770	168,45	1,6193	1 604,58	12,3004	2,1438	1,5974	8,0487	1,6386
Aug.	7,4595	9,3984	0,79279	1,4975	163,63	1,6212	1 566,23	11,6932	2,1024	1,5765	7,9723	1,6961
Sept.	7,4583	9,5637	0,79924	1,4370	153,20	1,5942	1 630,26	11,1905	2,0549	1,5201	8,1566	1,7543
Okt.	7,4545	9,8506	0,78668	1,3322	133,52	1,5194	1 759,07	10,3368	1,9666	1,5646	8,5928	1,9345
Veränderung gegen Vormonat in %												
2008 Okt.	-0,1	3,0	-1,6	-7,3	-12,8	-4,7	7,9	-7,6	-4,3	2,9	5,3	10,3
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2008 Okt.	0,0	7,4	13,0	-6,4	-19,1	-9,1	35,1	-6,3	-5,7	12,6	11,6	22,1
	Tschechi- sche Krone	Estni- sche Krone	Lettischer Lats	Litauischer Litas	Unga- rischer Forint	Polnischer Zloty	Slowakische Krone	Bulga- rischer Leu	Rumä- nischer 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	
2008 Q1	25,564	15,6466	0,6973	3,4528	259,30	3,5759	33,069	1,9558	3,6887	7,2852	1,8036	
Q2	24,830	15,6466	0,6997	3,4528	248,04	3,4070	31,403	1,9558	3,6521	7,2556	1,9717	
Q3	24,093	15,6466	0,7045	3,4528	236,07	3,3081	30,312	1,9558	3,5768	7,1827	1,8235	
2008 April	25,064	15,6466	0,6974	3,4528	253,75	3,4421	32,374	1,9558	3,6428	7,2654	2,0500	
Mai	25,100	15,6466	0,6987	3,4528	247,69	3,4038	31,466	1,9558	3,6583	7,2539	1,9408	
Juni	24,316	15,6466	0,7032	3,4528	242,42	3,3736	30,322	1,9558	3,6556	7,2469	1,9206	
Juli	23,528	15,6466	0,7035	3,4528	231,82	3,2591	30,319	1,9558	3,5764	7,2297	1,9128	
Aug.	24,287	15,6466	0,7039	3,4528	235,88	3,2920	30,334	1,9558	3,5271	7,1947	1,7669	
Sept.	24,497	15,6466	0,7060	3,4528	240,68	3,3747	30,283	1,9558	3,6248	7,1223	1,7843	
Okt.	24,768	15,6466	0,7093	3,4528	260,15	3,5767	30,459	1,9558	3,7479	7,1639	1,9612	
Veränderung gegen Vormonat in %												
2008 Okt.	1,1	0,0	0,5	0,0	8,1	6,0	0,6	0,0	3,4	0,6	9,9	
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2008 Okt.	-9,4	0,0	0,9	0,0	3,6	-3,5	-9,4	0,0	11,8	-2,2	14,8	
	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- nischer Peso	Russischer 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	2,6594	10,4178	87,63	12 528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214	
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	
Q2	2,5882	10,8687	119,09	14 460,45	5,0183	16,2919	2,0129	67,174	36,9108	12,1648	50,437	
Q3	2,4986	10,2969	125,69	13 868,99	5,0209	15,5214	2,1094	68,422	36,4917	11,7055	50,959	
2008 April	2,6602	11,0237	116,65	14 497,21	4,9819	16,5608	1,9960	65,790	37,0494	12,2729	49,752	
Mai	2,5824	10,8462	117,46	14 436,99	5,0081	16,2402	2,0011	66,895	36,9042	11,8696	49,942	
Juni	2,5185	10,7287	123,28	14 445,41	5,0666	16,0617	2,0424	68,903	36,7723	12,3467	51,649	
Juli	2,5097	10,7809	123,61	14 442,77	5,1258	16,1119	2,0900	70,694	36,8261	12,0328	52,821	
Aug.	2,4103	10,2609	122,07	13 700,21	4,9843	15,1269	2,1097	67,307	36,2502	11,4680	50,697	
Sept.	2,5712	9,8252	131,33	13 430,23	4,9461	15,2805	2,1293	67,113	36,3727	11,5899	49,264	
Okt.	2,9112	9,1071	274,64	13 283,63	4,6895	16,8177	2,1891	63,882	35,2144	12,9341	45,872	
Veränderung gegen Vormonat in %												
2008 Okt.	13,2	-7,3	109,1	-1,1	-5,2	10,1	2,8	-4,8	-3,2	11,6	-6,9	
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2008 Okt.	13,5	-14,7	218,2	2,6	-2,3	9,2	16,8	1,6	-0,5	34,2	2,2	

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
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
Q2	14,0	6,7	3,7	11,5	17,5	12,3	6,8	4,3	8,6	4,0	3,6	3,4
Q3	12,5	6,5	4,6	11,0	15,6	12,0	6,3	4,4	8,2	4,5	4,0	4,8
2008 Mai	14,0	6,8	3,6	11,4	17,7	12,3	6,9	4,3	8,5	4,0	3,7	3,3
Juni	14,7	6,6	4,2	11,5	17,5	12,7	6,6	4,3	8,7	4,3	4,0	3,8
Juli	14,4	6,8	4,4	11,2	16,5	12,4	7,0	4,5	9,1	4,4	3,8	4,4
Aug.	11,8	6,2	4,8	11,1	15,6	12,2	6,4	4,4	8,1	4,4	4,1	4,7
Sept.	11,4	6,4	4,5	10,8	14,7	11,3	5,6	4,1	7,3	4,5	4,2	5,2
<b>Finanzierungssaldo des Staates in % des BIP</b>												
2005	1,9	-3,6	5,2	1,5	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	-2,8	2,4	-3,4
2006	3,0	-2,7	5,1	2,9	-0,2	-0,4	-9,3	-3,8	-2,2	-3,5	2,3	-2,7
2007	0,1	-1,0	4,9	2,7	0,1	-1,2	-5,0	-2,0	-2,6	-1,9	3,6	-2,8
<b>Bruttoverschuldung des Staates in % des BIP</b>												
2005	29,2	29,8	36,4	4,5	12,4	18,4	61,7	47,1	15,8	34,2	50,9	42,3
2006	22,7	29,6	30,5	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	30,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,2	3,5	9,5	17,0	65,8	44,9	12,9	29,4	40,4	44,2
<b>Renditen langfristiger Staatsanleihen in % p. a., Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>												
2008 April	4,80	4,72	4,29	-	5,93	4,59	8,02	5,99	7,35	4,46	4,06	4,62
Mai	4,95	4,84	4,42	-	5,93	4,80	8,08	6,10	7,26	4,52	4,18	4,84
Juni	5,17	5,13	4,82	-	6,25	5,33	8,50	6,42	7,15	4,94	4,43	5,16
Juli	5,17	4,90	4,78	-	6,57	5,49	8,11	6,45	7,28	5,06	4,37	5,00
Aug.	5,17	4,47	4,49	-	6,60	5,47	7,77	6,11	8,20	4,95	4,11	4,67
Sept.	5,17	4,42	4,37	-	6,60	5,45	7,99	5,89	8,32	4,98	3,90	4,58
<b>Zinssatz für Dreimonatsgeld in % p. a., Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>												
2008 April	6,77	4,11	5,00	6,33	5,96	5,05	8,54	6,29	11,59	4,28	4,86	5,92
Mai	6,88	4,14	5,14	6,39	5,74	5,17	8,40	6,41	10,87	4,32	4,96	5,83
Juni	7,02	4,21	5,32	6,41	6,15	5,45	8,87	6,58	11,29	4,34	5,02	5,93
Juli	7,19	4,11	5,38	6,37	6,23	5,77	8,99	6,62	11,41	4,33	5,09	5,83
Aug.	7,31	3,81	5,38	6,35	6,26	5,75	8,33	6,52	12,11	4,31	5,12	5,77
Sept.	7,32	3,81	5,42	6,34	6,35	5,80	8,62	6,56	13,00	4,25	5,33	5,91
<b>Reales BIP</b>												
2006	6,3	6,8	3,9	10,4	12,2	7,8	3,9	6,2	7,9	8,5	4,1	2,8
2007	6,2	6,6	1,7	6,3	10,3	8,9	1,3	6,7	6,0	10,4	2,7	3,0
2008 Q1	7,0	5,4	-0,6	0,2	3,3	6,9	1,2	6,2	8,2	8,7	1,8	2,3
Q2	7,1	4,6	1,0	-1,1	0,1	5,2	1,7	6,0	9,3	7,6	0,9	1,5
Q3	.	.	.	.	.	2,8	.	.	.	.	.	.
<b>Saldo aus Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen in % des BIP</b>												
2006	-17,1	-2,3	2,9	-14,6	-21,3	-9,5	-7,1	-2,1	-10,5	-7,1	7,8	-3,3
2007	-20,6	-1,2	0,7	-16,9	-21,8	-12,8	-5,1	-3,6	-13,5	-4,7	8,3	-3,6
2007 Q4	-26,1	-1,3	2,1	-14,6	-14,7	-11,7	-3,8	-3,3	-13,5	-6,8	9,0	-1,5
2008 Q1	-25,1	4,0	-2,0	-11,2	-17,2	-15,2	-3,2	-3,6	-13,5	-0,5	10,0	-1,3
Q2	-27,0	-5,0	3,5	-9,3	-12,5	-15,1	-6,1	-3,4	-14,7	-7,6	4,6	-3,2
<b>Lohnstückkosten</b>												
2006	4,4	1,2	1,7	8,7	15,6	10,2	1,3	0,1	4,8	1,5	-0,2	2,3
2007	14,2	3,1	3,9	19,8	25,0	10,6	4,9	3,1	14,8	0,6	4,5	1,2
2007 Q4	14,5	1,1	3,4	19,5	24,0	10,9	-	-	-	-1,6	5,3	0,3
2008 Q1	16,8	5,2	7,1	19,4	23,5	10,9	-	-	-	5,5	1,8	1,3
Q2	17,7	3,7	3,8	13,8	20,4	11,4	-	-	-	6,2	0,7	2,1
<b>Standardisierte Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)</b>												
2006	9,0	7,2	3,9	5,9	6,8	5,6	7,5	13,9	7,3	13,3	7,0	5,4
2007	6,9	5,3	3,8	4,7	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,2	6,1	5,3
2008 Q1	6,3	4,5	3,2	4,4	6,4	4,5	7,7	7,8	5,8	10,4	5,9	5,2
Q2	5,9	4,4	3,1	3,9	6,2	4,7	7,8	7,3	5,9	10,2	5,8	5,3
Q3	5,6	4,3	2,9	4,1	6,5	4,9	7,8	6,7	.	10,0	5,9	.
2008 Mai	5,9	4,5	3,2	3,9	6,1	4,7	7,8	7,3	5,9	10,2	5,7	5,3
Juni	5,8	4,4	3,1	3,8	6,2	4,8	7,8	7,1	5,9	10,1	5,7	5,5
Juli	5,7	4,4	2,9	3,9	6,3	5,0	7,8	6,9	.	10,1	5,7	5,6
Aug.	5,6	4,3	2,9	4,0	6,5	5,0	7,9	6,7	.	10,0	5,9	.
Sept.	5,6	4,3	2,9	4,2	6,8	4,6	7,9	6,5	.	10,0	6,1	.

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen sowie Eurostat), nationale Statistiken, Reuters und EZB-Berechnungen.

## 9.2 In den Vereinigten Staaten und Japan

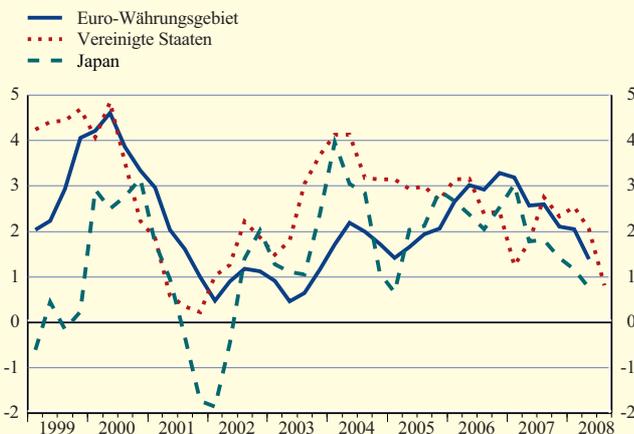
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

### 1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Verbraucherpreisindex	Lohnstückkosten <sup>1)</sup>	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	0,8	3,6	3,1	5,5	4,7	1,62	4,80	1,2439	-4,4	48,9	
2005	3,4	2,2	2,9	4,2	5,1	4,3	3,56	5,05	1,2441	-3,3	49,1	
2006	3,2	2,8	2,8	2,8	4,6	5,0	5,19	5,26	1,2556	-2,2	48,5	
2007	2,9	2,7	2,0	1,8	4,6	5,7	5,30	4,81	1,3705	-2,9	49,3	
2007	Q3	2,4	2,0	2,8	2,2	4,7	6,0	5,45	5,34	1,3738	-3,0	48,8
	Q4	4,0	0,9	2,3	2,5	4,8	5,7	5,02	4,81	1,4486	-3,2	49,3
2008	Q1	4,1	0,0	2,5	2,0	4,9	6,3	3,26	4,24	1,4976	-4,0	50,4
	Q2	4,4	0,6	2,1	-0,1	5,3	6,2	2,75	4,81	1,5622	-5,7	49,6
	Q3	5,3	.	0,8	-2,6	6,0	5,9	2,91	4,58	1,5050	.	.
2008	Juni	5,0	.	.	-0,5	5,5	5,9	2,77	4,81	1,5553	.	.
	Juli	5,6	.	.	-1,3	5,7	6,2	2,79	4,80	1,5770	.	.
	Aug.	5,4	.	.	-1,8	6,1	5,3	2,81	4,63	1,4975	.	.
	Sept.	4,9	.	.	-4,8	6,1	6,2	3,12	4,58	1,4370	.	.
	Okt.	.	.	.	.	.	.	4,06	4,61	1,3322	.	.
<b>Japan</b>												
2004	0,0	-3,2	2,7	4,8	4,7	.	0,05	1,53	134,44	-6,2	156,8	
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,7	163,2	
2006	0,2	-0,6	2,4	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,4	159,5	
2007	0,1	-1,6	2,0	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.	
2007	Q3	-0,1	-1,5	1,8	2,6	3,8	1,9	0,89	1,88	161,90	.	.
	Q4	0,5	-1,5	1,4	3,4	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008	Q1	1,0	-0,1	1,2	2,3	3,9	2,2	0,92	1,48	157,80	.	.
	Q2	1,4	.	0,8	1,0	4,0	2,0	0,92	1,88	163,35	.	.
	Q3	2,2	.	.	-1,3	.	2,2	0,90	1,72	161,83	.	.
2008	Juni	2,0	.	.	0,1	4,1	2,2	0,92	1,88	166,26	.	.
	Juli	2,3	.	.	2,4	4,0	2,1	0,92	1,77	168,45	.	.
	Aug.	2,1	.	.	-6,9	4,2	2,4	0,89	1,70	163,63	.	.
	Sept.	2,1	.	.	0,3	.	2,2	0,91	1,72	153,20	.	.
	Okt.	.	.	.	.	.	.	1,04	1,59	133,52	.	.

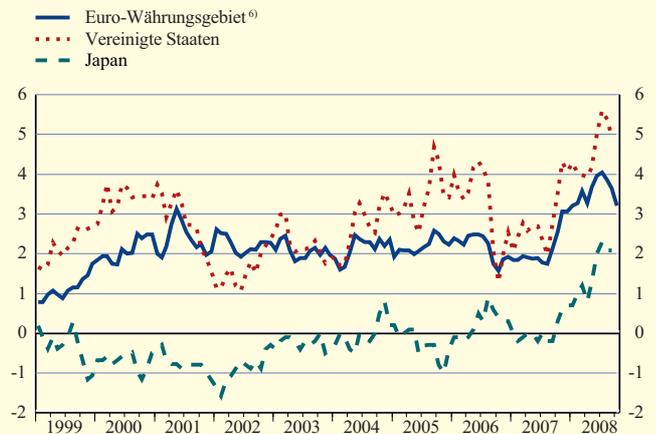
### A37 Reales Bruttoinlandsprodukt

(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) Saisonbereinigt. Die Angaben für die Vereinigten Staaten beziehen sich auf den privaten Unternehmenssektor (ohne Landwirtschaft).

2) Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Vereinigte Staaten: M2, Japan: M2 + Einlagenzertifikate.

3) In % p. a. Weitere Informationen zu den Zinssätzen für dreimonatige 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:

$$a) \left( \frac{0.5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0.5I_{t-3}}{0.5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0.5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist  $I_t$  der Index des bereinigten Bestands im Monat t (siehe auch weiter unten). Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$b) \left( \frac{0.5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0.5I_{t-12}}{0.5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0.5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### ZU DEN ABSCHNITTEN 2.1 BIS 2.6

#### BERECHNUNG DER TRANSAKTIONSBEDINGTEN VERÄNDERUNGEN

Die monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen werden anhand der um Umgruppierungen, sonstige Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen bereinigten monatlichen Bestandsdifferenzen berechnet.

$L_t$  sei der Bestand am Ende des Monats t,  $C_t^M$  die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung im Monat t,  $E_t^M$  die Bereinigung infolge von Wechselkursänderungen und  $V_t^M$  die aus sonstigen Neubewertungen resultierenden Anpassungen. Die transaktionsbedingten Veränderungen  $F_t^M$  im Monat t sind definiert als:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Entsprechend sind die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen  $F_t^Q$  für das mit dem Monat t endende Quartal definiert als:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

Dabei ist  $L_{t-3}$  der Bestand am Ende des Monats t-3 (d. h. am Ende des Vorquartals) und beispielsweise  $C_t^Q$  die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung in dem Quartal, das mit dem Monat t endet.

Bei den vierteljährlichen Datenreihen, für die inzwischen auch Monatswerte vorliegen (siehe unten), lassen sich die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen als Summe der drei monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen im jeweiligen Quartal berechnen.

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE MONATSREIHEN

Die Wachstumsraten lassen sich anhand der transaktionsbedingten Veränderungen oder des Index des bereinigten Bestands berechnen.  $F_t^M$  und  $L_t$  seien wie oben definiert, und der Index  $I_t$  des bereinigten Bestands im Monat t ist definiert als:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis für den Index (der nicht saisonbereinigten Reihen) dient derzeit Dezember 2006 = 100. Die Zeitreihen des Index des bereinigten Bestands sind auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“ abrufbar.

Die Jahreswachstumsrate  $a_t$  für den Monat t, also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat t, lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$f) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die Jahreswachstumsraten auf das Ende des angegebenen Berichtszeitraums. Beispielsweise ergibt sich die Jahreswachstumsrate für das Jahr 2002 in Formel g) aus der Division des Indexwerts für Dezember 2002 durch den Indexwert für Dezember 2001.

Wachstumsraten für Zeiträume von weniger als einem Jahr können durch Anpassung von Formel g) berechnet werden. Beispielsweise kann die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vormonat  $a_t^M$  wie folgt berechnet werden:

$$h) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Den zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitt der prozentualen Veränderung von M3 gegenüber dem Vorjahr erhält man schließlich mit der Formel  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , wobei  $a_t$  wie in den Formeln f) und g) oben definiert ist.

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE QUARTALSREIHEN

$F_t^Q$  und  $L_{t-3}$  seien wie oben definiert, und der Index  $I_t$  des bereinigten Bestands für das mit dem Monat t endende Quartal ist definiert als:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Die Jahreswachstumsrate für die vier Quartale, die mit dem Monat t enden, d. h.  $a_t$ , lässt sich mit Formel g) berechnen.

#### SAISONBEREINIGUNG DER MONETÄREN STATISTIKEN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS<sup>1</sup>

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA.<sup>2</sup> Die Saisonbereinigung kann eine wochentägliche Bereinigung umfassen und wird bei einigen Reihen indirekt durch eine lineare Kombination der Komponenten durchgeführt. Dies gilt insbesondere für das

Geldmengenaggregat M3, das durch Aggregation der saisonbereinigten Reihen für M1, M2 minus M1 und M3 minus M2 ermittelt wird.

Die Verfahren zur Saisonbereinigung werden zunächst auf den Index des bereinigten Bestands angewandt.<sup>3</sup> Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf die Bestände und die Bereinigungen infolge von Umgruppierungen und Neubewertungen angewandt, woraus sich wiederum die saisonbereinigten transaktionsbedingten Veränderungen ergeben. Die Saisonfaktoren (und Kalenderfaktoren) werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

#### ZU DEN ABSCHNITTEN 3.1 BIS 3.5

#### GLEICHHEIT VON MITTELVERWENDUNG UND MITTELAUFKOMMEN

In Tabelle 3.1 richten sich die Angaben nach einer grundlegenden Bilanzgleichung. Was die nicht-finanziellen Transaktionen betrifft, so entspricht die gesamte Mittelverwendung bei jeder Transaktionsart dem gesamten Mittelaufkommen. Diese Bilanzgleichung gilt auch für das Finanzierungskonto, d. h. bei jeder Kategorie von Finanzinstrumenten entsprechen die gesamten Transaktionen mit Forderungen den gesamten Transaktionen mit Verbindlichkeiten. Im Konto „Sonstige Forderungsänderungen“ und in der finanziellen Vermögensbilanz entspricht die Summe der For-

1 Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“.

2 Ausführliche Informationen in: D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto und B. C. Chen, New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program, in: Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2, 1998, S. 127-152, sowie: Time Series Staff, Bureau of the Census, X-12-ARIMA Reference Manual, Washington, D.C.

Für interne Zwecke wird auch der modellgestützte Ansatz von TRAMO-SEATS verwendet. Ausführliche Informationen über TRAMO-SEATS in: V. Gomez und A. Maravall, Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User, Working Paper Nr. 9628 der Banco de España, Madrid, 1996.

3 Daraus folgt, dass bei den saisonbereinigten Reihen der Index für die Basisperiode, also Dezember 2001, in der Regel vom Wert 100 abweicht, worin die Saisonfigur des betreffenden Monats zum Ausdruck kommt.

derungen bei jeder Kategorie von Finanzinstrumenten der Summe der Verbindlichkeiten, mit Ausnahme des Währungsgolds und der Sonderziehungsrechte, die per Definition keine Verbindlichkeit irgendeines Sektors sind.

### BERECHNUNG VON SALDEN

Die am Ende jedes Kontos in den Tabellen 3.1 und 3.2 aufgeführten Salden werden wie folgt ermittelt:

Die Handelsbilanz entspricht der Einfuhr abzüglich der Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets gegenüber der übrigen Welt.

Der Saldo „Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen“ wird nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Differenz zwischen Bruttowertschöpfung (Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen für das Euro-Währungsgebiet) und Arbeitnehmerentgelt (Mittelverwendung), sonstigen Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen (Mittelverwendung) und Abschreibungen (Mittelverwendung).

Das Nettonationaleinkommen wird nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Summe aus Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen (netto), Arbeitnehmerentgelt (Mittelaufkommen), Produktionsabgaben abzüglich Subventionen (Mittelaufkommen) und Nettovermögenseinkommen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung).

Der Saldo des verfügbaren Einkommens wird ebenfalls nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Summe aus den Nettoeinkommen, Einkommen- und Vermögensteuern (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung), Sozialbeiträge (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung), monetäre Sozialleistungen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) und sonstige laufende Transfers (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung).

Das Nettosparaufkommen wird für gebietsansässige Sektoren definiert und ergibt sich aus

dem verfügbaren Nettoeinkommen zuzüglich der Nettozunahme betrieblicher Versorgungsansprüche (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) und abzüglich der Konsumausgaben (Mittelverwendung). Für die übrige Welt wird der Saldo der laufenden Außentransaktionen als Summe aus Handelsbilanz und gesamtem Nettoeinkommen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) ermittelt.

Der Finanzierungssaldo wird im Vermögensbildungskonto als Nettosparsparen zuzüglich der Nettovermögenstransfers (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) abzüglich der Bruttoinvestitionen (Mittelverwendung) abzüglich des Nettozugangs an nichtproduzierten Vermögensgütern (Mittelverwendung) und zuzüglich Abschreibungen (Mittelaufkommen) ermittelt. Er kann auch im Finanzierungskonto als Differenz aus den Transaktionen mit Forderungen insgesamt und den Transaktionen mit Verbindlichkeiten insgesamt (auch als transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen bezeichnet) ermittelt werden. Bei den privaten Haushalten und den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften besteht eine statistische Abweichung zwischen diesen anhand des Vermögensbildungskontos bzw. des Finanzierungskontos berechneten Salden.

Finanzielle Reinvermögensänderungen werden als finanzielle Reinvermögensänderungen durch Sparen und Vermögenstransfers zuzüglich sonstiger finanzieller Reinvermögensänderungen ermittelt. Mangels verfügbarer Daten bleiben darin derzeit die sonstigen Vermögensänderungen unberücksichtigt.

Das finanzielle Reinvermögen wird als Differenz zwischen den gesamten Forderungen und den gesamten Verbindlichkeiten berechnet, während die finanziellen Reinvermögensänderungen der Summe aus transaktionsbedingten finanziellen Reinvermögensänderungen (Finanzierungssaldo aus dem Finanzierungskonto) und sonstigen finanziellen Reinvermögensänderungen entsprechen.

Die transaktionsbedingten finanziellen Reinvermögensänderungen werden als Differenz aus den

gesamten Transaktionen mit Forderungen und den gesamten Transaktionen mit Verbindlichkeiten ermittelt, während die sonstigen finanziellen Reinvermögensänderungen aus den gesamten sonstigen Forderungsänderungen abzüglich der gesamten sonstigen Änderungen der Verbindlichkeiten berechnet werden.

#### ZU DEN ABSCHNITTEN 4.3 UND 4.4

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR SCHULDVERSCHREIBUNGEN UND BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet und enthalten daher keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen. Sie lassen sich anhand der transaktionsbedingten Veränderungen oder des Index der fiktiven Bestandsgrößen berechnen.  $N_t^M$  seien die transaktionsbedingten Veränderungen (Nettoabsatz) im Monat  $t$  und  $L_t$  der Bestand am Ende des Monats  $t$ . Der Index  $I_t$  der fiktiven Bestandsgrößen im Monat  $t$  ist definiert als:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis dient Dezember 2001, für den der Index gleich 100 gesetzt wird. Die Zuwachsrate  $a_t$  für den Monat  $t$ , also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat  $t$ , lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Bei der Berechnung der Wachstumsraten für Wertpapiere ohne Aktien wird dieselbe Methode wie für die Berechnung der Geldmengenaggregate angewandt; der einzige Unterschied besteht darin, dass ein „N“ anstelle eines „F“ verwendet

wird, um die verschiedenen Wege zu verdeutlichen, auf denen man den „Nettoabsatz“ für die Wertpapierstatistik und die analog berechneten „transaktionsbedingten Veränderungen“ erhält, die für die Geldmengenaggregate verwendet werden.

Die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat  $t$  endende Quartal wird wie folgt berechnet:

$$m) \quad \left( \frac{0.5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0.5I_{t-3}}{0.5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0.5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist  $I_t$  der Index der fiktiven Bestandsgrößen im Monat  $t$ . Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat  $t$  ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$n) \quad \left( \frac{0.5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0.5I_{t-12}}{0.5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0.5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

Die in Abschnitt 4.3 zugrunde gelegte Berechnungsformel wird auch für Abschnitt 4.4 verwendet und stützt sich ebenfalls auf die Methode zur Berechnung der Geldmengenaggregate. Abschnitt 4.4 beruht auf Marktkursen, deren Berechnung auf der Basis von Finanztransaktionen erfolgt, die keine Umgruppierungen, Neubewertungen oder anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen enthalten. Wechselkursänderungen entfallen, da alle erfassten börsennotierten Aktien auf Euro lauten.

#### SAISONBEREINIGUNG DER WERTPAPIER-EMISSIONSSTATISTIKEN<sup>4</sup>

Der verwendete Ansatz beruht auf der multiplikativen Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA. Die Saisonbereini-

<sup>4</sup> Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB ([www.ecb.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>4</sup>

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite S78). Die Saisonbereinigung des HVPI-Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet wird indirekt durch eine Aggregation der saisonbereinigten Reihen für verarbeitete und unverarbeitete Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse (ohne Energie) und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets durchgeführt. Energie wird unbereinigt hinzugefügt, da es keinen statistischen Nachweis für eine Saisonabhängigkeit gibt. Die Saisonfaktoren werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

#### ZU TABELLE 2 IN ABSCHNITT 7.1

#### SAISONBEREINIGUNG DER LEISTUNGSBILANZ

Der verwendete Ansatz beruht auf der multiplikativen Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite S78). Die Ursprungswerte zum Warenhandel, zu den Dienstleistungen und zu den Erwerbs- und Vermögenseinkommen werden arbeitstäglich bereinigt. Beim Warenhandel und bei den Dienstleistungen wird neben der arbeitstäglichen Bereinigung auch eine Bereinigung um die durchschnittlichen Effekte nationaler Feiertage vorgenommen. Die Saisonbereinigung für die genannten Posten wird anhand dieser vorbereinigten Reihen vorgenommen. Die Saisonbereinigung der gesamten Leistungsbilanz erfolgt durch Aggregation der saisonbereinigten Reihen für den Warenhandel, die Dienstleistungen, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen und die laufenden Übertragungen für das Euro-Währungsgebiet. Die Saisonfaktoren (und die Faktoren im Zusammenhang mit den Handelstagen) werden in halbjährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

#### ZU ABSCHNITT 7.3

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE QUARTALS- UND JAHRESREIHEN

Die Jahreswachstumsrate für das Quartal  $t$  wird auf Basis der vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderung ( $F_t$ ) und des Bestands ( $L_t$ ) wie folgt berechnet:

$$a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{t-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Die Wachstumsrate für die jährlichen Reihen entspricht der Wachstumsrate im Schlussquartal des betreffenden Jahres.



## ERLÄUTERUNGEN

Der Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ enthält in erster Linie Statistiken für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes. Detailliertere und längere Zeiträume erfassende Datenreihen mit weiteren Erläuterungen sind unter der Rubrik „Statistics“ auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) abrufbar. Daten können über das benutzerfreundlich gestaltete Statistical Data Warehouse der EZB ([sdw.ecb.europa.eu/](http://sdw.ecb.europa.eu/)), das auch eine Suchfunktion enthält, abgerufen und heruntergeladen werden. Unter „Data services“ können unter anderem verschiedene Datensätze abonniert werden, und es steht eine Datenbank mit komprimierten Daten im CSV-Format (CSV = Comma Separated Value) zur Verfügung. Weitere Informationen sind unter [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu) erhältlich.

Redaktionsschluss für die in den Monatsberichten enthaltenen Statistiken ist im Allgemeinen der Tag vor der ersten Sitzung des EZB-Rats im Monat. Für die vorliegende Ausgabe des Monatsberichts war dies der 5. November 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 Versicherungshilfs-tätigkeiten) sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen vorgenommen.

Abschnitt 3.2 enthält über vier Quartale kumulierte Stromgrößen (Transaktionen) für die sogenannten nichtfinanziellen Konten des Euro-Währungsgebiets (d. h. der vorgenannten Konten 1 bis 5), die ebenfalls in der vereinfachten Kontenabfolge dargestellt sind.

In Abschnitt 3.3 werden über vier Quartale kumulierte Stromgrößen (Transaktionen und sonstige Änderungen) bezüglich des Einkommens, der Ausgaben und der Vermögensänderung der privaten Haushalte sowie die Bestandsgrößen der finanziellen Vermögensbilanz genauer analysiert. Die sektorspezifischen Transaktionen und Salden sind so dargestellt, dass Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen der privaten 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, aufgliedert nach Emittentengruppen. Die monatlichen Angaben zur Emission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften entsprechen den in Abschnitt 3.4 ausgewiesenen Quartalsangaben (Finanzielle Vermögensbilanz, Börsennotierte Aktien).

Abschnitt 4.4 (Spalte 3, 5, 7 und 9) zeigt die Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet, aufgliedert nach Emittentengruppen. Die Raten basieren auf Finanztransaktionen, d. h. Geschäften, bei denen Aktien gegen Zahlung von einem Emittenten begeben oder zurückgekauft werden (mit Ausnahme von Investitionen in eigene Aktien). Umgruppierungen, Neubewertungen und andere nichttransaktionsbedingte Veränderungen werden bei der Berechnung der Jahreswachstumsraten nicht berücksichtigt.

Abschnitt 4.5 enthält Angaben zu den Zinssätzen, die die im Euroraum ansässigen MFIs für auf Euro lautende Einlagen von bzw. Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet berechnen. Die MFI-Zinssätze für den Euroraum werden als mit dem entsprechenden Geschäftsvolumen gewichteter Durchschnitt der Zinssätze der Euro-Länder für die jeweilige Kategorie ermittelt.

Die MFI-Zinsstatistik ist nach Art des Geschäfts (Bestand, Neugeschäft), Sektoren, Instrumenten, Laufzeit des Finanzinstruments, vereinbarter Kündigungsfrist bzw. anfänglicher Zinsbindung untergliedert. Die neue MFI-Zinsstatistik ersetzt die zehn statistischen Übergangszeitreihen zu den Zinssätzen im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungs-

gebiet, die seit Januar 1999 im Monatsbericht veröffentlicht wurden.

In Abschnitt 4.6 sind die Geldmarktsätze für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan dargestellt. Für den Euroraum wird ein breites Spektrum an Geldmarktsätzen ausgewiesen, das von den Zinssätzen für Tagesgeld bis hin zum Zwölfmonatsgeld reicht. Für die Zeit vor Januar 1999 wurden für das Euro-Währungsgebiet synthetische Zinssätze anhand nationaler mit dem BIP gewichteter Sätze berechnet. Mit Ausnahme des Tagesgeldsatzes bis Dezember 1998 handelt es sich bei den Monats-, Quartals- und Jahresangaben um Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Für Tagesgeld sind bis Dezember 1998 die Zinssätze für Interbankeinlagen angegeben. Ab Januar 1999 gibt Spalte 1 in Abschnitt 4.6 den durchschnittlichen Euro-Tagesgeldsatz (Euro Overnight Index Average = EONIA) an. Bis Dezember 1998 handelt es sich dabei um die am Ende des jeweiligen Berichtszeitraums geltenden Sätze, danach um die Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Die Zinsen für Ein-, Drei-, Sechs- und Zwölfmonatsgeld werden seit Januar 1999 nach den Euro Interbank Offered Rates (EURIBOR) berechnet, bis Dezember 1998 – soweit verfügbar – nach den London Interbank Offered Rates (LIBOR). Bei den Vereinigten Staaten und Japan entspricht der Zinssatz auf Dreimonatsgeld dem LIBOR.

Tabelle 4.7 zeigt die Zinssätze am Ende des jeweiligen Berichtszeitraums. Diese werden anhand nominaler Kassazinsstrukturkurven auf Basis der auf Euro lautenden Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets geschätzt. Die Schätzung der Zinsstrukturkurven erfolgt anhand des Svensson-Modells.<sup>3</sup> Zudem werden die Spreads zwischen den Zehnjahressätzen und den Dreimonats- bzw. Zweijahressätzen ausgewiesen. Weitere Zinsstrukturkurven (tägliche Veröffentlichungen einschließlich Tabellen und Abbildungen) sowie die entsprechenden methodischen Hinweise sind unter

3 L. E. Svensson, Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Nr. 1051, 1994.

[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 Einzelhandelsumsätzen (Abschnitt 5.2) ist die Ver-

ordnung (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 von Abschnitt 5.1) wird von der EZB auf der

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.

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 su-

chen, 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 entsprechen dem Code „EDP B.9“, wie er in Ver-

<sup>8</sup> ABl. L 172 vom 12.7.2000, S. 3.

ordnung (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 sind als vorläufig anzusehen. Sie werden mit

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.

der Veröffentlichung der Daten für den darauf folgenden Monat und/oder der detaillierten vierteljährlichen Zahlungsbilanzangaben revidiert. Frühere Angaben werden in regelmäßigen Abständen oder jeweils bei methodischen Änderungen bei der Erstellung der zugrunde liegenden Daten revidiert.

Tabelle 1 in Abschnitt 7.2 enthält darüber hinaus saisonbereinigte Leistungsbilanzangaben, die gegebenenfalls auch arbeitstäglich und um Schaltjahreseffekte sowie Effekte aufgrund der Osterfeiertage bereinigt sind. Tabelle 3 von Abschnitt 7.2 und Tabelle 8 von Abschnitt 7.3 zeigen eine geografische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Partnerländern bzw. Ländergruppen, wobei zwischen EU-Mitgliedstaaten, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören, und Ländern oder Ländergruppen außerhalb der Europäischen Union unterschieden wird. Daneben zeigt die Aufschlüsselung auch Transaktionen und Bestände gegenüber EU-Institutionen (die – mit Ausnahme der EZB – ungeachtet ihres physischen Standorts statistisch als Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets behandelt werden) und zu bestimmten Zwecken auch gegenüber Offshore-Finanzzentren und internationalen Organisationen. Für Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen, für Finanzderivate und Währungsreserven liegt keine geografische Aufgliederung der entsprechenden Transaktionen bzw. Bestände vor. Auch für Kapitalertragszahlungen an Brasilien, die Volksrepublik China, Indien und Russland werden keine gesonderten Daten zur Verfügung gestellt. Eine Beschreibung der geografischen Aufschlüsselung findet sich in: EZB, Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Ländern und Ländergruppen, Monatsbericht Februar 2005.

Die Angaben zur Kapitalbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 7.3 werden auf der Grundlage der Transaktionen und Bestände gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets errechnet, wobei der Euroraum als eine Wirtschaftsein-

heit 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) und den wichtigsten Güterarten im System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen. Die gewerblichen Erzeugnisse (Spalte 7 und 12) und Öl (Spalte 13) beruhen auf der Definition gemäß SITC Rev. 4. Die geografische Aufschlüsselung (Tabelle 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 ist teilweise darauf zurückzuführen, dass bei der Erfassung der Wareneinfuhren in den Außenhandelsdaten Versicherungs- und Frachtdienstleistungen berücksichtigt werden.

## 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. Makrydakis und C. Thimann, The effective exchange rates of the euro, Februar 2002), das von der Website der EZB heruntergeladen werden kann.

Bei den in Abschnitt 8.2 ausgewiesenen bilateralen Wechselkursen handelt es sich um die Monatsdurchschnitte der täglich für die betreffenden Währungen veröffentlichten Referenzkurse.

### **ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS**

Die Statistiken über die anderen EU-Mitgliedstaaten (Abschnitt 9.1) werden nach denselben Grundsätzen wie die Statistiken zum Euro-Währungsgebiet erstellt. Die Daten 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

<sup>1</sup> Die Chronik der geldpolitischen Maßnahmen, die das Eurosystem von 1999 bis 2005 ergriffen hat, findet sich im Jahresbericht der EZB für das jeweilige Jahr.

sowie 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, 8. MAI UND 5. JUNI 2008**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 4,0 %, 5,0 % bzw. 3,0 % zu belassen.

**3. JULI 2008**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 9. Juli 2008 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 4,25 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 9. Juli 2008 um jeweils 25 Basispunkte auf 5,25 % bzw. 3,25 % zu erhöhen.

**7. AUGUST, 4. SEPTEMBER UND 2. OKTOBER 2008**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 4,25 %, 5,25 % bzw. 3,25 % zu belassen.

**8. OKTOBER 2008**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 15. Oktober 2008 abzuwickelnden Geschäften – um 50 Basispunkte auf 3,75 % zu verringern. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit sofortiger Wirkung um jeweils 50 Basispunkte auf 4,75 % bzw. 2,75 % zu senken. Darüber hinaus beschließt der EZB Rat, dass die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 15. Oktober abzuwickelnden Geschäft – als Mengentender mit vollständiger Zuteilung zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte durchgeführt werden. Des Weiteren verringert die EZB mit Wirkung vom 9. Oktober den Korridor für die ständigen Fazilitäten von 200 Basispunkten auf 100 Basispunkte um den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte. Die beiden Maßnahmen bleiben so lange wie nötig, mindestens aber bis zum Ende der ersten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des kommenden Jahres am 20. Januar 2009, in Kraft.

**15. OKTOBER 2008**

Der EZB-Rat beschließt, den Sicherheitenrahmen weiter auszuweiten und die Bereitstellung von Liquidität zu verbessern. Zu diesem Zweck beschließt er, a) das Verzeichnis der für Kreditgeschäfte des Eurosystems zugelassenen Sicherheiten auszuweiten, wobei die Ausweitung bis Ende 2009 in Kraft bleibt, b) die Bereitstellung längerfristiger Refinanzierungsmittel mit Wirkung vom 30. Oktober 2008 bis zum Ende des ersten Quartals 2009 zu verbessern und c) Liquidität in US Dollar über Devisenswapgeschäfte bereitzustellen.

**6. NOVEMBER 2008**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 12. November 2008 abzuwickelnden Geschäften – um 50 Basispunkte auf 3,25 % zu verringern. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 12. November 2008 um jeweils 50 Basispunkte auf 3,75 % bzw. 2,75 % zu senken.

# 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 August bis Oktober 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“.

## MONATSBERICHT SONDERAUSGABE

- „10 Jahre EZB 1998 - 2008“, 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.

„Gemeinsame Geldpolitik und nationale Finanzpolitik vor dem Erfordernis eines reibungslosen Funktionierens der WWU“, Juli 2008.

„Wichtige stilisierte Fakten zum Dienstleistungsverkehr des Euro-Währungsgebiets“, Juli 2008.

„Die Bereitstellung technischer Unterstützung für EU-Nachbarregionen durch das Eurosystem“, Juli 2008.

„Die außenwirtschaftliche Dimension der monetären Analyse“, August 2008.

„Die Rolle der Banken im geldpolitischen Transmissionsprozess“, August 2008.

„Zehn Jahre Stabilitäts- und Wachstumspakt“, Oktober 2008.

„Grenzüberschreitende Bankenfusionen und -übernahmen sowie institutionelle Anleger“, Oktober 2008.

„Beobachtung der Arbeitskostenentwicklung in den Ländern des Euro-Währungsgebiets“, November 2008.

„Aktienmarktbewertung und Aktienrisikoprämie“, November 2008.

„Zehn Jahre TARGET und der Start von TARGET2“, November 2008.

#### **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.

6. „The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law“, Juni 2008.
7. „Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects“ von P. Athanassiou und N. Max-Guix, Juli 2008.

#### 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. Garcia 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. Papatthanassiou 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.
85. „Benchmarking the Lisbon strategy“ von D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca und W. Coussens, Juni 2008.
86. „Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach“ von M. M. Borys, É. K. Polgár und A. Zlate, Juni 2008.
87. „Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges“ von einer Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des ESZB, Juni 2008.
88. „Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia“ von S. Herrmann und A. Winkler, Juni 2008.
89. „An analysis of youth unemployment in the euro area“ von R. Gomez-Salvador und N. Leiner-Killinger, Juni 2008.
90. „Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts“ von M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi und N. Vidalis, Juli 2008.
91. „The impact of sovereign wealth funds on global financial markets“ von R. Beck und M. Fidora, Juli 2008.
92. „The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy“ von M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf und D. Peschel, Juli 2008.
93. „Russia, EU enlargement and the euro“ von Z. Polański und A. Winkler, August 2008.
94. „The changing role of the exchange rate in a globalised economy“ von F. di Mauro, R. Ruffer und I. Bunda, September 2008.
95. „Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems“ von der Expertengruppe für Herausforderungen im Hinblick auf die Finanzstabilität der Beitrittskandidaten des Ausschusses für Internationale Beziehungen, September 2008.
96. „The monetary presentation of the euro area balance of payments“ von L. Bê Duc, F. Mayerlen und P. Sola, September 2008.

97. „Globalisation and the competitiveness of the euro area“ von F. di Mauro und K. Forster, September 2008.
98. „Will oil prices decline over the long run?“ von R. Kaufmann, P. Karadeloglou und F. di Mauro, Oktober 2008.

#### RESEARCH BULLETIN

- „Research Bulletin“ Nr. 6, Juni 2007.
- „Research Bulletin“ Nr. 7, Juni 2008.

#### WORKING PAPER SERIES

923. „Resuscitating the wage channel in models with unemployment fluctuations“ von K. Christoffel und K. Kuester, August 2008.
924. „Government spending volatility and the size of nations“ von D. Furceri und M. Poplawski Ribeiro, August 2008.
925. „Flow on conjunctural information and forecast of euro area economic activity“ von K. Drechsel und L. Maurin, August 2008.
926. „Euro area money demand and international portfolio allocation: a contribution to assessing risks to price stability“ von R. A. De Santis, C. A. Favero und B. Roffia, August 2008.
927. „Monetary stabilisation in a currency union of small open economies“ von M. Sánchez, August 2008.
928. „Corporate tax competition and the decline of public investment“ von P. Gomes und F. Pouget, August 2008.
929. „Real convergence in central and eastern European EU Member States: which role for exchange rate volatility?“ von O. Arratibel, D. Furceri und R. Martin, September 2008.
930. „Sticky information Phillips curves: European evidence“ von J. Döpke, J. Dovern, U. Fritsche und J. Slacalek, September 2008.
931. „International stock return comovements“ von G. Bekaert, R. J. Hodrick und X. Zhang, September 2008.
932. „How does competition affect efficiency and soundness in banking? New empirical evidence“ von K. Schaeck und M. Čihák, September 2008.
933. „Import price dynamics in major advanced economies and heterogeneity in exchange rate pass-through“ von S. Déés, M. Burgert und N. Parent, September 2008.
934. „Bank mergers and lending relationships“ von J. Montoriol-Garriga, September 2008.
935. „Fiscal policies, the current account and Ricardian equivalence“ von C. Nickel und I. Vansteenkiste, September 2008.
936. „Sparse and stable Markowitz portfolios“ von J. Brodie, I. Daubechies, C. De Mol, D. Giannone und I. Loris, September 2008.
937. „Should quarterly government finance statistics be used for fiscal surveillance in Europe?“ von D. J. Pedregal und J. J. Pérez, September 2008.
938. „Channels of international risk-sharing: capital gains versus income flows“ von T. Bracke und M. Schmitz, September 2008.
939. „An application of index numbers theory to interest rates“ von J. Huerga und L. Steklacova, September 2008.
940. „The effect of durable goods and ICT on euro area productivity growth?“ von J. Jalava und I. K. Kavonius, September 2008.

941. „The euro’s influence upon trade: Rose effect versus border effect” von G. Cafiso, September 2008.
942. „Towards a monetary policy evaluation framework” von S. Adjemian, M. Darracq Paries und S. Moyen, September 2008.
943. „The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area” von C. Martinez-Carrascal und A. Ferrando, September 2008.
944. „The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis“ von K. Christoffel, G. Coenen und A. Warne, Oktober 2008.
945. „Wage and price dynamics in Portugal” von C. Robalo Marques, Oktober 2008.
946. „Macroeconomic adjustment to Monetary Union” von G. Fagan und V. Gaspar, Oktober 2008.
947. „Foreign-currency bonds: currency choice and the role of uncovered and covered interest parity” von M. M. Habib und M. Joy, Oktober 2008.
948. „Clustering techniques applied to outlier detection of financial market series using a moving window filtering algorithm” von J. M. Puigvert Gutiérrez und J. Fortiana Gregori, Oktober 2008.
949. „Short-term forecasts of euro area GDP growth” von E. Angelini, G. Camba-Méndez, D. Giannone, L. Reichlin und G. Rünstler, Oktober 2008.
950. „Is forecasting with large models informative? Assessing the role of judgement in macroeconomic forecasts” von R. Mestre und P. McAdam, Oktober 2008.
951. „Exchange rate pass-through in the global economy: the role of emerging market economies” von M. Bussière und T. Peltonen, Oktober 2008.
952. „How successful is the G7 in managing exchange rates?” von M. Fratzscher, Oktober 2008.
953. „Estimating and forecasting the euro area monthly national accounts from a dynamic factor model” von E. Angelini, M. Bańbura und G. Rünstler, Oktober 2008.
954. „Fiscal policy responsiveness, persistence and discretion” von A. Afonso, L. Agnello und D. Furceri, Oktober 2008.
955. „Monetary policy and stock market boom-bust cycles” von L. Christiano, C. Ilut, R. Motto und M. Rostagno, Oktober 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.
- „The Eurosystem 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: Eurosystem contribution“, November 2007 (nur online verfügbar).
- „Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem 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.

„Financial Stability Review“, Juni 2008.

„Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges“, Juni 2008.

„The international role of the euro“, Juli 2008 (nur online verfügbar).

„Payment systems and market infrastructure oversight report“, Juli 2008 (nur online verfügbar).

„Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament“, Juli 2008 (nur online verfügbar).

„Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament“, Juli 2008 (nur online verfügbar).

„Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments“, Juli 2008.

„CCBM2 User Requirements 4.1“, Juli 2008 (nur online verfügbar).

„Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007“, September 2008.

„New procedure for constructing ECB staff projection ranges“, September 2008 (nur online verfügbar).

„Commission’s draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation“, September 2008 (nur online verfügbar).

„Euro money market survey“, September 2008 (nur online verfügbar).

„EU banking structures“, Oktober 2008 (nur online verfügbar).

„Letter from the ECB President to Mr Mario Borghezio, Member of the European Parliament“, Oktober 2008 (nur online verfügbar).

„Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament“, Oktober 2008 (nur online verfügbar).

#### **INFORMATIONSBROSCHÜREN**

„A single currency – an integrated market infrastructure“, September 2007.

„The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks“, 2. Auflage, Mai 2008.

„Price Stability – why is it important for you?“, Juni 2008.

„A single currency – an integrated market infrastructure“, September 2008.



## 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 Arbeits-einsatz. Die Arbeitsproduktivität lässt sich zwar auf verschiedene Arten berechnen, doch wird sie meist als BIP in konstanten Preisen dividiert durch die Gesamtzahl der Beschäftigten oder durch die geleisteten Gesamtarbeitsstunden gemessen.

**Auslandsvermögensstatus** (international investment position – i.i.p.): Bestandsstatistik, die den Wert und die Zusammensetzung der finanziellen Nettoforderungen und -verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland ausweist.

**Außenhandel** (external trade in goods): Warenausfuhren und -einfuhren im Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets, angegeben als Wert, Volumen- und Durchschnittswertindizes. Die Außenhandelsstatistik ist nicht mit den in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ausgewiesenen Exporten und Importen vergleichbar, da Letztere sowohl grenzüberschreitende Transaktionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets als auch den Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets erfassen und darüber hinaus nicht zwischen Waren und Dienstleistungen unterscheiden. Auch mit der Position Warenhandel in der Zahlungsbilanzstatistik ist sie nicht gänzlich vergleichbar. Neben methodischen Anpassungen liegt der Hauptunterschied darin, dass bei der Erfassung der Einfuhren in der Außenhandelsstatistik Versicherungs- und Frachtdienstleistungen berücksichtigt werden, während die Warenimporte in der Zahlungsbilanzstatistik ohne diese beiden Dienstleistungen (FOB – free on board) erfasst werden.

**Autonome Liquiditätsfaktoren** (autonomous liquidity factors): Liquiditätsfaktoren, die normalerweise nicht aus dem Einsatz geldpolitischer Instrumente resultieren. Dazu zählen unter anderem der Banknotenumlauf, die Einlagen öffentlicher Haushalte bei der Zentralbank und die Netto-Fremdwährungsposition der Zentralbank.

**Bruttoinlandsprodukt (BIP)** (gross domestic product – GDP): Wert der Gesamtproduktion von Waren und Dienstleistungen einer Volkswirtschaft nach Abzug der Vorleistungen zuzüglich der um Subventionen verminderten Produktions- und Importabgaben. Das BIP lässt sich nach Entstehungs-, Verwendungs- oder Verteilungskomponenten aufgliedern. Die wichtigsten Verwendungskomponenten des BIP sind private Konsumausgaben, Konsumausgaben des Staates, Bruttoanlageinvestitionen, Vorratsveränderungen sowie Importe und Exporte von Waren und Dienstleistungen (einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets).

**Deficit-Debt-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. Einlagensubstitute im engeren Sinn von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinn) Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Letztere Gruppe umfasst in erster Linie Geldmarktfonds.

**MFI-Zinssätze** (MFI interest rates): Zinssätze, die von gebietsansässigen Kreditinstituten und sonstigen MFIs (ohne Zentralbanken und Geldmarktfonds) für auf Euro lautende Einlagen und Kredite gegenüber im Euro-Währungsgebiet ansässigen privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften angewendet werden.

**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.