



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

10 | 2011

MONATSBERICHT

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

01 | 2011

02 | 2011

03 | 2011

04 | 2011

05 | 2011

06 | 2011

07 | 2011

08 | 2011

09 | 2011

**10 | 2011**

11 | 2011

12 | 2011

MONATSBERICHT  
OKTOBER





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM



## MONATSBERICHT OKTOBER 2011

Auf allen  
Veröffentlichungen  
der EZB ist im  
Jahr 2011 ein  
Ausschnitt der  
100-€-Banknote  
abgebildet.

© Europäische Zentralbank, 2011

**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. Oktober 2011.*

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>	
Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets	9	Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	I
Monetäre und finanzielle Entwicklung	21	Publikationen der Europäischen Zentralbank	V
Preise und Kosten	51	Glossar	VII
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	60		
<b>Kästen:</b>			
1 Finanzialisierung von Rohstoffen und marktübergreifende Renditen	13		
2 Der Wechselkurs des Schweizer Franken gegenüber dem Euro: jüngste Entwicklung	19		
3 Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das dritte Quartal 2011	26		
4 TARGET2-Salden der nationalen Zentralbanken im Euro-Währungsgebiet	36		
5 Beteiligung des privaten Sektors und deren Folgen für die Finanzstabilität	45		
6 Externer Preisdruck: Auswirkungen auf die Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet	52		
<b>AUFSATZ</b>			
Das Geldangebot – Verhalten der Banken und Auswirkungen auf die monetäre Analyse	67		
Strukturmerkmale der Absatzwirtschaft und ihre Auswirkungen auf die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet	87		
Die Finanzkrise im Spiegel der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet: eine Betrachtung der Finanzierungsströme	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	statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Union
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 EU angewendeten Praxis werden die EU-Länder im Bericht in der alphabetischen Reihenfolge der Bezeichnung der Länder in den jeweiligen Landessprachen aufgeführt.**



## EDITORIAL

Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse beschloss der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 6. Oktober 2011, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Die Inflation liegt weiterhin auf erhöhtem Niveau, und eingehende Daten haben bestätigt, dass sie in den kommenden Monaten über der 2 %-Marke bleiben, danach aber zurückgehen dürfte. Gleichzeitig ist die Grunddynamik der monetären Expansion nach wie vor moderat. Anhaltende Spannungen an den Finanzmärkten und ungünstige Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen dürften sich in der zweiten Jahreshälfte 2011 dämpfend auf das Tempo des Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet auswirken. Der Wirtschaftsausblick ist weiterhin mit besonders hoher Unsicherheit und verstärkten Abwärtsrisiken behaftet. Zugleich bleiben die kurzfristigen Zinsen niedrig. Es ist nach wie vor von entscheidender Bedeutung, dass die Geldpolitik Preisstabilität auf mittlere Sicht gewährleistet, um so sicherzustellen, dass die Inflationserwartungen im Euroraum fest auf einem Niveau verankert sind, das mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang steht, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten. Diese Verankerung der Inflationserwartungen ist eine Grundvoraussetzung dafür, dass die Geldpolitik ihren Beitrag zur Unterstützung des Wirtschaftswachstums und zur Schaffung von Arbeitsplätzen im Eurogebiet leisten kann. In nächster Zeit ist eine sehr genaue Analyse aller eingehenden Daten und Entwicklungen angebracht.

Ferner legte der EZB-Rat die Einzelheiten zu den Refinanzierungsgeschäften fest, die in der Zeit von Oktober 2011 bis zum 10. Juli 2012 abgewickelt werden. Er beschloss, zwei längerfristige Refinanzierungsgeschäfte durchzuführen, eines im Oktober 2011 mit einer Laufzeit von rund 12 Monaten und eines im Dezember 2011 mit einer Laufzeit von rund 13 Monaten, wobei weiterhin bei allen Refinanzierungsgeschäften das Mengentenderverfahren mit vollständiger Zuteilung Anwendung findet. Darüber

hinaus beschloss der EZB-Rat, im November 2011 ein neues Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen aufzulegen.<sup>1</sup> Die Liquiditätsversorgung und die Zuteilungsart bei den Refinanzierungsgeschäften werden weiterhin sicherstellen, dass die Banken im Eurogebiet keinen liquiditätsseitigen Beschränkungen unterliegen. Alle während der akuten Finanzmarktspannungen ergriffenen Sondermaßnahmen sind entsprechend ihrer Ausgestaltung vorübergehender Natur.

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so wird für die zweite Jahreshälfte nun mit einem sehr moderaten Wachstum des realen BIP im Euroraum gerechnet, nachdem es sich im zweiten Vierteljahr 2011 gegenüber dem Vorquartal auf 0,2 % abgeschwächt hat. Die konjunkturelle Grunddynamik im Eurogebiet scheint durch eine Reihe von Faktoren gedämpft zu werden. Hierzu zählen eine Verlangsamung der globalen Nachfrage, Einbußen beim Unternehmer- und Verbrauchervertrauen sowie ungünstige Auswirkungen der anhaltenden Spannungen an einigen Staatsanleihemärkten im Euro-Währungsgebiet auf die Finanzierungsbedingungen. Gleichzeitig geht der EZB-Rat nach wie vor davon aus, dass das weiterhin positive Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften und die niedrigen kurzfristigen Zinsen sowie die verschiedenen Maßnahmen zur Unterstützung der Funktionsfähigkeit des Finanzsektors der Wirtschaftstätigkeit des Euroraums zugute kommen.

Nach Auffassung des EZB-Rats bleiben die Risiken für den Wirtschaftsausblick im Euro-Währungsgebiet in einem von besonders hoher Unsicherheit geprägten Umfeld nach unten gerichtet. Abwärtsrisiken ergeben sich vor allem aus den anhaltenden Spannungen in einigen Finanzmarktsegmenten des Euroraums und weltweit sowie daraus, dass der resultierende Druck weiter auf die Realwirtschaft im Eurogebiet übergreifen könnte. Sie erwachsen ferner aus den nach wie vor hohen Energiepreisen, aus Protektionismusbestrebungen und aus der Möglichkeit

<sup>1</sup> Weitere Details sind den folgenden Pressemitteilungen vom 6. Oktober 2011 zu entnehmen: „EZB kündigt Einzelheiten zu den Refinanzierungsgeschäften in der Zeit von Oktober 2011 bis zum 10. Juli 2012 an“ und „EZB kündigt neues Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen an“.

einer ungeordneten Korrektur globaler Ungleichgewichte.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so belief sich die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Eurogebiet der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im September 2011 auf 3,0 % nach 2,5 % im Vormonat. Die Preissteigerungsraten befinden sich seit Ende letzten Jahres auf einem erhöhten Niveau, was vor allem auf die Verteuerung von Energie und sonstigen Rohstoffen zurückzuführen ist. Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Inflationsrate in den kommenden Monaten deutlich über der 2 %-Marke bleiben, danach aber zurückgehen. In diesem Verlauf schlägt sich die Erwartung einer relativ stabilen Entwicklung des Lohnwachstums vor dem Hintergrund eines moderaten Wirtschaftswachstums nieder.

Der EZB-Rat ist weiterhin der Auffassung, dass die Risiken in Bezug auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisentwicklung weitgehend ausgewogen sind. Aufwärtsrisiken bestehen in erster Linie im Zusammenhang mit möglichen Erhöhungen der indirekten Steuern und administrierten Preise aufgrund der in den kommenden Jahren erforderlichen Haushaltskonsolidierung. Abwärtsrisiken ergeben sich vor allem aus den Auswirkungen eines schwächer als erwartet ausfallenden Wachstums im Eurogebiet und in der übrigen Welt.

Was die monetäre Analyse betrifft, so stieg die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 von 2,1 % im Juli 2011 auf 2,8 % im August. Die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an den privaten Sektor, bereinigt um Kreditverkäufe und Kreditverbriefungen, betrug im August 2,8 % nach 2,6 % im Juli. Eine Reihe von Faktoren, die möglicherweise mit der Verschärfung der Spannungen an einigen Finanzmärkten zusammenhängen, könnte einen Aufwärtseffekt auf die Komponenten von M3 gehabt haben. Insbesondere scheinen umfangreiche Mittelzuflüsse bei den täglich fälligen Einlagen und Geldmarktfondsanteilen sowie spürbare Zuflüsse bei den Repogeschäften die monetäre Entwicklung im August bestimmt zu haben. Die Mittelzuflüsse

bei den Repogeschäften spiegelten hauptsächlich besicherte Interbankkredite wider, die zunehmend über zentrale Kontrahenten – die zum geldhaltenden Sektor zählen – abgewickelt wurden. Insgesamt war das M3-Wachstum insbesondere auf den Anstieg der Zwölfmonatsrate von M1 (von 1,0 % im Juli auf 1,7 % im August) und die höhere Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente zurückzuführen.

Was die Gegenposten zu M3 anbelangt, so betrogen die jährlichen Zuwachsraten der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte, beide bereinigt um Kreditverkäufe und Kreditverbriefungen, im August gegenüber dem Vormonat unverändert 2,2 % bzw. 2,7 %. Aus der angemessenen mittelfristigen Perspektive betrachtet, hat sich die Entwicklung des Wachstums der weit gefassten Geldmenge und der Kreditvergabe in den letzten Monaten weitgehend stabilisiert. Insgesamt bleibt die Grunddynamik der monetären Expansion somit moderat.

Die Situation des Bankensektors bedarf besonderer Aufmerksamkeit, wobei das Zusammenspiel zwischen Länderrisiko und dem Refinanzierungsbedarf der Banken zu berücksichtigen ist. Wie bereits in der Vergangenheit fordert der EZB-Rat die Banken nachdrücklich auf, alles zu tun, was erforderlich ist, um die Bilanzen zu stärken, Gewinne einzubehalten, Zurückhaltung bei den Bezügen zu gewährleisten und zur weiteren Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis auf den Markt zurückgreifen. Sofern notwendig, sollten sie die staatlichen Hilfsmaßnahmen, die vollumfänglich einsatzbereit gemacht werden sollten, gänzlich ausschöpfen. Dazu zählt auch die Möglichkeit, dass Regierungen künftig über die Europäische Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) Kredite für die Rekapitalisierung von Banken aufnehmen können.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der EZB-Rat auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse beschlossen hat, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Die Inflation liegt weiterhin auf erhöhtem Niveau, und eingehende Daten haben bestätigt,

dass sie in den kommenden Monaten über der 2 %-Marke bleiben, danach aber zurückgehen dürfte. Die Gegenprüfung anhand der Informationen der monetären Analyse bestätigt, dass die Grunddynamik der monetären Expansion nach wie vor moderat ist. Anhaltende Spannungen an den Finanzmärkten und ungünstige Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen dürften sich in der zweiten Jahreshälfte 2011 dämpfend auf das Tempo des Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet auswirken. Der Wirtschaftsausblick ist weiterhin mit besonders hoher Unsicherheit und verstärkten Abwärtsrisiken behaftet. Zugleich bleiben die kurzfristigen Zinsen niedrig. Es ist nach wie vor von entscheidender Bedeutung, dass die Geldpolitik Preisstabilität auf mittlere Sicht gewährleistet, um so sicherzustellen, dass die Inflationserwartungen im Euroraum fest auf einem Niveau verankert sind, das mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang steht, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten. Diese Verankerung der Inflationserwartungen ist eine Grundvoraussetzung dafür, dass die Geldpolitik ihren Beitrag zur Unterstützung des Wirtschaftswachstums und zur Schaffung von Arbeitsplätzen im Eurogebiet leisten kann. In nächster Zeit ist eine sehr genaue Analyse aller eingehenden Daten und Entwicklungen angebracht.

Was die Finanzpolitik angeht, so müssen alle Regierungen angesichts der weiterhin hohen Unsicherheit an den Finanzmärkten entschlossen handeln und Maßnahmen vorziehen, um das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen zu stärken. Alle Regierungen des Euroraums müssen ihre unumstößliche Entschlossenheit demonstrieren, die von ihnen selbst begebenen Anleihen vollständig zu bedienen. Dies ist ein entscheidendes Element, um die Finanzstabilität im Euro-Währungsgebiet insgesamt zu gewährleisten. Länder, die von EU und IWF gemeinsam aufgelegte Anpassungsprogramme durchlaufen, sowie Staaten, die von den Finanzmarktbedingungen besonders betroffen sind, müssen alle angekündigten Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung und die Stärkung der nationalen Fiskalregeln entschieden umsetzen und für zusätzliche Maßnahmen bereitste-

hen, wenn die weitere Entwicklung ihrer Lage diese erforderlich machen sollte.

Zur Stärkung des Vertrauens, der Wachstumsaussichten und der Schaffung von Arbeitsplätzen müssen Haushaltskonsolidierung und strukturelle Reformen Hand in Hand gehen. Deshalb fordert der EZB-Rat alle Regierungen des Euroraums nachdrücklich auf, substanzielle und umfassende Strukturreformen entschlossen und rasch umzusetzen. Dadurch können die Länder ihre Wettbewerbsfähigkeit steigern, die Flexibilität ihrer Volkswirtschaft erhöhen und ihr längerfristiges Wachstumspotenzial verbessern. Von entscheidender Bedeutung sind diesbezüglich Arbeitsmarktreformen, welche die Beseitigung von Arbeitsmarktrigiditäten und die Umsetzung von Maßnahmen zur Verbesserung der Lohnflexibilität zum Ziel haben, vor allem die Abschaffung der automatischen Lohnindexierungsklauseln und eine Stärkung der Tarifverträge auf Firmenebene. Allgemeiner ausgedrückt ist in diesen schwierigen Zeiten Zurückhaltung sowohl bei den Gewinnspannen als auch bei den Löhnen und Gehältern von zentraler Bedeutung. Die eben angeführten Maßnahmen sollten mit strukturellen Reformen einhergehen, welche den Wettbewerb an den Gütermärkten (insbesondere bei den Dienstleistungen) erhöhen und auch eine Liberalisierung der zugangsbeschränkten Berufe mit einbeziehen. In Betracht gezogen werden sollte gegebenenfalls auch die Privatisierung von Dienstleistungen, die derzeit vom öffentlichen Sektor erbracht werden. Hierdurch könnten das Produktivitätswachstum und die Wettbewerbsfähigkeit gefördert werden. Zugleich fordert der EZB-Rat alle Regierungen des Euroraums nachdrücklich auf, sämtliche Aspekte der von ihnen am 21. Juli 2011 getroffenen Entscheidungen vollständig umzusetzen.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Im ersten Beitrag wird untersucht, wie die im Rahmen der Analyse der Geldmengen- und Kreditentwicklung gewonnenen Informationen dazu beitragen können, die Auswirkungen des Verhaltens und der Intermediationstätigkeit der Banken auf die Wirtschaft zu bestimmen. Der zweite Aufsatz befasst sich mit den Struk-



turmerkmalen der Absatzwirtschaft und ihren Auswirkungen auf die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet und legt nahe, dass beträchtlicher Spielraum für weitere Reformen zur Verbesserung des Binnenmarkts besteht. Im dritten Aufsatz wird die Entwicklung der Finanzkrise auf der Grundlage von Finanzierungsströmen analysiert.

# WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

## I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

*Das Weltwirtschaftswachstum hat sich in den vergangenen Monaten verlangsamt, was zum Teil auf den Einfluss temporärer Faktoren zurückzuführen ist. Das Nachlassen dieser Faktoren in der zweiten Hälfte des laufenden Jahres sollte der Konjunktur jedoch etwas Schwung verleihen, wengleich neuerliche Spannungen an den internationalen Finanzmärkten und anhaltende strukturelle Probleme das Tempo der Erholung insbesondere in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bremsen. Dagegen fiel der Wachstumsrückgang in den Schwellenländern eher begrenzt aus, was dazu beitragen kann, den in einigen dieser Länder bestehenden Überhitzungsdruck abzumildern. Der Inflationsdruck bleibt insgesamt in den Schwellenländern ausgeprägter als in den Industriestaaten.*

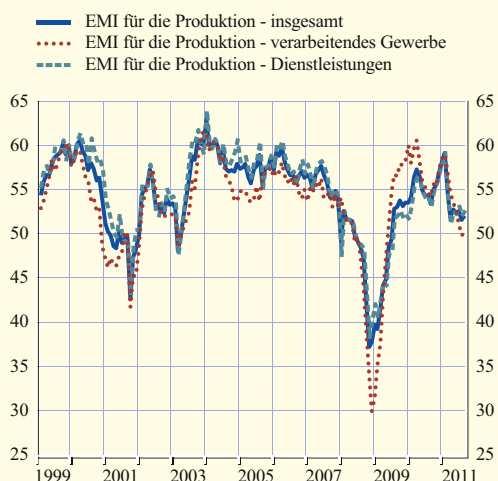
### I.1 WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN

Das Weltwirtschaftswachstum hat sich in den vergangenen Monaten verlangsamt. Zurückzuführen ist dies unter anderem auf einige temporäre Faktoren, wie die Auswirkungen der Naturkatastrophen in Japan auf die internationalen Wertschöpfungsketten und den dämpfenden Effekt der hohen Rohstoffpreise auf das verfügbare Einkommen. Während die sich verringern den Unterbrechungen der Wertschöpfungsketten der Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte wieder etwas Schwung verliehen haben, sorgen die neuerlichen Spannungen an den internationalen Finanzmärkten, die in der steigenden Volatilität an diesen Märkten und den sinkenden Aktienkursen zum Ausdruck kommen, sowie strukturelle Probleme für eine Verlangsamung der Erholung. Letztere hängen vor allem mit den im öffentlichen und privaten Sektor nach wie vor erforderlichen Bilanzsanierungen sowie der anhaltenden Schwäche der Wohnimmobilien- und Arbeitsmärkte in einigen führenden Industrieländern zusammen. Die regionalen Unterschiede hinsichtlich der Position im Konjunkturzyklus haben ebenfalls weiterhin Bestand. Während das Erholungstempo in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften recht verhalten bleibt, scheint sich der Wachstumsrückgang in den Schwellenländern eher in Grenzen zu halten, was dazu beitragen kann, den in einigen dieser Länder bestehenden Überhitzungsdruck abzumildern.

Die Abschwächung der konjunkturellen Aktivität weltweit zeigt sich auch in den Umfrageergebnissen. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie zog im September leicht auf 52,0 Punkte an nach 51,5 Zählern im Vormonat (siehe Abbildung 1). Damit hält sich der Index oberhalb der theoretischen Wachstumsschwelle von 50 Punkten, liegt aber unter seinem Durchschnittswert seit dem Jahr 2000. Was die einzelnen Sektoren angeht, so belief sich der globale EMI-Teilindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im September auf 50,0 Zähler, und auch der globale EMI für den Dienstleistungssektor deutete mit 52,6 Punkten auf eine recht verhaltene konjunkturelle Dynamik in diesem Sektor hin. Das Wachstum des Neugeschäfts im verarbeitenden Gewerbe scheint sich ebenfalls weiter verlangsamt zu haben, während es in der Dienstleistungsbranche etwas zulegte. Im Einklang mit der

Abbildung 1 Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion

(Diffusionsindex; saisonbereinigt; Monatswerte)

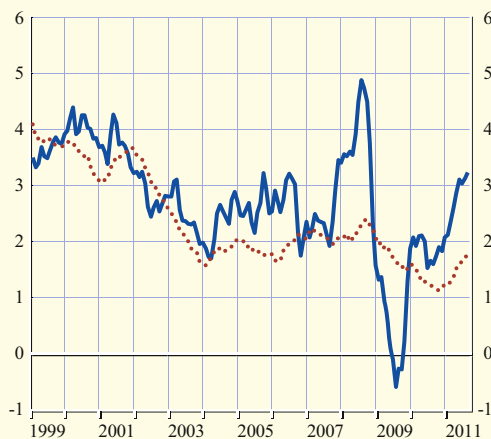


Quelle: Markit.

**Abbildung 2 Internationale Preisentwicklung**

(Monatswerte; Veränderung gegen Vorjahr in %)

— Verbraucherpreise in der OECD (insgesamt)  
..... Verbraucherpreise in der OECD  
(insgesamt, ohne Nahrungsmittel und Energie)



Quelle: OECD.

während in den aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor ein stärkerer Preisauftrieb besteht. In den OECD-Staaten belief sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise insgesamt im August 2011 auf 3,2 %, verglichen mit 3,1 % im Juli (siehe Abbildung 2). Die Teuerungsrate wurde durch eine kräftige Zunahme der Nahrungsmittel- und Energiepreise in die Höhe getrieben. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet belief sich die jährliche Inflationsrate im August auf 1,8 % gegenüber 1,7 % im Juli. In den Schwellenländern liegen die Teuerungsraten nach wie vor auf erhöhtem Niveau. Grund hierfür sind Kapazitätsengpässe sowie das höhere Gewicht, das die Rohstoffpreise in den Warenkörben dieser Staaten einnehmen.

#### VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten verlief die Konjunkturerholung im zweiten Quartal dieses Jahres weiterhin schleppend. Der dritten Schätzung des Bureau of Economic Analysis zufolge legte das reale BIP im zweiten Jahresviertel um 1,3 % gegenüber dem Vorjahr zu (0,3 % im Quartalsvergleich). Dieser Anstieg lag über der vorherigen Schätzung und folgte einem auf Jahresrate hochgerechneten Wachstum von 0,4 % im ersten Jahresviertel (siehe Abbildung 3). Hinter dem im zweiten Quartal beobachteten verhaltenen Wachstum standen nach wie vor eine Verringerung der privaten Konsumausgaben, da die gestiegenen Rohstoffpreise das verfügbare Einkommen schmälerten, und die Auswirkungen der Lieferausfälle infolge des Erdbebens in Japan, welche insbesondere die Automobilbranche trafen. Die Unternehmensinvestitionen weiteten sich erneut aus, und auch die Investitionen in Wohnimmobilien legten nach einem Rückgang im vorangegangenen Vierteljahr wieder zu. Verglichen mit der vorherigen Schätzung war die Aufwärtskorrektur des realen BIP-Wachstums im zweiten Quartal hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die von den Konsumausgaben, den Exporten und in geringerem Maße von den privaten Anlageinvestitionen ausgehenden Beiträge höher ausfielen; dies wurde nur teilweise durch einen stärkeren Negativbeitrag der Vorratsveränderungen ausgeglichen.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so beschleunigte sich der am VPI gemessene jährliche Anstieg der Verbraucherpreise von 3,6 % im Juli auf 3,8 % im August 2011. Dies war der höchste

beschriebenen Konjunkturerholung im verarbeitenden Gewerbe weltweit lassen auch die jüngsten Daten zum Welthandel sowie der EMI-Teilindex für den Auftragseingang im Exportgeschäft ein schwaches Wachstum des globalen Handels erkennen. Im Dreimonatsvergleich verringerte sich der Zuwachs des internationalen Warenhandels (ohne Euro-Währungsgebiet) im Juli auf 0,3 %, verglichen mit rund 3 % im ersten Quartal des laufenden Jahres.

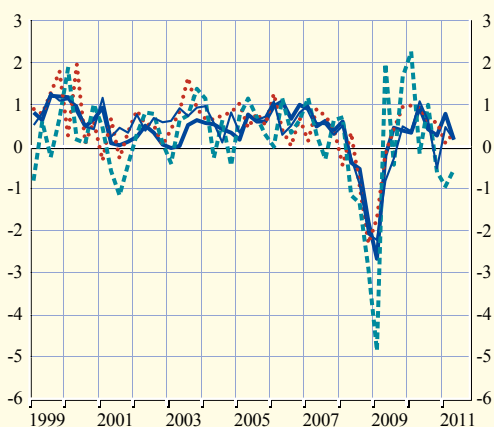
Der Kostendruck in der Weltwirtschaft scheint sich leicht abgeschwächt zu haben. So sank der EMI für die Vorleistungspreise in der Gesamtindustrie im September geringfügig auf 57,3 Punkte nach 58,0 Punkten im Vormonat. Dementsprechend liegt der Index deutlich unter den Höchstwerten, die im ersten Quartal dieses Jahres verzeichnet wurden. Die am Gesamtindex gemessene jährliche Inflationsrate hat sich unter dem Strich in den Industrieländern stabilisiert,

Abbildung 3 Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern

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

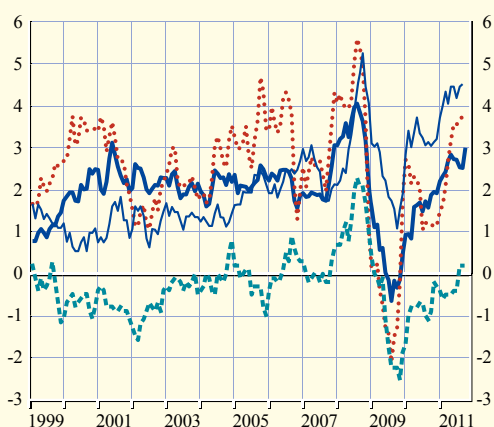
**Produktionswachstum<sup>1)</sup>**

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Quartalswerte)



**Inflationsraten<sup>2)</sup>**

(Verbraucherpreise; Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



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

Stand seit September 2008. Die im laufenden Jahr verzeichnete Steigerung der Gesamteuerungsrate ist nach wie vor auf eine verglichen mit dem Vorjahr deutliche Erhöhung der Energiepreise zurückzuführen; diese waren im August trotz eines leichten Rückgangs in den vergangenen Monaten 18,4 % höher als ein Jahr zuvor. Darüber hinaus verteuerten sich auch die Nahrungsmittel weiter, nämlich um 4,6 %. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet beschleunigte sich die jährliche Inflation von 1,8 % im Juli auf 2,0 % im August. Dieser Anstieg der Kerninflation nach den niedrigen Werten im Vorjahr ist zum Teil einer langsamen, aber stetigen Zunahme der zuvor sehr geringen Wohnkosten zuzuschreiben.

Am 21. September 2011 beschloss der Offenmarktausschuss des Federal Reserve System, den Zielzinssatz für Tagesgeld unverändert bei 0,00 % bis 0,25 % zu belassen. Er geht weiterhin davon aus, dass die wirtschaftlichen Bedingungen mindestens bis Mitte 2013 ein außergewöhnlich niedriges Niveau des Tagesgeldsatzes rechtfertigen. Gleichzeitig kündigte der Offenmarktausschuss neue Maßnahmen zur Stimulierung der schlep-penden Konjunkturerholung an. Zudem sollen diese Maßnahmen unter anderem über eine Ver-längerung der durchschnittlichen Laufzeit der von der US-Notenbank gehaltenen Wertpapierbe-stände dazu beitragen, die Bedingungen an den Hypothekenmärkten zu verbessern.

**JAPAN**

In Japan bestätigte die zweite Veröffentlichung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das zweite Quartal 2011 die negativen Aus-wirkungen der Naturkatastrophen vom März 2011. Demnach wurde die vorherige Schätzung nach unten korrigiert, sodass nun davon auszu-gehen ist, dass die japanische Wirtschaft um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal geschrumpft ist. Gleichwohl schreitet die konjunkturelle

Erholung in Japan nach Maßgabe der aktuellen monatlichen Indikatoren voran, wobei sich die durch das Erdbeben ausgelösten angebotsseitigen Engpässe allmählich verringern. Die Industrieproduktion hat trotz eines mäßigen Zugewinns im Juli und August nahezu wieder ihr vor der Naturkatastrophe verzeichnetes Niveau erreicht (derzeit liegt es im Vergleich zum Februar bei etwa 96 %). Entsprechend nahmen auch die realen Warenexporte, die anhand des Realexport-Index der Bank von Japan gemessen werden, im August geringfügig (um 0,1 % zum Vormonat) zu. Doch liegt der Index

gegenwärtig nur rund 2 % unter seinem Stand vom Februar, nachdem im Mai und Juni robuste Zuwächse erzielt wurden. Die realen Wareneinfuhren nahmen zugleich weiter zu, wenn auch in recht bescheidenem Umfang.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so lag die jährliche VPI-Teuerungsrate im August wie schon im Vormonat bei 0,2 %. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise ohne frische Nahrungsmittel beschleunigte sich von 0,1 % im Juli auf 0,2 % im August. Die jährliche VPI-Teuerungsrate ohne frische Nahrungsmittel und Energie verharrte unterdessen im August mit -0,5 % im negativen Bereich. Auf ihrer Sitzung am 7. September 2011 beschloss die Bank von Japan, den Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld unverändert bei 0,0 % bis 0,1 % zu belassen.

### **VEREINIGTES KÖNIGREICH**

Im Vereinigten Königreich war auch im Verlauf des dritten Quartals 2011 eine schwache Konjunkturentwicklung zu beobachten, wie die monatlichen Indikatoren zeigen. Die meisten aus Branchenumfragen gewonnenen Indikatoren sowie die Indikatoren zu den Konsumausgaben der privaten Haushalte waren im August und September nach wie vor recht verhalten. Die Wachstumsbelebung dürfte daher auf kurze Sicht moderat bleiben, wenngleich geldpolitische Impulse die Konjunktur stützen sollten. Die Steigerung der Binnennachfrage dürfte durch die restriktiven Kreditbedingungen, die Bilanzanpassungen der privaten Haushalte und die beträchtliche Straffung der Finanzpolitik weiterhin beeinträchtigt werden.

Die am VPI gemessene jährliche Teuerung lag in den letzten Monaten unverändert auf erhöhtem Niveau. So stieg die Inflationsrate von 4,4 % im Juli auf 4,5 % im August 2011, wohingegen die Kerninflation (d. h. der VPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie) von 3,8 % auf 3,7 % sank. Die Inflation dürfte zwar kurzfristig anziehen, doch sollten das allmähliche Abklingen bestimmter temporärer Faktoren (einschließlich der höheren Rohstoffpreise, der verzögerten Auswirkungen der Abwertung des Pfund Sterling und der seit Januar 2011 wirksamen Mehrwertsteuererhöhung) sowie die vorhandenen Überschusskapazitäten dazu beitragen, den Inflationsdruck im weiteren Verlauf zu dämpfen. Der geldpolitische Ausschuss der Bank of England beließ den auf die Reserven der Geschäftsbanken zahlbaren Leitzins in den vergangenen Quartalen bei 0,5 %. Am 6. Oktober beschloss er, zusätzlich zu dem Bestand an Vermögenswerten im Umfang von 200 Mrd GBP aus früheren Ankäufen, weitere Vermögenswerte in Höhe von 75 Mrd GBP zu erwerben, die über die Ausgabe von Zentralbankreserven finanziert werden.

### **CHINA**

In China schwächte sich das Wirtschaftswachstum im August weiter ab. Dem EMI zufolge verlangsamte sich die Konjunktur sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor, was vor allem auf die sich verschlechternden Bedingungen für die Auslandsnachfrage und die restriktiven Maßnahmen der Politik zurückzuführen ist. Während der Außenhandel im Vergleich zum Jahresanfang an Schwung verloren hat, zogen die Einfuhren im August merklich an; dies deutet darauf hin, dass die Auswirkungen der vorübergehenden Störungen in den Lieferketten, die den Folgen des Erdbebens und des Tsunamis in Japan geschuldet waren, allmählich nachließen. Die Anlageinvestitionen blieben insbesondere aufgrund der anhaltenden staatlichen Stützungsmaßnahmen für den Wohnimmobilienmarkt robust.

Die jährliche Inflationsrate nach dem VPI ging im August vorwiegend wegen niedrigerer Nahrungsmittelpreise auf 6,3 % zurück (nach 6,5 % im Juli). Die jüngste Stabilisierung der Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise sollte den Inflationsdruck in den kommenden Monaten mindern und die Teuerungsrate näher an den Zielwert der chinesischen Behörden (d. h. 4 %) führen. Die inländische

Neukreditvergabe und das M2-Wachstum verlangsamt sich im August erneut, wofür die in der ersten Jahreshälfte eingeleitete geldpolitische Straffung ausschlaggebend war. Die People's Bank of China beließ ihre Leitzinsen und den Mindestreservesatz seit Juli unverändert und signalisierte damit, dass sie die Straffung ihres geldpolitischen Kurses angesichts zunehmender Bedenken bezüglich der weltweiten Konjunkturaussichten zunächst beendet.

## 1.2 ROHSTOFFMÄRKTE

Die Ölpreise gingen im September und Anfang Oktober zurück. Am 5. Oktober kostete Rohöl der Sorte Brent 100,7 USD je Barrel und damit immer noch 8,1 % mehr als zu Jahresbeginn, aber 12 % weniger als Anfang September (siehe Abbildung 4). Mittelfristig rechnen die Marktteilnehmer mit fallenden Ölpreisen, wie aus den Terminkontrakten zur Lieferung im Dezember 2012 hervorgeht, die mit rund 96,1 USD je Barrel gehandelt werden.

Zu dem Rückgang der Ölnotierungen kam es vor dem Hintergrund der sich verschärfenden Turbulenzen an den Finanzmärkten und der damit verbundenen Besorgnis bezüglich der globalen Konjunkturaussichten. Wenngleich sich dies insbesondere in den Schwellenländern bislang noch nicht auf die derzeitige Nachfrage ausgewirkt hat, hat die Internationale Energieagentur doch ihre Nachfrageprognosen für 2011 und 2012 nach unten korrigiert.

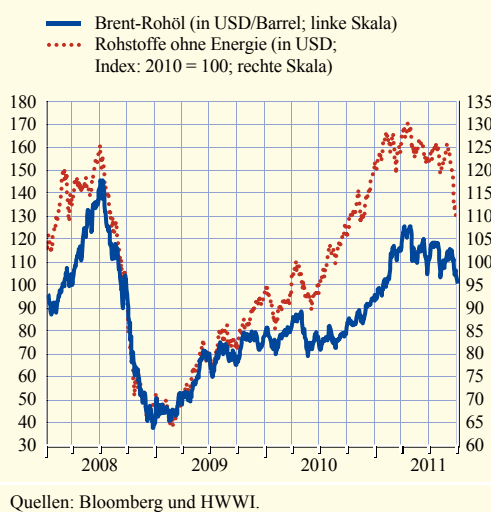
Die Notierungen für Rohstoffe ohne Energie waren im Verlauf des Monats September rückläufig. Die Bedenken im Hinblick auf die globalen Konjunkturaussichten und deren mögliche Folgen für die Rohstoffnachfrage wirkten sich negativ auf die Nahrungsmittel- wie auch die Metallpreise aus. Der Gesamtindex der (in US-Dollar gerechneten) Rohstoffpreise ohne Energie lag Ende September 10,3 % unter seinem Stand zu Jahresbeginn. In Kasten 1 wird die Entwicklung der Korrelation zwischen Rohstoff- und Finanzmarkterträgen untersucht.

### Kasten 1

#### FINANZIALISIERUNG VON ROHSTOFFEN UND MARKTÜBERGREIFENDE RENDITEN

Der Handel mit Rohstoff-Terminkontrakten hat sich seit Mitte des vergangenen Jahrzehnts intensiviert; dieses Phänomen wird häufig als „Finanzialisierung von Rohstoffen“ bezeichnet. Maßgeblich für diese Entwicklung war unter anderem das zunehmende Interesse der Anleger, Rohstoffe bzw. an Rohstoffe gekoppelte Anlageinstrumente als Teil ihrer Diversifikationsstrategie in den Portfolios zu halten. Dieses Vorgehen basiert auf der historisch niedrigen Korrelation zwischen Rohstoff- und Finanzmarkterträgen.

Abbildung 4 Wichtige Entwicklungen bei den Rohstoffpreisen



Die intensivere Handelsaktivität in den letzten Jahren kann sich auch daraus ergeben haben, dass die Banken Investmentfonds mit dem Ziel aufgelegt und vermarktet haben, spezielle Rohstoffpreisindizes abzubilden (sogenannte Indexfonds) und den Anteilshabern die Möglichkeit zu bieten, auf einfache Weise von Schwankungen der Rohstoffpreise zu profitieren. Indexfonds, die einen bestimmten Rohstoffindex nachbilden und somit eine passive Anlagestrategie verfolgen, welche hauptsächlich im Erwerb von Terminkontrakten<sup>1</sup> besteht, könnten zu einem steten Druck auf die Futures-Preise verschiedener Rohstoffe und damit zu einer Angleichung der Preisentwicklung beigetragen haben.

Auch die Politik befasst sich mit den Hinweisen auf eine sich verstärkende Korrelation zwischen Rohstoff- und Finanzmarkterträgen, die über das durch die Entwicklung der fundamentalen Bestimmungsgrößen der Rohstoffpreise gerechtfertigte Maß hinausgeht, da eine solche Entwicklung negative Folgen für die Geldpolitik und die Finanzstabilität haben kann. Wenn die Rohstoffpreise eine engere Beziehung zu den Finanzmarktpreisen und eine schwächere Beziehung zu ihren jeweiligen Fundamentalgrößen aufweisen, könnte sich die Inflation als übermäßig volatil erweisen und die Konjunktur durch stärkere Schwankungen der Rohstoffpreise als bisher bekannt gedrosselt oder angetrieben werden. Darüber hinaus kann eine engere Korrelation zwischen Rohstoff- und Finanzmarkterträgen die in den globalen Portfolios enthaltenen Risiken beeinflussen.

Vor diesem Hintergrund sollen im vorliegenden Kasten die während des letzten Jahrzehnts beobachteten Veränderungen dieser Korrelationen untersucht und Belege gefunden werden, inwieweit Veränderungen der Handelsaktivität bei ausgewählten Rohstoffen die Korrelationen beeinflussen könnten.

### **Korrelation zwischen Rohstoff- und Finanzmarkterträgen**

Empirische Belege weisen eindeutig darauf hin, dass sich die Korrelationen zwischen Rohstoff- und Finanzmarkterträgen seit Anfang dieses Jahrhunderts verstärkt haben. Abbildung A veranschaulicht, dass sich die Rohstoffpreise und die internationalen Aktienmärkte seit etwa 2003 zunehmend synchron entwickeln und seit 2008 weitgehend denselben Verlauf aufweisen.

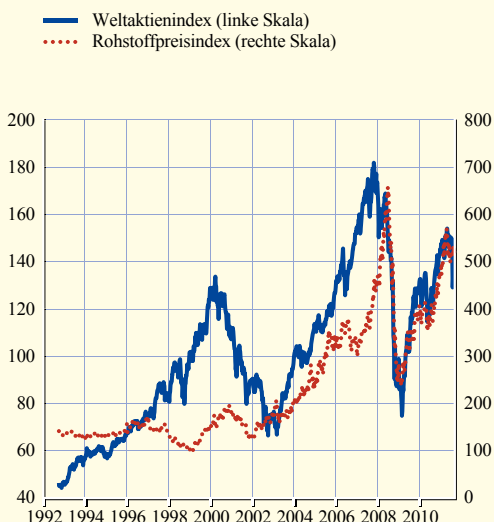
Eine Analyse zeitvariabler Korrelationen zwischen den Erträgen ausgewählter Rohstoffe und der Rendite des (in US-Dollar ausgedrückten) Weltaktienindex auf wöchentlicher Basis seit dem 30. September 1997 bestätigt dieses Bild (siehe Abbildung B). Während die drei ausgewählten Korrelationen zwischen 1997 und 2008 in einem recht engen Intervall schwankten, stiegen sie angesichts der durch den Zusammenbruch von Lehman Brothers verursachten Turbulenzen gemeinsam (auf rund 0,5) an und blieben gegenüber dem Durchschnitt des vorangegangenen Jahrzehnts auf erhöhtem Niveau.

Theoretisch wäre eine höhere Korrelation zwischen Rohstoff- und Aktienerträgen damit zu begründen, dass die Finanzinvestoren stärker auf die Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Daten als auf die Fundamentaldaten der verschiedenen Rohstoffe reagieren. Dies bedeutet, dass sich die Ent-

<sup>1</sup> Indexfonds halten normalerweise Kaufpositionen an den Terminmärkten und revolvieren diese Kontrakte bei nahendem Lieferdatum auf die nächste Fälligkeit, da sie nicht an einer physischen Lieferung der Rohstoffe interessiert sind. Daher stellen diese Long-Positionen keinerlei Orientierung oder Erwartung bezüglich der künftigen Preisentwicklung dar. Lediglich in der Prolongationsphase, d. h. wenn ein Terminkontrakt in nächster Zeit ausläuft, werden diese Fonds aktiv, indem sie den fällig werdenden Kontrakt verkaufen und durch einen Kontrakt mit längerer Laufzeit ersetzen. Allerdings gibt es durchaus einige Indexfonds, die Edelmetalle und in einigen Fällen auch Kupfer physisch lagern.

Abbildung A Entwicklung der Rohstoffpreise und Aktienkurse

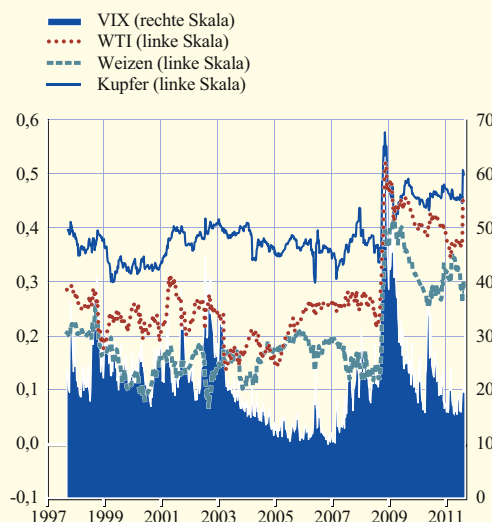
(Index: 29. Dezember 1998 = 100; wöchentliche Daten)



Quelle: Thomson Reuters.  
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. September 2011.

Abbildung B Korrelationen zwischen Rohstoff- und Aktienerträgen

(linke Skala: Korrelation; rechte Skala: Volatilität; wöchentliche Daten)



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Als Aktienindex dient der in US-Dollar ausgedrückte Weltaktienindex. VIX bezeichnet die implizite Volatilität des US-Börsenindex. WTI steht für Rohöl der Marke West Texas Intermediate. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. September 2011.

wicklung wichtiger makroökonomischer Indikatoren möglicherweise sowohl auf die Rohstoffe als auch auf finanzielle Vermögenswerte auswirkt, was zu einer stärkeren Korrelation führt.

### Korrelation zwischen den Erträgen verschiedener Rohstoffe

In Abbildung C werden zusammengefasste Angaben aus der Korrelationsmatrix der Erträge von zwölf ausgewählten Rohstoff-Terminkontrakten<sup>2</sup> dargestellt, d. h. der Median der Korrelation sowie ihr 10. und 90. Perzentil. Ähnlich wie bei der Beziehung zwischen Rohstoffpreisen und Aktienkursen blieben die Korrelationen zwischen den Erträgen verschiedener Rohstoffe von 1997 bis Mitte 2008 relativ stabil, verzeichneten anschließend einen plötzlichen Anstieg und hielten sich dann recht beharrlich auf erhöhtem Niveau.

Zu dieser Entwicklung könnten die Indexfonds beigetragen haben, die gleichzeitig die Mittelzuflüsse der Anleger in die im nachgebildeten Index enthaltenen Rohstoffe investieren. Die aktuelle Forschung<sup>3</sup> zu diesem Thema ist jedoch noch wenig aufschlussreich. Die meisten bislang verfügbaren Ergebnisse deuten darauf hin, dass es keine signifikanten Effekte gibt.

<sup>2</sup> Kaffee, Kupfer, Baumwolle, Gas, Gold, Heizöl, Mais, Silber, Sojabohnen, Platin, Weizen, WTI-Rohöl.

<sup>3</sup> S. H. Irwin und D. R. Sanders, The impact of index and swap funds on commodity futures markets, OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Papers, Nr. 27, 2010.

K. J. Singleton, Investors flows and the 2008 boom/bust in oil prices, Working Paper der Stanford Graduate School of Business, 2011.

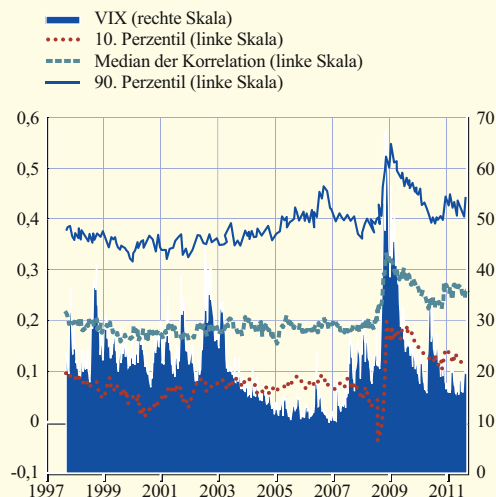
H. Stoll und R. Whaley, Commodity index investing and commodity futures prices, in: Journal of Applied Finance, 20, 2010, S. 7-46.

K. Tang und W. Xiong, Index investing and the financialization of commodities, Working Paper der Princeton University, 2011.



### Abbildung C Korrelationen zwischen den Erträgen verschiedener Rohstoffe

(linke Skala: Korrelation; rechte Skala: Volatilität; wöchentliche Daten)



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters und EZB-Berechnungen. Anmerkung: VIX bezeichnet die implizite Volatilität des US-Börsenindex. Beim Median der Korrelation handelt es sich um den Median der 66 Korrelationen zwischen den Erträgen der zwölf Rohstoffe (siehe Fußnote 2). Die Perzentile beziehen sich ebenfalls auf diese 66 bilateralen Korrelationen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. September 2011.

Unter dem Strich erhöhten sich sowohl die Korrelationen zwischen Rohstoff- und Aktienerträgen als auch die Korrelationen verschiedener Rohstofferrträge im Gefolge der Finanzmarkturbulenzen vom September 2008. Diese Korrelationen waren jedoch nicht so stark ausgeprägt wie jene zwischen den internationalen Aktienmärkten.<sup>4</sup> Daher scheint die geäußerte These, dass die Rohstoffe ihren Nutzen als Möglichkeit der Diversifikation internationaler Portfolios eingebüßt haben, nicht sehr fundiert zu sein.

In Abbildung B und C ist neben den Korrelationen auch der VIX-Index für die Volatilität am US-Aktienmarkt dargestellt. Wie sich zeigt, weisen die Korrelationen exakt zu der Zeit eine gemeinsame Spitze auf, zu der auch die vom VIX erfasste globale Risikowahrnehmung einen historischen Höchststand erreichte. Diese Entwicklung steht im Einklang mit der anerkannten Feststellung, dass korrelationsbasierte Ansteckungstests durch Schwankungen im Volatilitätsniveau nach oben verzerrt werden. Da die Risikowahrnehmung zudem nicht dauerhaft

zugenommen zu haben scheint, dürften sich die Korrelationen mit nachlassender globaler Risikoeinschätzung wieder von ihren jüngsten Höchstständen entfernen. Tatsächlich waren im Zuge der abnehmenden Volatilität zum Teil bereits rückläufige Korrelationen zu beobachten.

### Handelsaktivität und Ertragskorrelationen zwischen verschiedenen Rohstoffen

Die Analyse des Zusammenhangs zwischen der Handelsaktivität und den Korrelationen zwischen verschiedenen Rohstoffen ist eine weitere Möglichkeit, den Einfluss von Indexfonds zu messen. Wenn Indexfonds über den gemeinsamen Erwerb der in einem Index erfassten Rohstoffe die Korrelationen beeinflussen, müssten die Erträge eines bestimmten Rohstoffpaares immer genau dann enger miteinander korreliert sein, wenn auch die entsprechende Entwicklung der Handelsaktivität enger korreliert ist. Als Messgröße der Handelsaktivität dient die Änderungsrate der offenen Positionen, d. h. der Zahl der ausstehenden Terminkontrakte für die ausgewählten Rohstoffe.<sup>5</sup>

In Abbildung D sind die Ergebnisse für ein Rohstoffpaar (Mais und Weizen) dargestellt, das aufgrund gemeinsamer witterungsbedingter Faktoren in der Regel eine hohe strukturelle Korrelation aufweist.<sup>6</sup> Zunächst ist festzustellen, dass die Korrelationen der Handelsaktivität recht gering und

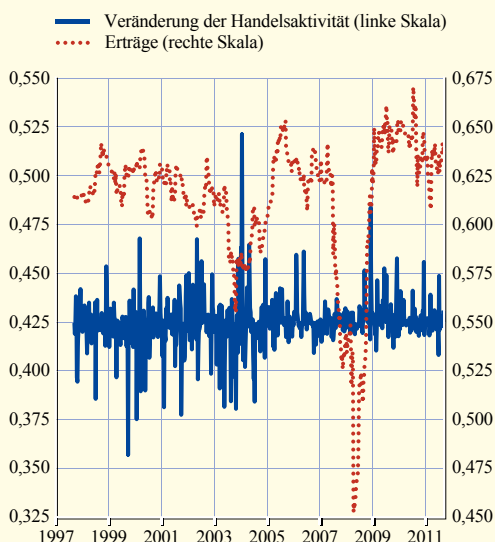
4 Beispielsweise liegen die Korrelationen zwischen den Aktienmarktrenditen in den Vereinigten Staaten und im Eurogebiet gängigen Schätzungen zufolge in einem Bereich von 0,8 bis 0,9.  
5 Die Handelsaktivität wird anhand der offenen Positionen von Terminkontrakten an den Börsen der Vereinigten Staaten gemessen. Diese Angaben werden wöchentlich von der US-amerikanischen Terminmarktaufsicht CFTC (Commodity Futures Trading Commission) erhoben.  
6 Die gleiche Analyse wurde für die übrigen 65 Rohstoffpaare der in Fußnote 2 aufgeführten Rohstoffe vorgenommen, wobei die Ergebnisse noch schwächer ausfielen.

erratisch, die der Erträge hingegen deutlich höher und weniger volatil ausfallen. Darüber hinaus weist die Korrelation zwischen den beiden Messgrößen der Handelsaktivität zumeist dann eine Spitze auf, wenn die Korrelationen zwischen den Erträgen gering sind, was darauf hindeutet, dass die Handelsaktivität den Gleichlauf der Rohstoffertäge nicht sonderlich beeinflusst.<sup>7</sup>

Kurz zusammengefasst sind die Korrelationen zwischen den Erträgen verschiedener Rohstoffe sowie zwischen den Rohstoff- und den Aktienerträgen seit Mitte 2008 zwar deutlich gestiegen, jedoch nicht so stark, dass die Diversifizierungsfunktion der Rohstoffe in den internationalen Portfolios hierdurch beeinträchtigt würde. Darüber hinaus liefert die hier vorgestellte Analyse keinerlei stichhaltige Begründung für die häufig vorgetragene Behauptung, dass die Handelsaktivität für den beobachteten Anstieg der Korrelationen zwischen Rohstoffertägen mitverantwortlich sei. Dieser dürfte vielmehr auf andere Faktoren, wie etwa gemeinsame Triebkräfte des weltweiten Konjunkturzyklus, zurückzuführen sein.

Abbildung D Dynamische Korrelationen der Handelsaktivität bei Mais und Weizen und die entsprechende Korrelation der Erträge

(Korrelationen; wöchentliche Daten)



Quellen: Bloomberg, CFTC und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. September 2011.

<sup>7</sup> Die Stichprobenkorrelation zwischen den beiden Korrelationsmessgrößen beträgt rund 0,05.

### 1.3 WECHSELKURSE

Von Ende Juni bis Anfang Oktober schwächte sich der nominale effektive Wechselkurs des Euro (gemessen an den Währungen von 20 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets) bei recht hoher Volatilität ab. Am 5. Oktober 2011 lag er 3,7 % unter seinem Niveau von Ende Juni und 1,9 % unter seinem Durchschnittswert des Jahres 2010 (siehe Abbildung 5).

Was die bilateralen Wechselkurse anbelangt, so wertete der Euro in den letzten drei Monaten gegenüber den meisten wichtigen Währungen ab. Vom 30. Juni bis zum 5. Oktober gab die Gemeinschaftswährung in Relation zum japanischen Yen um 12,0 %, zum chinesischen Renminbi um 9,0 %, zum US-Dollar um 7,7 % und zum Pfund Sterling um 4,4 % nach. Der Schweizer Franken notiert zurzeit über dem von der Schweizerischen Nationalbank festgelegten Mindest-Wechselkurs von 1,20 CHF je Euro, nachdem die Währung des Landes bis Anfang September merkliche Kursgewinne verzeichnet hatte. Am 5. Oktober lag der Franken 1,6 % unter seinem Stand von Ende Juni (siehe Kasten 2). Gegenüber einigen anderen europäischen Währungen zog der Euro deutlich an, insbesondere im Verhältnis zum polnischen Zloty und zum ungarischen Forint, nämlich um 10,1 % bzw. um 12,3 % (siehe Tabelle 1). Die anhand der Preise für Devisenoptionen gemessene Marktvolatilität erhöhte sich im Lauf des Berichtszeitraums für alle Währungspaare beträchtlich und liegt derzeit weit über dem langfristigen Durchschnitt.

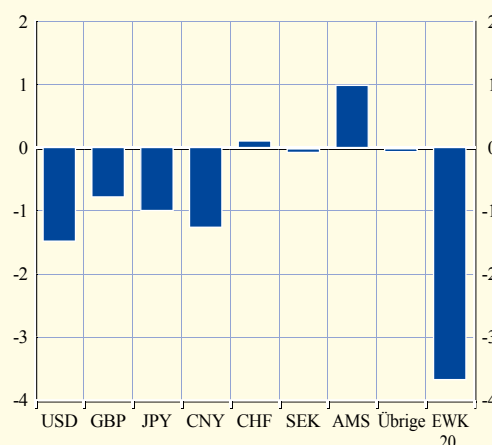
Abbildung 5 Effektiver Wechselkurs des Euro (EWK-20) und seine Zusammensetzung<sup>1)</sup>

(Tageswerte)

Index: Q1 1999 = 100



Beiträge zur Veränderung des effektiven Wechselkurses (EWK-20)<sup>2)</sup>  
30. Juni bis 5. Oktober 2011 (in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen von 20 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets (einschließlich aller nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten).

2) Die Beiträge zu den Veränderungen des EWK-20-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 Pfund Sterling und der schwedischen Krone). Die Kategorie „Übrige“ bezieht sich auf den aggregierten Beitrag der Währungen der restlichen sechs Handelspartner des Euro-Währungsgebiets im EWK-20-Index. Die Veränderungen werden unter Verwendung der entsprechenden Außenhandelsgewichte im EWK-20-Index berechnet.

Vom 30. Juni bis zum 5. Oktober 2011 blieben die am WKM II teilnehmenden Währungen gegenüber dem Euro weitgehend stabil und wurden zu oder nahe bei ihrem jeweiligen Leitkurs gehandelt. Der lettische Lats notierte in der Nähe des schwächeren Endes des einseitig festgelegten Schwankungsbandes von +/-1 %.

Tabelle I Entwicklung des Euro-Wechselkurses<sup>1)</sup>

(Tageswerte; Einheiten der nationalen Währungen je Euro; Veränderung in %)

	Gewicht im EWK-20-Index	Stand am 5. Oktober 2011	Aufwertung (+)/Abwertung (-) des Euro; Stand: 5. Oktober 2011		
			Seit 30. Juni 2011	Seit 1. Januar 2010	Gegenüber Jahresdurchschnitt 2010
US-Dollar	19,4	1,334	-7,7	-7,3	0,6
Pfund Sterling	17,8	0,863	-4,4	-3,2	0,6
Chinesischer Renminbi Yuan	13,6	8,504	-9,0	-13,4	-5,2
Japanischer Yen	8,3	102,3	-12,0	-23,5	-12,0
Schweizer Franken	6,4	1,227	1,6	-17,5	-11,1
Polnischer Zloty	4,9	4,395	10,1	7,1	10,0
Schwedische Krone	4,9	9,119	-0,6	-10,5	-4,4
Tschechische Krone	4,1	24,81	1,9	-5,6	-1,9
Koreanischer Won	3,9	1,586	2,8	-4,6	3,5
Ungarischer Forint	3,1	298,8	12,3	10,7	8,5
NEWK <sup>2)</sup>		102,7	-3,7	-8,2	-1,9

Quelle: EZB.

1) Bilaterale Wechselkurse in absteigender Reihenfolge entsprechend den Außenhandelsgewichten der jeweiligen Währungen im EWK-20-Index.

2) Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 20 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets (EWK-20).

Kasten 2

**DER WECHSELKURS DES SCHWEIZER FRANKEN GEGENÜBER DEM EURO: JÜNGSTE ENTWICKLUNG**

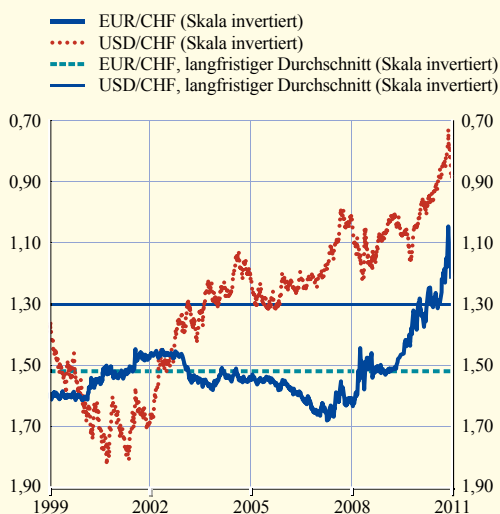
Seit Jahresbeginn hat der Schweizer Franken gegenüber dem Euro und auch anderen wichtigen Währungen deutlich aufgewertet. Die Schweizer Währung, die im August einen Höchststand erreicht hatte, notiert derzeit oberhalb des Mindest-Wechselkurses von 1,20 CHF je Euro, den die Schweizerische Nationalbank am 6. September 2011 in eigener Verantwortung festgelegt hat. Anfang August verzeichnete der Schweizer Franken einen historischen Höchststand von etwa 1,05 CHF je Euro bzw. 0,73 CHF je US-Dollar. Dies entsprach einem Kursgewinn von rund 20 % im Verhältnis zum Euro und von etwa 25 % zum US-Dollar seit Beginn dieses Jahres. Betrachtet man die längerfristige Entwicklung, so wurde der Schweizer Franken gegenüber der Gemeinschaftswährung rund 35 % über seinem langfristigen Durchschnitt seit dem Jahr 1999 gehandelt.

Die beständigen Wertgewinne des Schweizer Franken im Verlauf der globalen Finanzkrise scheinen zu einem Großteil darauf zurückzuführen zu sein, dass er in einem Umfeld erhöhter Risikoaversion als „safe haven“-Währung angesehen wird. Überdies stellen die recht hohe Widerstandsfähigkeit der Schweizer Wirtschaft während der Krise, die vergleichsweise günstigen Wachstumsaussichten und solide öffentliche Finanzen weitere Faktoren dar, die möglicherweise für die erhöhten Kapitalzuflüsse und die Stärke des Franken verantwortlich waren. Diese Entwicklung wurde offenbar durch die sich verringemde Zinsdifferenz gegenüber anderen wichtigen Volkswirtschaften und die Erwartung einer anhaltenden Aufwertung der Schweizer Währung noch befördert.

Seit Mitte August gab der Wechselkurs des Franken im Vergleich zu seinen Höchstständen etwas nach. Im Anschluss an die Ankündigung der Schweizerischen Nationalbank vom 6. September, dass sie einen Wechselkurs unter dem Mindestkurs von 1,20 CHF je Euro nicht mehr tolerieren werde und bereit sei, unbeschränkt Devisen zu kaufen, schwächte sich der Schweizer Franken an diesem Tag um 8 % ab; seither lag der Wechselkurs über, aber in der Nähe des einseitig festgelegten Mindestkurses. Im Vorfeld dieser Entscheidung hatte die Schweizerische Nationalbank Anfang August ihren Zielzinssatz für den Dreimonats-LIBOR auf eine Spanne von 0,00 bis 0,25 Prozentpunkte gesenkt, wobei sie einen Zinssatz möglichst nahe bei null anstrebte. Dem lag die Einschätzung zugrunde, dass die Wechselkursbewegungen die Wirtschaftsentwicklung gefährdeten und die Abwärtsrisiken für die Preisstabilität erhöhten. Zudem hatte die Zentralbank mehrfach die Liquidität am Geldmarkt für Schweizer Franken ausgeweitet, indem sie die Sichtguthaben des Bankensektors bei der Notenbank bis Mitte August schrittweise von 80 Mrd CHF auf 200 Mrd CHF ausweitete. Zu diesem Zweck

**Wechselkurs des Schweizer Franken gegenüber dem Euro sowie dem US-Dollar**

(in Schweizer Franken je Währungseinheit)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 5. Oktober 2011.

wurden Reverse-Repo-Geschäfte und fällige Geldmarktpapiere der Zentralbank (SNB-Bills) nicht mehr verlängert. Des Weiteren wurden ausstehende SNB-Bills zurückgekauft sowie Devisenswap-geschäfte und Repogeschäfte mit negativem Zinssatz abgeschlossen. Diese Maßnahmen hatten zur Folge, dass die kurzfristigen Zinssätze zeitweilig in den negativen Bereich fielen.

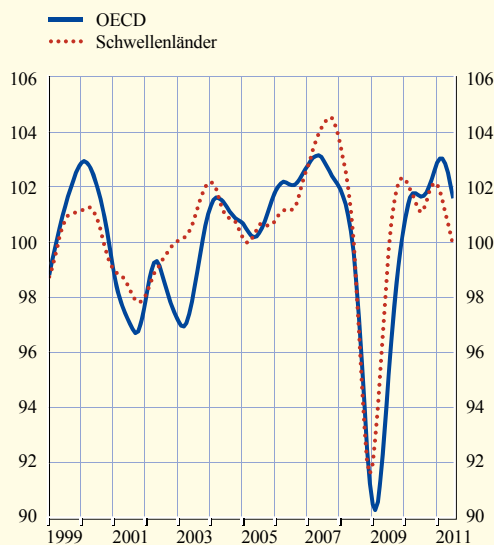
#### I.4 AUSSICHTEN FÜR DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD

Mit Blick auf die Zukunft dürfte zwar die Wirkung einiger negativer temporärer Faktoren allmählich nachlassen und so die weltwirtschaftliche Aktivität in der zweiten Jahreshälfte stützen, doch bestehen in wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach wie vor strukturelle Probleme, die deren Wachstumsdynamik bremsen. Die neuerlichen Spannungen an den Finanzmärkten verstärken die negativen Effekte auf das Vertrauen, das Vermögen und das Wachstum noch weiter. Auch die jüngste Entwicklung an den Aktienmärkten war von erhöhter Unsicherheit geprägt, was zu weiteren Verzögerungen von Konsumententscheidungen und Investitionsvorhaben führen könnte. Das geringe Verbraucher- und Unternehmensvertrauen scheint dies zu belegen. Dementsprechend könnte mittelfristig das Tempo der Erholung in einigen großen Industriestaaten besonders schleppend bleiben. Dies steht im Einklang mit dem Frühindikator der OECD – mit dessen Hilfe konjunkturelle Wendepunkte gemessen am Trend antizipiert werden sollen – für den Monat Juli, der nach wie vor auf eine konjunkturelle Eintrübung in den meisten OECD-Staaten und in wichtigen, nicht der OECD angehörenden Ländern schließen lässt.

In einem von besonders hoher Unsicherheit geprägten Umfeld bleiben die Risiken für die konjunkturelle Entwicklung nach unten gerichtet. Diese Risiken ergeben sich vor allem aus den anhaltenden Spannungen in einigen Finanzmarktsegmenten sowie aus den nach wie vor hohen Energiepreisen, aus Protektionismusbestrebungen und aus der Möglichkeit einer ungeordneten Korrektur globaler Ungleichgewichte.

Abbildung 6 Frühindikatoren der OECD

(Monatswerte; um Ausschläge bereinigt)



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

## 2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

### 2.1 GELDMENGE UND MFI-KREDITE

Das jährliche Wachstum der Geldmenge M3 beschleunigte sich im August 2011 erheblich, während die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor nur leicht zulegte. Diese Entwicklung wurde maßgeblich von über zentrale Kontrahenten abgewickelte Transaktionen bestimmt, was die Auffassung stützt, dass sich die Verschärfung der Finanz- und Staatsschuldenkrise im August merklich in der Geldmengen- und Kreditentwicklung niedergeschlagen hat. Dies kam auch in der verstärkten Haltung von täglich fälligen Einlagen und Geldmarktfondsanteilen zum Ausdruck. Lässt man die Mittelflüsse außer Acht, die sich aus Portfolioumschichtungen im Zusammenhang mit der erhöhten Unsicherheit an den Finanzmärkten ergaben, scheint sich die Geldmengen- und Kreditentwicklung im Euro-Währungsgebiet stabilisiert zu haben; entsprechend dürfte sich die monetäre Grunddynamik auf einem insgesamt moderaten Niveau eingependelt haben.

#### WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

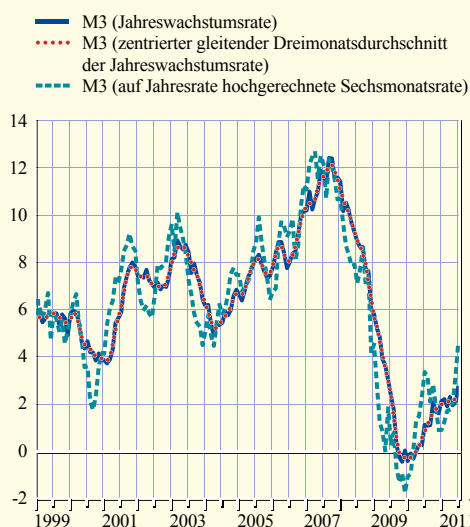
Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 erhöhte sich im August 2011 auf 2,8 %, verglichen mit 2,1 % im Juli (siehe Abbildung 7). Dabei fiel die monatliche Wachstumsrate mit 1,2 % ungewöhnlich hoch aus, da der drittgrößte monatliche Zufluss seit Beginn der dritten Stufe der WWU verzeichnet wurde. Die ausgesprochen hohe Unsicherheit an den Finanzmärkten im August dürfte auf zweierlei Art zu diesen kräftigen Mittelzuflüssen beigetragen haben: Zum einen könnte die zunehmende Besorgnis der Banken hinsichtlich der wahrgenommenen finanziellen Solidität ihrer Geschäftspartner durch eine kräftige Inter-MFI-Kreditvergabe in Form von Repogeschäften, die über (dem geldhaltenden Sektor zugeordnete) zentrale Kontrahenten abgewickelt wurden, abgeschwächt worden sein; zum anderen lässt die Entwicklung der einzelnen M3-Komponenten den Schluss zu, dass der geldhaltende Sektor gewisse Portfolioumschichtungen von risikoreicheren Aktiva in M3-Anlagen vorgenommen hat.

Bei den Komponenten von M3 legte die Zwölfmonatsrate von M1 angesichts kräftiger Zuflüsse bei den täglich fälligen Einlagen privater Haushalte im August zu, während sich das jährliche Wachstum der sonstigen kurzfristigen Einlagen (M2 – M1) leicht abschwächte. Die Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente (M3 – M2) erhöhte sich deutlich, wofür außergewöhnlich starke Mittelzuflüsse bei den Repogeschäften und in geringerem Maße bei den Geldmarktfondsanteilen ausschlaggebend waren.

Bei den Gegenposten erhöhte sich die jährliche Zuwachsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor (bereinigt um den Einfluss von Kreditverkäufen und -verbriefungen) im August geringfügig auf 2,8 % nach 2,6 % im Vormonat. Die Jahreswachstumsraten der Buchkredite an private Haushalte und an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieben unverändert, während sich das jährliche

Abbildung 7 M3-Wachstum

(Veränderung in %; saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

Wachstum der Ausleihungen an Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen merklich beschleunigte.

Die wichtigsten von den MFIs im Euroraum (ohne Eurosystem) gehaltenen Aktiva erhöhten sich im August den zweiten Monat in Folge. Diese Ausweitung war recht breit angelegt, wobei der Beitrag der Kredite an MFIs (ohne Eurosystem), der Ausleihungen an den privaten Sektor und der Bestände an Forderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums besonders stark ausfiel. Im Dreimonatszeitraum von Juni bis August legten die wichtigsten Aktiva der MFIs (ohne Eurosystem) stärker zu als in den drei Monaten bis Juli.

### HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 erhöhte sich im August deutlich. Dagegen schwächte sich das jährliche Wachstum der sonstigen kurzfristigen Einlagen leicht ab, während die Zwölfmonatsrate der marktfähigen Finanzinstrumente erheblich anstieg. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen leisteten nach wie vor den größten Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum.

Die Zwölfmonatsrate der Geldmenge M1 erhöhte sich im August auf 1,7 % nach 1,0 % im Juli; dieser Anstieg war auf kräftige Zuflüsse bei den täglich fälligen Einlagen zurückzuführen, die vorwiegend von privaten Haushalten stammten. Auch der Bargeldumlauf zog im August kräftig an.

Die jährliche Zuwachsrate der sonstigen kurzfristigen Einlagen sank im August geringfügig auf 3,3 % (verglichen mit 3,7 % im Vormonat), da die Jahreswachstumsraten beider Teilkomponenten rückläufig waren. Die sinkenden Vorjahrsraten verschleierten jedoch monatliche Zuflüsse, die vor allem von den privaten Haushalten, Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen herrühren. Die im August beobachtete Entwicklung bei den Einlagen steht mit einer Abwärtskorrektur der Erwartungen für die Geldmarktsätze im Einklang, wodurch sich der Zinsabstand zwischen täglich fälligen Einlagen und anderen kurzfristigen Einlagen (vor allem kurzfristigen Termineinlagen, d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) verringert hat.

Die Zwölfmonatsrate der marktfähigen Finanzinstrumente erhöhte sich im August kräftig auf 5,4 % gegenüber 1,2 % im Vormonat. Die außergewöhnlich hohen Zuflüsse im August waren auf die Entwicklung der Repogeschäfte und Geldmarktfondsanteile zurückzuführen. Der Handel mit Repogeschäften erfolgte überwiegend über elektronische Plattformen, die den nichtmonetären Finanzinstituten ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (SFIs) zugeordnet werden. Aufgrund der erhöhten Unsicherheit hinsichtlich der wahrgenommenen finanziellen Solidität der Geschäftspartner dürfte sich in diesen Transaktionen teilweise eine Präferenz für über zentrale Kontrahenten abgewickelte besicherte Interbankkredite widerspiegeln. Darüber hinaus wurden bei den Geldmarktfondsanteilen erstmals seit acht Monaten signifikante Zuflüsse verbucht. Im gegenwärtigen Umfeld dürfte diese Entwicklung daher eher mit temporären Portfolioanpassungen zusammenhängen. Ein derartiger vorübergehender Rückgriff auf solche Instrumente war auch von 2001 bis Mitte 2003 zu beobachten, als es zu außergewöhnlichen Portfolioumschichtungen gekommen war.

Die Jahreswachstumsrate der M3-Einlagen – die kurzfristige Einlagen und Repogeschäfte umfassen und das größte Aggregat von M3-Komponenten bilden, für das eine zeitnahe Aufschlüsselung nach Sektoren vorliegt – erhöhte sich im August auf 3,6 %, verglichen mit 2,8 % im Vormonat. Dabei war eine kräftige monatliche Zunahme der M3-Einlagen nichtmonetärer Finanzinstitute und privater Haushalte zu beobachten, während die Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften weitgehend stabil blieben.

**Tabelle 2 Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen**

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % von M3 <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2010 Q3	2010 Q4	2011 Q1	2011 Q2	2011 Juli	2011 Aug.
<b>M1</b>	<b>48,8</b>	<b>7,9</b>	<b>4,9</b>	<b>3,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>
Bargeldumlauf	8,4	6,5	5,6	4,9	4,2	4,3	4,5
Täglich fällige Einlagen	40,3	8,2	4,8	2,9	1,2	0,3	1,1
M2 – M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	38,8	-5,1	-1,1	1,3	3,4	3,7	3,3
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	18,9	-16,2	-8,7	-2,7	2,3	3,5	3,0
Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	19,9	8,4	7,2	5,4	4,5	3,9	3,5
<b>M2</b>	<b>87,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>
M3 – M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	12,4	-6,5	-3,0	-1,7	-0,4	1,2	5,4
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro- Währungsgebiet</b>		<b>2,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
Kredite an öffentliche Haushalte		7,8	11,8	10,9	6,5	4,9	5,3
Buchkredite an öffentliche Haushalte		6,5	15,5	17,7	10,7	8,3	6,3
Kredite an den privaten Sektor		0,8	1,5	2,1	2,4	2,0	1,8
Buchkredite an den privaten Sektor		1,0	1,7	2,4	2,6	2,4	2,6
Buchkredite an den privaten Sektor (um Kreditabsatz und Kreditverbriefungen bereinigt) <sup>2)</sup>		1,2	2,2	2,8	2,9	2,6	2,8
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlich- keiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>		<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>

Quelle: EZB.

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

2) Bereinigt um Buchkredite, die im Rahmen von Verkäufen bzw. Verbriefungen aus der MFI-Bilanzstatistik ausgegliedert wurden.

### HAUPTGEGENPOSTEN ZU M3

Bei den Gegenposten zu M3 belief sich die Jahreswachstumsrate der Gesamtkreditvergabe der MFIs an Nicht-MFIs im Euroraum im August auf 2,5 % und war damit gegenüber dem Vormonat unverändert (siehe Tabelle 2). Dahinter verbarg sich allerdings eine Beschleunigung der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte sowie eine Wachstumsabschwächung bei den Ausleihungen an den privaten Sektor.

Das kräftigere Wachstum der Kreditvergabe an die öffentliche Hand wurde durch den Erwerb von Staatsschuldtiteln angetrieben, der durch eine rückläufige Jahreswachstumsrate der Buchkredite an öffentliche Haushalte teilweise ausgeglichen wurde. Die Zwölfmonatsrate der an öffentliche Haushalte vergebenen Kredite war weiterhin hoch, vor allem deshalb, weil sich darin die Finanzierung der früheren Übertragung von Aktiva an zum Staatssektor zählende Bad Banks niederschlug.

Die jährliche Zuwachsrate der MFI-Kredite an den privaten Sektor ging von 2,0 % im Juli auf 1,8 % im August zurück. Ausschlaggebend hierfür war eine rege Veräußerung von Aktien und Investmentzertifikaten sowie von Schuldverschreibungen durch die MFIs; gleichzeitig verschleierte dieser Rückgang einen kräftigen Anstieg der MFI-Buchkredite. Da die um Kreditabsatz und -verbriefungen bereinigten monatlichen Zuflüsse bei den MFI-Buchkrediten an den privaten Sektor in etwa den Zuflüssen bei den in den MFI-Bilanzen verbleibenden Krediten entsprachen, dürften die Kreditverkäufe und Verbriefungen im August verhalten gewesen sein. Die positiven monatlichen Mittelflüsse bei den Buchkrediten waren im gesamten privaten Sektor zu beobachten, wobei der SFI-Sektor aufgrund der über zentrale Kontrahenten abgewickelten Interbankgeschäfte einen besonders großen Beitrag leistete.



**Tabelle 3 Buchkredite der MFIs an den privaten Sektor**

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2010 Q3	2010 Q4	2011 Q1	2011 Q2	2011 Juli	2011 Aug.
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>	<b>42,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
<i>Um Absatz und Verbriefungen bereinigt<sup>2)</sup></i>	-	-0,7	0,6	1,5	1,9	2,2	2,2
Bis zu 1 Jahr	24,7	-7,9	-4,6	-1,2	1,6	4,1	4,0
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	18,3	-3,9	-2,6	-2,4	-2,9	-3,5	-3,1
Mehr als 5 Jahre	57,0	3,1	2,6	2,4	2,2	2,2	2,2
<b>Private Haushalte<sup>3)</sup></b>	<b>46,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
<i>Um Absatz und Verbriefungen bereinigt<sup>2)</sup></i>	-	2,9	3,0	3,1	3,0	2,7	2,7
Konsumentenkredite <sup>4)</sup>	12,0	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-2,0	-1,6
Wohnungsbaukredite <sup>4)</sup>	72,1	3,4	3,6	4,0	4,4	3,9	3,9
Sonstige Kredite	15,9	2,9	2,6	2,4	2,1	2,6	2,6
<b>Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>9,8</b>
<b>Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute</b>	<b>10,3</b>	<b>2,5</b>	<b>4,7</b>	<b>7,0</b>	<b>6,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,6</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. Die Buchkreditvergabe an die Sektoren ist in % der gesamten Buchkreditvergabe der MFIs an den privaten Sektor angegeben, die Aufgliederung nach Laufzeiten und Verwendungszweck in % der MFI-Buchkredite an den jeweiligen Sektor. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2) Bereinigt um Buchkredite, die im Rahmen von Verkäufen bzw. Verbriefungen aus der MFI-Bilanzstatistik ausgegliedert wurden.

3) Entspricht der Definition im ESVG 95.

4) Die Definition der Konsumenten- und Wohnungsbaukredite ist im Euro-Währungsgebiet nicht ganz einheitlich.

Die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieb im August unverändert bei 2,2 %. Wie im Vormonat waren Kreditabsatz und Verbriefungsaktivitäten vernachlässigbar. Indessen bestand weiterhin eine große Diskrepanz zwischen der jährlichen Wachstumsrate der Kreditvergabe und der Zwölfmonatsrate der Kredite, die in den MFI-Bilanzen verblieben sind, worin die umfangreiche Übertragung von Buchkrediten an Bad Banks im zweiten Halbjahr 2010 zum Ausdruck kommt. Eine Aufschlüsselung der Kreditvergabe nach Laufzeiten ergibt, dass über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg Zuflüsse zu verzeichnen waren, die bei den Krediten mit Laufzeiten von mehr als einem Jahr kräftiger ausfielen. Die monatliche Entwicklung der Buchkreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften war in hohem Maße durch revolvingierende Kredite und Überziehungskredite bedingt. Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Buchkredite (d. h. der Kredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr) hat sich in den vergangenen Monaten allmählich erhöht und belief sich im August auf 4,0 %, während die Ausleihungen mit Laufzeiten zwischen einem und fünf Jahren weiterhin rückläufig waren. Im Einklang mit der uneinheitlichen konjunkturellen Erholung, dem unterschiedlichen Außenfinanzierungsbedarf der einzelnen Sektoren und dem ungleichen Verschuldungsgrad der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den verschiedenen Euro-Ländern entwickelten sich die Buchkredite weiterhin von Land zu Land sehr unterschiedlich.

Die jährlichen Zuwachsraten der um Kreditabsatz und Kreditverbriefungen bereinigten MFI-Buchkredite an private Haushalte sowie der in den MFI-Bilanzen verbliebenen Ausleihungen an diesen Sektor lagen im August unverändert bei 2,7 % bzw. 3,0 %. Betrachtet man die wichtigsten Komponenten der Buchkreditvergabe an private Haushalte, so blieb die Jahreswachstumsrate der Wohnungsbaukredite gleich, während die Zwölfmonatsrate der Konsumentenkredite leicht zulegte (aber weiterhin negativ war). Das geringe Interesse an Konsumentenkrediten dürfte teilweise mit der mangelnden Bereitschaft der Privathaushalte zusammenhängen, angesichts der weiterhin gedämpften Zunahme des verfügbaren Einkommens und ihrer hohen Verschuldung teurere Güter zu erwerben.

Insgesamt bestätigen die Daten des Monats August, dass sich die Erholung der Kreditvergabe an private Haushalte abgeschwächt hat.

Einzelheiten zur Entwicklung der Kreditnachfrage seitens der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet finden sich in Kasten 3.

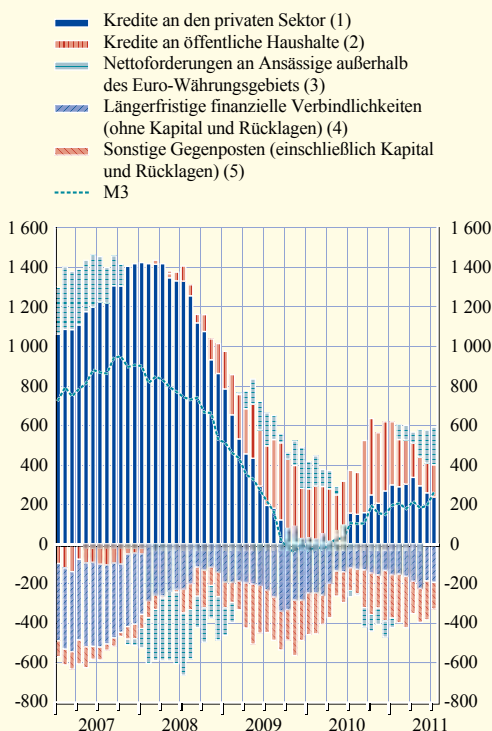
Bei den übrigen Gegenposten zu M3 blieb das Jahreswachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im August mit 3,7 % gegenüber 3,6 % im Vormonat weitgehend stabil. Grund hierfür war, dass der weitere Anstieg der Zwölfmonatsrate der längerfristigen MFI-Schuldverschreibungen durch ein etwas schwächeres jährliches Wachstum der längerfristigen Termineinlagen ausgeglichen wurde. Die positiven monatlichen Mittelflüsse bei den längerfristigen MFI-Schuldverschreibungen ergaben sich daraus, dass die MFIs ihre entsprechenden Bestände an den geldhaltenden Sektor veräußerten. Bei Kapital und Rücklagen wurden im August das elfte Mal in Folge monatliche Zuflüsse verzeichnet, sodass diesen Instrumenten in den vergangenen zwölf Monaten insgesamt Mittel in Höhe von 151 Mrd € zugeflossen sind.

Bei den Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets erhöhte sich der jährliche Mittelzufluss im Berichtsmonat auf 190 Mrd € gegenüber 166 Mrd € im Juli (siehe Abbildung 8). Dahinter verbarg sich ein monatlicher Zufluss in Höhe von 17 Mrd €, was sich mit der Einschätzung decken würde, dass gebietsfremde Anleger Vermögenswerte des Eurogebiets beim geldhaltenden Sektor des Euro-raums erworben haben. Eine Gesamtbetrachtung der MFI-Bilanzen ergibt, dass diese monatlichen Entwicklungen nicht auf kontraktive, sondern vielmehr auf expansive Tendenzen zurückzuführen waren, da die Banken gegenüber Gebietsfremden überwiegend mehr Kredite vergaben und mehr Verbindlichkeiten aus Einlagen eingingen.

Lässt man die Mittelflüsse außer Acht, die aus den Portfolioumschichtungen in Reaktion auf die erhöhte Unsicherheit an den Finanzmärkten resultierten, deuten die jüngsten Daten darauf hin, dass sich die Grunddynamik der Geldmengen- und Kreditentwicklung in den vergangenen Monaten auf einem moderaten Niveau eingependelt hat. Gleichzeitig ist zu betonen, dass sich die Verschärfung der Finanz- und Staatsschuldenkrise im August merklich in der monetären Entwicklung und der Kreditvergabe niedergeschlagen hat. Andererseits stehen die monetären Daten für August auch mit einer erneuten Ausweitung der Kreditvergabe der MFIs im Euroraum an den nichtfinanziellen privaten Sektor im Einklang.

Abbildung 8 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.

### ERGEBNISSE DER UMFRAGE ZUM KREDITGESCHÄFT IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET FÜR DAS DRITTE QUARTAL 2011

Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet für das dritte Quartal 2011 zusammengefasst, die vom Eurosystem im Zeitraum vom 15. bis zum 27. September 2011 durchgeführt wurde.<sup>1</sup> Insgesamt meldeten die Banken im Euroraum im Vergleich zum zweiten Quartal 2011 per saldo eine deutlich stärker ausfallende Verschärfung ihrer Kreditrichtlinien, als die Umfrageteilnehmer noch drei Monate zuvor erwartet hatten. Dies galt sowohl für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften als auch für Wohnungsbaukredite an private Haushalte, wohingegen die Kreditrichtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an Privathaushalte nur leicht verschärft wurden. Was die Nachfrage betrifft, so meldeten die teilnehmenden Banken bei Unternehmenskrediten einen deutlichen Rückgang und bei Wohnungsbaukrediten an private Haushalte sogar eine noch stärker abnehmende Nettonachfrage. Die strengeren Kreditrichtlinien wie auch die gesunkene Kreditnachfrage spiegeln größtenteils die erhöhte Risikowahrnehmung der Umfrageteilnehmer bezüglich der Konjunkturaussichten sowie erneute Beeinträchtigungen des Zugangs der Banken zu Finanzierungsmitteln wider. Während die Teilnehmer hinsichtlich der Unternehmenskredite für das Schlussquartal 2011 mit abermals strengeren Kreditrichtlinien und einem weiteren Rückgang der Nettonachfrage rechnen, erwarten sie hinsichtlich der Kredite an private Haushalte keine weitere Verschärfung.

#### Kredite (inklusive Kreditlinien) an Unternehmen

**Kreditrichtlinien:** Im dritten Quartal 2011 erhöhte sich der prozentuale Saldo<sup>2</sup> der Banken, die eine Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten (inklusive Kreditlinien) meldeten, deutlich, und zwar auf 16 %, verglichen mit 2 % im vorangegangenen Vierteljahr (siehe Abbildung A). Damit fiel die beobachtete Verschärfung stärker aus, als die Umfrageteilnehmer drei Monate zuvor erwartet hatten (6 %). Gleichwohl scheint sie – sowohl in Bezug auf das Ausmaß als auch auf die Veränderung – moderater zu sein als im dritten Quartal 2008, also zur Zeit des Zusammenbruchs von Lehman Brothers; damals hatten per saldo 64 % der teilnehmenden Banken eine Verschärfung gemeldet, nach 43 % im zweiten Quartal 2008. Bei Betrachtung der Laufzeiten ist festzustellen, dass die Kreditrichtlinien sowohl für kurzfristige (11 % nach -3 % im Dreimonatszeitraum zuvor) als auch für langfristige Ausleihungen (20 % nach 8 %) per saldo angezogen wurden. Darüber hinaus betraf die stärkere Verschärfung der Richtlinien sowohl die Vergabe von Krediten an kleine und mittlere Unternehmen (KMUs; 14 % gegenüber 3 %) als auch die Kreditgewährung an große Firmen (19 % nach 3 %).

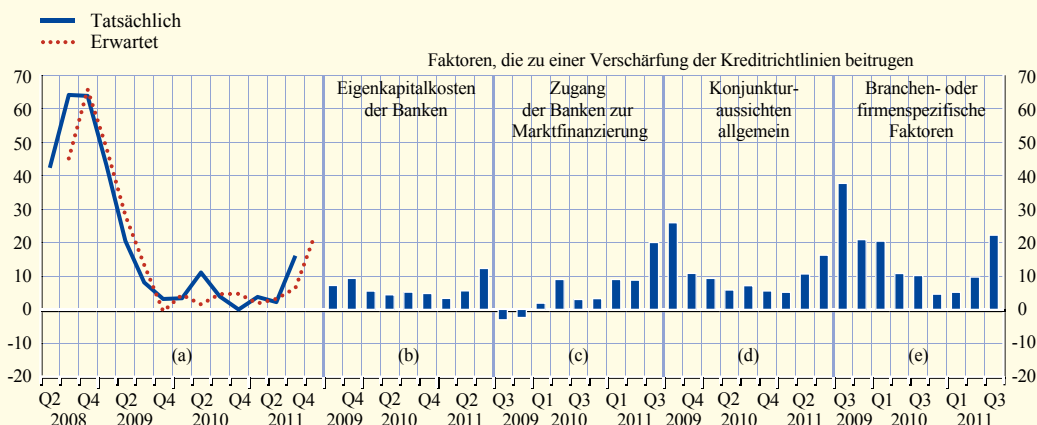
Was die Faktoren betrifft, die der allgemeinen Verschärfung der Kreditrichtlinien zugrunde liegen, so gaben die Banken an, dass Faktoren im Zusammenhang mit der Risikowahrnehmung, insbesondere hinsichtlich der allgemeinen Konjunkturentwicklung sowie der branchen- oder fir-

1 Redaktionsschluss für die Umfrage war der 27. September 2011. Eine ausführliche Analyse der Ergebnisse wurde am 6. Oktober 2011 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 Richtlinien insgesamt gelockert wurden.

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. Die „tatsächlichen“ Werte beziehen sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte beziehen sich auf die für die kommenden drei Monate erwarteten Veränderungen.

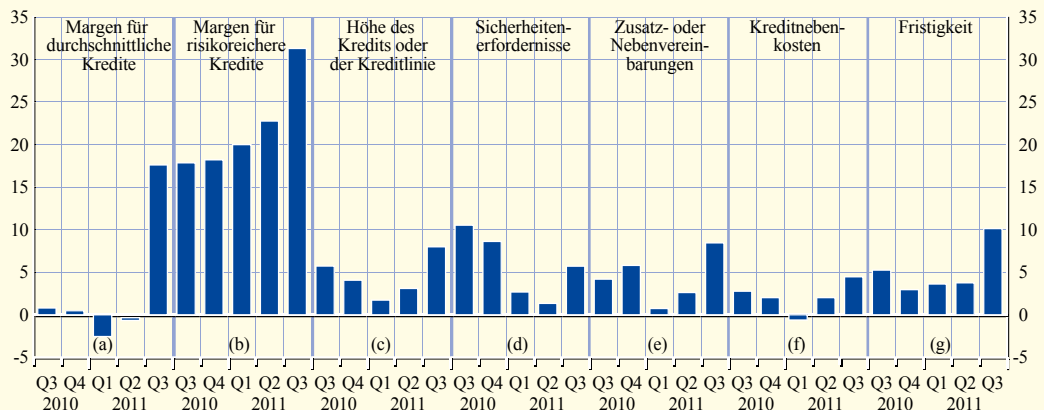
menspezifischen Aussichten, deutlich ins Gewicht fielen (16 % bzw. 22 % nach 11 % bzw. 10 % im zweiten Jahresviertel). Dies war im Wesentlichen auf die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums und eine Abschwächung des Unternehmervertrauens im dritten Quartal 2011 zurückzuführen. Aufgrund der erneuten Beeinträchtigung beim Zugang zu Finanzierungsmitteln trugen zudem die Finanzierungskosten der Banken und die bilanziellen Restriktionen stärker zur Verschärfung der Kreditrichtlinien bei als im zweiten Jahresviertel. Dies galt für alle drei Komponenten des Faktors, also für die Eigenkapitalkosten der Banken (12 % nach 6 %), ihren Zugang zur Marktfinanzierung (20 % gegenüber 9 %) und ihre Liquiditätsposition (14 % nach 9 %). Eine gegenläufige Wirkung ging jedoch von der Konkurrenz durch andere Banken und durch Nichtbanken aus, die sich den Umfrageteilnehmern zufolge in Richtung einer Lockerung bzw. weitgehend neutral auswirkte (-3 % bzw. 1 % nach -9 % bzw. -1 %).

Die von den Berichtsbanken im Eurogebiet gemeldete Entwicklung der Kreditkonditionen spiegelt im Großen und Ganzen die Verschärfung der Kreditrichtlinien im dritten Quartal 2011 wider (siehe Abbildung B). Die Ausweitung der Margen betraf vor allem die durchschnittlichen Kredite (18 %, verglichen mit 0 %), aber auch die risikoreicheren Ausleihungen (31 % nach 23 %), während ein Quartal zuvor lediglich die Margen für risikoreichere Kredite ausgeweitet worden waren. Die anderen Konditionen (z. B. Kreditnebenkosten, Höhe und Fristigkeit sowie Sicherheitenanforderungen) wurden im Berichtszeitraum ebenfalls angezogen, allerdings nicht so stark wie die Margen.

Was die weitere Entwicklung betrifft, so gehen die Banken im Euro-Währungsgebiet per saldo davon aus, dass die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im Schlussquartal 2011 weiter verschärft werden (22 %). Hiervon dürften den Erwartungen zufolge in erster Linie die Ausleihungen an Großunternehmen sowie langfristige Kredite betroffen sein.

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

(prozentualer Saldo der Banken, die eine Verschärfung der Konditionen meldeten)

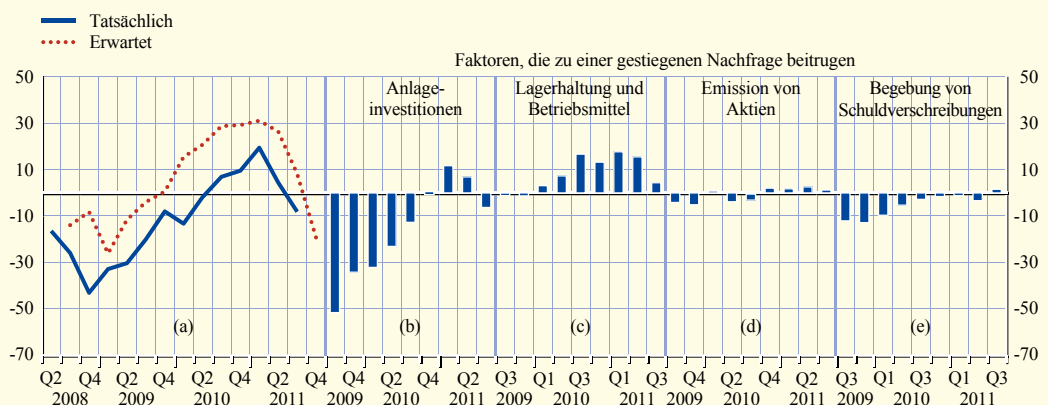


Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar.

**Kreditnachfrage:** Im dritten Jahresviertel 2011 war die Nettokreditnachfrage der Unternehmen erstmals seit dem zweiten Quartal 2010 rückläufig. Dieser Rückgang war erheblich (-8 % nach 4 % im vorangegangenen Vierteljahr; siehe Abbildung C) und im Wesentlichen auf die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im Euroraum und die erhöhte Risikowahrnehmung hinsichtlich der allgemeinen Konjunkturlage sowie der branchenspezifischen Situation zurückzuführen. Zudem war der Nachfragerückgang offenbar über alle Unternehmensgrößen hinweg zu beobachten (-3 % sowohl bei KMUs als auch bei Großunternehmen), wohingegen die Nettonachfrage im zweiten Quartal auf Seiten der KMUs stärker gewesen war als auf Seiten der großen Firmen

## 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. Die „tatsächlichen“ Werte beziehen sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte beziehen sich auf die für die kommenden drei Monate erwarteten Veränderungen.

(6 % bzw. 0 %). Den Angaben der Umfrageteilnehmer zufolge betraf die Abnahme kurz- und langfristige Kredite gleichermaßen (jeweils -4 %).

Den Berichtsbanken zufolge schien die rückläufige Nettonachfrage in erster Linie durch einen geringeren Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen (-6 % gegenüber 7 % im Vorquartal) sowie für Fusionen und Übernahmen (-4 % nach 5 %) bedingt zu sein und stand daher mit den insgesamt gedämpfteren Wachstumsaussichten im Einklang. Der Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel fiel ebenfalls niedriger aus (4 % nach 16 %), trug jedoch nach wie vor positiv zur Nachfrage bei.

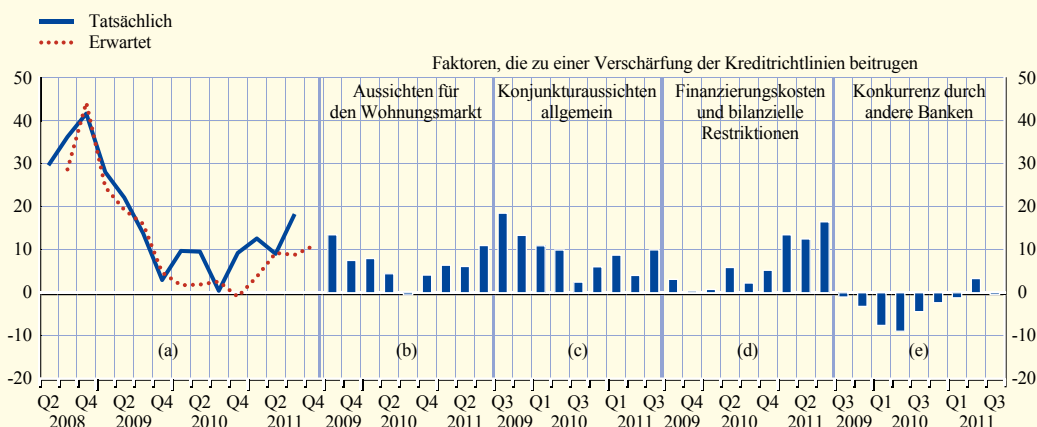
Für die Zukunft erwarten die Banken, dass sich die Nachfrage nach Unternehmenskrediten im Schlussquartal des laufenden Jahres weiter abschwächt (per saldo -19 %) sowohl von Seiten der KMUs als auch seitens der Großunternehmen. Was die Laufzeiten betrifft, so wird davon ausgegangen, dass langfristige Kredite stärker von dieser Entwicklung betroffen sein dürften als kurzfristige (-22 % bzw. -11 %).

### Wohnungsbaukredite an private Haushalte

**Kreditrichtlinien:** Im dritten Quartal 2011 erhöhte sich der prozentuale Saldo der Banken, die eine Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte meldeten, beträchtlich (18 % nach 9 % im zweiten Quartal; siehe Abbildung D) und stärker als in der letzten Umfragerunde erwartet (9 %). Maßgeblich für die stärkere Verschärfung im Berichtsquartal waren den teilnehmenden Banken zufolge erneut die Finanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen (per saldo meldeten 17 % der Banken, dass dieser Faktor zu einer Verschärfung ihrer Kreditrichtlinien beigetragen habe; im Dreimonatszeitraum zuvor waren es 13 %). Zudem spielte auch die Risikowahrnehmung der Umfrageteilnehmer hinsichtlich der Konjunkturaussichten allgemein (10 % nach 4 %) sowie im Hinblick auf die künftige Entwicklung am Wohnungsmarkt (11 % nach 6 %) eine wesentliche Rolle.

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

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung A.

Die beträchtliche Zunahme der Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite wird nur teilweise aus den Angaben zu den dieser Entwicklung zugrunde liegenden Faktoren ersichtlich. Der prozentuale Saldo der Banken, die von einer Ausweitung der Margen für durchschnittliche Kredite berichteten, sank von 13 % im zweiten auf 10 % im dritten Quartal. Bei den risikoreicheren Krediten verhielt es sich ähnlich; hier meldeten per saldo 14 % (zuvor 18 %) der Banken im Eurogebiet eine Ausweitung der Margen. Gleichzeitig scheinen die nichtpreislichen Konditionen, insbesondere die Fristigkeit der Kredite (7 % im Berichtsquartal, verglichen mit 1 % im vorherigen Dreimonatszeitraum), zur weiteren Verschärfung der Richtlinien beigetragen zu haben.

Für das Schlussquartal 2011 rechnen die Banken per saldo mit einer etwas geringeren Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte (11 %).

**Kreditnachfrage:** Parallel zur rückläufigen Nettokreditnachfrage der Unternehmen und im Einklang mit der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums meldeten die Umfrageteilnehmer eine deutlich rückläufige Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten (-24 % nach -3 %; siehe Abbildung E). Ursächlich hierfür schien in erster Linie eine Eintrübung der Aussichten für den Wohnungsmarkt (-23 % gegenüber -5 %) und des Verbrauchervertrauens (-24 % nach -4 %) zu sein.

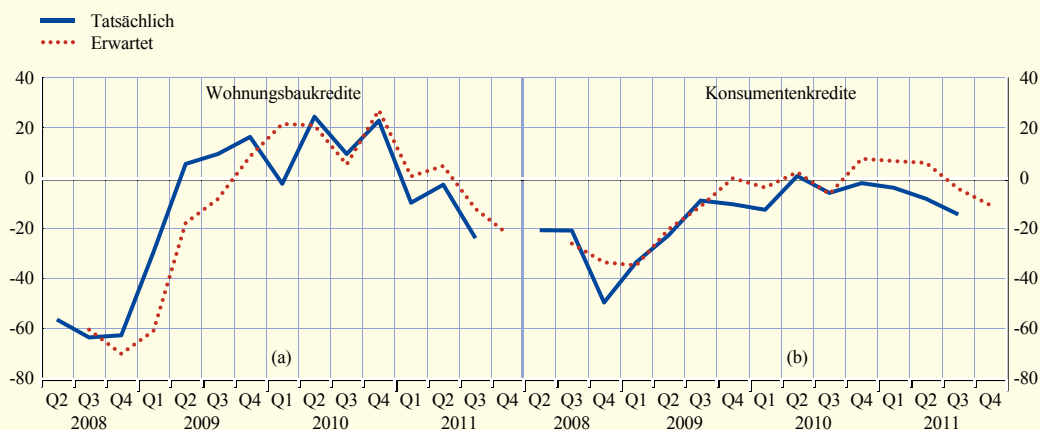
Für die Zukunft erwarten die Banken per saldo, dass sich die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten im Schlussquartal des laufenden Jahres in ähnlichem Maße weiter abschwächt (-22 %).

### Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte

**Kreditrichtlinien:** Für das dritte Quartal 2011 meldeten die Banken im Euro-Währungsgebiet per saldo eine etwas stärkere Verschärfung der Kreditrichtlinien (10 % nach 7 %; siehe Abbildung F). Maßgeblich hierfür war ein Zusammenspiel aus angebotsseitigen Faktoren (d. h. Finanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen) und Risikowahrnehmung (im Hinblick auf die

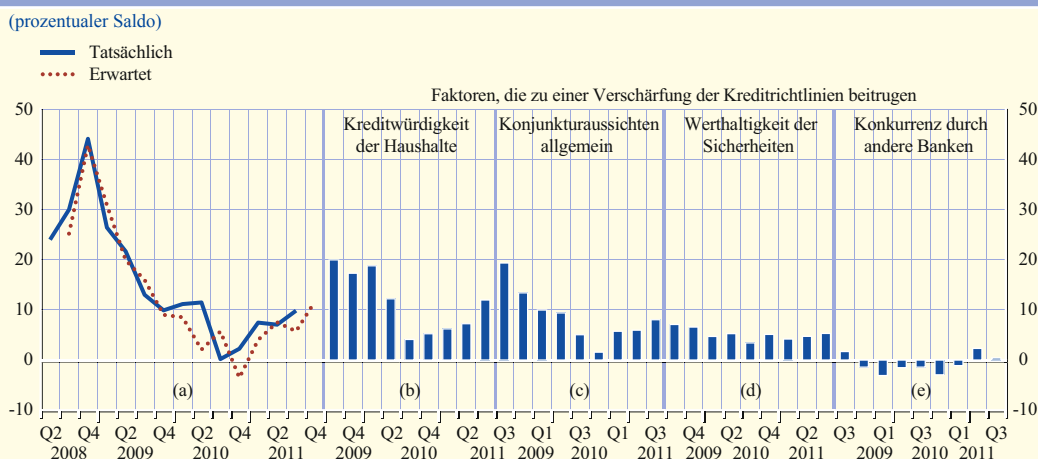
Abbildung E Veränderungen der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten und Konsumentenkrediten durch private Haushalte

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ und der Summe der Angaben unter „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ dar. Die „tatsächlichen“ Werte beziehen sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte beziehen sich auf die für die kommenden drei Monate erwarteten Veränderungen.

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



Konjunkturaussichten und die Kreditwürdigkeit der Haushalte). Wie bei den Wohnungsbaukrediten schlug sich die insgesamt stärkere Verschärfung nicht in strikteren preislichen Konditionen nieder. Der prozentuale Saldo der Banken, die von einer Ausweitung ihrer Margen berichteten, war im dritten Quartal sogar etwas rückläufig, während sich der Beitrag der nichtpreislichen Konditionen im Vergleich zur vorherigen Umfragerunde kaum veränderte.

Für das vierte Quartal 2011 rechnen per saldo 12 % der Banken mit einer weiteren leichten Verschärfung der Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte.

**Kreditnachfrage:** Den Banken zufolge hat sich die Nettonachfrage nach Konsumentenkrediten im Berichtsquartal erneut abgeschwächt (per saldo -15 % nach -8 % im Vorquartal; siehe Abbildung E). Dies war in erster Linie einem geringeren Verbrauchervertrauen und gesunkenen Ausgaben für Gebrauchsgüter zuzuschreiben.

Mit Blick auf die Zukunft erwarten die Banken, dass sich der Rückgang der Nachfrage nach Konsumentenkrediten im letzten Jahresviertel 2011 fortsetzen wird (per saldo -11 %).

### Zusatzfragen zu den Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen

Wie in den vorhergehenden Erhebungen enthielt auch die Umfrage vom Oktober 2011 eine Zusatzfrage, mit deren Hilfe festgestellt werden sollte, inwieweit sich die Finanzmarktspannungen auf den Zugang der Banken zu großvolumiger Finanzierung im dritten Quartal 2011 ausgewirkt haben und sich auch im Schlussquartal 2011 noch auswirken könnten.

Insgesamt meldeten die Banken im Eurogebiet einen deutlich schlechteren Zugang zu den Geldmärkten (sowohl bei der sehr kurzfristigen Finanzierung<sup>3</sup> als auch bei Laufzeiten von mehr als einer Woche) sowie erhebliche Beeinträchtigungen bei der Begebung von Schuldverschreibungen.

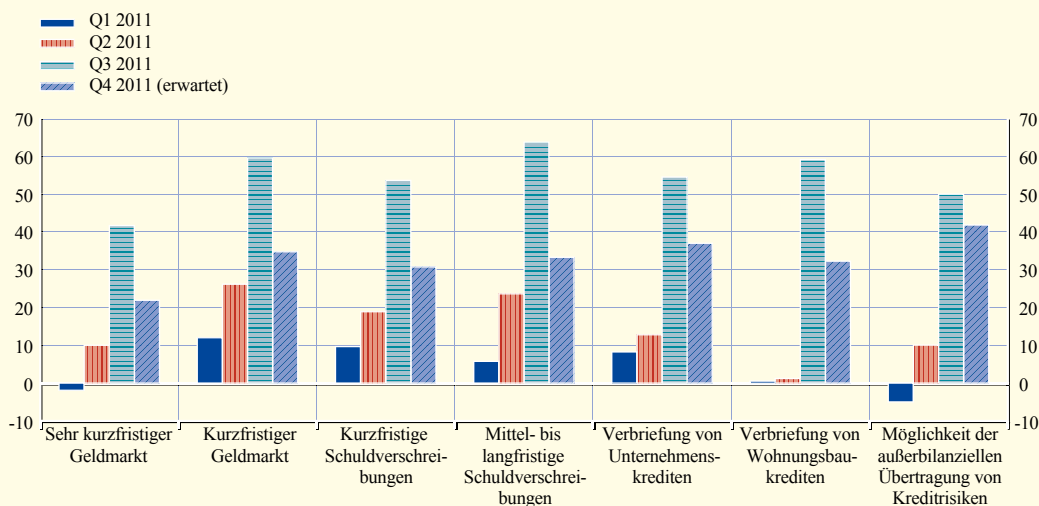
3 Laufzeiten von weniger als einer Woche.



gen aller Laufzeiten (siehe Abbildung G). Zudem scheinen sich auch die Bedingungen für Verbriefungsgeschäfte im dritten Jahresviertel 2011 spürbar verschlechtert zu haben, und zwar sowohl in Bezug auf True-Sale-Verbriefungen als auch auf die Möglichkeit der außerbilanziellen Übertragung von Kreditrisiken (synthetische Verbriefungen). Gleichzeitig erwarten die Banken des Euroraums, dass sich ihr Zugang zu großvolumiger Finanzierung im Schlussquartal dieses Jahres weniger stark verschlechtert.

**Abbildung G Veränderung des Zugangs zu großvolumiger Finanzierung in den vergangenen drei Monaten**

(prozentualer Saldo der Banken, die eine Beeinträchtigung des Marktzugangs meldeten)



Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutlich beeinträchtigt“ und „leicht beeinträchtigt“ und der Summe der Angaben unter „leicht verbessert“ und „deutlich verbessert“ dar.

## 2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

Vor dem Hintergrund der in vielen Ländern unternommenen Bemühungen hinsichtlich einer Verbesserung der Haushaltssituationen sowie der weiteren Konsolidierung der MFI-Bilanzen, die der Erhöhung der Emission von Schuldtiteln durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gegenüberstanden, sank die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen im Juli 2011 geringfügig auf 3,8 %. Gleichzeitig erhöhte sich die jährliche Zuwachsrate der Begebung börsennotierter Aktien leicht auf 1,8 %. Die jüngsten, seit August herrschenden Finanzmarktspannungen, welche die marktbasierende Finanzierung in einigen Sektoren erheblich beeinflusst haben dürften, fallen nicht in den betrachteten Zeitraum.

### SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen gab im Juli 2011 leicht nach und belief sich schließlich auf 3,8 % gegenüber 3,9 % im Vormonat (siehe Tabelle 4). Getragen wurde diese Entwicklung in erster Linie von der Begebung festverzinslicher langfristiger Schuldverschreibungen. Die Emission kurzfristiger Papiere ging indessen ebenso wie jene variabel verzinslicher langfristiger Schuldtitel weiter zurück. Eine Betrachtung der kurzfristigen Trends zeigt, dass die saisonbereinigte annualisierte Sechsmonatsrate des Absatzes von

Tabelle 4 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet

Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €) 2011 Juli	Jahreswachstumsraten <sup>1)</sup>					
		2010 Q3	2010 Q4	2011 Q1	2011 Q2	2011 Juni	2011 Juli
<b>Schuldverschreibungen:</b>	<b>16 240</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>
MFIs	5 371	-0,6	-0,1	0,6	1,1	1,7	1,8
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	3 270	0,9	1,3	1,8	0,8	0,7	0,9
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	850	10,6	8,5	6,3	3,9	4,1	4,7
Öffentliche Haushalte	6 749	7,6	7,5	7,3	6,9	7,3	6,8
<i>Darunter:</i>							
Zentralstaaten	6 161	7,3	7,1	6,7	6,1	6,5	6,2
Sonstige öffentliche Haushalte	588	11,0	12,4	13,0	15,8	16,1	13,3
<b>Börsennotierte Aktien:</b>	<b>4 523</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>
MFIs	459	5,2	6,6	6,4	7,5	10,2	12,2
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	326	4,3	3,3	1,8	2,6	3,0	3,3
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	3 739	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4

Quelle: EZB.

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

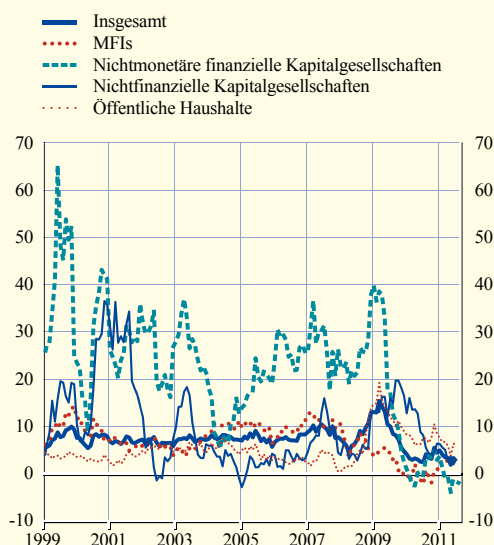
Schuldverschreibungen im Juli 2011 nach 3,3 % im Vormonat auf 2,6 % sank (siehe Abbildung 9). Ausschlaggebend hierfür war die langsamere Zunahme bei entsprechenden Papieren der MFIs und der öffentlichen Hand.

Seit Jahresbeginn 2010 wurde der geringere Absatz kurzfristiger Papiere durch die stärkere Emission langfristiger Schuldverschreibungen mit fester Verzinsung mehr als ausgeglichen. Dieser Trend setzte sich im Juli 2011 fort. Bei den langfristigen Schuldtiteln mit variabler Verzinsung waren Ende 2010 und Anfang 2011 Anzeichen einer leichten Erholung zu erkennen. Diese Entwicklung konnte jedoch nicht aufrechterhalten werden. Im Juli 2011 ging die Emission dieser Papiere etwas zurück und setzte die sehr verhaltene Entwicklung fort, die seit März dieses Jahres zu beobachten ist.

Hinter der Gesamtzunachsrate der Emission von Schuldverschreibungen im Juli verbergen sich divergierende Entwicklungen auf sektoraler Ebene. Die Jahreswachstumsrate der von öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen sank im Berichtsmonat auf 6,8 %, verglichen mit 7,3 % im Juni. Im Gegensatz dazu stieg die jährliche Zuwachsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten Schuldverschreibungen von 4,1 % im Juni auf 4,7 % im Juli an. Diese höhere Emissionstätigkeit des Unternehmenssektors lässt sich teilweise dadurch erklären, dass die Kreditkonditionen zu

Abbildung 9 Aufgliederung der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen

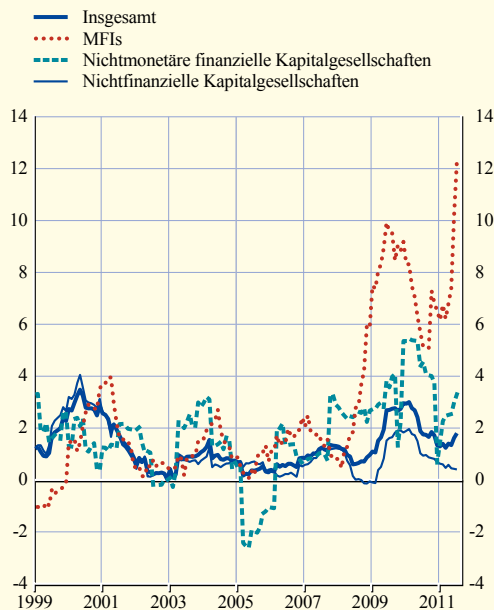
(auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

**Abbildung 10 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.

einem Zeitpunkt, an dem die Finanzierungsbedingungen an den Märkten für Schuldverschreibungen nach wie vor günstig waren, recht restriktiv ausfielen. Allerdings ist die Emissionstätigkeit des Unternehmenssektors noch immer weit entfernt von den in den Jahren 2009 und 2010 erreichten Höchstständen, was vermutlich auf die jüngste Verschärfung der Finanzmarktspannungen zurückzuführen ist. Die Jahreswachstumsrate der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen blieb im Juli mit 1,8 % weitgehend unverändert. Verglichen mit den extrem schwachen Werten, die über weite Strecken des Jahres 2010 und Anfang 2011 festzustellen waren, ist dies eine hohe Rate. In jüngerer Zeit dürften die mit den verschärften Spannungen an den Staatsanleihemärkten zusammenhängenden Beeinträchtigungen des Zugangs der Banken zu Finanzierungsmitteln diese allmähliche Erholung zum Stillstand gebracht haben. Die Emissionstätigkeit nichtmonetärer finanzieller Kapitalgesellschaften erhöhte sich im Juli 2011 leicht auf 0,9 %, verglichen mit 0,7 % im Juni.

### BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien stieg im Juli 2011 leicht auf 1,8 %, was vor allem einer verstärkten Emissionstätigkeit der MFIs und der nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften zuzuschreiben war. Bei der Aktienemission durch MFIs erhöhte sich die jährliche Zuwachsrate im Juli auf 12,2 %, verglichen mit 10,2 % im Vormonat (siehe Abbildung 10). Damit wurden die anhaltenden Bemühungen der im Euroraum ansässigen MFIs zur Verbesserung ihrer Bilanzen und zur Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis unterstützt. Gleichzeitig stieg die Zwölfmonatsrate der von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen börsennotierten Aktien im Juli weiter auf 3,3 %. Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften blieb die entsprechende Rate weitgehend stabil bei 0,4 %.

### 2.3 GELDMARKTSÄTZE

*Die Geldmarktsätze blieben von Anfang September bis Anfang Oktober 2011 weitgehend unverändert. An den ersten beiden Tagen der neunten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres, die am 14. September begann, lag der EONIA auf einem relativ niedrigen Niveau. Danach stieg er an und befand sich schließlich etwas näher am Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte als in der vorangegangenen Erfüllungsperiode.*

Die unbesicherten Geldmarktsätze blieben von Anfang September bis Anfang Oktober 2011 weitgehend unverändert. Die EURIBOR-Zinssätze für Einmonats-, Dreimonats-, Sechsmo- nats- und Zwölfmonatsgeld lagen am 5. Oktober bei 1,35 %, 1,56 %, 1,76 % bzw. 2,08 % und damit 1, 3, 3 bzw. 2 Basispunkte über ihrem Stand vom 7. September. Infolgedessen hat sich auch der Abstand zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR – der eine Messgröße für den Verlauf

der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt darstellt – mit 73 Basispunkten am 5. Oktober kaum verändert (siehe Siehe Abbildung 11).

Der Dreimonats-EONIA-Swapsatz lag am 5. Oktober bei 0,73 % und somit 3 Basispunkte unter seinem Stand vom 7. September. Der entsprechende Zinssatz am unbesicherten Markt erhöhte sich um 3 Basispunkte auf zuletzt 1,56 %. Infolgedessen weitete sich der Abstand zwischen dem unbesicherten Dreimonats-EURIBOR und dem Dreimonats-EONIA-Swapsatz um 5 Basispunkte aus und belief sich am 5. Oktober auf 82 Basispunkte.

Die aus den Preisen für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2011 sowie im März, Juni und September 2012 abgeleiteten Zinssätze beliefen sich am 5. Oktober auf 1,24 %, 1,11 %, 1,06 % bzw. 1,05 % und waren damit 2 bzw. 1 Basispunkt höher und 1 bzw. 3 Basispunkte niedriger als am 7. September.

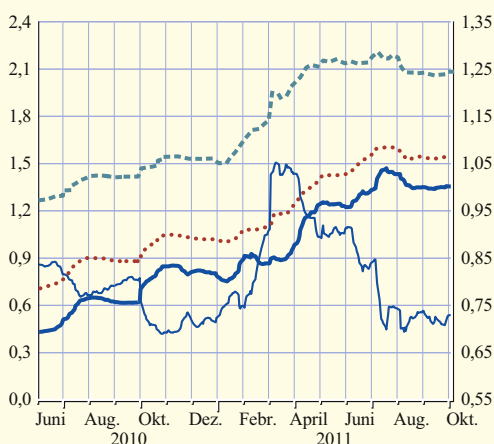
Vom 7. September bis zum Ende der achten Mindestreserve-Erfüllungsperiode am 13. September blieb der EONIA mit rund 0,85 % angesichts eines anhaltenden Liquiditätsüberschusses stabil, bevor er am letzten Tag der Erfüllungsperiode auf 1,21 % kletterte. Im restlichen Monatsverlauf war er etwas volatil und setzte das seit Jahresbeginn beobachtete Verlaufsmuster fort. Am 14. September sank der EONIA deutlich auf 0,93 %, bewegte sich jedoch ab dem 16. September zwischen 1,05 % und 1,10 % und lag damit näher am Hauptrefinanzierungssatz als in der vorangegangenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode. Alles in allem spiegelte der EONIA eine Kombination aus dem Bestreben der Banken zur frühzeitigen Erfüllung ihres Mindestreserve-Solls und dem insgesamt vorhandenen Liquiditätsüberschuss wider. Am 5. Oktober lag er bei 0,97 %.

Das Eurosystem führte vom 7. September bis zum 5. Oktober eine Reihe von Refinanzierungsgeschäften durch. Am 13. September wurden im Rahmen einer Feinsteuerungsoperation 167,7 Mrd €

Abbildung 11 Geldmarktsätze

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

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

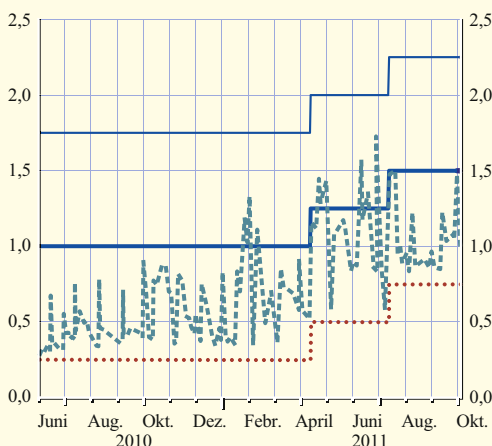


Quellen: EZB und Thomson Reuters.

Abbildung 12 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p. a.; Tageswerte)

- Festzinssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften
- ... Einlagesatz
- - - Tagesgeldsatz (EONIA)
- Spitzenrefinanzierungssatz



Quellen: EZB und Thomson Reuters.

abgeschöpft, um den Liquiditätsüberschuss am Ende der achten Erfüllungsperiode des Jahres auszugleichen. Bei den am 13., 20. und 27. September sowie am 4. Oktober durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäften der neunten Reserveerfüllungsperiode teilte das Eurosystem 163,8 Mrd €, 201,2 Mrd €, 208,3 Mrd € bzw. 198,8 Mrd € zu. Darüber hinaus wickelte es im September zwei längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) als Mengentender mit Vollzuteilung ab: am 13. September ein Geschäft mit einer Sonderlaufzeit von einer Erfüllungsperiode, bei dem 54,2 Mrd € zugeteilt wurden, und am 28. September ein dreimonatiges LRG, bei dem 140,6 Mrd € bereitgestellt wurden. Zudem führte das Eurosystem am 13., 20. und 27. September sowie am 4. Oktober jeweils ein einwöchiges liquiditätsabsorbierendes Geschäft als Zinstender mit einem Höchstbietungssatz von 1,50 % durch. Darüber hinaus wurde mithilfe dieser Geschäfte die über Käufe im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte zugeführte Liquidität vollständig abgeschöpft.

Die neunte Mindestreserve-Erfüllungsperiode, die am 14. September begann, war von einer hohen Überschussliquidität gekennzeichnet. So belief sich die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität am 5. Oktober auf 154 Mrd €.

Die dezentrale Verteilung von Zentralbankliquidität innerhalb des Eurosystems vor dem Hintergrund von Spannungen am Interbankengeldmarkt spiegelt sich in den Salden der NZBen des Euro-Währungsgebiets gegenüber der EZB im Zahlungssystem TARGET2 wider. Nähere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 4.

#### Kasten 4

#### TARGET2-SALDEN DER NATIONALEN ZENTRALBANKEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Der Euroraum weist als Währungsunion einen regen grenzüberschreitenden Interbanken-Zahlungsverkehr auf. Ein System wie TARGET2<sup>1</sup> – das Echtzeit-Bruttosystem des Eurosystems – stellt einen zentralen Mechanismus zur reibungslosen Abwicklung dieser Zahlungen dar. Durch die Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen in Zentralbankgeld entstehen Salden bei jeder NZB, die an das Zahlungssystem TARGET2 angeschlossen ist.<sup>2</sup> Die grenzüberschreitenden Zahlungsströme resultieren in der Regel aus Transaktionen, die von privaten Wirtschaftssubjekten (d. h. Kreditinstituten, Unternehmen oder Privatpersonen) veranlasst werden. Die TARGET2-Salden der NZBen des Euro-Währungsgebiets gegenüber der EZB, die sich aus diesem grenzüberschreitenden Interbanken-Zahlungsverkehr ergeben, spiegeln auch die dezentrale Verteilung von Zentralbankliquidität innerhalb des Eurosystems wider.<sup>3</sup> Die

- 1 Wie der Vorläufer TARGET bis November 2007 (endgültige Außerbetriebnahme im Mai 2008) ist TARGET2 das Echtzeit-Brutto-Zahlungssystem des Eurosystems. TARGET steht für transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungssystem (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system). Die NZBen stellen den Teilnehmern des Europäischen Wirtschaftsraums (in der Regel Kreditinstituten und anderen Marktinfrastrukturen) über TARGET2 Zahlungs- und Abwicklungsdienste zur Verfügung. In diesem Kasten liegt das Hauptaugenmerk auf dem Euro-Währungsgebiet.
- 2 Sämtliche NZBen des Euroraums sind an TARGET2 angeschlossen. Hinsichtlich des Umfangs ihrer TARGET2-Salden gegenüber der EZB gibt es keine Beschränkungen, und die Salden können sowohl positiv als auch negativ sein. Auch die NZBen der EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets können sich TARGET2 anschließen. Da sie nicht Teil des Währungsraums sind, müssen diese NZBen stets einen positiven Saldo gegenüber der EZB aufweisen. Die Summe aller Salden (d. h. der Salden der NZBen des Euro-raums, der NZBen außerhalb des Eurogebiets und der EZB) ist null. Nähere Einzelheiten zu TARGET2 finden sich im Anhang des vierteljährlichen Monatsberichts (zuletzt veröffentlicht im September 2011) und im Jahresbericht der EZB.
- 3 Siehe auch Deutsche Bundesbank, TARGET2-Salden der Bundesbank, Pressenotiz vom 22. Februar 2011; Deutsche Bundesbank, Die Entwicklung des TARGET2-Saldos der Bundesbank, Monatsbericht März 2011; U. Bindseil und P. J. König, The economics of TARGET2 balances, SFB 649 Discussion Papers, Nr. 2011-35, Humboldt-Universität zu Berlin, 2011; und U. Bindseil, P. Cour-Thimann und P. J. König, Target2 and cross-border interbank payments during the financial crisis, CESifo Forum, Sonderausgabe, ifo Institut für Wirtschaftsforschung, München, erscheint in Kürze.

Bankensektoren in einigen Ländern, die per saldo mit Zahlungsabflüssen konfrontiert sind, benötigen mehr Zentralbankliquidität als in anderen Ländern, in denen Zuflüsse in Geschäftsbankengeld zu verzeichnen sind. Die ungleiche Verteilung der Zentralbankliquidität im Eurogebiet fördert die Stabilität, da sie es finanziell soliden Banken – auch solchen in Ländern mit finanziellen Spannungen – ermöglicht, ihren Liquiditätsbedarf zu decken. Sie trägt damit zur effektiven Transmission der Zinsbeschlüsse der EZB auf die Gesamtwirtschaft des Euroraums bei, mit dem Ziel, Preisstabilität auf mittlere Frist zu gewährleisten.<sup>4</sup>

Im vorliegenden Kasten werden die TARGET2-Salden der NZBen des Euroraums kurz dargestellt, und es wird erläutert, weshalb sich einige Salden während der Finanzkrise erhöht haben. Darüber hinaus wird untersucht, inwieweit diese Zunahme mit der Bereitstellung von Zentralbankliquidität in den Euro-Ländern zusammenhängt.

### Ausweitung der TARGET2-Salden während der Finanzkrise

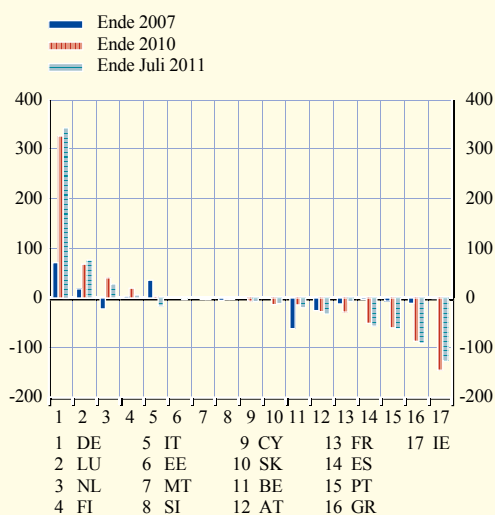
Die Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen zwischen den Banken des Euro-Währungsgebiets führt zu Intra-Eurosystem-Verpflichtungen, die am Ende jedes Geschäftstags aggregiert und saldiert werden. Dadurch hat jede NZB entweder eine Forderung (d. h. einen positiven TARGET2-Saldo) oder eine Verbindlichkeit (also einen negativen TARGET2-Saldo) gegenüber der EZB als dem zentralen Kontrahenten (siehe Abbildung A).

Die TARGET2-Salden der NZBen gegenüber der EZB belaufen sich in der Regel nicht auf null. Dies geht aus den Bilanzen der NZBen hervor, die regelmäßig veröffentlicht werden. Die Summe aller positiven Salden der NZBen des Euroraums (oder alternativ die Summe sämtlicher negativer Salden) lag vor Mitte des Jahres 2007 bei rund 100 Mrd €. <sup>5</sup> Im Verlauf der Finanzkrise erhöhten sich die TARGET2-Salden im Allgemeinen (siehe Abbildung A).

Die Zunahme der TARGET2-Verbindlichkeiten einiger NZBen gegenüber der EZB während der Finanzkrise war auf Finanzierungsengpässe des Bankensektors in den betreffenden

Abbildung A TARGET2-Salden der NZBen

(in Mrd €)



Quellen: NZBen.

4 Siehe hierzu auch EZB, Die Bilanz des Eurosystems in Zeiten von Finanzmarktspannungen, Kasten 4, Monatsbericht September 2011.

5 Siehe hierzu die Jahresberichte und Bilanzstatistiken der NZBen. So wird beispielsweise der TARGET2-Saldo der Deutschen Bundesbank monatlich unter der Zeitreihe EU8148 veröffentlicht. Es gibt keine gemeinsame Datenbank, in der die TARGET2-Salden aller NZBen zusammengefasst sind. Auf der Grundlage der International Financial Statistics des IWF kann jedoch ein unvollkommener Näherungswert errechnet werden, und zwar aus der Summe der monatlichen Zeitreihen der Nettoforderungen an das Eurosystem abzüglich der Differenz zwischen dem Wert der Euro-Banknoten, die jeder NZB gemäß dem Schlüssel für die Verteilung der Banknoten zugeteilt wurden, und dem Wert der Euro-Banknoten, die diese NZB tatsächlich in Umlauf gibt. Diese Differenz ist z. B. für Deutschland strukturbedingt negativ und für Frankreich positiv.

Ländern und auf die Deckung des daraus resultierenden Liquiditätsbedarfs durch die EZB zurückzuführen.

Vor der Finanzkrise hatten die Banken in diesen Ländern einen vergleichsweise leichten Zugang zu privaten Finanzierungsmitteln. Sie bezogen Mittel aus dem Ausland (z. B. in Form von grenzüberschreitenden Interbankenkrediten, Direktinvestitionen oder Einlagen), die grob gerechnet die Zahlungsabflüsse im Zusammenhang mit dem Nettoimport von Waren und Dienstleistungen oder dem Erwerb von Vermögenswerten im Ausland ausglich. Da die in Zentralbankgeld abgewickelten grenzüberschreitenden Zahlungsströme der betreffenden Länder weitgehend ausgeglichen waren, beliefen sich die TARGET2-Salden der jeweiligen NZBen zwar nicht auf null, aber sie waren im Großen und Ganzen neutral.

Infolge der Finanzkrise fließen den Bankensektoren dieser Länder nun nicht mehr genügend private Mittel zu, um ihre Zahlungsabflüsse auszugleichen. Ihr Zugang zum Interbankengeldmarkt ist eingeschränkt, und die grenzüberschreitenden Kreditströme in diese Länder sind ausgetrocknet, während gleichzeitig zuvor aufgenommene Kredite zurückgezahlt werden müssen. Darüber hinaus werden die Finanzierungsengpässe der Banken durch Kapitalentnahmen des privaten Sektors verschärft. Die daraus resultierenden, in Zentralbankgeld abgewickelten Nettozahlungsabflüsse aus diesen Bankensektoren führen dazu, dass die jeweiligen NZBen per saldo Verbindlichkeiten in TARGET2 verbuchen. Zugleich weisen die NZBen der Länder, die Nettoempfänger dieser Zahlungen sind, Forderungen in TARGET2 aus.

### **Zusammenhang zwischen TARGET2-Salden und der Bereitstellung von Zentralbankliquidität**

Die Finanzkrise hat zu einer Verschiebung der Zahlungsströme des privaten Sektors innerhalb des Euro-Währungsgebiets<sup>6</sup> und zugleich zu Veränderungen bei der Bereitstellung von Liquidität durch die NZBen geführt.

Bankensektoren, die Nettoabflüsse von Zahlungen verzeichnen, welche in Zentralbankgeld abgewickelt werden, benötigen mehr Zentralbankliquidität als gewöhnlich. Ihre jeweiligen NZBen stellen mehr Liquidität zur Verfügung, als normalerweise notwendig wäre, um den Bedarf der Banken zu decken. Dies geschieht entweder in Form von Kreditgeschäften oder durch den Ankauf von Wertpapieren. Die Bilanzen der betreffenden NZBen weisen auf der Aktivseite eine höhere Liquiditätsbereitstellung über Kreditgeschäfte des Eurosystems und auf der Passivseite Verbindlichkeiten gegenüber der EZB in TARGET2 aus (siehe Abbildung C, linke Spalte). Das Volumen der Kreditgeschäfte des Eurosystems hat sich während der Finanzkrise insgesamt erhöht (siehe Abbildung B), und Banken mit einem größeren Liquiditätsbedarf nehmen verstärkt an diesen Geschäften teil. Die Verteilung der Liquidität innerhalb des Eurosystems fördert die Stabilität, da sie es finanziell soliden Banken – auch solchen in Ländern mit finanziellen Spannungen – ermöglicht, ihren Liquiditätsbedarf zu decken. Sie trägt damit zur effektiven Transmission der Zinsbeschlüsse der EZB auf die Gesamtwirtschaft des Euroraums bei, mit dem Ziel, Preisstabilität auf mittlere Frist zu gewährleisten.

<sup>6</sup> Diese Verschiebung vollzog sich im Wesentlichen innerhalb des Euro-Währungsgebiets; die Leistungs- und die Kapitalbilanz des Eurosystems blieben weitgehend unverändert. Siehe hierzu auch EZB, Entwicklung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets (Stand: März 2011), Kasten 6, Monatsbericht Juni 2011, und Kapitel 7 des Abschnitts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.

### Ein positiver TARGET2-Saldo bedeutet keine Beschränkung der Kreditversorgung in der entsprechenden Volkswirtschaft, sondern signalisiert ein reichliches Angebot an Bankliquidität

Wenngleich ein Zusammenhang zwischen den TARGET2-Salden und der Verteilung von Zentralbankliquidität unter den einzelnen NZBen des Euro-Währungsgebiets besteht, hat dies keinerlei negative Auswirkungen auf die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen in bestimmten Ländern. Es wäre falsch anzunehmen, dass TARGET2-Verbindlichkeiten, die aus einer relativ umfangreichen Liquiditätsbereitstellung an Banken in einigen Ländern resultieren, einen negativen Einfluss auf die Vergabe von Bankkrediten in anderen Ländern hätten. Vielmehr ist davon auszugehen, dass Banken in Ländern, deren NZBen einen positiven TARGET2-Saldo aufweisen (siehe Abbildung C, mittlere Spalte), tendenziell Empfänger grenzüberschreitender Zahlungen aus anderen Ländern sind.

Die Banken in diesen Ländern benötigen weniger Zentralbankliquidität, als ansonsten erforderlich wäre, um weiterhin Kredite an private Haushalte und Unternehmen in ihrer Volkswirtschaft vergeben zu können.<sup>7</sup> Dass die Bankkreditvergabe allein durch die verminderte Liquiditätsbereitstellung seitens einiger NZBen nicht eingeschränkt wird, zeigt sich auch daran, dass die Banken im gesamten Euro-Raum derzeit – gegen ausreichende Sicherheiten – uneingeschränkten Zugang zu Zentralbankliquidität zu guten Konditionen haben. In der Tat weisen die Banken einen Liquiditätsüberschuss auf, wie sich an ihrer Inanspruchnahme der Einlagefazilität der EZB ablesen lässt.

### Kein vollständiger Zusammenhang zwischen TARGET2-Salden und dem Liquiditätsbedarf der Banken in einzelnen Ländern

Mit den TARGET2-Salden der NZBen verhält es sich wie mit der Verteilung von Zentralbankliquidität und der Ausgabe von Banknoten durch die einzelnen NZBen des Euro-Währungsgebiets: Sie vermitteln nicht notwendigerweise ein Bild von der wirtschaftlichen Realität des Liquiditätsbedarfs der Banken in den einzelnen Mitgliedstaaten. Die Verteilung von Zentralbankliquidität durch die NZBen in den einzelnen Ländern des Euroraums weist einen – allerdings nur losen – Zusammenhang mit dem inländischen Liquiditätsbedarf des jeweiligen nationalen Bankensektors auf. Dies lässt sich mit den fortschreitenden Innovationen im Finanzsektor und der WWU begründen, wodurch der Unterschied zwischen inländischen und grenzüberschreitenden Transaktionen allmählich verschwindet. Analog hierzu gibt es drei Hauptgründe, weshalb die TARGET2-Salden der NZBen nicht unbedingt die nationale wirtschaftliche Realität widerspie-

Abbildung B Liquiditätsbereitstellung an Geschäftspartner im Euro-Währungsgebiet über geldpolitische Geschäfte des Eurosystems

(in Mrd €; Monatsendwerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Ende September 2011.

<sup>7</sup> Vor der Finanzkrise benötigten die Banken in diesen Ländern sogar vergleichsweise mehr Zentralbankliquidität, als der von der jeweiligen NZB eingezahlte Anteil am Kapital der EZB impliziert, da diese Länder zu jener Zeit einen überproportional hohen Bedarf an Banknoten hatten, die anschließend teilweise in andere Euro-Länder oder ins Ausland flossen. Daraus ergaben sich Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten (die tatsächlich nicht durch TARGET2-Salden ausgeglichen wurden).



Abbildung C Stilisierte Bilanzen der NZBen mit negativen, positiven und neutralen TARGET2-Salden

NZBen mit negativen TARGET2-Salden		NZBen mit positiven TARGET2-Salden		NZBen mit neutralen TARGET2-Salden	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
Kreditgeschäfte	Banknoten	Kreditgeschäfte	Banknoten	Kreditgeschäfte	Banknoten
	Guthaben und Einlagen auf Girokonten	<b>TARGET2-Forderungen</b>	Guthaben und Einlagen auf Girokonten	Sonstige (darunter Nettogeldvermögen)	
	<b>TARGET2-Verbindlichkeiten</b>		Sonstige (darunter Nettogeldvermögen)		Sonstige

Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt eine stilisierte Darstellung der NZB-Bilanzen, die keine aktuellen Daten enthält. Auf der Aktivseite umfasst die Kategorie „Sonstige“ insbesondere das Nettogeldvermögen, die Goldreserven und eventuelle Intra-Eurosystem-Forderungen, die sich daraus ergeben können, dass die NZBen proportional weniger Banknoten emittieren als ihrem Anteil am Kapital der EZB entspräche. Auf der Passivseite umfassen die „Banknoten“ den Banknotenumlauf (proportional zum Anteil der NZB am Kapital der EZB). Die Kategorie „Guthaben und Einlagen auf Girokonten“ gibt die Liquiditätshaltung der Banken bei ihrer jeweiligen NZB im Wesentlichen zur Erfüllung der Mindestreservepflicht wieder sowie die Einlagen der Banken in der Einlagefazilität und ihre Termineinlagen. Die Kategorie „Sonstige“ umfasst Kapital und Rücklagen, Rückstellungen und Ausgleichsposten aus Neubewertung sowie sonstige Verbindlichkeiten (einschließlich Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen im Euroraum, z. B. Einlagen öffentlicher Haushalte, und Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten, die sich daraus ergeben, dass die NZBen mehr Banknoten emittieren, als ihrem Anteil am Kapital der EZB entspräche, wobei Letzteres nur in der mittleren Spalte ins Gewicht fällt).

geln, die sich hinter den Salden der grenzüberschreitenden Zahlungen des Euro-Währungsgebiets verbirgt.

Erstens wird die geografische Lage einer als Zahlungspartner auftretenden Bank bisweilen eher von ihrer internen Organisation und weniger von den tatsächlichen wirtschaftlichen Gegebenheiten bestimmt. So können insbesondere multinationale Bankengruppen ihre Refinanzierung dezentral organisieren, während sie zugleich ihr Liquiditätsmanagement stärker zentralisiert haben. Eine Bankengruppe kann sich beispielsweise über eine Tochtergesellschaft bei einer NZB in einem anderen Land des Euroraums refinanzieren. Hierdurch ergibt sich für die NZB im Land der Mutterbank eine TARGET2-Forderung und für die NZB im Land der Tochterbank eine TARGET2-Verbindlichkeit. Außerdem würde beispielsweise eine Zahlung einer französischen Bank (die ein TARGET2-Konto bei der Banque de France führt) an deren deutsche Tochtergesellschaft (mit einem TARGET2-Konto bei der Deutschen Bundesbank), die eine inländische Zahlung in Deutschland ausführen muss, in den TARGET2-Salden der NZBen beider Länder als Zahlungsstrom von Frankreich nach Deutschland verbucht. Zweitens werden einige grenzüberschreitende Zahlungen nicht in Zentralbankgeld abgewickelt und erscheinen somit nicht in den TARGET2-Salden.<sup>8</sup> Dies ist der Fall, wenn a) Zahlungen im Rahmen des Korrespondenzbankgeschäfts getätigt werden (die Zahlung wird auf einem Konto gebucht, das eine Geschäftsbank bei einer anderen Geschäftsbank unterhält) oder b) Systeme wie Wertpapierabwicklungs- oder Massenzahlungssysteme zum Einsatz kommen (z. B. für Massenzahlungen in Verbindung mit einigen Kreditkartensystemen), in denen die Abwicklung eines Teils oder sämtlicher ihrer Transaktionen in Geschäftsbankgeld erfolgen kann. Drittens können Euro-Transaktionen mit Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets (z. B. im Vereinigten Königreich), deren NZBen nicht an TARGET2 angebunden sind, dennoch über Banken abgewickelt werden, die TARGET2-Konten bei den verschiedenen NZBen des Euroraums (z. B. der Deut-

<sup>8</sup> Das Volumen der in Geschäftsbankgeld (statt Zentralbankgeld) abgewickelten Zahlungen dürfte in Anbetracht des gesunkenen Vertrauens in den Finanzdienstleistungssektor während der Finanzkrise zurückgegangen sein. Die Abwicklung in Geschäftsbankgeld setzt das Vertrauen voraus, dass der Finanzdienstleister letztendlich seine Verbindlichkeiten in Zentralbankgeld zurückzahlen kann.

sehen Bundesbank oder der Nederlandsche Bank) unterhalten. Dadurch werden die TARGET2-Salden der NZBen in den entsprechenden Mitgliedstaaten beeinflusst.

Dessen ungeachtet besteht weiterhin ein allgemeiner – wenngleich unvollständiger – Zusammenhang zwischen dem eingeschränkten Marktzugang, dem gestiegenen Bedarf an Zentralbankgeld und den erhöhten TARGET2-Verbindlichkeiten in Ländern mit finanziellen Schwierigkeiten.

### TARGET2-Salden als normales Merkmal der WWU

Die TARGET2-Salden der NZBen des Euro-Währungsgebiets spiegeln die ungleichmäßige Verteilung von Zentralbankliquidität innerhalb des Eurosystems wider. Da es für den Wert der innerhalb eines gemeinsamen Währungsraums getätigten Zahlungen keine Höchstgrenze geben kann, ist auch für die TARGET2-Salden der NZBen keine Obergrenze möglich. Eine Beschränkung der TARGET2-Salden wäre mit dem Konzept einer Währungsunion nicht vereinbar. Auch in den Vereinigten Staaten erfolgt keine Begrenzung der Zahlungen, die innerhalb des aus den zwölf Federal-Reserve-Distrikten bestehenden Währungsraums durchgeführt werden. Aus diesen Zahlungen resultieren Salden zwischen den einzelnen Distrikten, die wie im Fall der TARGET2-Salden im Eurosystem keine stärkere Einschränkung bedeuten. Der in den Vereinigten Staaten verwendete Mechanismus zum einmal jährlich erfolgenden Ausgleich der Salden der einzelnen Distrikte wirkt sich nicht auf die grenzüberschreitenden Zahlungsströme aus und führt im Grunde genommen zu einer Anpassung des Schlüssels für Verteilung der Gewinne und Verluste des Federal Reserve Systems auf die zwölf Reserve Banks in den jeweiligen Distrikten.<sup>9</sup>

Innerhalb der WWU spiegelt eine TARGET2-Forderung für sich genommen kein finanzielles Risiko einer bestimmten NZB wider. Das Risiko, dem die Zentralbanken des Eurosystems (d. h. die NZBen und die EZB) ausgesetzt sind, ergibt sich aus den eigentlichen geldpolitischen Operationen und nicht aus den damit verbundenen TARGET2-Salden. Eine Zentralbank geht in jedem Fall ein Kontrahentenrisiko ein, wenn sie geldpolitische Maßnahmen umsetzt. Das Risiko, das sich ergibt, wenn im Rahmen der Durchführung der Geldpolitik Zentralbankliquidität zugeführt wird, wird mithilfe eines Risikosteuerungssystems vermindert.<sup>10</sup> Der Sicherheitenrahmen des Eurosystems basiert auf einem öffentlichen Verzeichnis von Wertpapieren, welche die entsprechenden Voraussetzungen für die Notenbankfähigkeit erfüllen, und wird durch Risikosteuerungsmaßnahmen ergänzt. Insbesondere werden die als Sicherheiten hinterlegten Wertpapiere täglich zu Marktpreisen (sofern verfügbar) oder unter Anwendung konservativer Bewertungsmethoden (mit Risikoabschlägen) bewertet. Das mit der Bereitstellung von Zentralbankliquidität verbundene Restrisiko, das trotz der Maßnahmen zur Risikominderung bestehen kann, wird von den NZBen des Eurosystems in der Regel gemeinsam entsprechend ihrem jeweiligen Anteil am Kapital der EZB getragen und steht nicht mit den TARGET2-Positionen der einzelnen Zentralbanken in Zusammenhang.

<sup>9</sup> Die Zahlungsströme zwischen den verschiedenen Federal-Reserve-Distrikten führen naturgemäß dazu, dass die Salden der einzelnen Distrikte Überschüsse oder Defizite aufweisen. Diese Salden fließen in den Interdistrict Settlement Account ein, der einmal jährlich im April abgeglichen wird (die Datenreihen stehen unter <http://alfred.stlouisfed.org> zur Verfügung). Da der jährliche Abgleich auf Basis des durchschnittlichen Saldo jeder einzelnen Reserve Bank in den vorausgegangenen zwölf Monaten (April bis Mai) erfolgt, belaufen sich die Salden am Schluss in der Regel nicht wieder auf null. Der Ausgleich beinhaltet im Wesentlichen eine Anpassung des relativen Anteils der zwölf Reserve Banks an den im System Open Market Account des Federal Reserve System gebuchten Wertpapierbeständen. Siehe hierzu auch: Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks, Section 40.40 SOMA Participation, Revision Set 50, Dezember 2010.

<sup>10</sup> Siehe EZB, The implementation of monetary policy in the euro area – General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, Kapitel 6, Februar 2011 (die deutsche Veröffentlichung mit dem Titel „Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems“ steht noch aus). Änderungen dieser Regelungen werden auf der Website der EZB veröffentlicht.

## 2.4 ANLEIHEMÄRKTE

Im September und Anfang Oktober gingen die Renditen langfristiger Staatsanleihen mit AAA-Rating im Euro-Währungsgebiet ebenso wie die Renditen entsprechender US-Staatsanleihen zurück. Die Marktstimmung wurde weiterhin durch die Spannungen an den Staatsanleihemärkten des Euroraums und weitere negative Überraschungen im Zusammenhang mit den sich in vielen Ländern verschlechternden Konjunkturindikatoren getrübt. In den Vereinigten Staaten übte die Ankündigung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank, die durchschnittliche Laufzeit der von ihr gehaltenen Staatsanleihenbestände zu verlängern, Abwärtsdruck auf die Renditen langfristiger Anleihen aus. Die an der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit über die künftige Entwicklung an den Anleihemärkten nahm leicht zu. Die Renditeabstände zwischen den Schuldtiteln der Euro-Länder vergrößerten sich in den meisten Fällen abermals. Gleichzeitig gingen die langfristigen Breakeven-Inflationsraten im Zuge von Portfolioumschichtungen in sichere Anlagen, d. h. nominale Anleihen, auf Talfahrt. Der Rückgang der Inflationsswaps spiegelt indes in erster Linie eine Reduzierung der Inflationsrisikoprämien wider. Insgesamt deuten die marktbasiereten Indikatoren darauf hin, dass die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer fest verankert bleiben.

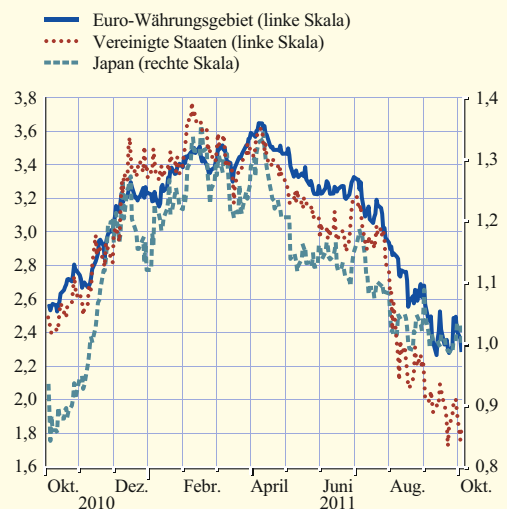
Von Ende August bis zum 5. Oktober gaben die Renditen langfristiger Staatsanleihen mit AAA-Rating im Euro-Währungsgebiet um 27 Basispunkte nach und lagen am Ende des Berichtszeitraums bei 2,4 %. In den Vereinigten Staaten verringerten sich die Renditen langfristiger Anleihen etwas stärker, und zwar um 34 Basispunkte auf zuletzt 1,9 % (siehe Abbildung 13). Folglich kam es im betrachteten Zeitraum zu einer geringfügigen Vergrößerung des Abstands zwischen den Nominalzinsen zehnjähriger Staatsanleihen in den USA und jenen im Euroraum. In Japan gingen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Berichtszeitraum um 6 Basispunkte zurück und beliefen sich am 5. Oktober auf 1,0 %.

Die Unsicherheit der Anleger bezüglich der kurzfristigen Entwicklung an den Anleihemärkten im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten nahm im Beobachtungszeitraum – gemessen an der aus Optionen abgeleiteten Volatilität – etwas zu. Hierin spiegelten sich die anhaltenden Spannungen an den Staatsanleihemärkten mehrerer Euro-Länder wider. Die implizite Volatilität an den Anleihemärkten im Euroraum lag auf einem höheren Niveau als im Mai 2010, auch wenn die dort herrschende Unsicherheit seit dem Mitte August 2011 verzeichneten Höchststand etwas nachgelassen hat. An den Anleihemärkten der Vereinigten Staaten war die implizite Volatilität deutlich geringer als im Eurogebiet.

Die Entwicklung der Renditen langfristiger Staatsanleihen mit AAA-Rating im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten spiegelte Bedenken im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise sowie weitere negative Überraschungen im Zusammenhang mit den sich in vielen Ländern verschlechternden Konjunkturindikatoren wider, die Abwärtskorrekturen der Konjunkturaussichten zur Folge hatten. Darüber hinaus übten die Erwartung, dass der Offenmarktausschuss der

Abbildung 13 Renditen langfristiger Staatsanleihen

(in % p. a.; Tageswerte)



Quellen: Bloomberg und Thomson Reuters.

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

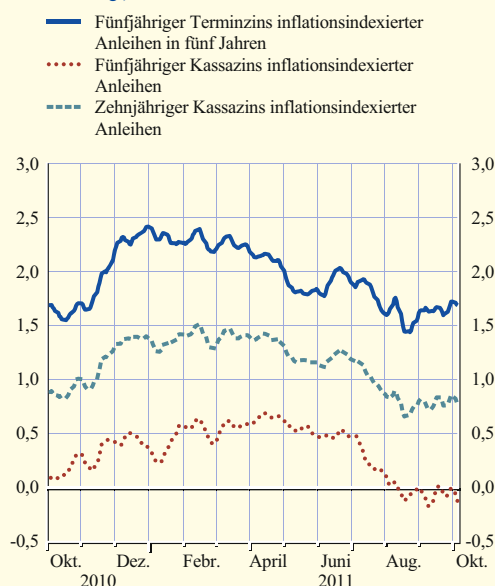
US-Notenbank die durchschnittliche Laufzeit der von ihr gehaltenen Staatsanleihenbestände verlängern würde, und schließlich die Ankündigung dieser Maßnahme Abwärtsdruck auf die Renditen langfristiger Anleihen in den Vereinigten Staaten aus. Im Anschluss an diese Ankündigung sanken die Renditen langfristiger US-Staatsanleihen zwischenzeitlich auf rund 1,7 %. Während des betrachteten Zeitraums waren weiterhin starke Spannungen aufgrund der Staatsschuldenkrise im Euroraum sowie eine anhaltend hohe Risikoaversion der Anleger zu beobachten (siehe auch Kasten 5). Des Weiteren war die durch Mittelumschichtungen in sichere Anlagen gestiegene Nachfrage nach liquiden Staatsanleihen mit einem sehr guten Rating noch immer lebhaft, und die von den Anlegern für liquide Staatsanleihen gezahlte Liquiditätsprämie lag unverändert auf einem erhöhten Niveau. Die Staatsschuldenkrise und die überraschend schwachen Wirtschaftsindikatoren belasteten die Stimmung an den Staatsanleihemärkten insgesamt erheblich und schlugen sich bis zu einem gewissen Grad auch in den Kursen von Aktien und Unternehmensanleihen nieder.

Die Renditeabstände der Staatsanleihen anderer Euro-Länder gegenüber deutschen Bundesanleihen vergrößerten sich im Berichtszeitraum in den meisten Fällen erneut. Zugleich wirkte sich die Nachfrage nach liquiden Staatsanleihen mit sehr gutem Rating weiterhin dämpfend auf die Renditen der deutschen Papiere aus. Grund hierfür waren in erster Linie die komplexen Verhandlungen im Zusammenhang mit dem Anpassungsprogramm für Griechenland sowie die Unsicherheit über Art und Zeitpunkt weiterer Hilfsmaßnahmen. Darüber hinaus wurde die Kreditwürdigkeit Italiens von zwei Ratingagenturen herabgestuft, und die Marktstimmung wurde nach wie vor durch Befürchtungen, dass die Krise auch auf andere Euro-Länder übergreifen könnte, getrübt. An einigen Tagen des Berichtszeitraums lagen die Renditeabstände italienischer Staatsanleihen sogar wieder nahe dem Stand, der im August vor dem EZB-Beschluss, das Programm für die Wertpapiermärkte zu reaktivieren, verzeichnet worden war.

Die Renditen fünf- und zehnjähriger inflationsindexierter Staatsanleihen im Euroraum sanken im Berichtszeitraum geringfügig (siehe Abbildung 14). Die realen Kassazinsen fünf- und zehnjähriger Anleihen beliefen sich am 5. Oktober auf -0,1 % bzw. 0,8 %. Zugleich ging die implizite Termin-Breakeven-Inflationsrate (fünfjährige Terminrate in fünf Jahren) im Euro-Währungsgebiet um 41 Basispunkte zurück und lag am 5. Oktober bei 1,7 % (siehe Abbildung 15). Auch die entsprechenden inflationsindexierten Swapsätze gaben nach und sanken um 25 Basispunkte auf zuletzt 1,9 %. Die Breakeven-Inflationsraten wiesen im vergangenen Monat Schwankungen auf, was einer hohen Volatilität der nominalen und realen Anleiherenditen vor dem Hintergrund der Marktspannungen und Umschichtungen in sichere Anlagen zuzuschreiben war. Die aus den Anleihemärkten abgeleiteten Inflationserwartungen waren demnach volatiler als die Erwartungen, die auf Signalen der Märkte für inflationsindexierte Swaps basierten. Der jüngste Rückgang der Termin-Breakeven-Inflationsraten kann in erster Linie darauf

Abbildung 14 Nullkuponrenditen inflationsindexierter Anleihen im Euro-Währungsgebiet

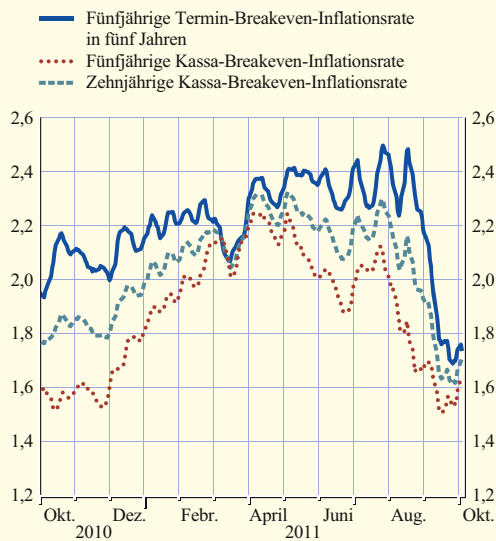
(in % p. a.; gleitender Fünftagesdurchschnitt der Tageswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 15 Nullkupon-Breakeven-Inflationsraten im Euro-Währungsgebiet**

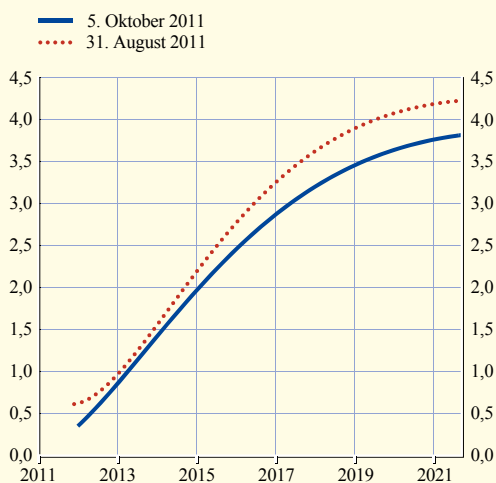
(in % p. a.; gleitender Fünftagesdurchschnitt der Tageswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 16 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet**

(in % p. a.; Tageswerte)



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

Anmerkung: Die implizite Terminzinssatzkurve, 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 Terminzinssatzkurven 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.

zurückgeführt werden, dass die Renditen nominaler Anleihen durch die hohe Nachfrage seitens der Anleger in Mitleidenschaft gezogen wurden und dass die Inflationsrisikoprämien sanken. Der Rückgang der inflationsindexierten Swapsätze spiegelt vor allem eine Reduzierung der Inflationsrisikoprämien wider. Insgesamt deuten die marktbasieren Indikatoren darauf hin, dass die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer fest verankert bleiben.

Das allgemeine Verlaufsmuster der Renditen langfristiger Anleihen mit AAA-Rating im Euro-Raum lässt sich in Veränderungen der Zinserwartungen (und der damit verbundenen Risikoprämien) für unterschiedliche Laufzeithorizonte aufgliedern (siehe Abbildung 16). Gegenüber Ende August verschob sich die Zinsstruktur der kurzfristigen Terminzinssätze bei allen Laufzeiten nach unten. Im Bereich der Laufzeiten von mehr als sechs Jahren betrug die Verschiebung rund 40 Basispunkte. Verantwortlich hierfür waren Anpassungen der Renditeerwartungen und Risikoprämien vor dem Hintergrund der Eintrübung der weltweiten Konjunkturaussichten und der diesbezüglichen Unsicherheit sowie die Auswirkungen der nach unten korrigierten Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Kurzfristzinsen.

Die Spreads von Investment-Grade-Unternehmensanleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften blieben im Berichtszeitraum weitgehend unverändert; lediglich in den niedrigsten Ratingkategorien weiteten sie sich erneut aus. Die Spreads von Investment-Grade-Unternehmensanleihen finanzieller Kapitalgesellschaften mit niedrigerer Bewertung zogen deutlich an, während sie bei den höchsten Ratingklassen nahezu unverändert blieben. Darin spiegelten sich sowohl eine höhere Anfälligkeit einiger Teile des Bankensektors gegenüber den gegenwärtigen Turbulenzen als auch eine gestiegene Risikoaversion seitens der Anleger wider. Die Renditen von Unternehmensanleihen finanzieller Kapitalgesellschaften wiesen jedoch nach wie vor in allen Ratingklassen ein deutlich niedrigeres Niveau auf als nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers.

## Kasten 5

**BETEILIGUNG DES PRIVATEN SEKTORS UND DEREN FOLGEN FÜR DIE FINANZSTABILITÄT**

Die Beteiligung des privaten Sektors<sup>1</sup> wurde in der Vergangenheit gelegentlich als Mittel zur Bewältigung von Staatsschuldenkrisen eingesetzt. Ziel war es, staatlichen Schuldnern dabei zu helfen, die Tragfähigkeit ihrer öffentlichen Finanzen rascher wiederherzustellen, als dies ansonsten der Fall gewesen wäre. Die Einbindung privater Gläubiger wurde allgemein als Möglichkeit zur Gewährleistung einer gerechten Lastenteilung zwischen öffentlichem und privatem Sektor betrachtet. Kreditgeber, die Länder finanzieren, welche sich im Hinblick auf ihre Staatsfinanzen nicht verantwortungsbewusst verhalten, tragen somit die Konsequenzen ihrer Entscheidungen. Darüber hinaus verringert sich dadurch möglicherweise der Bedarf an offizieller Finanzhilfe.

Im vorliegenden Kasten werden allerdings Gründe angeführt, weshalb die bisherigen Erfahrungen mit einer Beteiligung des privaten Sektors in Ländern, die nicht Teil einer Währungsunion sind, keinen Vergleich erlauben und daher keine verlässliche Orientierung geben. Innerhalb einer Währungsunion sind die Finanzmärkte sehr eng miteinander verflochten, sodass die negativen ökonomischen Auswirkungen einer Einbindung privater Gläubiger sehr viel weitreichender sind. Durch die Beteiligung der Privatwirtschaft in einem Mitgliedsland kann die Finanzstabilität des gesamten Währungsraums in Gefahr geraten.

Erstens ist davon auszugehen, dass die Einbeziehung des privaten Sektors unmittelbare negative Auswirkungen auf den Bankensektor im gesamten Euro-Währungsgebiet hat. So bringt eine solche Beteiligung einerseits mit Sicherheit spürbare Belastungen im Hinblick auf die Zahlungsfähigkeit von Banken und sonstigen privaten Finanzinstituten in dem betreffenden Land mit sich, beeinflusst andererseits aber auch die Bilanzen von Banken in anderen Ländern des Euroraums, und zwar wegen der grenzüberschreitenden Bestände an Staatsanleihen, Überkreuzbeteiligungen, Finanzierungs- oder Zweigstellenkanäle. Daraus könnte sich die Notwendigkeit umfangreicher Rekapitalisierungsmaßnahmen für Banken ergeben.

Zweitens ist über Vertrauenseffekte eine Ansteckung verschiedener Länder des Eurogebiets möglich. Wenn die Beteiligung des privaten Sektors in einem Mitgliedsland zu einer abrupten Zunahme der Risikoaversion unter den Finanzmarktteilnehmern führt, wird möglicherweise der Marktzugang anderer Länder beeinträchtigt. Dies kann selbst dann der Fall sein, wenn die wirtschaftlichen Fundamentaldaten der anderen Länder verglichen mit der Situation vor Einbindung des Privatsektors unverändert bleiben.

Diese beiden Ansteckungskanäle dürften sich wechselseitig verstärken. Die Rekapitalisierung der Banken müsste wohl teilweise vom öffentlichen Sektor getragen werden, was die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen beeinträchtigen würde. Zusätzlicher Druck auf die Staatsfinanzen bereits gefährdeter Länder des Euroraums könnte zu einer Verschlechterung der Bonität dieser Staaten führen, was wiederum die Mittelbeschaffung auch für die Banken noch mehr erschweren würde. Dies

<sup>1</sup> Der Begriff „Beteiligung des privaten Sektors“ bezieht sich nach allgemeinem Verständnis auf Maßnahmen zur Einbeziehung privater Gläubiger im Rahmen der Bewältigung einer Staatsschuldenkrise. Hierzu zählen unter anderem eine Umschuldung/„sanfte“ Umschuldung („Reprofiling“) und eine Umstrukturierung. Die Beteiligung erfolgt in der Regel auf freiwilliger Basis und ist das Ergebnis eines kooperativen Ansatzes zwischen Schuldner und Gläubiger. Einzelheiten hierzu finden sich in: IWF, The IMF and the Private Sector, Factsheet, Washington D.C., August 2001.

würde die Aussichten für das Bankensystem weiter eintrüben und den Rekapitalisierungsbedarf der Finanzinstitute erhöhen.

Eine Beteiligung des privaten Sektors könnte auch international den Ruf der Gemeinschaftswährung schädigen und möglicherweise eine höhere Volatilität an den Devisenmärkten bewirken. So könnten internationale – staatliche wie private – Anleger zurückhaltend reagieren, wenn es darum geht, große Teile ihres Vermögens in Aktiva zu investieren, die auf die Währung von Staaten lauten, welche ihren Verpflichtungen vielleicht nicht vollständig nachkommen und daher womöglich ex ante bereit sind, unter bestimmten Umständen den privaten Sektor einzubeziehen.

Ferner sind die längerfristigen Folgen einer Einbindung des privaten Sektors, vor allem im Hinblick auf die Prävention von Staatsschuldenkrisen innerhalb einer Währungsunion, nicht eindeutig zu bestimmen. Einerseits soll sich die Beteiligung des Privatsektors durch die Stärkung der Marktdisziplin langfristig positiv auswirken.<sup>2</sup> Die Gläubiger haben einen Anreiz, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen eines Staates genau zu beobachten, und dürften entsprechende Risikoprämien verlangen. Dies ist ein wichtiger Mechanismus, durch den eine disziplinierende Wirkung auf einen Staat erzielt werden kann. Andererseits kann die Beteiligung des privaten Sektors den Moral Hazard im Hinblick auf den Schuldner verstärken. Ist sich ein Staat bewusst, dass er seine vertraglichen Verpflichtungen nicht vollständig erfüllen muss und stattdessen eine Umschuldung vornehmen kann, wäre er möglicherweise versucht, übermäßige Schulden aufzubauen. Die Stärkung der Marktdisziplin durch höhere Risikoprämien dürfte nicht ausreichen, um den verminderten Anreizen für einen Staat entgegenzuwirken.

Vor diesem Hintergrund hat die EZB dringend von allen Konzepten abgeraten, die nicht auf rein freiwilliger Basis erfolgen oder die mit Elementen des Zwangs verbunden sind, und gefordert, Kreditereignisse sowie einen teilweisen oder vollständigen Zahlungsausfall zu vermeiden.<sup>3</sup> Alle Regierungen des Euroraums müssen ihre unumstößliche Entschlossenheit demonstrieren, die von ihnen selbst begebenen Anleihen vollständig zu bedienen. Dies ist ein wesentliches Element, um die Finanzstabilität im Euro-Währungsgebiet insgesamt zu gewährleisten. Die mit einer Beteiligung des privaten Sektors verbundenen Risiken verdeutlichen, wie wichtig die Anwendung eines soliden Steuerungsrahmens in einer Währungsunion ist, um jederzeit in allen Mitgliedsländern eine solide Haushaltslage zu gewährleisten. Darüber hinaus unterstreichen sie, dass ein wirksamer Krisenbewältigungsmechanismus auf europäischer Ebene erforderlich ist (die europäische Finanzstabilitätsfazilität und ab Mitte 2013 der Europäische Stabilitätsmechanismus), um dafür Sorge zu tragen, dass Finanzhilfen wirksam und unter strengen Auflagen bereitgestellt werden können, sofern ein Land des Eurogebiets in Zukunft Schwierigkeiten hat, sich an den Märkten zu refinanzieren.

2 Dieser positive Einfluss gilt, sofern die Einbeziehung des privaten Sektors keine Anreize für eine finanzielle Beteiligung der Gläubiger erfordert, die die Kosten der Finanzhilfe ohne Einbindung des privaten Sektors übersteigen würden.

3 Siehe beispielsweise die einleitenden Bemerkungen des Präsidenten der EZB, Jean-Claude Trichet, anlässlich einer Anhörung vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments am 30. Juni 2011.

## 2.5 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

*Im August 2011 entwickelten sich die verschiedenen Zinssätze der MFIs uneinheitlich. Im historischen Vergleich jedoch sind die MFI-Zinssätze für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften über alle Laufzeiten hinweg nach wie vor niedrig.*

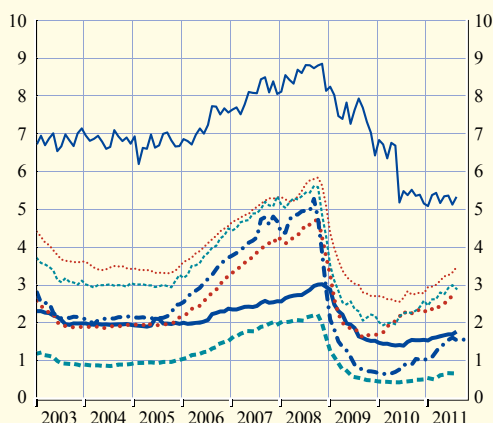
Im August 2011 entwickelten sich die Kurzfristzinsen der MFIs in verschiedenen Kategorien uneinheitlich. Bei den Einlagen privater Haushalte legten sie gegenüber dem Vormonat im Schnitt

leicht zu (und zwar um rund 3 Basispunkte), während sie bei den Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften nahezu unverändert blieben (siehe Abbildung 17). Im Gegensatz dazu zogen die MFI-Zinsen für kurzfristige Kredite an private Haushalte stärker an als im Vormonat, und zwar um 14 Basispunkte im Fall von Wohnungsbaukrediten und um 20 Basispunkte bei den Konsumentenkrediten. Was die Zinssätze für Überziehungskredite anbelangt, so war bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften eine Zunahme um 7 Basispunkte und bei den privaten Haushalten ein Anstieg um 4 Basispunkte zu verzeichnen. Die MFI-Zinsen für kleine Unternehmensdarlehen (d. h. Kredite von bis zu 1 Mio €) blieben im August unverändert. Die Bankzinsen für Großkredite (d. h. Kredite von mehr als 1 Mio €) mit einer Zinsbindung von bis zu einem Jahr hingegen sanken um 10 Basispunkte. Da der EURIBOR im August leicht um 7 Basispunkte nachgab, vergrößerte sich die Zinsdifferenz gegenüber kurzfristigen MFI-Krediten an private Haushalte, während sich der Abstand gegenüber Großkrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften etwas verringerte (siehe Abbildung 18).

Abbildung 17 Kurzfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Geldmarktsatz

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

- 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
- Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio € mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr
- Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld



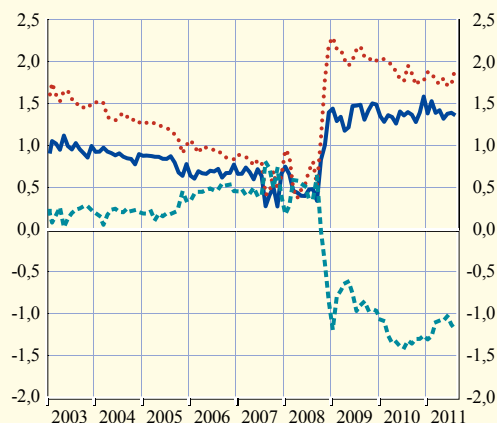
Quelle: EZB.

Anmerkung: Aufgrund methodischer Änderungen im Zusammenhang mit der Umsetzung der Verordnungen EZB/2008/32 und EZB/2009/7 (zur Änderung der Verordnung EZB/2001/18) sind die Daten für den Zeitraum ab Juni 2010 möglicherweise nicht vollständig mit älteren Daten vergleichbar.

Abbildung 18 Abstand kurzfristiger MFI-Zinsen gegenüber dem Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld

(in Prozentpunkten; Zinssätze im Neugeschäft)

- Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio € 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
- Einlagen privater Haushalte mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abstände der Kredite errechnen sich aus dem Kreditzins abzüglich des Geldmarktsatzes für Dreimonatsgeld, und die Abstände der Einlagen errechnen sich aus dem Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld abzüglich des Einlagensatzes. Aufgrund methodischer Änderungen im Zusammenhang mit der Umsetzung der Verordnungen EZB/2008/32 und EZB/2009/7 (zur Änderung der Verordnung EZB/2001/18) sind die Daten für den Zeitraum ab Juni 2010 möglicherweise nicht vollständig mit älteren Daten vergleichbar.



Über einen längeren Zeitraum betrachtet haben sich die Kreditzinsen der Banken während der jüngsten Phase der geldpolitischen Lockerung (von Oktober 2008 bis März 2010) deutlich an die Marktzinsen angepasst. Der anschließend von April 2010 bis Juli 2011 verzeichnete Anstieg des Dreimonats-EURIBOR schlug sich teilweise in den kurzfristigen Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte nieder, während die Zinsen für Konsumentenkredite an private Haushalte weitgehend stabil blieben (sofern die statistischen Umgruppierungen vom Juni 2010 außer Acht gelassen werden).

Bei den längeren Laufzeiten entwickelten sich die MFI-Zinssätze für Kredite an private Haushalte und an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften uneinheitlich (siehe Abbildung 19). So gaben die Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf und bis zu zehn Jahren im August um 7 Basispunkte nach, während sie bei Konsumentenkrediten mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren weitgehend unverändert blieben. Die Zinssätze für Kleinkredite an Unternehmen mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren sanken um 14 Basispunkte auf 4,3 %. Zugleich erhöhten sich jedoch die Zinsen für Großkredite mit einer vergleichbaren Laufzeit, und zwar um 25 Basispunkte auf knapp 4 %.

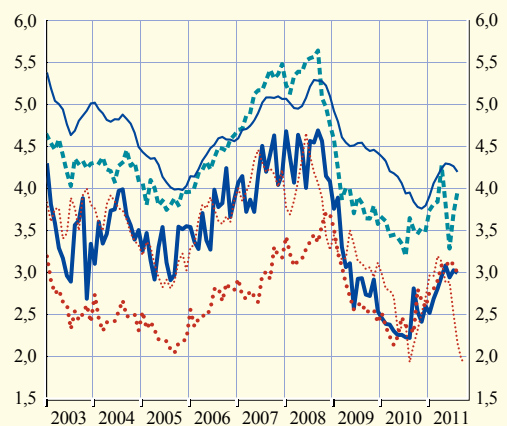
Im August 2011 vergrößerten sich die Abstände zu den Renditen siebenjähriger Staatsanleihen mit AAA-Rating für sämtliche Kreditarten. So weitete sich der Abstand zwischen den Langfristzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte und der Rendite für diese Anleihen um 42 Basispunkte aus und belief sich schließlich auf fast 200 Basispunkte. Grund hierfür war in erster Linie ein Einbruch bei den Anleiherenditen, während die Kreditzinsen nur leicht nachgaben. Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften legte der Abstand gegenüber Großkrediten merklich auf 170 Basispunkte zu, während sich die Differenz gegenüber Kleinkrediten geringfügiger, und zwar um 35 Basispunkte auf 156 Basispunkte, ausweitete.

Legt man einen längeren Betrachtungszeitraum zugrunde, so war bei den Zinsen für Kredite an private Haushalte und für langfristige Kleinkredite an Unternehmen im Allgemeinen eine in gewissem Umfang unvollständige und schleppende Anpassung zu beobachten, wohingegen die Zinssätze für langfristige Großkredite an Unternehmen sich weitgehend im Einklang mit den Renditen langfristiger Staatsanleihen mit AAA-Rating entwickelten. Allerdings dürften sich vor dem Hintergrund der akuten anhaltenden Finanzmarktspannungen und der Fragmentierung der Staatsanleihemärkte die historischen Regelmäßigkeiten zwischen den Kreditzinsen der Banken und den Renditen langfristiger Staatsanleihen mit AAA-Rating ein wenig abgeschwächt haben. So stiegen die Zinsen für lang-

**Abbildung 19 Langfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Kapitalmarktsatz**

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

- 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
- Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren und bis zu 10 Jahren
- ..... Rendite siebenjähriger Staatsanleihen



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Aufgrund methodischer Änderungen im Zusammenhang mit der Umsetzung der Verordnungen EZB/2008/32 und EZB/2009/7 (zur Änderung der Verordnung EZB/2001/18) sind die Daten für den Zeitraum ab Juni 2010 möglicherweise nicht vollständig mit älteren Daten vergleichbar.

fristige Großkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Juli und August an, doch gleichzeitig gingen die Renditen der entsprechenden Staatsanleihen deutlich zurück.

## 2.6 AKTIENMÄRKTE

*Im Verlauf des Monats September und Anfang Oktober sanken die Aktienkurse sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten. Grund für diese Entwicklung waren Spannungen im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise im Euroraum, die vor allem im Hinblick auf den Finanzsektor einen erheblichen Unsicherheitsfaktor darstellten. Darüber hinaus wurde die Marktstimmung durch die anhaltend schwachen Wirtschaftsindikatoren in vielen Ländern und die daraus resultierenden Abwärtskorrekturen der Konjunkturaussichten weiter getrübt, was auch einen Aufwärtsdruck auf die Risikoprämien mit sich brachte. Die an der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit an den Aktienmärkten legte beiderseits des Atlantiks zu und ist etwa so hoch wie im Mai 2010 oder sogar ein wenig höher.*

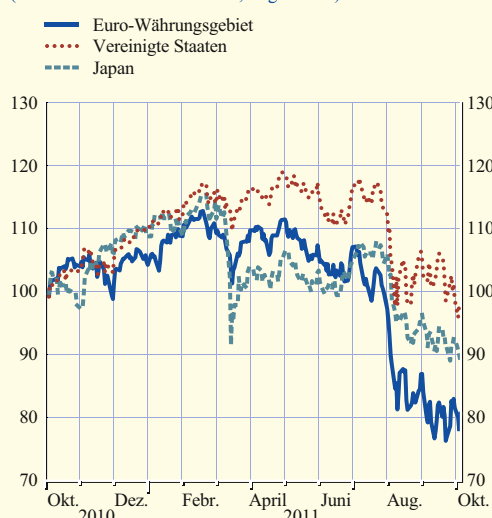
Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten sanken im Betrachtungszeitraum. Insgesamt fielen die Notierungen im Eurogebiet, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, von Ende August bis zum 5. Oktober um 6,9 %. Der Standard-&-Poor's-500-Index in den Vereinigten Staaten verringerte sich um 6,1 % (siehe Abbildung 20). In Japan verbuchten die Aktienkurse unterdessen gemessen am Nikkei 225 ein Minus von 6,4 %.

Grund für diese Entwicklung waren hauptsächlich Spannungen im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise im Euroraum, die vor allem im Hinblick auf den Finanzsektor einen erheblichen Unsicherheitsfaktor darstellten. Darüber hinaus wurde die Marktstimmung durch die anhaltend schwachen Wirtschaftsindikatoren in vielen Ländern und die daraus resultierenden Abwärtskorrekturen der Konjunkturaussichten weiter getrübt, was auch einen Aufwärtsdruck auf die Risikoprämien bedeutete. So wurden die meisten Konjunkturmeldungen, insbesondere jene aus dem Euroraum, am Markt erneut mit Enttäuschung aufgenommen. Die Veröffentlichungen zu den Unternehmensgewinnen zeigten, dass sich das tatsächliche jährliche Gewinnwachstum pro Aktie der im Dow Jones Euro STOXX enthaltenen Unternehmen des Eurogebiets im September auf 11 % verringerte, verglichen mit 19 % im August. Das von den Marktteilnehmern auf Jahressicht erwartete Gewinnwachstum pro Aktie blieb hingegen mit 10 % weitgehend unverändert.

Die an der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit an den Aktienmärkten im Euroraum und in den USA erhöhte sich im Beobachtungszeitraum (siehe Abbildung 21). Ausschlaggebend hierfür waren die zunehmende Risikoscheu der Anleger, die erheblichen Spannungen in einer Reihe von Marktsegmenten sowie die große Ver-

Abbildung 20 Aktienindizes

(Index: 1. Oktober 2010 = 100; Tageswerte)

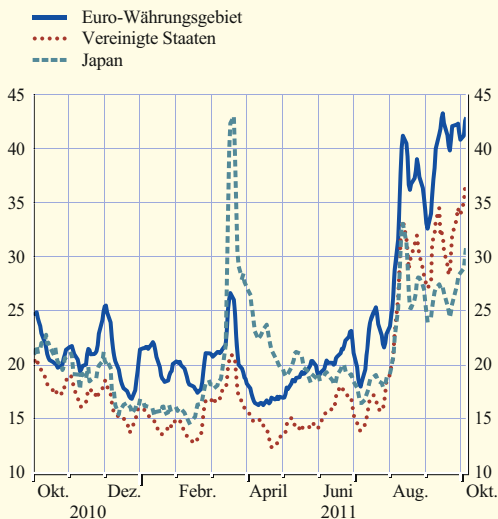


Quelle: Thomson Reuters.

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

Abbildung 21 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.

unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung der weltweiten Wirtschaftsaussichten. Derzeit liegt die implizite Volatilität des marktbreiten Aktienindex des Euro-Währungsgebiets nahe am Wert vom Mai 2010, befindet sich jedoch immer noch unter dem historischen Höchststand, der Ende Oktober 2008 verzeichnet wurde.

Insgesamt gaben die Aktienindizes im Euroraum im Verlauf des Monats September und Anfang Oktober in den meisten Sektoren nach. Die Finanzwerte im Eurogebiet brachen vor dem Hintergrund der Entwicklungen an den Staatsanleihemärkten des Euroraums und der Spannungen an den Refinanzierungsmärkten ein. Nach der Ankündigung der EZB, in Abstimmung mit der Federal Reserve, der Bank of England, der Bank von Japan und der Schweizerischen Nationalbank bis zum Ende des Jahres liquiditätszuführende Geschäfte in US-Dollar mit dreimonatiger Laufzeit anzubieten, war bei den Finanzwerten vorübergehend eine deutliche Erholung zu beobachten. Am 5. Oktober notierten Finanztitel jedoch 8,5 % unter ihrem Stand von Ende August. Aktien von Unternehmen in den Sektoren Grundstoffe, Konsumgüter und

Industrie entwickelten sich ebenfalls schlechter als in anderen Sektoren. In den Vereinigten Staaten schnitten die Aktien der Sektoren Grundstoffe, Öl und Gas, Finanzen und Industrie mit am schlechtesten ab.

### 3 PREISE UND KOSTEN

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im September 2011 bei 3,0 %, nachdem sie im Vormonat 2,5 % betragen hatte. Die Preissteigerungsraten befinden sich seit Ende letzten Jahres auf einem erhöhten Niveau, was vor allem auf die Verteuerung von Energie und sonstigen Rohstoffen zurückzuführen ist. Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Inflationsrate in den kommenden Monaten deutlich über der 2 %-Marke bleiben, aber danach zurückgehen. Darin schlägt sich die Erwartung einer relativ stabilen Entwicklung des Lohnwachstums vor dem Hintergrund eines moderaten Wirtschaftswachstums nieder. Die Risiken in Bezug auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisentwicklung werden nach wie vor als weitgehend ausgewogen betrachtet.

#### 3.1 VERBRAUCHERPREISE

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im September 2011 bei 3,0 % nach 2,5 % im Juli und August (siehe Tabelle 5) und war damit deutlich höher als erwartet. Eine detaillierte Aufschlüsselung des HVPI in die einzelnen Indexkomponenten liegt noch nicht vor. Laut dem wöchentlich von der Europäischen Kommission veröffentlichten Oil Bulletin, das Hinweise über die Entwicklung von ungefähr der Hälfte der im HVPI erfassten Energiepreise enthält, lagen die Verbraucherpreise für Kraftstoffe und Heizöl im September leicht über dem Vormonatsniveau. Einzelheiten zu den Auswirkungen des externen Preisdrucks auf die Teuerung im Euroraum sind Kasten 6 zu entnehmen.

Im August, dem letzten Monat, für den offizielle Datenaufschlüsselungen verfügbar sind, blieb die Jahresänderungsrate der im HVPI erfassten Energiepreise mit 11,8 % gegenüber dem Vormonat unverändert, und auch die Jahresteigerungsraten der wichtigsten Teilkomponenten blieben weitgehend stabil. Maßgeblich hierfür waren ein aufwärtsgerichteter Basiseffekt, der aus dem Zwölfmonatsvergleich herausfiel, und ein geringfügiges Absinken der Energiepreise gegenüber dem Vormonat, da die (in Euro gerechneten) Ölpreise von Juli bis August rückläufig waren.

Die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel sank im dritten Monat in Folge, und zwar auf 1,1 % im August, was auf im Vorjahresvergleich niedrigere Gemüse- und Obstpreise zurückzuführen war. Zugleich hat sich Fleisch gegenüber Juli verteuert. Die Vorjahrsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel jedoch erhöhte sich weiter und betrug 3,6 %. Somit lag sie

Tabelle 5 Preisentwicklung

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

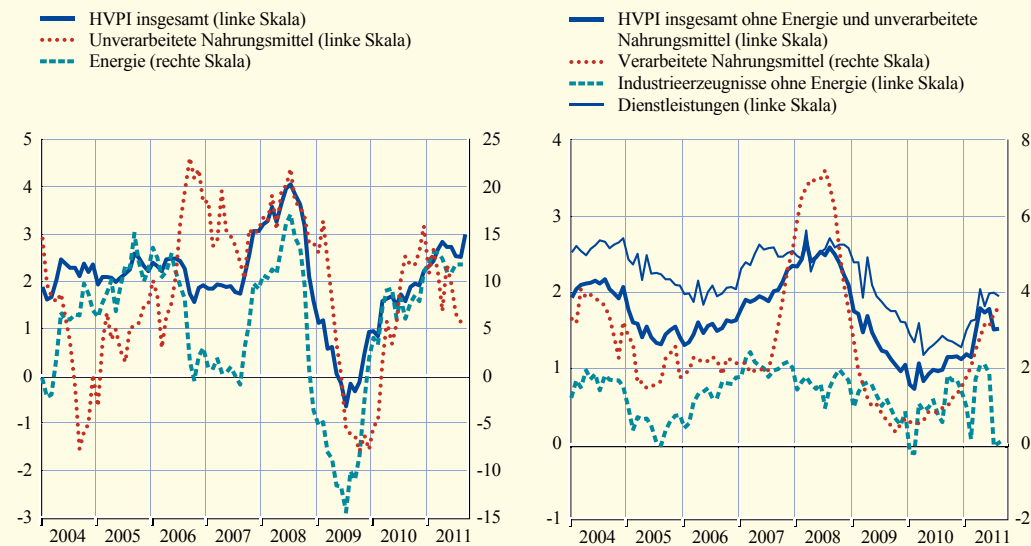
	2009	2010	2011 April	2011 Mai	2011 Juni	2011 Juli	2011 August	2011 Sept.
<b>HVPI und seine Komponenten</b>								
Gesamtindex <sup>1)</sup>	0,3	1,6	2,8	2,7	2,7	2,5	2,5	3,0
Energie	-8,1	7,4	12,5	11,1	10,9	11,8	11,8	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	0,2	1,3	1,4	2,4	2,0	1,3	1,1	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,1	0,9	2,8	3,2	3,1	3,4	3,6	.
Industrieerzeugnisse ohne Energie	0,6	0,5	1,0	1,0	0,9	0,0	0,0	.
Dienstleistungen	2,0	1,4	2,0	1,8	2,0	2,0	1,9	.
<b>Weitere Preisindikatoren</b>								
Industrielle Erzeugerpreise	-5,1	2,9	6,8	6,2	5,9	6,1	5,9	.
Ölpreise (in €/Barrel)	44,6	60,7	85,1	79,8	79,1	81,7	76,7	79,8
Rohstoffpreise ohne Energie	-18,5	44,7	15,1	11,1	8,7	7,6	2,5	0,1

Quellen: Eurostat, EZB und auf Thomson Reuters basierende EZB-Berechnungen.

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im September 2011 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

Abbildung 22 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtigste Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

auf ihrem höchsten Stand seit November 2008, wofür höhere Jahresänderungsraten der Preise für verschiedene Teilkomponenten (wie Brot und Getreideerzeugnisse sowie Öle und Fette) verantwortlich waren. Die Zwölfmonatsrate der Tabakpreise stieg im zweiten Monat in Folge, nachdem sie in der ersten Jahreshälfte einem Abwärtstrend gefolgt war.

#### Kasten 6

#### EXTERNER PREISDRUCK: AUSWIRKUNGEN AUF DIE TEUERUNG NACH DEM HVPI IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

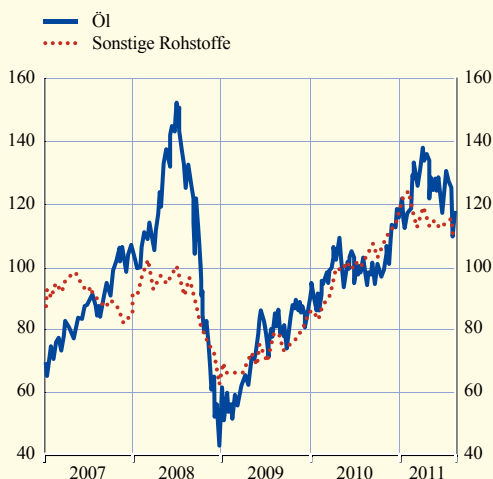
Bis Jahresbeginn 2011 führten erhöhte Rohöl- und sonstige Rohstoffnotierungen zu einem wachsenden Inflationsdruck sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften. In einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften wurde dadurch der vom kräftigen Wirtschaftswachstum ausgehende binnenwirtschaftliche Preisdruck noch verstärkt. Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Kasten untersucht, inwieweit der gestiegene externe Preisdruck auf die Teuerung im Euroraum übergegriffen hat.

#### Weltweite Inflationsentwicklung

Von Anfang 2009 bis Anfang 2011 haben sich Öl und sonstige Rohstoffe, z. B. Nahrungsmittel, auf breiter Basis stark verteuert. In Euro gerechnet lagen die Rohstoffpreise erneut auf – und in manchen Fällen sogar über – dem Rekordhoch von 2008 (siehe Abbildung A). Dadurch wurde die Gesamtteuerungsrate sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften nach oben getrieben (siehe Abbildung B). Allerdings war der Anstieg in den aufstrebenden Volkswirtschaften größer, was damit zusammenhängt, dass deren Konsumausgaben einen höheren Anteil an rohstoffpreisbezogenen Positionen (insbesondere Nahrungsmittelpositionen) aufweisen. Das in den letzten

**Abbildung A Preise für Öl und sonstige Rohstoffe**

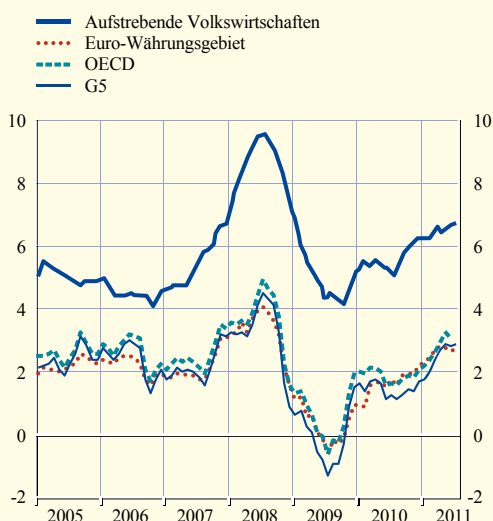
(Tageswerte in Euro; Index 2010=100)



Quelle: HWWI.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 19. August 2011.

**Abbildung B Gesamtinflationsraten**

(Monatswerte; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: OECD, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Beim G5-Aggregat handelt es sich um einen BIP- und KKP-gewichteten Durchschnitt der Teuerungsraten im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich, in Japan und in Kanada. Das Aggregat der aufstrebenden Volkswirtschaften umfasst Argentinien, Brasilien, Bolivien, Chile, Kolumbien, Ecuador, Mexiko, Paraguay, Peru, Uruguay, Venezuela, China, Hongkong, Indien, Indonesien, Südkorea, Malaysia, Pakistan, die Philippinen, Singapur, Taiwan, Thailand, Vietnam, die Ukraine, Russland, Ägypten, Israel, Nigeria, Südafrika, die Türkei und Saudi-Arabien. Die Gewichte basieren auf nominalen BIP-Gewichten (aus der Datenbank des World Economic Outlook des IWF).

drei Jahren in den aufstrebenden Volkswirtschaften verbuchte robuste Wirtschaftswachstum führte wiederum zu einer Rohstoffverteuerung, da diese Volkswirtschaften zu den größten Rohstoffkonsumenten zählen.

### Übertragung auf die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet

Ein wachsender externer Preisdruck kann über verschiedene Kanäle auf die Teuerung im Euroraum übergreifen. Erstens kann der Druck über die internationalen Rohstoffpreise weitergegeben werden, die sich in bestimmten Komponenten der Verbraucherpreise – z. B. Energie und Nahrungsmittel – direkt niederschlagen. Angesichts der kräftigeren Nachfrage nach Rohstoffen, angetrieben durch die robuste weltwirtschaftliche Dynamik und reichlich vorhandener Liquidität, bewegen sich die internationalen Rohstoffpreise tendenziell nach oben.

Zweitens kann der Druck auch durch die Importpreise weitergegeben werden, da Preissteigerungen im verarbeitenden Gewerbe eines Exportlandes zu höheren Einfuhrpreisen im Empfängerland führen. So haben sich die (in Euro gerechneten) Preise für Einfuhren des verarbeitenden Gewerbes aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets seit Jahresbeginn 2010 drastisch erhöht (siehe Abbildung C). Der gegenüber dem Inflationshoch im Jahr 2008 sogar noch stärkere Anstieg lässt sich zum Teil darauf zurückführen, dass die Teuerung seinerzeit von der Aufwertung des Euro gedämpft wurde. Preissprünge in Exportländern sind üblicherweise die Folge höherer globaler Rohstoffpreise oder eines binnenwirtschaftlichen Inflationsdrucks, wie er sich zum Beispiel aus der Lohnentwicklung ergibt. In der Theorie sollten frei schwankende Wechselkurse einem Übergreifen inflationärer Schocks auf andere Länder entgegenwirken, aber in der Praxis funktioniert dieser Anpassungsmechanismus möglicherweise nicht einwandfrei. Drittens kann es zu einer indirekteren Weitergabe kommen, falls an international vernetzten Märkten die inländische Preis- und Lohnsetzung über Zweitrundeneffekte von der Teuerung in der übrigen Welt beeinflusst wird.

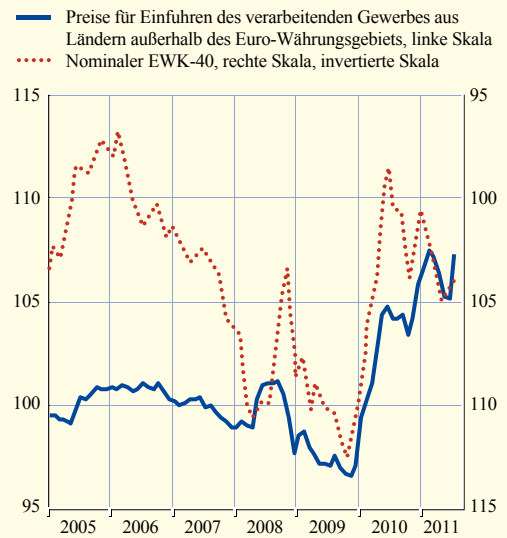
## Modellbasierte Zerlegung der Ansteckungseffekte

Inwieweit die weltweite Teuerung mittels der oben genannten Kanäle auf die Inflation im Eurogebiet durchschlagen kann, ist eine empirische Frage.<sup>1</sup> Im vorliegenden Kasten wird ein vektorautoregressives Zeitreihenmodell (VAR-Modell) verwendet, um die relative Bedeutung der Schocks, von denen Ansteckungseffekte über die unterschiedlichen Kanäle ausgehen, zu messen. Das Modell berücksichtigt insbesondere den Einfluss, den die Öl- und sonstigen Rohstoffpreise, die Importpreise und die internationalen Verbraucherpreise ganz allgemein auf die Teuerung im Euroraum ausüben. Kontrollvariablen wie Produktion, Zinssätze und Wechselkurse werden herangezogen, um binnenwirtschaftliche und globale Faktoren zu erfassen, die sich – wie Konjunktur und Zinssätze im Eurogebiet – direkt auf die Teuerung im Euroraum auswirken können oder die – wie Wechselkurse und weltwirtschaftliche Entwicklung – über internationale Preisentwicklungen zum Tragen kommen. Jede Variable wird im VAR-Modell als endogen behandelt.<sup>2</sup>

In Abbildung D wird dargestellt, welche Rolle die unterschiedlichen Schocks in Bezug auf die Abweichung der HVPI-Inflation vom geschätzten Mittelwert des Modells von rund 2 % spielen.<sup>3</sup> Das Ergebnis deutet darauf hin, dass die Abweichung der Teuerungsrate von ihrem Mittelwert

Abbildung C Einfuhrpreise des verarbeitenden Gewerbes im Euro-Währungsgebiet und nominaler effektiver Wechselkurs

(Monatswerte; Indexwert, 2005=100)



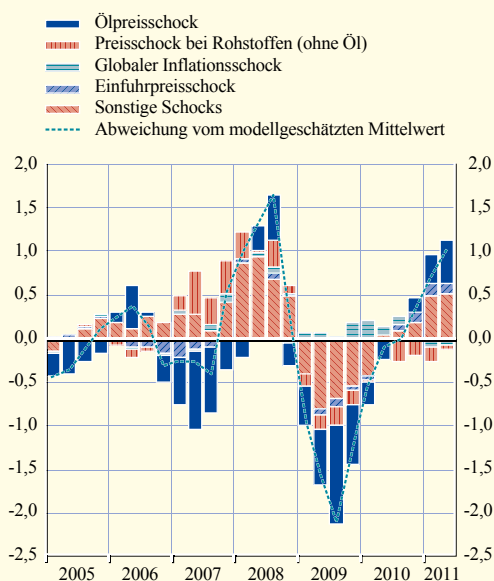
Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich bei den Einfuhrpreisen auf Juli 2011 und beim EWK auf August 2011. Ein Anstieg des nominalen EWK führt zu einer nominalen effektiven Aufwertung des Euro.

- 1 Siehe hierzu auch M. Ciccarelli und B. Mojon, Global Inflation, in: Review of Economics and Statistics, Bd. 92, Nr. 3, 2010, S. 524-535; L. Ball, Has Globalization Changed Inflation?, Working Paper Nr. 12687 des NBER, November 2006; A. Calza, Globalisation, domestic inflation and global output gaps: Evidence from the euro area, International Finance, Bd. 12, Nr. 3, 2008, S. 301-320. Laut Ciccarelli und Mojon gibt es deutliche Hinweise darauf, dass die Inflation ein globales Phänomen ist, während Ball und Calza der Meinung sind, dass sie vornehmlich durch binnenwirtschaftliche Faktoren bedingt sei.
- 2 Formal ist das Modell eine Erweiterung des von Ciccarelli und Mojon verwendeten Modells, nämlich ein VAR-Modell mit einer Konstanten, vier Lags und folgenden Variablen: eine Messgröße für globale Preise, Öl- und Rohstoffnotierungen (ohne Öl) auf USD-Basis, ein Index der in Euro gerechneten Preise für Einfuhren des verarbeitenden Gewerbes aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets, eine Messgröße für die weltwirtschaftliche Entwicklung, das reale BIP des Euro-Währungsgebiets, der HVPI des Euro-Währungsgebiets, die Renditedifferenz zwischen einer zehnjährigen Staatsanleihe und einer dreimonatigen Anleihe sowie der bilaterale Wechselkurs zwischen dem Euroraum und den Vereinigten Staaten. In diesem Modell werden die globalen Preise durch den in Abbildung B genannten OECD-Index gemessen. Die weltwirtschaftliche Entwicklung wird mit dem OECD-Indikator des internationalen Handels mit Gütern und Dienstleistungen gemessen. Das VAR-Modell wird anhand von Quartalswerten für den Zeitraum vom ersten Quartal 1989 bis zum zweiten Quartal 2011 geschätzt. Die Konjunktur- und Preisvariablen gehen als Jahreswachstumsraten in das Modell ein.
- 3 Die Identifizierung der Schocks basiert auf einer standardmäßigen Cholesky-Zerlegung, und hinsichtlich der Anordnung gilt die Annahme, dass externe Variablen in Bezug auf binnenwirtschaftliche Faktoren exogen sind. Bei den binnenwirtschaftlichen Faktoren wird angenommen, dass die realen Variablen keine kontemporäre Korrelation mit irgendeinem anderen Faktor aufweisen, bei den nominalen Faktoren wird angenommen, dass sie nur mit realen Faktoren kontemporär korreliert sind, und bei den finanziellen Faktoren wird angenommen, dass sie sowohl mit realen als auch mit nominalen Faktoren kontemporär korreliert sind. Die Ergebnisse verhalten sich bei einer Änderung der Anordnung der einzelnen Faktoren robust. Über den Zeitraum 2005Q1 bis 2011Q2 wird die Differenz zwischen der VAR-Projektion und der realisierten Inflationsrate in die Beiträge der einzelnen Schocks zerlegt. Per definitionem sind alle Schocks orthogonal, sodass jede Komponente misst, wie hoch die Inflationsrate gewesen wäre, wenn alle anderen Schocks statt ihres tatsächlichen Werts null betragen hätten.

**Abbildung D Schockzerlegung der Abweichung der jährlichen HVPI-Inflationsrate des Euro-Währungsgebiets von einem modellgeschätzten Mittelwert**

(Quartalswerte; Beitrag in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

höhere Rohstoffpreise durch niedrigere Margen aufzufangen, ein Durchwirken abgemildert haben. Darüber hinaus war die jüngste Rohstoffverteuerung auf höhere Preise für eine geringere Anzahl an Rohstoffen zurückzuführen; dies steht im Gegensatz zum breit angelegten Preisanstieg, der vor drei Jahren beobachtet worden war. Was die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe betrifft, so stiegen insbesondere die Rohstoffpreise für Molkereiprodukte deutlich langsamer an als vor drei Jahren, und diese Preise schlagen üblicherweise kräftiger auf die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel durch als andere Nahrungsmittelrohstoffpreise.

Preisschocks bei den Einfuhrpreisen im verarbeitenden Gewerbe und den internationalen Verbraucherpreisen sind für die Abweichung der Teuerung im Eurogebiet von ihrem Mittelwert nur zu einem geringen Teil verantwortlich. Zurückzuführen ist dies unter anderem auf die Tatsache, dass ein Durchwirken der Einfuhrpreise auf die endgültigen Verkaufspreise durch binnenwirtschaftliche Faktoren (wie Marketing- und Vertriebskosten) oder durch die Verwendung inländischer Erzeugnisse bei der Veredelung oder Fertigstellung von Importwaren abgeschwächt wird. Überdies muss der Aufwärtsdruck auf die Einfuhrpreise vor dem Hintergrund eines anhaltenden Abwärtsdrucks auf die Einfuhrpreise für gewerbliche Erzeugnisse betrachtet werden. Dieser Abwärtsdruck ergibt sich daraus, dass sich der Anteil der aus Niedriglohnländern wie China und den neuen EU-Mitgliedstaaten eingeführten gewerblichen Erzeugnisse im Zeitverlauf erhöht hat.<sup>4</sup> Verglichen mit dem Inflationsanstieg im Jahr 2008 war der Aufwärtsdruck auf die Einfuhrpreise

relativ stark von Preisschocks bei Öl und sonstigen Rohstoffen bestimmt wurde. Im Gegensatz dazu wirkten sich Einfuhrpreise und globale Inflationsschocks, in denen sich die indirekteren Auswirkungen eines externen Preisdrucks niederschlagen, nur mäßig auf die Entwicklung der HVPI-Inflation im genannten Zeitraum aus. Eine Betrachtung des jüngsten Anstiegs der Teuerungsrate zeigt, dass der Aufwärtsdruck des Ölpreisschocks mit dem 2008 verzeichneten Inflationsdruck vergleichbar ist. Dies überrascht nicht, da die Ölpreisschocks in beiden Episoden vom Umfang her vergleichbar waren. Die Preisschocks bei Rohstoffen (ohne Öl) hingegen wirkten sich nur minimal aus, obschon auch das Ausmaß dieser Schocks – wie im Fall der Ölpreise – dem während des vorherigen Inflationshochs gemessenen Umfang entsprach. Ein Grund, warum der jüngste Inflationsanstieg weniger ausgeprägt war als beim Höchststand von 2008 liegt darin, dass unter anderem die relativ moderate Erhöhung anderer Vorleistungskosten – wie z. B. Löhne – und der wettbewerbsbedingte Druck,

<sup>4</sup> Siehe EZB, Zur jüngsten Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und der Preise im Handel des Euro-Währungsgebiets mit Drittländern, Kasten 7, Monatsbericht Mai 2009 und EZB, Führen die jüngsten Lohnsteigerungen in China zu einem Aufwärtsdruck auf die Importpreise des Euro-Währungsgebiets?, Kasten 1, Monatsbericht Juli 2011. Siehe auch EZB, Globalisierung, Handel und die Gesamtwirtschaft des Euro-Währungsgebiets, Monatsbericht Januar 2008. Das Ergebnis steht auch im Einklang mit der empirischen Literatur. Siehe beispielsweise IWF, World Economic Outlook, April 2006, Kapitel 3 und die darin enthaltenen Literaturangaben.



und die internationalen Verbraucherpreise während des jüngsten Wiederanziehens der Teuerung zwar etwas ausgeprägter, blieb aber dennoch insgesamt gering.

Alles in allem bestätigen die Ergebnisse der Simulation, dass Ölpreisschocks eine wesentliche Rolle in Bezug auf die Teuerung im Euroraum spielen, wohingegen die sonstigen Weltmarktpreise die Inflation im Eurogebiet allgemein nur geringfügig beeinflusst haben. Die vorrangige Bedeutung von Ölpreisschocks macht auch deutlich, wie wichtig eine genaue Ermittlung der bestimmenden Faktoren der Ölpreisentwicklung ist. Im Vordergrund steht hier die Frage, ob die Entwicklung eine Folge vorübergehender Lieferengpässe ist, wie sie aus geopolitischen Spannungen oder Naturkatastrophen erwachsen, oder durch Veränderungen der Nachfrage – insbesondere aus den aufstrebenden Volkswirtschaften – bestimmt wird, die sich langsamer herausbilden, aber von dauerhafterer Natur sind. Die angemessene geldpolitische Reaktion auf die inflationären Folgen einer vorübergehenden Ölverteuerung, die nicht zu höheren längerfristigen Inflationserwartungen führt, unterscheidet sich unter Umständen von der Reaktion auf einen dauerhafteren Anstieg, der sich längerfristig auf die Teuerung auswirkt und sogar zu Zweitrundeneffekten zu führen droht.

Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet, die rund 30 % des HVPI-Warenkorbs ausmachen, blieb die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI im August 2011 mit 1,2 % gegenüber Juli unverändert. Die HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie wird überwiegend durch binnenwirtschaftliche Faktoren wie Löhne, Gewinnaufschläge und indirekte Steuern bestimmt. Sie besteht im Wesentlichen aus den im Index erfassten Preisen für Industrierzeugnisse ohne Energie und für Dienstleistungen.

Im August blieben die Preise für Industrierzeugnisse ohne Energie gegenüber dem Vorjahr unverändert, nachdem die entsprechende Rate von 0,9 % im Juni auf 0,0 % im Juli gefallen war. Der von Juni bis Juli verzeichnete Rückgang war fast ausschließlich die Folge der neuen Verordnung über die statistische Behandlung saisonaler Erzeugnisse<sup>1</sup>, die auch Auswirkungen auf die Zwölfmonatsrate dieser Komponente im August hatte. Am stärksten betroffen waren die Positionen Bekleidung und Schuhe mit Jahresänderungsraten von jeweils -3,1 % nach vergleichbaren negativen Raten im Juli. Der Einfluss dieser Verordnung dürfte im September nicht mehr spürbar sein, was wohl zu einem Wiederanstieg der Teuerungsrate der Industrierzeugnisse ohne Energie führen wird.

Der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen hat sich geringfügig verlangsamt; die entsprechende Rate lag im August bei 1,9 % nach 2,0 % im Juli, was auf niedrigere Jahresänderungsraten der Teilkomponenten Verkehr und Nachrichtenübermittlung zurückzuführen war.

### 3.2 INDUSTRIELLE ERZEUGERPREISE

Der Anstieg der industriellen Erzeugerpreise (ohne Baugewerbe) verringerte sich von 6,1 % im Juli auf 5,9 % im August 2011. Dies war vor allem auf die rückläufigen Jahresänderungsraten der Komponenten Vorleistungsgüter und Energie angesichts der moderaten Rohstoffpreise zurückzuführen (siehe Tabelle 5 und Abbildung 23). Ohne Baugewerbe und Energie fiel die Steigerungsrate der industriellen Erzeugerpreise von 4,1 % auf 3,9 %.

<sup>1</sup> Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Methodische Änderungen bei der Erstellung der HVPI und deren Einfluss auf die aktuellen Daten, Kasten 3, Monatsbericht April 2011.

In den nachgelagerten Stufen der Produktionskette blieb der Anstieg der Erzeugerpreise für Konsumgüter im August mit 3,3 % unverändert. Im selben Monat lag die Jahresänderungsrate der Verbraucherpreise für Nahrungsmittel bei 5,0 % und setzte somit ihren schrittweisen Abwärtstrend nach ihrem Höchststand von 5,4 % im Mai fort. Dies spiegelt ein Nachlassen des von den Nahrungsmittelrohstoffpreisen in der EU ausgehenden Inflationsdrucks wider und weist auf ein weiteres Absinken der Raten in den kommenden Monaten hin. Die jährliche Änderungsrate der Komponente Konsumgüter ohne Nahrungsmittel stieg hingegen von 1,4 % im Juli auf 1,6 % im August und erreichte damit ihren höchsten Stand seit 2001. Der insbesondere seit Anfang 2011 zu verzeichnende stetige Anstieg der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel deutet auf einen anhaltenden Inflationsdruck auf der Verbraucherstufe hin.

Die für September vorliegenden Umfrageergebnisse zu den Erzeugerpreisen lassen darauf schließen, dass sich der Preisdruck weiter abgeschwächt hat und jetzt unter dem historischen Durchschnitt liegt. Im Vergleich zum August bewegten sich nahezu alle Indikatoren weiter abwärts; als Gründe hierfür wurden der zuletzt langsamere Anstieg der Vorleistungskosten sowie die von den Firmen in zunehmendem Maße gewährten Preisnachlässe zur Ankurbelung der schleppenden Nachfrage genannt. Im verarbeitenden Gewerbe sank der Vorleistungspreisindex deutlich auf 51,8 Punkte (nach 54,6 Zählern im August) und somit auf seinen tiefsten Stand seit November 2009, und der Verkaufspreisindex fiel von 52,1 Zählern auf 51,3 Punkte. Im Dienstleistungssektor stieg der Vorleistungspreisindex im September 2011 leicht an, nachdem er im August gesunken war, wohingegen der Verkaufspreisindex auf 48,7 Zähler zurückging.

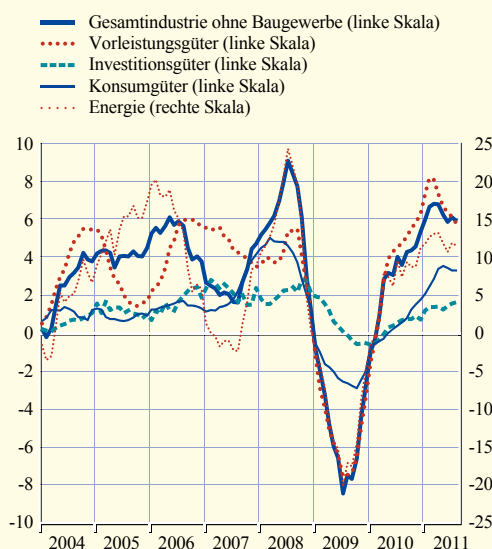
Insgesamt war die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise in den vergangenen Monaten rückläufig; hierin spiegelt sich eine allgemeine Beruhigung der Rohstoffpreisentwicklung wider. Der erhöhte Preisaufrieb auf der Erzeugerebene steht jedoch nach wie vor mit der Erwartung eines weiterhin anhaltenden Inflationsdrucks im Einklang.

### 3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Aus den jüngsten Datenveröffentlichungen geht hervor, dass die Arbeitskostenindikatoren im Euro-Währungsgebiet deutlich zugelegt haben,

Abbildung 23 Industrielle Erzeugerpreise

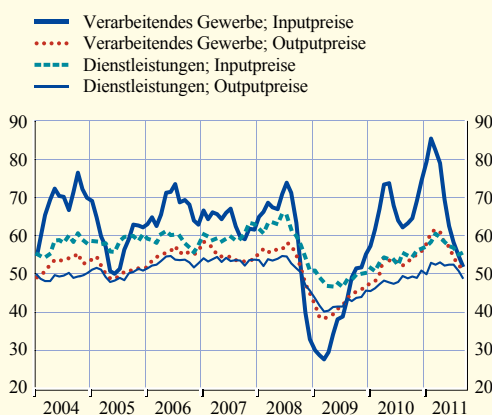
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung 24 Umfragen zu Input- und Outputpreisen der Erzeuger

(Diffusionsindizes; Monatswerte)



Quelle: Markt.  
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 %)

	2009	2010	2010 Q2	2010 Q3	2010 Q4	2011 Q1	2011 Q2
Tarifverdienste	2,6	1,7	1,9	1,5	1,6	1,7	1,9
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	2,8	1,6	1,5	1,2	1,7	2,7	3,6
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,4	1,6	1,8	1,5	1,6	2,3	2,4
<i>Nachrichtlich:</i>							
Arbeitsproduktivität	-2,4	2,3	2,7	2,2	1,7	2,1	1,1
Lohnstückkosten	3,9	-0,7	-0,8	-0,7	-0,1	0,2	1,3

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

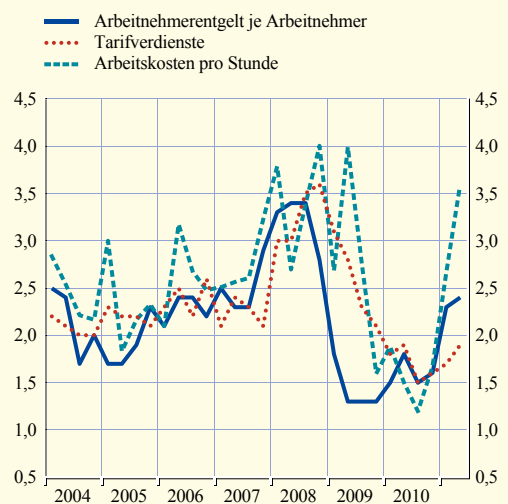
während sich die Arbeitsmarktlage tendenziell stabilisiert hat, wobei es jedoch zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede gab. Den vorläufigen Angaben zur Entwicklung der Tariflöhne im Juli ist zu entnehmen, dass sich das jährliche Wachstum gegenüber dem ersten Halbjahr leicht beschleunigt hat, was auf gewisse Aufwärtsrisiken infolge des binnenwirtschaftlichen Kostendrucks hindeutet.

Gegenüber dem Vorjahr stiegen die Tariflöhne im Euroraum im zweiten Quartal 2011 um 1,9 % nach 1,7 % im Vorquartal (siehe Tabelle 6 und Abbildung 25). Die Jahreswachstumsrate der Arbeitskosten pro Stunde erhöhte sich im zweiten Jahresviertel merklich auf 3,6 %. Gleichzeitig wurde die Wachstumsrate für das erste Quartal auf 2,7 % nach oben korrigiert und lag somit in etwa wieder auf ihrem 2009 verzeichneten Durchschnitt. Dieser Anstieg im zweiten Quartal war über alle Sektoren hinweg zu beobachten (siehe Abbildung 26), in der Industrie jedoch besonders ausgeprägt. Betrachtet man die einzelnen Länder, so hat sich das Wachstum der Arbeitskosten pro Stunde in etwa der Hälfte der Länder des Euroraums beschleunigt, in einigen Fällen jedoch verlangsamt, während Griechenland, Irland und Portugal im zweiten Jahresviertel erneut einen Rückgang dieser Kosten gegenüber dem Vorjahr meldeten. Getrieben wird der kräftigere Anstieg der Arbeitskosten pro Stunde anscheinend von der Entwicklung in Deutschland, was sowohl den zunehmenden Bonuszahlungen als auch dem fortgesetzten Auslaufen von Kurzarbeitszeitregelungen geschuldet ist. Insgesamt nahmen die nicht lohnbezogenen Kosten weiterhin rascher zu als die Lohn- und Gehaltsbestandteile der Arbeitskosten pro Stunde im Euroraum.

Vor dem Hintergrund eines im zweiten Quartal 2011 verlangsamten Anstiegs des realen BIP verringerte sich das jährliche Wachstum der Arbeitsproduktivität drastisch, und zwar auf 1,1 % nach 2,1 % im ersten Vierteljahr; die Änderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer erhöhte sich geringfügig auf 2,4 %, nachdem die Daten für das erste Quartal kräftig nach oben korrigiert worden waren. Infolgedessen stieg das Wachstum der Lohnstückkosten im Eurogebiet im zweiten Jahresviertel

**Abbildung 25 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren**

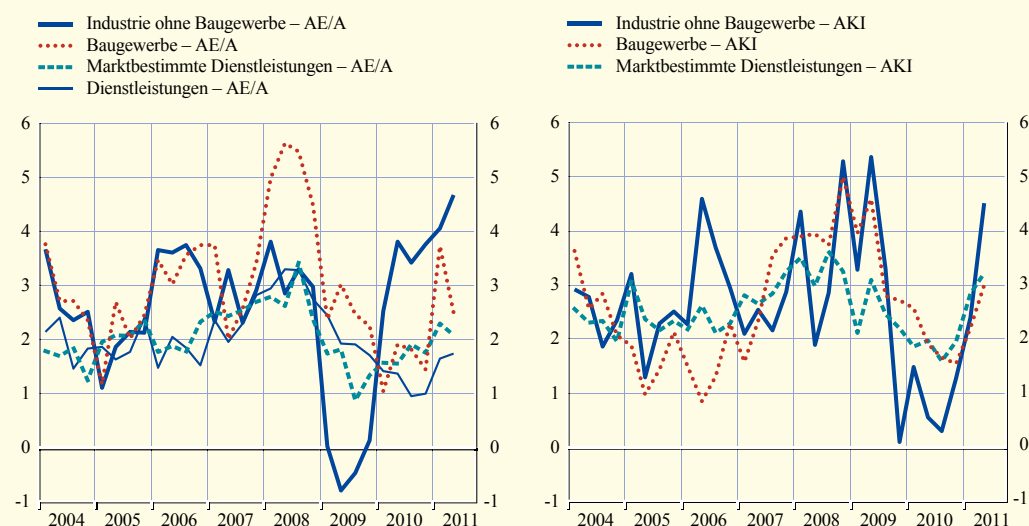
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Abbildung 26 Entwicklung der Arbeitskosten nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: AE/A steht für Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und AKI für Arbeitskostenindex (auf Stundenbasis).

2011 gegenüber dem gleichen Zeitraum des Vorjahrs auf eine Rate von 1,3 % nach 0,2 % im vorangegangenen Vierteljahr. Das Wachstum der Lohnstückkosten im Euroraum kehrte sich im ersten Quartal 2011 wieder ins Positive, nachdem es im gesamten vergangenen Jahr im negativen Bereich gelegen hatte. Mit Blick auf die Zukunft deuten die jüngsten Umfragen darauf hin, dass sich das Produktivitätswachstum in den kommenden Quartalen weiter abschwächt. Dies lässt auf stärker steigende Lohnstückkosten schließen, was auch zu einem höheren binnenwirtschaftlichen Preisdruck im Euro-Währungsgebiet führen würde.

### 3.4 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Inflationsrate in den kommenden Monaten deutlich über der 2 %-Marke bleiben, aber danach zurückgehen. Darin schlägt sich die Erwartung einer relativ stabilen Entwicklung des Lohnwachstums vor dem Hintergrund eines moderaten Wirtschaftswachstums nieder.

Die Risiken in Bezug auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisentwicklung werden nach wie vor als weitgehend ausgewogen betrachtet. Aufwärtsrisiken bestehen in erster Linie im Zusammenhang mit möglichen Erhöhungen der indirekten Steuern und administrierten Preise aufgrund der in den kommenden Jahren erforderlichen Haushaltskonsolidierung. Abwärtsrisiken ergeben sich vor allem aus den Auswirkungen eines schwächer als erwartet ausfallenden Wachstums im Eurogebiet und in der übrigen Welt.

## 4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Für die zweite Jahreshälfte wird nun mit einem sehr moderaten Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Euro-Währungsgebiet gerechnet, nachdem es sich im zweiten Vierteljahr 2011 gegenüber dem Vorquartal auf 0,2 % abschwächte. So scheint die konjunkturelle Grunddynamik im Eurogebiet durch eine Reihe von Faktoren gedämpft zu werden. Hierzu zählen eine Verlangsamung der globalen Nachfrage, Einbußen beim Unternehmer- und Verbrauchervertrauen sowie ungünstige Auswirkungen der anhaltenden Spannungen an einigen Staatsanleihemärkten im Euroraum auf die Finanzierungsbedingungen. Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass die Konjunktur im Eurogebiet von dem anhaltend positiven Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften und den niedrigen Kurzfristzinsen sowie von den verschiedenen Maßnahmen zur Unterstützung der Funktionsfähigkeit des Finanzsektors profitieren wird. In einem von besonders hoher Unsicherheit geprägten Umfeld bleiben die Risiken für den Wirtschaftsausblick nach unten gerichtet.

### 4.1 DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

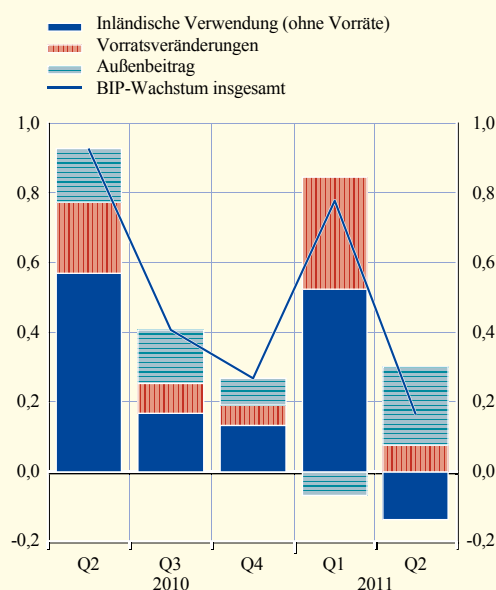
Nach einem Zuwachs von 0,8 % im ersten Quartal erhöhte sich das reale BIP des Euro-Währungsgebiets im zweiten Vierteljahr 2011 im Quartalsvergleich um 0,2 % (siehe Abbildung 27). Grund für diese erwartete Verlangsamung war in erster Linie eine schwächere Entwicklung der Binnennachfrage, die zum Teil durch Sonderfaktoren bedingt war. Obwohl das BIP während der Erholungsphase auf Quartalsbasis acht Mal in Folge gestiegen ist, lag das Produktionsniveau im zweiten Jahresviertel immer noch nahezu 2 % unter seinem Höchststand vom ersten Vierteljahr 2008.

Nach sechs aufeinanderfolgenden Quartalen positiven, aber schwachen Wachstums verringerten sich die privaten Konsumausgaben im zweiten Vierteljahr 2011 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal. Zu diesem negativen Ergebnis trugen sowohl der Einzelhandel als auch der Pkw-Absatz bei. So sank der Umsatz im Einzelhandel um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, und die Pkw-Neuzulassungen gingen um 4,0 % zurück.

Für das dritte Quartal 2011 lassen die Angaben zum privaten Verbrauch auf eine anhaltend schwache Entwicklung schließen. Die Einzelhandelsumsätze verringerten sich im August um 0,3 % und lagen in den ersten beiden Monaten des dritten Quartals im Durchschnitt auf demselben Niveau wie im zweiten Vierteljahr. Zugleich blieben die Pkw-Neuzulassungen im Juli und August 1,2 % hinter ihrem Durchschnittswert vom zweiten Jahresviertel 2011 zurück. Die für das komplette dritte Quartal verfügbaren Umfrageergebnisse zum Einzelhandel signalisieren eine anhaltende Konsumschwäche in diesem Sektor (siehe Abbildung 28). Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Einzelhandel lag im dritten Jahresviertel durchgängig unter 50 Punkten und deutet damit auf sinkende

Abbildung 27 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

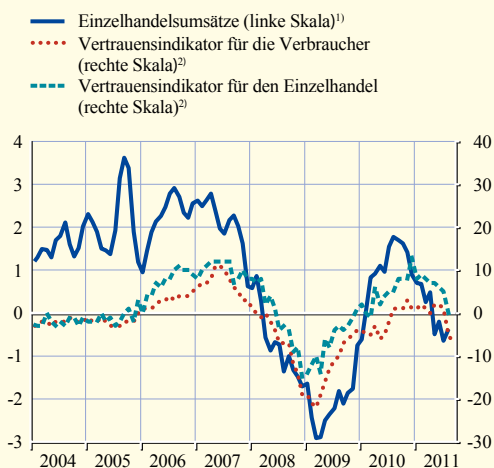
(Wachstum gegenüber Vorquartal in % und vierteljährliche Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 28 Einzelhandelsumsätze und Vertrauensindikatoren für den Einzelhandel und die Verbraucher**

(Monatswerte)



Quellen: Branchen- und Verbrauchenumfragen der Europäischen Kommission sowie Eurostat.

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

2) Salden in %; saison- und mittelwertbereinigt.

Aufschlüsselung für das zweite Jahresviertel zeigt, dass die Investitionen ohne Bauten im Quartalsvergleich um 0,9 % zunahm, während sich die Bauinvestitionen um 0,5 % verringerten. Aufgrund der hohen Volatilität in den Vorquartalen, die mit den ungewöhnlichen Witterungsbedingungen in einigen Ländern zusammenhing, war der Rückgang der Investitionen im Baugewerbe zum Teil erwartet worden.

Die Investitionsgüterproduktion (ein Indikator zukünftiger Investitionen außerhalb des Bausektors) erhöhte sich im Juli kräftig um 3,3 % und sorgte damit für einen guten Start in das dritte Quartal. Allerdings deuten die Umfrageergebnisse für die Industrie ohne Baugewerbe – d. h. sowohl der EMI als auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie – auf eine konjunkturelle Verlangsamung während des dritten Jahresviertels hin. Der Vertrauensindikator für die Industrie bewegt sich in der Nähe seines historischen Durchschnittswerts, während der EMI derzeit unter der theoretischen Wachstumsschwelle von 50 Punkten liegt.

Im Juli 2011 wurde die Bauproduktion um 1,6 % gegenüber dem Vormonat ausgeweitet, nachdem im Juni ein Minus von 1,1 % verbucht worden war. Indessen blieb der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für das Baugewerbe im dritten Jahresviertel durchweg unter seinem historischen Durchschnittswert. Zugleich lag auch der EMI-Teilindex für das Baugewerbe im Eurogebiet in den ersten beiden Monaten des dritten Quartals im Durchschnitt deutlich unter 50 Punkten und deutet somit auf ein anhaltend negatives Wachstum in diesem Jahresviertel hin, nachdem bereits das zweite Vierteljahr schwach ausgefallen war.

Was die Handelsströme betrifft, so verlangsamten sich im Einklang mit der allgemeinen Abschwächung des Welthandels im zweiten Quartal 2011 die Zuwachsraten sowohl beim Import als auch beim Export. Im Juli waren die Wachstumsraten der wertmäßigen Wareneinfuhr und -ausfuhr im Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets (im Dreimonatsvergleich) gegenüber dem

Umsätze hin. Darüber hinaus war der im Rahmen der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission ermittelte Vertrauensindikator für die Verbraucher im September weiter rückläufig, nachdem er bereits im Vormonat drastisch gesunken war. Unterdessen verzeichnete auch der Indikator für die Erwartungen hinsichtlich größerer Anschaffungen weiterhin historische niedrige Werte, was darauf schließen lässt, dass die Verbraucher bei der Entscheidung über den Kauf von Gebrauchsgütern nach wie vor Zurückhaltung üben.

Die Bruttoanlageinvestitionen stiegen im zweiten Vierteljahr 2011 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal (nach einem Zuwachs von 1,8 % im vorangegangenen Vierteljahr). Die Erholung der Investitionstätigkeit verläuft zögerlicher als die der gesamtwirtschaftlichen Aktivität. Außerdem war das vierteljährliche Wachstum volatiler, da die Investitionen durch verschiedene Sonderfaktoren wie etwa widrige Witterungsbedingungen im Baugewerbe beeinträchtigt wurden. Eine

zweiten Vierteljahr 2011 weiter rückläufig und kehrten sich leicht ins Negative. Der Dienstleistungsverkehr nahm im Juli (im Dreimonatsvergleich) ebenfalls geringfügig ab. Auf kurze Sicht lässt der bis September 2011 verfügbare EMI-Teilindex für die Auftragseingänge im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes im Euroraum auf ein schwaches Wachstum der Ausfuhren des Eurogebiets schließen.

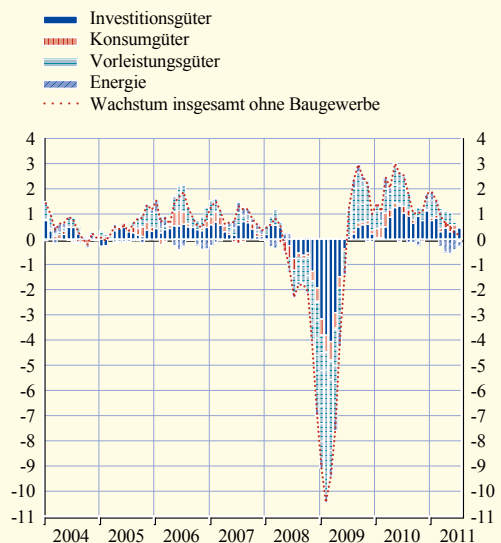
#### 4.2 PRODUKTIONS-, ANGEBOTS- UND ARBEITSMARKTENTWICKLUNG

Die reale Wertschöpfung erhöhte sich im zweiten Jahresviertel 2011 im Quartalsvergleich um 0,2 %. In der Industrie (ohne Baugewerbe) und im Dienstleistungssektor wurde ein Zuwachs von 0,4 % bzw. 0,2 % verzeichnet. Zugleich stieg die vierteljährliche Wertschöpfung im Baugewerbe um 0,1 %.

Was die Entwicklung im dritten Quartal des laufenden Jahres betrifft, so nahm die Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe) im Juli um 0,9 % gegenüber dem Vormonat zu, nachdem sie im Juni um 0,7 % zurückgegangen war. Die entsprechende Dreimonatsrate verringerte sich dennoch weiter von 0,3 % im Juni auf 0,2 % im Juli (siehe Abbildung 29). Indessen verzeichnete der Auftragseingang in der Industrie des Euroraums (ohne Schwerfahrzeugbau) im Juli einen Anstieg von 1,3 % gegenüber dem Vormonat (nach einem kräftigen Rückgang um 3,3 % im Juni). Die entsprechende Dreimonatsrate erhöhte sich von 0,4 % im Juni auf 0,6 % im Folgemonat und lag damit geringfügig unter ihrem langfristigen Durchschnittswert. Trotz eines guten Starts der Industrie in das dritte Jahresviertel zeichnen die aktuelleren Umfrageergebnisse ein schwächeres Bild für das Gesamtquartal (siehe Abbildung 30). So ist etwa der EMI-Teilindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im dritten Quartal durchweg gesunken und lag im Schnitt bei 49,6 Punkten, verglichen mit 56,0 Zählern im zweiten Vierteljahr. Da der Wert unter der Marke von 50 Punkten liegt, deutet er auf ein negatives Wachstum hin. Auch der Teilindex für die Konjunkturentwicklung im Dienstleistungssektor ging zurück,

**Abbildung 29 Beiträge zum Wachstum der Industrieproduktion**

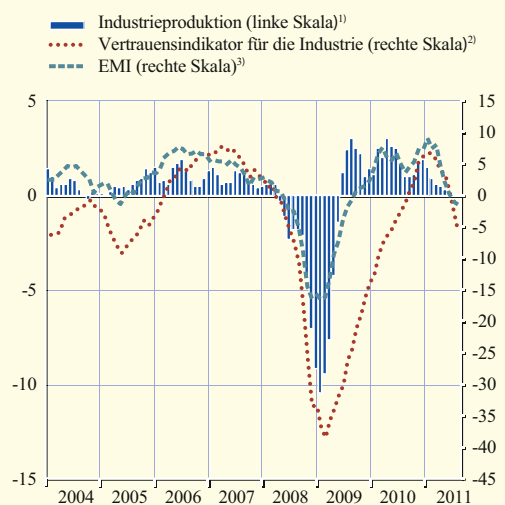
(Wachstum in % und Beiträge in Prozentpunkten; Monatswerte; saisonbereinigt)



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

**Abbildung 30 Industrieproduktion, Vertrauensindikator für die Industrie und EMI**

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, Markt und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Umfragedaten beziehen sich auf das verarbeitende Gewerbe.

- 1) Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %.
- 2) Salden in %.
- 3) Einkaufsmanagerindex; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten.

Tabelle 7 Beschäftigungswachstum

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

	Personen					Stunden				
	Vorjahrsraten		Quartalsraten			Vorjahrsraten		Quartalsraten		
	2009	2010	2010 Q4	2011 Q1	2011 Q2	2009	2010	2010 Q4	2011 Q1	2011 Q2
Gesamtwirtschaft	-1,9	-0,5	0,1	0,1	0,3	-3,5	0,4	0,0	0,3	-0,2
<i>Darunter:</i>										
Landwirtschaft und Fischerei	-2,4	-0,6	0,1	-1,3	-0,7	-2,3	-1,2	-0,2	-0,3	-1,7
Industrie	-5,7	-3,3	-0,3	-0,1	0,1	-9,0	-1,3	-0,5	0,6	-0,4
Ohne Baugewerbe	-5,2	-3,1	0,1	0,3	0,1	-9,2	-0,3	0,1	0,6	-0,3
Baugewerbe	-6,7	-3,7	-1,0	-0,9	0,1	-8,6	-3,4	-1,8	0,5	-0,4
Dienstleistungen	-0,5	0,5	0,2	0,2	0,4	-1,6	1,0	0,2	0,3	0,0
Handel und Verkehr	-1,8	-0,6	0,2	0,1	0,5	-3,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Finanzierung und Unternehmensdienstleister	-2,2	1,1	0,3	1,1	1,0	-3,5	1,7	0,6	1,2	-0,5
Öffentliche Verwaltung <sup>1)</sup>	1,5	1,1	0,2	-0,2	0,1	0,9	1,4	0,1	0,1	0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

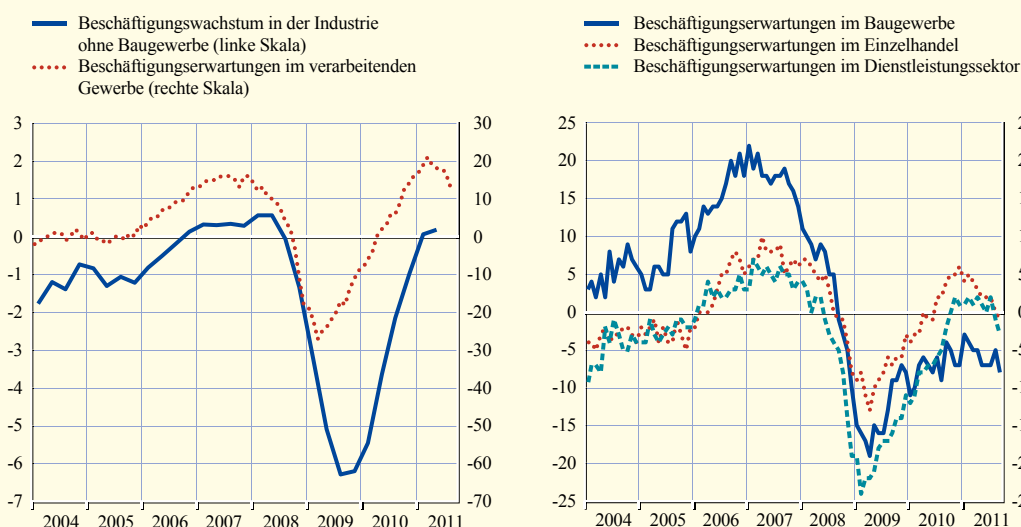
und zwar von 55,5 Punkten im zweiten auf 50,6 Zähler im dritten Quartal. Andere Branchenumfragen, wie etwa die der Europäischen Kommission, stehen mit der Entwicklung des EMI weitgehend im Einklang.

## ARBEITSMARKT

Die Lage an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets stabilisiert sich. Die Beschäftigung nahm im ersten Halbjahr zu, während die Arbeitslosenquote stabil blieb, was darauf hindeutet, dass die Zahl der Erwerbspersonen steigt.

Abbildung 31 Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen

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



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

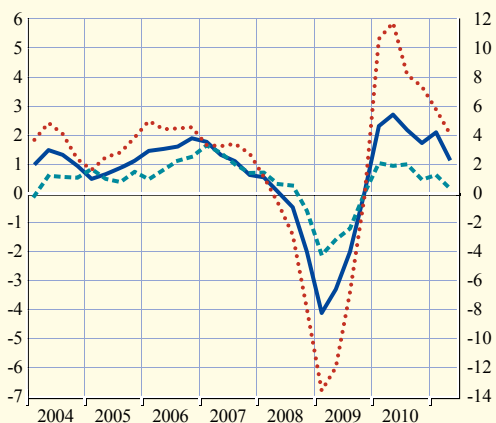
Anmerkung: Die Salden sind mittelwertbereinigt.



Abbildung 32 Arbeitsproduktivität

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

— Gesamtwirtschaft (linke Skala)  
 ..... Industrie ohne Baugewerbe (rechte Skala)  
 - - - Dienstleistungen (linke Skala)

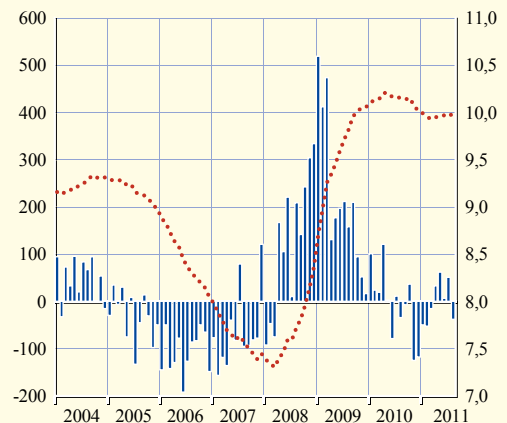


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung 33 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)

— Veränderung gegen Vormonat in Tsd (linke Skala)  
 ..... In % der Erwerbspersonen (rechte Skala)



Quelle: Eurostat.

Die Beschäftigung erhöhte sich im zweiten Vierteljahr 2011 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal nach einem Anstieg von 0,1 % in den beiden vorangegangenen Quartalen (siehe Tabelle 7). Die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden hingegen verringerte sich im zweiten Vierteljahr um 0,2 %. Dies steht im Gegensatz zu der Entwicklung in der jüngeren Vergangenheit, als die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden während der Erholung rascher zunahm als die Beschäftigtenzahl.

Aufgeschlüsselt nach Sektoren weisen die aktuellen Zahlen ein vierteljährliches Beschäftigungswachstum in der Industrie (ohne Baugewerbe) in Höhe von 0,1 % und im Dienstleistungssektor von 0,4 % aus. Im Baugewerbe belief sich der Zuwachs im zweiten Quartal auf 0,1 %.

Da das Beschäftigungswachstum im zweiten Jahresviertel über dem BIP-Wachstum lag, schwächte sich die Produktivität ab; diese Entwicklung war vor allem in der Industrie und im Baugewerbe sowie in geringerem Maße im Dienstleistungsbereich „Handel und Verkehr“ zu beobachten. Die Jahreswachstumsraten der Arbeitsproduktivität je Beschäftigten und je Arbeitsstunde gingen im zweiten Vierteljahr 2011 um einen ganzen Prozentpunkt bzw. um 0,1 Prozentpunkte gegenüber dem Vorquartal zurück und beliefen sich auf 1,1 % bzw. 1,5 % (siehe Abbildung 32). Die jüngsten Daten des entsprechenden EMI-Teilindex deuten auf eine weitere Abnahme des Produktivitätswachstums im dritten Quartal hin.

Die Arbeitslosenquote blieb im August mit 10,0 % den vierten Monat in Folge stabil (siehe Abbildung 33), wobei es erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Volkswirtschaften des Euroraums gab. Dahinter verbirgt sich allerdings ein leichter Anstieg der Arbeitslosenzahl in den vergangenen Monaten. Die Umfrageindikatoren signalisieren für das dritte Quartal 2011 einen anhaltenden, wenngleich sich abschwächenden Beschäftigungszuwachs sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor (siehe Abbildung 31).

### 4.3 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Für die zweite Jahreshälfte wird nun mit einem sehr moderaten Wachstum des realen BIP im Euro-Raum gerechnet, nachdem es sich im zweiten Vierteljahr 2011 gegenüber dem Vorquartal auf 0,2 % abschwächte. So scheint die konjunkturelle Grunddynamik im Eurogebiet durch eine Reihe von Faktoren gedämpft zu werden. Hierzu zählen eine Verlangsamung der globalen Nachfrage, Einbußen beim Unternehmer- und Verbrauchervertrauen sowie ungünstige Auswirkungen der anhaltenden Spannungen an einigen Staatsanleihemärkten im Euroraum auf die Finanzierungsbedingungen. Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass die Konjunktur im Eurogebiet von dem anhaltend positiven Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften und den niedrigen Kurzfristzinsen sowie von den verschiedenen Maßnahmen zur Unterstützung der Funktionsfähigkeit des Finanzsektors profitieren wird.

In einem von besonders hoher Unsicherheit geprägten Umfeld bleiben die Risiken für den Wirtschaftsausblick im Euro-Währungsgebiet nach unten gerichtet. Abwärtsrisiken ergeben sich vor allem aus den anhaltenden Spannungen in einigen Finanzmarktsegmenten des Euroraums und weltweit sowie daraus, dass der resultierende Druck weiter auf die Realwirtschaft im Eurogebiet übergreifen könnte. Sie erwachsen ferner aus den nach wie vor hohen Energiepreisen, aus Protektionismusbestrebungen und aus der Möglichkeit einer ungeordneten Korrektur globaler Ungleichgewichte.



## AUFSÄTZE

# DAS GELDANGEBOT – VERHALTEN DER BANKEN UND AUSWIRKUNGEN AUF DIE MONETÄRE ANALYSE



*Als Bestandteil des Zwei-Säulen-Konzepts zur Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet kommt der monetären Analyse im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB eine herausragende Rolle zu. Durch die monetäre Analyse wird sichergestellt, dass wichtige Informationen, die sich aus der Geldmengen- und Kreditentwicklung ergeben, im geldpolitischen Entscheidungsprozess berücksichtigt werden. Außerdem ermöglicht sie eine Gegenprüfung der Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität, die aus der wirtschaftlichen Analyse abgeleitet werden, aus mittel- bis langfristiger Perspektive.*

*Im vorliegenden Aufsatz werden anhand einer Untersuchung der Geldmengen- und Kreditentwicklung die Auswirkungen der Intermediationstätigkeit der Banken auf die Gesamtwirtschaft betrachtet. Von besonderem Interesse sind dabei die Folgen für die Konjunkturerwicklung und die Beurteilung nominaler Trends. Es ist davon auszugehen, dass nachhaltige Verhaltensänderungen der Banken die Volkswirtschaft dauerhaft und in erheblichem Maße beeinflussen. Die Analyse des Geldmengen- und Kreditwachstums ist daher für eine angemessene Geldpolitik von entscheidender Bedeutung.*

### I EINLEITUNG

Die Rolle der monetären Analyse im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB gründet auf der robusten positiven Korrelation zwischen der längerfristigen Entwicklung der Wachstumsrate weit gefasster Geldmengenaggregate und der Inflation, wobei das Geldmengenwachstum in dieser Hinsicht Vorlaufeigenschaften besitzt. Diese Beziehung gilt in allen Ländern und in allen geldpolitischen Regimen.<sup>1</sup> Will man die Faktoren des Geldmengenwachstums ermitteln, die mit Risiken für die Preisstabilität verbunden sind, ist es dementsprechend notwendig, Veränderungen zu identifizieren, die dauerhaft sind, oder nicht mit dem normalen, konjunkturbedingten Liquiditätsbedarf zusammenhängen. So wird das Geld- und Kreditangebot möglicherweise durch die stetigen Fortschritte der Intermediationstätigkeit der Banken beeinflusst und wirkt sich somit auf die längerfristige Preisdynamik an den Vermögens- und Gütermärkten aus. Auf kurze Sicht kann sich auch die Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der finanziellen Solidität der Kreditinstitute im Geld- und Kreditangebot niederschlagen. Demzufolge ist das Verständnis des Bankenverhaltens aus Sicht der monetären Analyse ein wichtiger Faktor, wenn es um die Ableitung der Signale für Preisstabilitätsrisiken geht.

In Abschnitt 2 dieses Aufsatzes wird ein Analyse-rahmen erarbeitet, anhand dessen sich untersuchen lässt, weshalb Fortschritte im Intermediationsprozess der Banken die Geldmengen- und Kreditentwicklung nachhaltig beeinflusst und sich somit letztlich auf geldpolitisch relevante gesamtwirtschaftliche Entwicklungen auswirken haben könnten. In Abschnitt 3 werden ausgewählte Beispiele erörtert, die veranschaulichen, welche gravierenden Veränderungen das Bankgeschäft im Euroraum in den letzten zehn Jahren durchlaufen hat. Auf der Passivseite der Bilanzen macht sich die Internationalisierung der Interbankenfinanzierung deutlich bemerkbar, während auf der Aktivseite vor allem die zunehmenden Kreditverkäufe und Verbriefungsgeschäfte ins Auge fallen. In Abschnitt 4 folgt eine abschließende Zusammenfassung.

### 2 BEDEUTUNG DES BANKENVERHALTENS FÜR DIE MONETÄRE ANALYSE

Das Verhalten der Banken ist eine wichtige Bestimmungsgröße der zyklischen, aber auch längerfristigen Geldmengen- und Kreditentwicklung. Dies zu vernachlässigen würde bedeuten, den Finanzintermediären lediglich eine passive Rolle in der Volkswirtschaft zuzuschreiben.

<sup>1</sup> Siehe L. Papademos und J. Stark (Hrsg.), *Enhancing Monetary Analysis*, EZB, Frankfurt am Main, 2010, Kapitel 1, sowie die dort aufgeführten Literaturangaben.

In den vergangenen Jahren ist vor dem Hintergrund der Finanzkrise zunehmend deutlich geworden, dass eine derartige Sichtweise unangemessen ist.

## 2.1 GELDNACHFRAGE UND GELDANGEBOT

Das Volumen der weit gefassten Geldmenge in der Volkswirtschaft ergibt sich aus dem Zusammenspiel des Bankensektors (einschließlich der Zentralbanken) mit dem geldhaltenden Sektor (hierzu zählen private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, öffentliche Haushalte ohne Zentralstaaten und nichtmonetäre Finanzintermediäre). Ein weit gefasstes Geldmengenaggregat umfasst den Bargeldumlauf sowie enge Substitute wie etwa Bankeinlagen und liefert Informationen über die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben und die Inflation. Dieses Aggregat enthält also nicht nur die im Allgemeinen als Zahlungsmittel akzeptierten Vermögenswerte, sondern auch Instrumente, die im Wesentlichen der Wertaufbewahrung dienen.

Für die Analyse der Geldhaltung kommen empirische Modelle zur Anwendung, wofür zwei Gründe maßgeblich sind: Erstens geben diese Modelle bei der Untersuchung der monetären Entwicklung die Richtung vor, indem sie eine Quantifizierung der Beiträge verschiedener wirtschaftlicher Größen zum Geldmengenwachstum ermöglichen. So kann ein besseres Verständnis der Bestimmungsfaktoren des Geldmengenwachstums erzielt werden, was für eine Einschätzung der monetären Grunddynamik unerlässlich ist. Zweitens liefern die Modelle ein normatives Rahmenwerk für die Beurteilung, ob der Geldbestand in der Volkswirtschaft mit Preisstabilität im Einklang steht und wie Abweichungen von dieser Norm zu interpretieren sind. Aus geldpolitischer Sicht ist es daher wichtig zu untersuchen, warum die Geldmenge von einem auf Basis empirischer Regelmäßigkeiten definierten Gleichgewichtsniveau abweicht.<sup>2</sup>

Die Frage, ob die monetäre Entwicklung durch die Geldnachfrage oder das Geldangebot bestimmt wird, ist maßgeblich für die Beurteilung der Zusammenhänge zwischen Geldmenge,

Vermögenspreisveränderungen und Vermögen. So ist die Haltung von in der weit gefassten Geldmenge enthaltenen Instrumenten als Bestandteil der Anlageportfolios von Wirtschaftssubjekten vom Vermögen der jeweiligen Akteure abhängig. Gleichzeitig können die Preise von Vermögenswerten – und somit die allgemeine Vermögensposition der Wirtschaftssubjekte – vom Geldangebot beeinflusst werden. Folglich ist die Beurteilung der monetären Entwicklung eng mit der Einschätzung der Nachhaltigkeit der Entwicklung von Vermögen und Vermögenspreisen verknüpft.<sup>3</sup>

Steht die ermittelte Geldmenge mit dem Preis-, Einkommens- und Zinsniveau im Einklang, so spiegelt das Geldmengenwachstum die volkswirtschaftliche Situation wider. Dann würden Risiken für die Preisstabilität, die sich beispielsweise aus einem starken Wirtschaftswachstum ergeben, im Geldmengenwachstum sichtbar werden.<sup>4</sup> Steht die monetäre Entwicklung hingegen nicht im Einklang mit den Erwartungen, die auf der historischen Beziehung des Geldmengenwachstums zu Preisen, Einkommen und Zinsen basieren, wird die angemessene Reaktion der Geldpolitik davon abhängen, welche Ursachen dieser Abweichung zugrunde liegen.

Ist die Abweichung nachfragebedingt und resultiert etwa aus einer erhöhten Unsicherheit an den Finanzmärkten, sollte die Geldpolitik nicht zwangsläufig eingreifen. So zeigte sich beispielsweise, dass die verstärkte Haltung von M3-Instrumenten im Zeitraum von 2001 bis Mitte 2003 auf eine Präferenzverschiebung zugunsten sicherer und liquider Anlagen infolge erhöhter Unsicherheit zurückzuführen war und somit nicht auf das Auftreten von Risiken für die Preisstabilität hinwies. Dies geht aus Abbildung 1 hervor, in der die

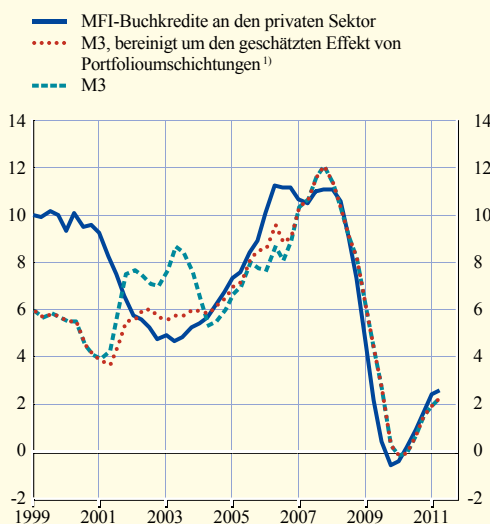
2 Siehe L. Papademos und J. Stark (Hrsg.), *Enhancing Monetary Analysis*, EZB, Frankfurt am Main, 2010, Kapitel 3.

3 Siehe EZB, *Vermögenspreisblasen und Geldpolitik*, Monatsbericht November 2010.

4 Selbst in diesem Fall kann die Geldmengenentwicklung jedoch aufgrund von Messfehlern und Revisionen bei anderen gesamtwirtschaftlichen Größen wie beispielsweise der Produktion wichtige Informationen liefern. Siehe G. Coenen, A. Levin und V. Wieland, *Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy*, in: *European Economic Review*, Bd. 49, Nr. 4, Mai 2005, S. 975-1006.

**Abbildung 1 Wachstum der weit gefassten  
Geldmenge M3 und der Kreditvergabe**

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



Quelle: EZB.

1) Die Schätzungen zur Größenordnung der Portfolioumschichtungen zugunsten von M3 beruhen auf dem in Abschnitt 4 des Aufsatzes „Monetäre Analyse in Echtzeit“ im Monatsbericht vom Oktober 2004 beschriebenen Ansatz.

Differenz zwischen der weit gefassten Geldmenge M3 und der um den geschätzten Effekt von Portfolioumschichtungen bereinigten Geldmenge dargestellt ist. Lässt sich eine Abweichung der monetären Entwicklung von ihren wirtschaftlichen Determinanten jedoch auf angebotsseitige Faktoren infolge struktureller Veränderungen oder einer veränderten Risikowahrnehmung zurückführen, so würde dies die Notwendigkeit einer Anpassung der Geldpolitik signalisieren, und zwar in dem Umfang, in dem die Abweichung einen Einfluss auf die Inflationsrate haben könnte. Geldangebotsseitige Erklärungsansätze stehen häufig im Zusammenhang mit der Intermediationstätigkeit der Banken sowie dem Geldschöpfungsprozess und verdeutlichen die wechselseitige Verflechtung der Kredit- und Geldmärkte.<sup>5</sup>

Grundsätzlich ist es möglich, Geldangebot und Geldnachfrage in einer statischen Betrachtungsweise auf konzeptioneller Ebene voneinander abzugrenzen. In einem dynamischen Kontext hingegen ist es schwierig einzuschätzen, welche dieser Kräfte die tatsächliche Entwicklung haupt-

sächlich antreibt, da die Bestimmungsfaktoren des Geldmengenwachstums häufig auf beiden Seiten zum Tragen kommen und Nachfrage und Angebot sich gegenseitig beeinflussen.

## 2.2 GELDANGEBOT UND GELDPOLITIK

Das Geldangebot ergibt sich aus dem Verhalten der Zentralbanken und der Geschäftsbanken. Diesbezüglich wird üblicherweise zwischen „Außengeld“, das von der Zentralbank bereitgestellt wird und Banknoten sowie Einlagen der Banken bei der Zentralbank umfasst, und „Innengeld“, das von den Banken geschaffen wird und vornehmlich Einlagen beinhaltet, unterschieden.

In Lehrwerken wird die Beeinflussung des breiten Geldangebots bzw. des Angebots an Innengeld durch die Geldpolitik in der Regel anhand des Geldschöpfungsmultiplikator-Ansatzes dargestellt. Diesem Ansatz zufolge wird das Geldangebot im Wesentlichen durch Maßnahmen der Zentralbank gesteuert, die ihre Geldpolitik durch die Anpassung der Außengeldmenge betreibt. Die Geldmenge, die der Wirtschaft zur Verfügung gestellt wird, ergibt sich dann einfach als Vielfaches der Geldbasis in Abhängigkeit von der Höhe des Geldschöpfungsmultiplikators. Das Konzept des Geldschöpfungsmultiplikators basiert auf den Grundeigenschaften des Einlagengeschäfts; dieses beruht darauf, dass Banken unter normalen Bedingungen und der Voraussetzung, dass Vertrauen in das Bankensystem vorherrscht, nur einen Bruchteil ihrer hereingenommenen Einlagen in Form von hochliquiden Bargeldäquivalenten (wie etwa Guthaben bei der Zentralbank) halten müssen. Die übrigen Einlagen können zum Erwerb höher verzinslicher, weniger liquider Vermögenswerte, insbesondere zur Kreditvergabe, herangezogen werden. Stellt die Zentralbank den Banken also mehr Reserven zur Verfügung, können die Banken dem Geldschöpfungsmultiplikator-Ansatz zufolge ein Vielfaches mehr an zusätzlichen Einlagen schaffen (siehe Kasten 1).

<sup>5</sup> Siehe K. Brunner und A. Meltzer, Money Supply, in: B. Friedman und F. H. Hahn, (Hrsg.), Handbook of Monetary Economics, Bd. I, North-Holland, Amsterdam, 1990, S. 396.

### MULTIPLIKATORANALYSE DER AUSWIRKUNGEN DER GELDPOLITIK AUF DAS GELDANGEBOT

Das Konzept des Geldschöpfungsmultiplikators ist bereits seit Langem Gegenstand der Fachliteratur.<sup>1</sup> Die Multiplikatoranalyse beruht auf der Annahme, dass die Zentralbank einseitig die Höhe der Geldbasis festlegt, diese also das geldpolitische Instrument darstellt. Der Geldschöpfungsmultiplikator bestimmt dann das Angebot der weit gefassten Geldmenge, während sich die kurzfristigen Zinssätze anpassen, um ein Gleichgewicht zwischen Geldnachfrage und Geldangebot herzustellen. Offensichtlich steht diese Darstellung in Widerspruch zur allgemeinen praktischen Umsetzung der Geldpolitik. Vielmehr legen die Zentralbanken, wie im Haupttext dieses Beitrags ausgeführt, einen Leitzins fest und stellen dann Reserven in der Höhe zur Verfügung, die notwendig ist, um die Geldmarktsätze in der Nähe des Leitzinses zu halten.<sup>2</sup>

Liegen die Nominalzinsen aber auf oder nahe bei ihrer Untergrenze von null, könnte die Notenbank der Volkswirtschaft durch die Versorgung mit zusätzlichen Reserven, aufgrund deren sich das Geldangebot durch den Geldschöpfungsmultiplikator erhöht, einen zusätzlichen Impuls verleihen. Zwar kann eine solche Vorgehensweise die Volkswirtschaft tatsächlich stimulieren, doch ergibt sich dieser Effekt nicht aus einer mechanischen Verbindung zur weit gefassten Geldmenge, wie sie der Multiplikatoransatz nahelegt. Hieran wird einer der möglicherweise wesentlichen Nachteile des Konzepts des Geldschöpfungsmultiplikators erkennbar: Der Multiplikatoransatz stützt sich auf die Annahme, dass die Reaktion von Banken und geldhaltendem Sektor auf eine zentralbankseitige Anpassung der Geldbasis vorhersagbar ist. Das Anlageverhalten der Wirtschaftssubjekte findet im Multiplikatoransatz keine hinreichende Berücksichtigung, denn dieser geht davon aus, dass die Präferenzen der Banken hinsichtlich der Haltung von Reserven bei der Zentralbank und anderer Vermögensgegenstände konstant sind, wie auch die Präferenzen des geldhaltenden Sektors hinsichtlich der Haltung von Bargeld und Einlagen.<sup>3</sup> In der Praxis jedoch wird das Anlageverhalten von den Renditen, der Veränderung der Risikowahrnehmung und vielen anderen Faktoren beeinflusst.

Die Bedeutung dieser unzureichenden Berücksichtigung des Anlageverhaltens wird anhand der Erfahrungen der jüngsten Vergangenheit ersichtlich, als sich das Volumen der zur Verfügung gestellten Reserven in einer Reihe von Volkswirtschaften aufgrund der aus der Lehman-Insolvenz im Herbst 2008 erwachsenden Finanzkrise so stark wie nie zuvor erhöhte. Abbildung A zeigt, dass sich infolgedessen die Geldschöpfungsmultiplikatoren der breit gefassten Geldmengen stark verringerten, da die Erhöhung des Zentralbankgelds sich nicht in einer entsprechenden Reaktion des weit gefassten Geldmengenaggregats niederschlug.<sup>4</sup> Vielmehr erhöhten die Banken ihre Bestände an Zentralbankeinlagen vor dem Hintergrund der gestiegenen Unsicherheit bezüglich der Werthaltigkeit der Bilanzen ihrer Geschäftspartner am Interbankenmarkt und angesichts der

1 Siehe beispielsweise J. M. Keynes, *Vom Gelde*, Duncker & Humblot, München/Leipzig 1932, 3. Auflage ebd. Berlin 1983, sowie M. Friedman und A. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963.

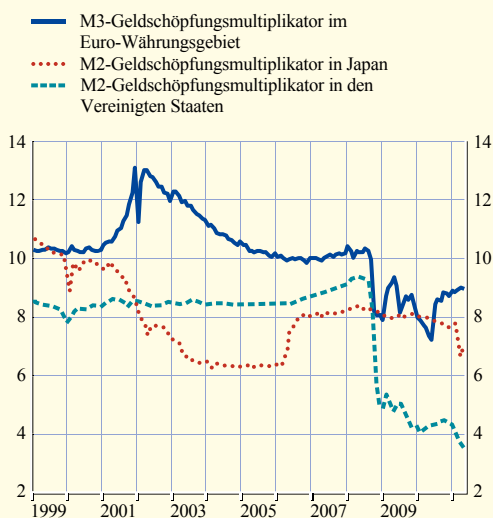
2 Zu den Beweggründen der Zentralbanken, ihre Geldpolitik über die Steuerung der Zinssätze anstatt durch die Beeinflussung der Geldbasis zu betreiben, siehe C. A. E. Goodhart, *Money, Credit and Bank Behaviour: Need for a New Approach*, in: *National Institute Economic Review*, Nr. 214, Oktober 2010, S. F1-F10.

3 Gleichwohl finden sich in der Fachliteratur zum Geldschöpfungsmultiplikator derartige Analysen auch mit verhaltensbezogener Interpretation, wenngleich diese in stilisierter Form vorgenommen werden. Siehe beispielsweise K. Brunner und A. H. Meltzer, *Some Further Investigations of Demand and Supply Functions for Money*, in: *Journal of Finance*, Bd. 19, 1964, S. 240-283, und J. H. Rasche und J. M. Johannes, *Controlling the Growth of Monetary Aggregates*, Kluwer Academic Publishers, Boston, 1987.

4 In Japan setzte der Rückgang des Geldschöpfungsmultiplikators früher ein, da die japanische Zentralbank ab 2001 eine Politik zur Ausdehnung der bei ihr gehaltenen Reserven verfolgte.

**Abbildung A Geldschöpfungsmultiplikatoren der weit gefassten Geldmenge im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und in Japan**

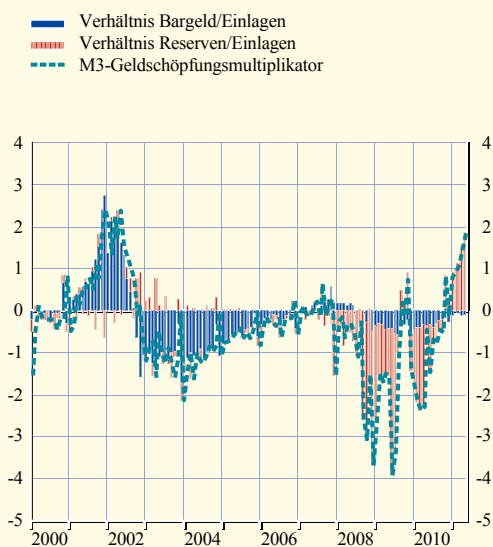
(als Vielfaches der Geldbasis)



Quellen: EZB, BIZ und EZB-Berechnungen.

**Abbildung B Aufgliederung der Veränderungen des M3-Geldschöpfungsmultiplikators im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Bedenken hinsichtlich ihrer Fähigkeit, Liquiditätsschocks auffangen zu können. Der Anstieg der Reserven löste mithin nicht die vom Multiplikatoransatz unterstellte vorherbestimmte Portfolioallokation aus. Dies lässt sich auch mithilfe einer rechnerischen Zerlegung der Veränderung des M3-Geldschöpfungsmultiplikators im Euroraum veranschaulichen, welcher wie folgt definiert werden kann:

$$MM = \frac{1 + \frac{C}{D}}{\frac{R}{D} + \frac{C}{D}}$$

wobei C der Bargeldumlauf sei, D Einlagen (streng genommen die in M3 enthaltenen Finanzinstrumente außer Bargeld) und R die von Kreditinstituten beim Eurosystem gehaltenen Reserven (Einlagen bei der Zentralbank und Inanspruchnahme der Einlagefazilität). Veränderungen des M3-Geldschöpfungsmultiplikators MM lassen sich daher in die Beiträge von Veränderungen des Verhältnisses von Bargeld zu Einlagen (C/D) und des Verhältnisses von Reserven zu Einlagen (R/D) zerlegen. Aus Abbildung B wird ersichtlich, dass der Ende 2008 beobachtete Rückgang des M3-Multiplikators hauptsächlich auf die starke Veränderung des Verhältnisses von Reserven zu Einlagen zurückzuführen war, welche den umfangreichen Aufbau von Guthaben bei den Zentralbanken widerspiegelte. Zur Zeit der Euro-Bargeldumstellung im Jahr 2002 hingegen waren Veränderungen des Verhältnisses von Bargeld zu Einlagen ursächlich, da das Verhalten der Öffentlichkeit hinsichtlich der Haltung von Bargeld vor allem insofern von der Einführung der neuen Zahlungsmittel berührt wurde, als Bargeldbestände im Vorfeld abgebaut und in den Folgejahren allmählich wieder aufgebaut wurden.<sup>5</sup> Aus beiden Abbildungen geht hervor, dass der M3-Geldschöpfungsmultiplikator im Eurogebiet von 2005 bis 2008 recht stabil bei seinem Stand der Zeit vor 2001 lag und daher keinerlei Anzeichen für die

5 Siehe EZB, Die Bargeldnachfrage im Euro-Währungsgebiet im Zeichen der Euro-Bargeldumstellung, Monatsbericht Januar 2003.



Veränderungen lieferte, welchen die Intermediation der Banken damals ausgesetzt war (siehe Abschnitt 3). Hierin spiegelt sich die Tatsache wider, dass sich die von den Kreditinstituten während dieser Zeit beim Eurosystem gehaltenen Reserven dem Mindestreserve-Soll entsprechend entwickelten.

Insgesamt stellt die mechanische Verbindung zwischen Geldpolitik und Geldangebot, auf welcher das Konzept des Geldschöpfungsmultiplikators beruht, keinen besonders hilfreichen Ansatz für das Verständnis von Veränderungen der Geldmenge und die Festlegung der angemessenen geldpolitischen Reaktion dar; dies gilt auch für ein Umfeld, in dem die Untergrenze der Nominalzinsen von null bindend werden könnte. Vielmehr übt die Geldpolitik einen differenzierteren Einfluss auf das Geldangebot aus, wie auch im Haupttext des vorliegenden Beitrags ausgeführt wird.

Im Gegensatz zu diesem Lehrbuchansatz erfolgt die Umsetzung der Geldpolitik in der Praxis typischerweise durch Steuerung der kurzfristigen Geldmarktsätze und Befriedigung der Nachfrage nach Außengeld. Veränderungen dieser Zinssätze beeinflussen die Opportunitätskosten der Geldhaltung und so auch die Geldnachfrage. Allerdings hat die Geldpolitik auch einen erheblichen, wenngleich nicht automatischen, Einfluss auf das Geldangebot in der Volkswirtschaft. So wirken sich Leitzinssenkungen auch positiv auf das Reinvermögen der Banken aus, wodurch sich ihre Refinanzierungsbedingungen verbessern und ihre Kapazität zur Ausreichung von Krediten gesteigert wird. Im Grenzfall kann die Angemessenheit der Eigenkapitalposition einer Bank den Umfang ihrer Geschäftstätigkeit quantitativ bestimmen.

### 2.3 BANKEN ALS QUELLE DES GELDANGEBOTS

Die Geldpolitik wirkt sich über ihren Einfluss auf die Intermediationstätigkeit der Banken auf das Geldangebot aus. Allerdings ergeben sich Veränderungen des Geldangebots in der Volkswirtschaft in erster Linie aus Veränderungen im Verhalten der Banken. Eine Bank ist ein Institut, dessen Kerngeschäft darin besteht, Kredite auszureichen und Einlagen entgegenzunehmen. Im Rahmen dieser Doppelfunktion erfüllen die Banken eine Vielzahl an Aufgaben: Sie bieten Liquidität und Zahlungsverkehrsdienstleistungen an, prüfen und überwachen die Bonität der Kreditnehmer, verteilen Risiken um und nehmen eine Transformation der Eigenschaften von Vermögenswerten vor. Häufig besteht im Intermedia-

tionsprozess eine Wechselwirkung zwischen diesen Aufgaben.

Die Banken können als Mittler zwischen Sparern und Kreditnehmern fungieren, indem sie Wertpapiere emittieren und die dadurch erhaltenen finanziellen Mittel als Kredite ausreichen. Solche Kreditgeschäfte erfordern die Verarbeitung detaillierter und oft vertraulicher Informationen zu den Schuldnern und eine Überwachung der finanzierten Projekte. Allerdings wird diese Art von Kreditgeschäft nicht nur von Banken, sondern auch von zahlreichen nichtmonetären Finanzintermediären, wie beispielsweise Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen oder Investmentfonds, betrieben.

Banken können aber auch Darlehen vergeben und dafür Einlagen schaffen (die anfänglich von den Kreditnehmern gehalten werden). Diese Einlagen stellen nominal fixierte, einseitig kündbare Forderungen gegenüber der Bank dar, die zu einem festgelegten Nominalwert abgezogen werden können.<sup>6</sup> Das Hauptmerkmal dieser Einlagen ist, dass sie dem Halter Liquidität verschaffen; in einigen Fällen, wie etwa bei täglich fälligen Einlagen, können sie auch für den Zahlungsverkehr herangezogen werden. Wie bei Diamond und Dybvig<sup>7</sup> beschrieben, stellt diese Umwandlung illiquider Forderungen (z. B. von Bankkrediten) in liquide Forderungen

6 Siehe X. Freixas und J.-C. Rochet, *Microeconomics of Banking*, 2. Auflage, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2008.

7 D. W. Diamond und P. H. Dybvig, *Bank runs, deposit insurance, and liquidity*, in: *Journal of Political Economy*, Bd. 91 (3), 1983, S. 401-419.

gen (z. B. Einlagen) ein wesentliches Merkmal von Banken dar.<sup>8</sup> Nichtmonetäre Finanzintermediäre bieten ihren Kunden keine liquiden Einlagen.

Die Verbindlichkeiten der Banken aus liquiden Einlagen bilden den Kern des weit gefassten Geldmengenaggregats; somit spielen Banken beim Angebot von in der weit gefassten Geldmenge enthaltenen Mitteln eine tragende Rolle. Verhaltensänderungen der Banken ziehen ein verändertes Geldangebot nach sich.

In der Fachliteratur wird eine Vielzahl an Faktoren identifiziert, die sich auf die Intermediationstätigkeit der Banken auswirken. Dazu zählen unter anderem die Risikoscheu der Banken, die Bonität der Kreditnehmer, der regulatorische Rahmen, die Verfügbarkeit von Kapitalpuffern sowie die Differenz zwischen Kreditzinsen und

Refinanzierungskosten (Zinsmarge oder Intermediationsmarge). Dieser Spread stellt die Vergütung dar, die die Banken für ihre Vermittlung zwischen Einlegern und Kreditkunden über ihre eigene Bilanz erhalten. In einem Konkurrenzgleichgewicht entspricht er den Grenzkosten der Banken, die durch die Gewährung und Betreuung von Krediten, die Bereitstellung von Transaktionsdienstleistungen und das Ausfallrisiko entstehen. Für diesen Abstand finden sich in der Literatur verschiedene Erklärungsansätze (siehe Kasten 2).

- 8 Das Konzept der Liquidität ist komplex und vielschichtig; detaillierte Ausführungen zur Liquiditätsbereitstellung durch das Bankensystem finden sich beispielsweise in E. Thadden, Liquidity, in: Cahiers de Recherches Économiques du Département d'Économétrie et d'Économie politique (DEEP), Université de Lausanne, Faculté des HEC, 2002.

## Kasten 2

### VERHALTEN DER BANKEN UND GESAMTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

Ausgelöst durch die Finanzkrise beschäftigt sich die Forschung wieder verstärkt mit der Rolle von Banken in der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Ihre Intermediationstätigkeit wird mithilfe vielfältiger Ansätze erklärt, die ihren Schwerpunkt auf unterschiedliche Aspekte der ökonomischen Funktion des Bankensektors legen. In diesem Kasten werden einige der wichtigsten Mechanismen zur Erklärung der Differenz zwischen den Zinssätzen für Einlagen und Kredite beschrieben, die in der neueren Literatur aufgezeigt werden.

#### Erklärung der Differenz zwischen Einlagen- und Kreditzinsen

Herkömmliche makroökonomische Modelle, bei denen die Finanzintermediation unberücksichtigt bleibt, beschreiben den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik anhand eines einzigen (risikofreien) Zinssatzes. Wie von Meltzer und Nelson<sup>1</sup> aufgezeigt, werden bei einer derartig vereinfachten Betrachtung des Finanzsektors höchstwahrscheinlich wichtige Elemente makroökonomischer Anpassungsmechanismen außer Acht gelassen. Ein zentraler Mangel ist dabei die Vernachlässigung der Bedeutung zeitvariabler Risikoaufschläge, die in den unterschiedlichen Zinssätzen enthalten sind. Die Entwicklung der Geldmenge und der Kreditvergabe kann Informationen über die Entwicklung der (nicht beobachtbaren) Risikoprämien sowohl im Bankensektor als auch im nichtfinanziellen privaten Sektor liefern.

1 Siehe A. Meltzer, Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 9 (4), 1995, S. 49-72, und E. Nelson, The future of monetary aggregates in monetary policy analysis, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 50, 2003, S. 1029-1059.

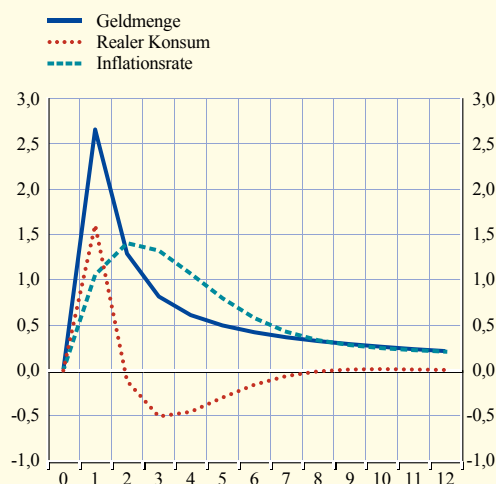
Eine Untersuchungsrichtung der neueren wissenschaftlichen Literatur stellt darauf ab, das Bestehen unterschiedlicher Bankzinsen für Kredite und Einlagen anhand des monopolistischen Wettbewerbs im Bankensektor zu erklären. So fällt die Gewinnmarge der Banken hier deshalb positiv aus, weil diese ihre Einlagenzinsen unterhalb des Interbankensatzes und die Kreditzinsen darüber festsetzen können. Ferner entstehen den Banken bei einer Anpassung ihrer Zinssätze Kosten, und sie berücksichtigen bei der Festlegung ihrer Zinsen in aller Regel auch die Preisgestaltung ihrer Konkurrenten, um langfristige Kundenbeziehungen aufrecht zu erhalten. Dies schützt die Kreditnehmer vor Schwankungen der Marktzinsen.<sup>2</sup> Anpassungskosten führen zu einer verzögerten Reaktion der Zinssätze im Privatkundengeschäft der Banken auf Leitzinsänderungen, wie in den Daten für den Euroraum tatsächlich erkennbar, und bieten Raum für eine größere Bedeutung von finanziellen Mengengrößen in der Transmission der Geldpolitik.

Ein weiterer Ansatz zur Beschreibung von Banken beruht auf der expliziten Darstellung der Auswirkungen asymmetrischer Informationen auf die Beziehungen zwischen Schuldern und Gläubigern. Diese Richtung der Fachliteratur befasst sich damit, dass es einen Informationsvorsprung des Kreditnehmers gegenüber der Bank hinsichtlich des Erfolgs von Investitionsprojekten gibt. Sie unterscheidet mithin zwischen Darlehensnehmern, die ihren Kredit vollständig bedienen können, und solchen, die hierzu nicht in der Lage sind. Die Differenz zwischen Kredit- und Einlagenzinsen sichert die Bank zum Teil gegen die Kosten ab, die ihr durch zahlungsunfähige Kreditnehmer entstehen.<sup>3</sup> Ein ähnlicher Ansatz stellt die Einleger-Bank-Beziehung in den Vordergrund. Hier verfügt die Bank über den Informationsvorsprung hinsichtlich der Investitionen, die sie mithilfe der hereingenommenen Einlagen finanziert. Dieses Agency-Problem führt zu einer Obergrenze für den höchstmöglichen Verschuldungsgrad einer Bank und impliziert eine Beziehung zwischen Kapital und Kreditangebot. In diesem Ansatz kann das Ausfallrisiko von Banken den Intermediationsprozess stören und eine Erhöhung der Kreditkosten für die Volkswirtschaft nach sich ziehen.<sup>4</sup>

Mehrere Untersuchungsrichtungen legen den Schwerpunkt auf die Nutzung von Ressourcen im Zusammenhang mit der Finanzintermediation. Banken verfügen über ein breit gefächertes technisches Instrumentarium zur Bereitstel-

**Abbildung A Reaktion auf eine Wertsteigerung von Sicherheiten**

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quelle: EZB-Schätzungen.  
Anmerkung: Auf der Grundlage einer Modifizierung des Modells von M. Goodfriend und B. McCallum, Banking and interest rates in monetary policy analysis: a quantitative exploration, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 54, 2007, S. 1480-1507. Die Reaktion ist jeweils das Ergebnis einer unerwarteten Wertsteigerung der zugrunde liegenden Sicherheit um 1 %.

2 Siehe A. Gerali, S. Neri, L. Sessa und F. Signoretto, Credit and Banking in a DGSE model of the euro area, in: Journal of Money, Credit and Banking, Ergänzungsband zu Bd. 42, September 2010, S. 107-141.  
3 Siehe V. Curdia und M. Woodford, Credit frictions and optimal monetary policy, überarbeiteter Entwurf des Beitrags zur jährlichen Konferenz der BIZ zum Thema „Whither Monetary Policy?“, Luzern, 26.-27. Juni 2008, erschienen als Working Paper Nr. 278 der BIZ, März 2009.  
4 Siehe M. Gertler und P. Karadi, A model of unconventional monetary policy, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 58, 2011, S. 17-34, sowie M. Gertler und N. Kiyotaki, Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis, in: B. Friedman und M. Woodford (Hrsg.), Handbook of Monetary Economics, Bd. 3, North-Holland, Amsterdam, 2010.

lung ihrer Intermediationsdienste und zur Verwaltung ihrer Aktiva und Passiva. Infolge des ihrem Kreditgeschäft anhaftenden Ausfallrisikos wenden die Banken Ressourcen auf, um die Bonität potenzieller Darlehensnehmer zu prüfen, finanzierte Projekte zu überwachen und ihr Engagement abzusichern.<sup>5</sup> Hierzu zählt beispielsweise der Einsatz von Personal für die Überwachung sowohl des Darlehensnehmers als auch des Werts der hereingenommenen Sicherheiten. Ist etwa der Wert einer Sicherheit einem positiven Schock ausgesetzt, verringert sich das Risiko für die Bank, sodass sie bei gleichbleibenden Aufwendungen für ihre Überwachungstätigkeit mehr Darlehen vergeben kann. Dies führt zu einem höheren Geldangebot. In Abbildung A wird die quantitative Reaktion von Konsum und Inflation auf einen derartigen Schock dargestellt.

In Bezug auf die Verwaltung ihrer Passiva kann die Bank Ressourcen in Form von Personal und Kapital einsetzen, um ihren Kunden den Zugang zu ihren Liquiditätsdienstleistungen zu ermöglichen.<sup>6</sup> So gestatten es Techniken für elektronische Bezahlverfahren wie das Online-Banking und die Verwendung von Debitkarten dem Zahlungspflichtigen, eine Geldsumme ohne Zinsverluste vor dem Zahlungszeitpunkt und ohne Transaktionskosten auf das Konto des Zahlungsempfängers zu transferieren.

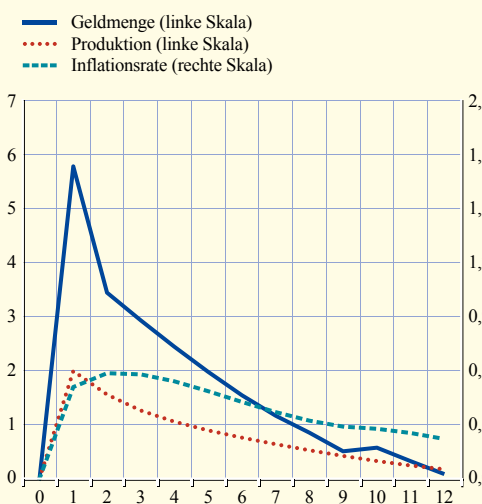
Erhöht sich die wahrgenommene Risikomanagementkompetenz der Bank zum Beispiel infolge der weitreichenden Nutzung von Kreditratingsystemen, kann der Eindruck entstehen, dass weniger Unsicherheit bezüglich der Zahlungsfähigkeit der Darlehensnehmer herrscht als zuvor. Eine wahrgenommene Verbesserung ihres Risikomanagements veranlasst die Banken, einen geringeren Risikoaufschlag von ihren Schuldner zu verlangen und die Kreditvergabe auszuweiten. Bei der Refinanzierung des gestiegenen Kreditvergabevolumens wird die Bank durch das Angebot höherer Guthabenzinsen versuchen, alle Refinanzierungsquellen zu aktivieren. Daher weisen Kredite und M3 tendenziell eine ähnliche Wachstumsgeschwindigkeit auf. Der Effekt auf die Konjunktur ist positiv, und es lässt sich ein Aufwärtsdruck auf die Inflation beobachten (siehe Abbildung B).

**Ausblick**

Alle erörterten Mechanismen legen den Schwerpunkt jeweils auf ein bestimmtes Element des Bankgeschäfts. Gleichzeitig zeigt die Vielfalt der Ansätze, dass sich das Bankgeschäft nicht anhand eines einzigen dominierenden Mechanismus abbilden lässt. Hieraus folgt zweierlei für die geldpolitische Analyse: Erstens können die aus einzelnen Mechanismen

**Abbildung B Reaktion auf eine Verbesserung der wahrgenommenen Ausfallwahrscheinlichkeit von Darlehensnehmern**

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quelle: EZB-Schätzungen.  
Anmerkung: Auf der Grundlage einer Modifizierung des Modells von L. Christiano, R. Motto und M. Rostagno, Financial factors in economic fluctuations, Working Paper Series der EZB, Nr. 1192, Mai 2010. Die Reaktion ist jeweils das Ergebnis einer unerwarteten Risikoverringering der Kreditvergabe um 1 %.

5 Siehe M. Goodfriend und B. McCallum, Banking and interest rates in monetary policy analysis: a quantitative exploration, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 54, 2007, S. 1480-1507.

6 Siehe L. Christiano, R. Motto und M. Rostagno, Financial factors in economic fluctuations, Working Paper Series der EZB, Nr. 1192, Mai 2010.

abgeleiteten Effekte nur teilweise die Rolle der Banken im Intermediationsprozess und in der Volkswirtschaft insgesamt erklären. Zweitens ist es schwierig, ein Bankmodell unter vollständiger Einbeziehung der verschiedenen Mechanismen zu erstellen, und die wissenschaftliche Literatur hat bislang kein derartiges Modell hervorgebracht. Dazu müsste man die Interaktionsweise der verschiedenen Mechanismen kennen und zudem wissen, welcher Mechanismus bei einer Konfrontation mit der Realität die stärkste Aussagekraft hätte.

Das Bilanzvolumen der Banken und die Laufzeitstruktur ihrer Aktiva und Passiva sind für die Generierung von Liquidität von entscheidender Bedeutung. Die Auffassung, dass Banken ihre Aktiva und Passiva unabhängig voneinander verwalten, verkennt die strukturellen Wechselwirkungen zwischen der Aktiv- und Passivseite der Bilanz.

Erstens haben gewährte Kreditlinien auf Einzelbankebene im Hinblick auf das Liquiditätsrisiko sehr ähnliche Implikationen wie täglich fällige Einlagen, denn die Kunden können Einlagen wie auch Kreditlinien nach eigenem Ermessen in Anspruch nehmen und sich so jederzeit Liquidität verschaffen, um einen unvorhergesehenen Finanzierungsbedarf zu decken. Die Banken hingegen müssen ein Liquiditätspolster vorhalten, um solche Forderungen erfüllen zu können. Sind die Inanspruchnahmen hinreichend unkorreliert, können die Banken risikomindernde Synergieeffekte erzielen, indem sie beide Produkte anbieten, wohingegen dies einer Nichtbank nicht möglich ist.<sup>9</sup> Letztlich ist es die Bereitstellung von Liquidität für die Volkswirtschaft, die gesamtwirtschaftliche Effekte nach sich zieht.

Zweitens sind die Banken angesichts der verzögerten Anpassung der Einlagenzinsen an die Marktzinsen (eines typischen Merkmals des „Kernbestandteils“ der Einlagen der Banken, der im Wesentlichen aus Termin- und Spareinlagen des nichtfinanziellen privaten Sektors besteht) durch die Verfügbarkeit von Einlagen in der Lage, Kreditverträge zu Konditionen einzugehen, die nicht möglich wären, wenn die Bank ihre Kreditvergabe zu Marktzinsen refinanzieren müsste.<sup>10</sup> Durch das Einlagengeschäft sind die Refinanzierungskosten der Banken weniger anfällig für Schwankungen der Marktsätze, sodass die Banken den Kreditnehmern eine

zusätzliche Absicherung gegen nachteilige finanzielle Entwicklungen bieten können.

Drittens lassen sich Kredite mit hohem Überwachungsaufwand (z. B. Darlehen an kleine und mittelständische Unternehmen) über den Kernbestandteil an Einlagen am effizientesten refinanzieren, da das Abzugsrisiko bei diesen Einlagen am geringsten ist. Die Schwerfälligkeit, mit der diese Einlagen abgezogen werden, kann mit den Liquiditätsdiensten der Bank, Wechselkosten für den Einleger oder mit der Einlagenversicherung zusammenhängen.<sup>11</sup>

Diese Überlegungen stützen die Auffassung, dass nicht nur die Kreditentwicklung erhebliche Auswirkungen auf die Intermediationstätigkeit der Banken hat, sondern auch der Zugang der Banken zu liquiden Einlagen. Aus Sicht der Bank hängt ihr Wert entscheidend von ihrer Finanzierungsstruktur ab. Neben dem Verhältnis von Fremd- und Eigenkapital spielt auch die Laufzeitenszusammensetzung der Verbindlichkeiten eine Rolle.<sup>12</sup> Verbesserungen beim Verbindlichkeitenmanagement, die den Banken eine flexiblere Refinanzierung ermöglichen und so die Bereitstellung liquider Einlagen vereinfachen, erhöhen damit das Geldangebot.

9 Siehe A. Kashyap, R. Rajan und J. Stein, Banks as Liquidity Providers: An Explanation for the Co-Existence of Lending and Deposit-Taking, Working Paper Nr. 6962 des NBER, 1999.

10 Siehe M. Berlin und L. Mester, Deposits and Relationship Lending, in: The Review of Financial Studies, Bd. 12 (3), 1999, S. 579-607.

11 Siehe F. Song und A. Thakor, Relationship Banking, Fragility, and the Asset-Liability Matching Problem, in: The Review of Financial Studies, Bd. 20, Nr. 6, 2007, S. 2129-2177.

12 Der Wert einer Bank hängt nur dann nicht von der Zusammensetzung ihrer Verbindlichkeiten ab, wenn die unrealistisch strengen Annahmen des Theorems von Modigliani und Miller zutreffen. Siehe R. DeYoung und C. Yom, On the independence of assets and liabilities: Evidence from U.S. commercial banks, 1990-2005, in: Journal of Financial Stability, Bd. 4, 2008, S. 275-303.

## 2.4 GELDANGEBOT UND GESAMTWIRTSCHAFT

Auf kurze Sicht werden Veränderungen der Geldnachfrage, die sich aus Schwankungen der Produktion, Zinssätze oder Liquiditätspräferenzen ergeben, von den Banken aufgefangen. Längerfristig jedoch werden die Banken ihr Geld- und Kreditangebot sowie ihre Zinsen im Einklang mit ihrer jeweiligen Geschäftsstrategie anpassen.

Veränderungen des Geldangebots können sich über zwei allgemeine Transmissionskanäle auf die Wirtschaft auswirken.<sup>13</sup> Der erste Kanal beruht auf der Wirkung der Verfügbarkeit von Krediten in der Volkswirtschaft, der zweite auf dem Einfluss von Liquidität auf die Zusammensetzung von Anlageportfolios. Diese Kanäle schließen sich nicht gegenseitig aus, sondern ergänzen einander. Nachfolgend werden sie in stilisierter Form dargestellt.

### VERFÜGBARKEIT VON KREDITEN

Beim ersten Kanal führen Verbesserungen des Intermediationsprozesses, beispielsweise ein leichter Zugang der Banken zu Refinanzierungsmitteln, zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen für private Haushalte und Unternehmen. Diese kann sich in niedrigeren Kreditzinsen, attraktiveren nichtpreislichen Konditionen wie etwa höheren Beleihungsgrenzen und letztlich auch in einer besseren Verfügbarkeit von Krediten niederschlagen. In einem Umfeld, in dem manche Wirtschaftsakteure durch ihr aktuell verfügbares Einkommen und ihre liquiden Anlagen in ihrem Konsumverhalten eingeschränkt sind, werden die realen Konsum- und Investitionsausgaben durch einen leichteren Zugang zu Finanzierungsmitteln stimuliert, was letztlich Inflationsdruck nach sich zieht. Dies kann beispielsweise der Fall sein, wenn es den Banken durch die Möglichkeiten der Kreditverbriefung leichter fällt, die Kreditnachfrage der privaten Haushalte zu refinanzieren, und sie daher bereit sind, einer größeren Zahl an Haushalten zu günstigeren Konditionen Hypothekarkredite zu gewähren, wodurch Wohnungsbauinvestitionen und Konsum beeinflusst werden.<sup>14</sup>

Darüber hinaus können sich auch verbesserte Risikomanagementverfahren der Banken auf die Verfügbarkeit von Privat- und Unternehmenskrediten auswirken. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf das Finanzierungsrisiko, das sowohl die tatsächliche Laufzeiteninkongruenz der Forderungen und Verbindlichkeiten widerspiegelt als auch Schwierigkeiten bei der kurzfristigen Liquidierung von Vermögenswerten und der Revolvierung vorhandener Finanzierungsquellen.<sup>15</sup> Die verstärkte Risikobegrenzung für ein bestehendes Niveau an Finanzierungsmitteln und Kapital ermöglicht es den Banken, ihr Kreditengagement auszuweiten.<sup>16</sup> Ein weiterer Faktor, der Auswirkungen auf die Intermediationstätigkeit der Banken haben kann, ist ihre Eigenkapitalposition. Verbessert sich ihre Eigenkapitalposition, so kann eine Bank ihren Bestand an Aktiva vergrößern und folglich auch ihren Verschuldungshebel (Leverage) erhöhen. Dieser Mechanismus kann bewirken, dass sich Unternehmenswertsteigerungen der Banken, die gesamtwirtschaftlich betrachtet gering zu sein scheinen, in der Volkswirtschaft als Ganzes durch die Lockerung von Kreditbeschränkungen viel stärker bemerkbar machen.<sup>17</sup>

Diese Wirkungszusammenhänge betonen das Vorhandensein bindender Kreditbeschränkungen in der Volkswirtschaft. Resultieren die Veränderungen im Intermediationsprozess jedoch in niedrigeren Kosten für die Banken, so können

13 Siehe hierzu auch EZB, Die Rolle der Banken im geldpolitischen Transmissionsprozess, Monatsbericht August 2008.

14 Dieser Prozess wird in der Literatur zum Bankkreditkanal erläutert; siehe hierzu B. Bernanke und A. Blinder, Credit, Money and Aggregate Demand, in: American Economic Review, Bd. 78, 1988, S. 435-439.

15 Siehe I. Fender und P. McGuire, Bank structure, funding risk and the transmission of shocks across countries: concepts and measurement, BIZ-Quartalsbericht, September 2010, S. 63-79.

16 Siehe C. Borio und H. Zhu, Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?, Working Paper Series der BIZ, Nr. 268, Dezember 2008, und A. Maddaloni und J.-L. Peydro, Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and U.S. Lending Standards, in: Review of Financial Studies, Bd. 24 (6), 2011, S. 2121-2165.

17 Siehe M. Woodford, Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 24 (4), Herbst 2010, S. 21-44. Siehe auch P. Aghion, D. Hémous und E. Kharroubi, Credit constraints, cyclical fiscal policy and industry growth, Working Paper Series der BIZ, Nr. 340, Februar 2011.

sie diese in Form von höheren Einlagen- und/oder niedrigeren Kreditzinsen an ihre Kunden weitergeben. Dieser Einfluss auf die Zinsen wird sich im Nettobarwert von Investitionsvorhaben und in der intertemporalen Konsumentscheidung widerspiegeln. Insgesamt werden dadurch die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben und letztlich die Inflation beeinflusst. Veränderungen im Intermediationsprozess können sich nicht nur im Niveau der Bankzinsen niederschlagen, sondern auch in anderen Bereichen des Mechanismus der Zinsweitergabe, beispielsweise im Tempo der Anpassung der Bankzinsen an die Marktzinsen.

#### LIQUIDITÄTSEFFEKT

Wenn Wirtschaftsakteure bei Banken Darlehen aufnehmen, so tun sie dies in der Regel, um Waren und Dienstleistungen zu erwerben, wodurch die im Zuge der Kreditvergabe neu geschaffenen Einlagen an andere Wirtschaftssubjekte weitergegeben werden. Dadurch entsteht Raum für einen zweiten Kanal, über den Verbesserungen der Intermediation und der Zahlungssysteme durch Liquiditätseffekte und Portfolioanpassungen gesamtwirtschaftliche Wirkungen entfalten. Kurzfristig dienen diese Einlagen womöglich als Liquiditätspolster, mittelfristig dürften die Beteiligten jedoch nicht zur Haltung solcher „zusätzlicher“ Einlagen bereit sein, es sei denn, ihre Geldnachfrage hat sich verändert. In dieser Situation entscheiden sich einige Wirtschaftssubjekte möglicherweise für eine Tilgung ihrer Kredite, sodass die Einlagen wieder vom Bankensystem absorbiert werden. Alternativ können die betreffenden Wirtschaftssubjekte die „zusätzlichen“ Einlagen für den Erwerb weiterer Waren und Dienstleistungen nutzen, wodurch die Verkäufer in eine ähnliche Situation versetzt werden. Letztlich bewirkt die Zirkulation der Einlagen in der Volkswirtschaft einen Anstieg der Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen und trägt so zum Preisauftrieb bei, wodurch ein Gleichgewicht zwischen realer Geldhaltung und Geldnachfrage hergestellt wird.<sup>18</sup> Andere Akteure nutzen die „zusätzlichen“ Einlagen möglicherweise zum Erwerb von Vermögenswerten, um ihre Portfolios umzuschichten und sie besser auf die verschiedenen Risiko- und Renditeeigenschaften von Geld,

Anleihen und Aktien auszurichten. Diese Anpassung bewirkt einen Aufwärtsdruck auf die Preise für alternative Vermögenskategorien. Dadurch sinken deren Renditen, und der Nettobarwert realer Kapitalanlagen steigt.<sup>19</sup>

Sowohl die Verfügbarkeit von Krediten als auch die Liquiditätseffekte erhöhen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Allerdings gibt es im Bankgeschäft auch Fortschritte, durch die im Intermediationsprozess gebundene Ressourcen freigesetzt werden, sodass sich auch die Produktionskapazitäten im Rest der Volkswirtschaft verändern. Dadurch wird der Preisauftrieb tendenziell abgeschwächt. Im Gegensatz dazu wirken sich andere Entwicklungen, bei denen keine Ressourcen für die übrige Wirtschaft freigesetzt werden (beispielsweise Veränderungen der Risikoeinschätzungen der Banken), hauptsächlich auf die aggregierte Nachfrage aus und haben so einen stärkeren preistreibenden Effekt. Jeder dieser drei Wirkungszusammenhänge muss bei der Durchführung der Geldpolitik berücksichtigt werden.

### 3 JÜNGSTE ENTWICKLUNGEN BEI DER REFINANZIERUNG DER BANKEN

In den letzten Jahren hat sich das Verhalten der Banken im Bereich der Finanzintermediation gewandelt; dies dürfte sich nachhaltig auf die Handhabung ihrer Forderungen und Verbindlichkeiten auswirken. Nachfolgend werden – aufbauend auf der Erörterung in Abschnitt 2.3 zur Rolle der Banken bei der Bereitstellung einer weit gefassten Geldmenge – konkrete Beispiele für die Veränderung des Refinanzierungsverhaltens der Banken geliefert. Innovationen im Bereich der Datenverarbeitung, Kommunikationstechnologie und Finanzmärkte (z. B. elektronische Handelsplattformen, Kredit scoring, die

18 Siehe beispielsweise S. Berry et al., Interpreting movements in broad money, Bank of England Quarterly Bulletin, Q3 2007, S. 378.

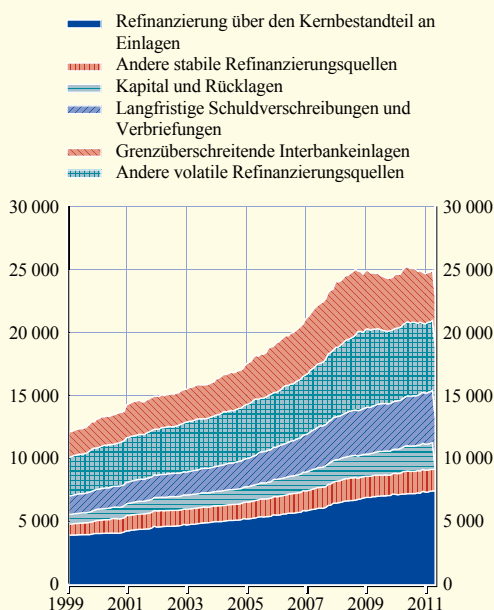
19 Siehe J. Tobin, A general equilibrium approach to monetary theory, in: Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 1, Nr. 1, 1969, S. 15-29, und A. Meltzer, Monetary, credit (and other) transmission processes: a monetarist perspective, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 9, Nr. 4, 1995, S. 49-72.

Verbriefung von Vermögenswerten und die Internationalisierung der Bankenrefinanzierung) haben die Widerstandsfähigkeit der Banken gegenüber Finanzierungsrisiken beeinflusst. Dank eines verbesserten Managements in Bezug auf das Finanzierungsrisiko können sich die Banken verstärkt der Fristentransformation bedienen und sich somit in größerem Umfang über liquide Einlagen refinanzieren, wodurch das Geldangebot stimuliert wird.

Von 1999 bis September 2008 war bei den Kreditinstituten im Euroraum eine allmähliche Ausweitung der Bilanzsummen zu beobachten, die letztlich in einer Verdopplung der wichtigsten darin erfassten Verbindlichkeiten mündete. Seit Ende 2008 verharren die Bilanzvolumen in etwa auf diesem Niveau (siehe Abbildung 2). Bei der Beurteilung der Refinanzierungssituation kommt es unter anderem darauf an, welcher Sektor die entsprechenden Forderungen hält. So können etwa Einlagen privater Haushalte im Hinblick auf die Refinanzierung ganz andere Implikationen für eine Bank haben als Einlagen von Investmentfonds; dies hängt mit der unterschiedlichen Wahrscheinlichkeit einer Verlängerung zusammen. Daher ist es wichtig, zwischen stabilen und volatilen Refinanzierungsquellen zu unterscheiden. Etwa die Hälfte des Finanzierungsbedarfs der Banken wird durch stabile Refinanzierungsquellen gedeckt, zu denen in erster Linie Einlagen des nichtfinanziellen privaten Sektors sowie von Nicht-MFIs gehaltene längerfristige Schuldverschreibungen zählen (siehe Abschnitt 3.1). Die volatilen Refinanzierungsquellen umfassen vor allem kurzfristige Schuldverschreibungen sowie kurzfristige Einlagen von Finanzintermediären. In diesem Zusammenhang spielen auch grenzüberschreitende Einlagen anderer Banken eine wichtige Rolle. Insgesamt ist festzustellen, dass Einlagen den größten Teil der Verbindlichkeiten der Kreditinstitute im Euroraum ausmachen; ein geringer Restanteil der Refinanzierung erfolgt über die Emission von Schuldverschreibungen sowie über Kapital und Rücklagen. Die Betrachtung auf Ebene des Eurogebiets verschleiert jedoch erhebliche Unterschiede in den einzelnen Euro-Ländern, die unter anderem mit der jeweiligen Struktur und Konzentration des

Abbildung 2 Struktur der wichtigsten Verbindlichkeiten der Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet

(in Mrd €; nicht saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Kernbestandteil an Einlagen umfasst Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften. Zu den anderen stabilen Refinanzierungsquellen zählen längerfristige Einlagen von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen, Einlagen sonstiger nichtmonetärer Finanzintermediäre mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten, sämtliche Einlagen öffentlicher Haushalte (ohne Zentralstaaten) sowie alle Einlagen gebietsfremder Nichtbanken. Die anderen volatilen Refinanzierungsquellen umfassen kurzfristige Einlagen von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen, sämtliche nicht mit Verbriefungen zusammenhängenden Einlagen sonstiger nichtmonetärer Finanzintermediäre, alle Einlagen der Zentralstaaten sowie MFI-Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr. Unter den langfristigen Schuldverschreibungen und Verbriefungen werden MFI-Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr sowie Einlagen sonstiger nichtmonetärer Finanzintermediäre mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als einem Jahr erfasst.

Bankensektors sowie mit den nationalen Rechnungslegungsverfahren und dem regulatorischen Umfeld zusammenhängen.

### 3.1 VERBRIEFUNGEN UND EMISSION VON SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Banken können die Laufzeiteninkongruenzen zwischen ihren Forderungen und Verbindlichkeiten durch die Emission von Schuldverschreibungen ausgleichen, deren Fälligkeitsspektrum sich mit dem ihres Kreditgeschäfts deckt. Ein wesentlicher Unterschied zwischen marktbasierter und traditioneller einlagenbasierter Refinan-

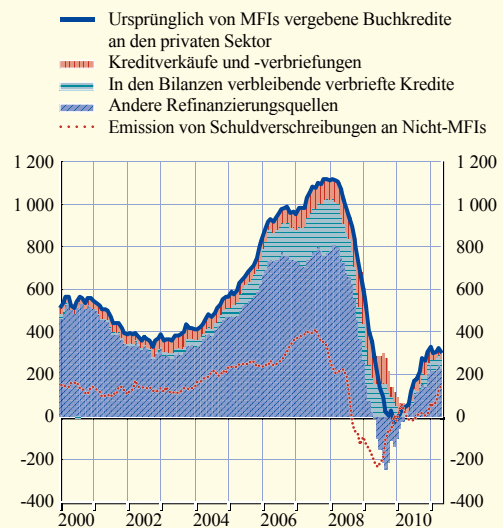


zierung besteht darin, dass die Bank für die marktbasiertere Mittelaufnahme eine höhere Risikoprämie zahlen muss als für die Hereinnahme klassischer Einlagen, da diese zu einem gewissen Grad staatlich gesichert sind. Ein weiterer wesentlicher Unterschied ergibt sich daraus, dass sich die marktbasiertere Finanzierung unter normalen Bedingungen so feinsteuern lässt, dass sie genau den Anforderungen des betreffenden Instituts entspricht, während Anpassungen bei der einlagenbasierten Finanzierung schleppender vorstattengehen. In den vergangenen zwei Jahrzehnten ist das von institutionellen Anlegern verwaltete Vermögen kräftig gewachsen, sodass den Banken am Markt eine große Auswahl an Finanzierungsmitteln zur Verfügung stand, derer sie sich mittels komplexer Produkte bedienen konnten. Dies trug zu einer Ausweitung der Vertriebsaktivitäten und einer Expansion des Marktes für gedeckte Schuldverschreibungen bei.

Aus Sicht der monetären Analyse sind in dieser Hinsicht drei Faktoren von Bedeutung. Erstens beschäftigt sich die monetäre Analyse mit dem Zusammenspiel von Geldmenge und Kreditvergabe, die in der Regel einen engen Gleichlauf aufweisen. Diese Beziehung kann durch die marktbasiertere Refinanzierung sowohl vorübergehend als auch längerfristig verwässert werden. Zweitens sind die (traditionellerweise illiquiden) Buchkredite in den Bilanzen der Kreditinstitute durch die Ausweitung der Vertriebstätigkeit inzwischen auch für Anleger außerhalb des Bankensektors verfügbar geworden. Werden Verbriefungen angemessen gehandhabt, ermöglichen sie erhebliche Skaleneffekte, unter anderem, da die Banken Kreditanträge im Vorfeld der Verbriefung und des Verkaufs mittels automatisierter Kreditscoringsysteme evaluieren – einer Methode, die sich durch eine niedrige Quote aus variablen Kosten zu Fixkosten auszeichnet. Außerdem stellen Verbriefungen eine zusätzliche globale Finanzierungsquelle dar, da sie Kreditportfolios handelbar machen und somit die quantitativen Beschränkungen beseitigen, die durch die heimische Einlagenbasis gegeben sind. Drittens bedeutet eine größere Abhängigkeit von markt- statt einlagenbasierten Finanzierungsmitteln, dass Banken mit schwer bewertbaren Kre-

**Abbildung 3 Marktbasiertere Refinanzierung von MFI-Buchkrediten an den privaten Sektor**

(jährliche Ströme in Mrd €; nicht saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die in den Bilanzen verbleibenden verbrieften Kredite werden anhand der Einlagen nichtmonetärer Finanzintermediäre ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als einem Jahr näherungsweise ermittelt.

ditportfolios tendenziell höhere und variable Refinanzierungskosten in Kauf nehmen müssen. Die Einschätzung der Marktteilnehmer kann sich verstärkt auf die Fähigkeit und den Anreiz zur Kreditvergabe auswirken, da die Banken in der Regel empfindlicher auf die Wahrnehmung der Anleger und auf die allgemeine Finanzmarktlage reagieren.<sup>20</sup>

Abbildung 3 zeigt den jährlichen Strom der ursprünglich von MFIs gewährten Kredite an den privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets sowie verschiedene Messgrößen der marktbasiertere Refinanzierung. Kreditverkäufe und Verbriefungsaktivitäten sind inhärent mit dem Kreditgeschäft verflochten. Ab 1999 nahm ihre Bedeutung bei der Finanzierung des Kreditwachstums zu, bis der Markt im Zuge der Finanzkrise zum Stillstand kam. Die Kreditinstitute haben jedoch weiter Vermögenswerte verbrieft, um Sicherheiten zur Hinterlegung bei den

<sup>20</sup> Siehe L. Gambacorta und D. Marques-Ibanez, The bank lending channel: lessons from the crisis, Working Paper Series der EZB, Nr. 1335, 2011.

Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems zu schaffen, wodurch sogenannte „einbehaltene Verbriefungen“ entstanden. Seit 2010 fallen darüber hinaus auch Kreditverkäufe an Bad Banks ins Gewicht.<sup>21</sup> So wird in Abbildung 3 zum einen der Anteil der Kredite ausgewiesen, die durch Verkäufe oder Verbriefungen aus den Bilanzen der MFIs ausgebucht wurden, und zum anderen der Anteil der verbrieften Kredite, die aufgrund ihrer rechnungslegerischen Behandlung in den Bilanzen verblieben sind, allerdings effektiv durch die Emission von Schuldverschreibungen durch Verbriefungszweckgesellschaften refinanziert wurden. Schließlich zeigt die Abbildung auch noch das Emissionsvolumen von Schuldverschreibungen mit Laufzeiten von mehr als einem Jahr. Die Begebung solcher Titel dürfte nicht nur der Refinanzierung von Krediten, sondern der gesamten MFI-Bilanzen zugute gekommen sein. Da die marktbasierende Finanzierung den Banken zusätzliche flexible Finanzierungsmöglichkeiten bot, unterstützte sie die Entwicklung während des kräftigen Kreditwachstums. Gleichzeitig wird aus Abbildung 3 ersichtlich, dass ein Großteil des Kreditwachstums im Euroraum über andere Quellen, beispielsweise über Einlagen, refinanziert wurde. Somit basiert ein wesentlicher Teil des Kreditwachstums im Eurogebiet nach wie vor auf dem traditionellen Originate-and-Hold-Modell; das bedeutet, dass das Zusammenspiel von Geldmenge und Kreditvergabe bei der Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen des Bankgeschäfts weiterhin eine maßgebliche Rolle spielt.

### 3.2 INTERNATIONALISIERUNG DER INTERBANKENFINANZIERUNG

Im vergangenen Jahrzehnt war eine Internationalisierung der Interbankenfinanzierung zu beobachten, die sich spürbar auf das Verbindlichkeitenmanagement der Banken ausgewirkt hat. Dieser Entwicklung muss auch die monetäre Analyse Rechnung tragen, da davon auszugehen ist, dass der Zugang der Banken zu tiefen und liquiden internationalen Märkten deren Finanzierungsrisiken mindert und somit die Bereitstellung von Geld und Krediten an die Wirtschaft erleichtert.<sup>22</sup> Ein Verständnis der Refinanzierungsmodelle der Banken und der Verflechtungen sowohl innerhalb einzelner als auch zwischen verschiedenen international tätigen Banken ist wichtig, um die Auswirkungen der globalen Liquiditätsbedingungen auf das Geldmengen- und Kreditwachstum im Eurogebiet einschätzen zu können. In dieser Hinsicht kann die monetäre Analyse möglicherweise zum Verständnis beitragen.

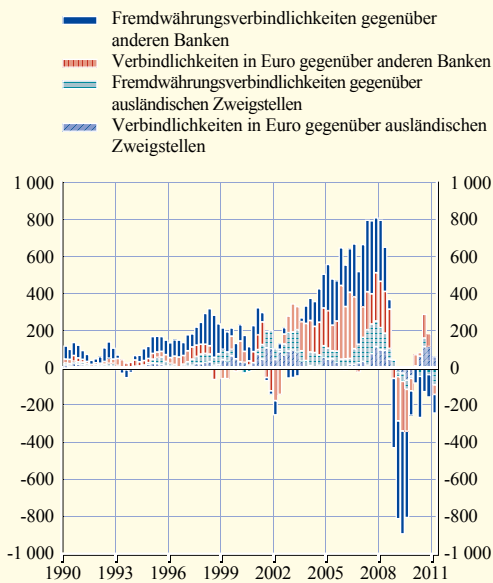
Abbildung 4 veranschaulicht die Ausweitung der grenzüberschreitenden Interbankenfinanzierung von Banken mit Hauptsitz im Euroraum, wobei zum einen nach Finanzierungsmitteln, die von ausländischen Zweigstellen hereingenommen werden, und zum anderen nach der Währung der Verbindlichkeiten unterschieden wird. Dabei wird ersichtlich, dass sich die grenzüberschreitende Kreditaufnahme der Banken bis 2001 nur geringfügig erhöhte und vornehmlich auf fremde Währungen lautete. In diesem Zeitraum spielten ausländische Zweigstellen der betreffenden Bankengruppen bei der Mittelbeschaffung nur eine untergeordnete Rolle. Ab 2003 gewann die Herannahme grenzüberschreitender Einlagen vor dem Hintergrund einer immer reichlicheren globalen Liquiditätsausstattung wesentlich an Gewicht. Dadurch erhöhte sich auch die Bedeutung der ausländischen Zweigstellen, und der Anteil der auf Euro lautenden Einlagen stieg an.

Durch diese Entwicklungen veränderten sich die Möglichkeiten, die den Kreditinstituten bei ihren Refinanzierungsentscheidungen zur Verfügung standen. Die zunehmend internationale Ausrichtung der Banken des Euroraums begünstigte die Entwicklung interner Kapitalmärkte, an denen entsprechend der relativen Nachfrage liquide Mittel zwischen nationalen und ausländischen Zweigstellen umgeschichtet werden. Stehen den großen Banken solche Märkte zur Verfügung, wird einerseits das Kreditgeschäft von den nationalen Refinanzierungsbedingungen abgeschirmt, andererseits werden lokale Liquiditätsschocks auf andere

21 Siehe EZB, Welchen Einfluss hatte die Übertragung von Aktiva an Bad Banks auf die MFI-Kredite an den privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets?, Kasten 3, Monatsbericht Januar 2011.  
22 Siehe auch EZB, Die außenwirtschaftliche Dimension der monetären Analyse, Monatsbericht August 2008.

#### Abbildung 4 Grenzüberschreitende Interbankenfinanzierung der Banken im Euro-Währungsgebiet

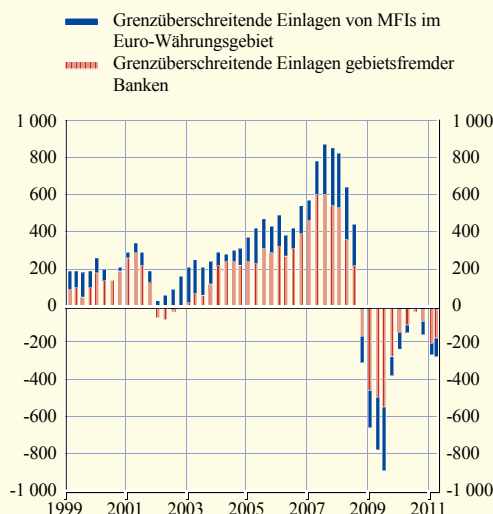
(jährliche Ströme in Mrd €)



Quelle: BIZ.  
Anmerkung: Die Bankgeschäftsstatistiken der BIZ nach Nationalität sind für Banken mit Hauptsitz in Belgien, Deutschland, Irland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, den Niederlanden und Österreich verfügbar.

#### Abbildung 5 Grenzüberschreitende Einlagen gebietsansässiger MFIs und Einlagen gebietsfremder Banken bei MFIs des Euro-Währungsgebiets

(jährliche Ströme in Mrd €; nicht saison- und kalenderbereinigt)



Quelle: EZB.

Teile der Bank übertragen. Darüber hinaus erhöhte sich dank der Finanzmarktintegration im Euro-Raum die Verfügbarkeit von Euro-Einlagen von Anlegern außerhalb des Heimatlands. Dadurch waren die Banken im Euroraum, die mit einer robusten Kreditnachfrage konfrontiert waren, in der Lage, ihre Bilanzausweitungen in Euro zu refinanzieren, ohne Wechselkursrisiken einzugehen.

Die Abbildungen 4 und 5 veranschaulichen die zunehmende Bedeutung internationaler Finanzierungsquellen; diese kommt im großen Anteil grenzüberschreitender Einlagen zum Ausdruck, die von nicht mit der jeweiligen Bank verbundenen ausländischen Anlegern gehalten werden. Diese Einlagen, die von Banken außerhalb des Eurogebiets hereingenommen wurden, lauteten in der Regel auf Fremdwährungen. Zum Teil wurden die hereingenommenen Mittel anschließend in ausländische Vermögenswerte reinvestiert, doch insgesamt verbuchten die Banken im Euroraum zwischen 2004 und 2008 Zuflüsse bei den Einlagen. Diese Phase starker Internationalisierung der Bankenrefinanzierung fiel zeitlich mit einem kräftigen Geldmengen- und Kreditwachstum im Eurogebiet zusammen. Nach der Insolvenz von Lehman Brothers mussten die Banken im Euroraum starke Mittelabflüsse bei den grenzüberschreitenden Interbankeinlagen hinnehmen, da insbesondere Institute, die nicht mit den betreffenden Banken verbunden waren, ihre Einlagen abzogen.

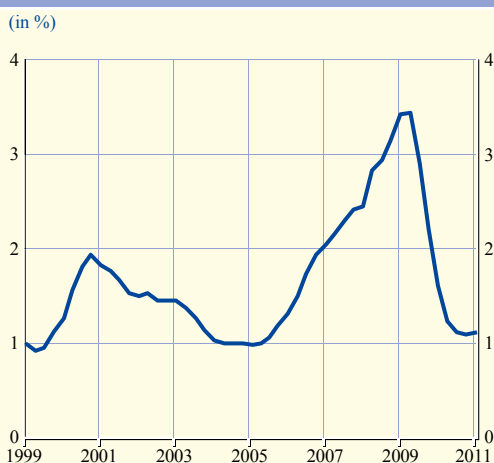
Die Internationalisierung der Bankenrefinanzierung hat sich – vor allem durch die Vereinfachung des Intermediationsprozesses – auf das Geldangebot im Eurogebiet ausgewirkt, und zwar über das Maß der per saldo über Interbankgeschäfte aufgenommenen Mittel hinaus. Bis 2008 wurden die Finanzierungsrisiken der Banken dadurch gemindert, dass diese Zugang zu tiefen und liquiden internationalen Finanzmärkten hatten; hierdurch wurden auch die Beschränkungen gemildert, denen sie im Hinblick auf ihr Liquiditätsmanagement ausgesetzt waren, z. B. quantitative Beschränkungen bei der Refinanzierung eines kräftigen inländischen Kreditwachstums. Im Anschluss dürfte der Abzug grenzüberschreitender Finanzierungsmittel nach dem Ausbruch der Finanzkrise zur Übertra-

gung des globalen Finanzierungsdrucks auf das Eurogebiet und zur Wahrnehmung einer Liquiditätsverknappung beigetragen haben.

### 3.3 MONETÄRE DIENSTE IM ZUSAMMENHANG MIT MONETÄREN ANLAGEN IM EURO- WÄHRUNGSGEBIET

Im Hinblick auf die monetäre Analyse ist der Kernbestand an Einlagen der privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften von besonderer Bedeutung, da er ein Drittel der wichtigsten Verbindlichkeiten der Banken in der aggregierten MFI-Bilanz ausmacht. Der größte Teil dieser Einlagen kann relativ kurzfristig abgehoben werden. Tatsächlich werden sie jedoch recht kontinuierlich gehalten, sodass sie für die Banken eine zuverlässige Refinanzierungsquelle darstellen. Als Vergütung für die Haltung solcher Einlagen erhalten die Einleger einen Ausgleich in Form von Zinszahlungen und monetären Dienstleistungen. Dabei entschädigen die monetären Dienstleistungen die Anleger für die Zinseinbußen, die diese hinnehmen, wenn sie in liquide Anlagen statt in höher rentierliche, aber weniger liquide Anlageformen investieren.

Abbildung 6 Monetäre Dienste in Relation  
zum realen BIP



Quelle: EZB-Schätzungen.

Anmerkung: Die Liquiditätsdienstleistungen werden berechnet als gewichteter Durchschnitt der Differenz zwischen der Verzinsung jedes monetären Instruments und der Rendite eines Referenzvermögenswerts, von dem ausgegangen wird, dass er mit keinen Liquiditätsdienstleistungen in Zusammenhang steht. Die Gewichte sind die relativen Anteile der in der Geldmenge M3 enthaltenen monetären Instrumente.

Im Zeitraum von 2004 bis 2008, der von einem robusten Kreditwachstum gekennzeichnet war, war auch eine kräftige Ausweitung der M3-Einlagen – vor allem aufgrund der kurzfristigen Einlagen mit vereinbarten Laufzeiten – zu beobachten. Gleichzeitig trugen die täglich fälligen Einlagen zur Expansion der Verbindlichkeiten der Banken bei, obwohl die Opportunitätskosten der Haltung dieser Einlagen im betreffenden Zeitraum deutlich anstiegen. Dies legt nahe, dass die Inanspruchnahme monetärer Dienste durch die Anleger im Betrachtungszeitraum zunahm. Abbildung 6 zeigt einen Näherungswert für die monetären Dienste (in Relation zum realen BIP), die dem geldhaltenden Sektor im Eurogebiet für die Haltung liquider monetärer Instrumente zur Verfügung gestellt wurden.<sup>23</sup> Der kräftige Anstieg dieser Messgröße zwischen 2005 und 2009 lässt den Schluss zu, dass die Wirtschaftsakteure solchen Dienstleistungen zu jener Zeit einen hohen Stellenwert beimaßen. Dabei ist jedoch unklar, ob dies mit einer verstärkten Präferenz für solche Leistungen zusammenhing, oder ob Verbesserungen bei den Einlageninstrumenten ausschlaggebend waren. Allerdings basiert der Näherungswert auf der Annahme, dass die Zinsdifferenz ausschließlich die monetären Dienstleistungen widerspiegelt und nicht durch andere Faktoren, etwa einen unvollkommenen Wettbewerb im Bankensektor, beeinflusst wird.

Die Verfügbarkeit einer großen Einlagenbasis impliziert, dass die Banken in der Lage waren, ihre Kreditvergabe zu attraktiven Konditionen zu refinanzieren. Gleichzeitig könnte sie dazu beigetragen haben, die Weitergabe der Marktzinsen an die Bankzinsen in der bis zum Ausbruch der Finanzmarktspannungen anhaltenden Phase kräftigen Kreditwachstums zu vermindern (siehe Kasten 3), wodurch die Ausweitung des Geldangebots begünstigt wurde.

<sup>23</sup> Die Liquiditätsdienstleistungen werden berechnet als gewichteter Durchschnitt der Differenz zwischen der Verzinsung jedes monetären Instruments und der Rendite eines Referenzvermögenswerts, von dem ausgegangen wird, dass er mit keinen Liquiditätsdienstleistungen in Zusammenhang steht. Die Gewichte sind die relativen Anteile der in der Geldmenge M3 enthaltenen monetären Instrumente. Siehe L. Papademos und J. Stark (Hrsg.), *Enhancing Monetary Analysis*, EZB, Frankfurt am Main, 2010, Kapitel 3, Anhang 4.

### Kasten 3

#### ZINSMARGEN UND REFINANZIERUNGSBEDINGUNGEN DER BANKEN

Struktur und Konditionen der Refinanzierungsquellen von Banken sind wichtige Bestimmungsfaktoren für die Zinsmarge (auch als Intermediationsmarge bezeichnet), die wiederum einen wesentlichen Anteil am Gewinn der Banken ausmacht. Im Euro-Währungsgebiet stellen im Zuge des Kerngeschäfts hereingenommene Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (d. h. die Kernbestandteile der Einlagen) eine der wichtigsten stabilen Refinanzierungsquellen einer Bank dar. Daher sind die Entwicklung der Einlagenmärkte und ihre Effekte auf die Spannen zwischen Kredit- und Einlagenzinsen im Privatkundengeschäft wichtige Elemente der Beobachtung und Analyse der Gesamtintermediationsmarge von Banken im Euroraum. Der vorliegende Kasten vermittelt einen kurzen Überblick über die Entwicklung der Zinsmarge (Differenz zwischen Kredit- und Einlagenzins) gebietsansässiger Banken vor dem Hintergrund der veränderten Refinanzierungssituation des Bankensektors.

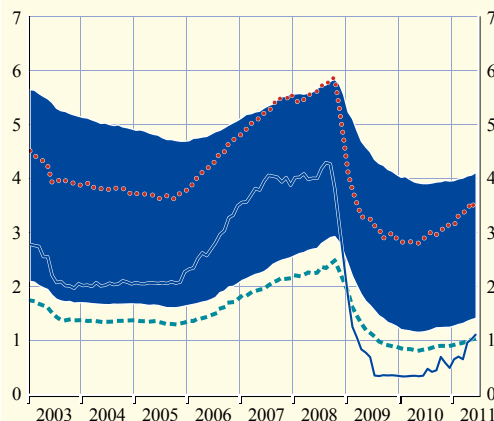
Im Allgemeinen wird die Zinsgestaltung der Banken (gemessen anhand der Differenz zwischen den Einlagen- und Kreditzinsen) von der Wettbewerbsintensität – oder der Marktmacht des Kreditinstituts – sowie von Faktoren im Zusammenhang mit den Intermediationskosten (beispielsweise dem Zinsänderungsrisiko, dem Ausfallrisiko, der Risikoneigung, dem Deckungsbeitrag zu den Kosten des Bankbetriebs, der Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung sowie der Produktdiversifikation der Banken) abhängen.<sup>1</sup> Gleichwohl sind die Leitzinsen (und damit die Marktsätze)

<sup>1</sup> Siehe hierzu im Einzelnen EZB, Jüngste Entwicklung bei der Zinsweitergabe im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht August 2009.

Abbildung A Zinsmarge und EONIA

(in % p. a.; in Prozentpunkten)

- Zinsmarge (Bestände)
- ... Gewichteter Zinssatz für Kredite im Neugeschäft
- ... Gewichteter Zinssatz für Einlagen im Neugeschäft
- EONIA

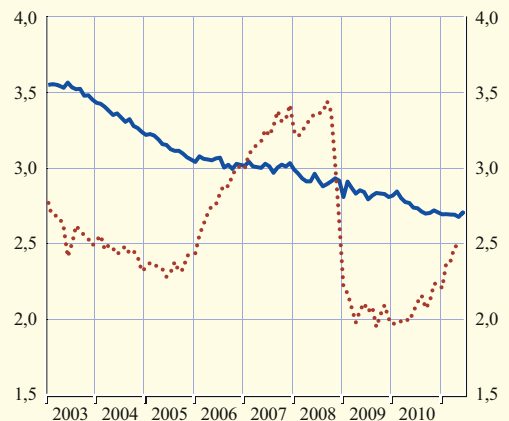


Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Abbildung B Durchschnittliche und marginale Zinsmarge

(in Prozentpunkten)

- Durchschnittliche Zinsmarge
- ... Marginale Zinsmarge



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

die entscheidenden direkten Bestimmungsgrößen der Zinsen im Kredit- und Einlagengeschäft der Banken mit privaten Haushalten und Unternehmen (siehe Abbildung A). Hierin spiegelt sich die typische empirische Erkenntnis wider, dass Einlagenzinsen in der Regel recht schleppend auf Marktzensänderungen reagieren, sich die Differenz zwischen Markt- und Einlagenzinsen im Allgemeinen also parallel zum kurzfristigen Geldmarktsatz entwickelt. In der Zeit vor der Lehman-Insolvenz lagen die kurzfristigen Geldmarktsätze deutlich oberhalb des gewichteten Zinssatzes für Einlagen; diese Konstellation kehrte sich während der Finanzkrise bis in die jüngste Zeit hinein um. Dabei gingen die Bankzinsen weniger stark zurück als die Geldmarktsätze. Die allgemeinen monetären Bedingungen, besonders aber die Verfügbarkeit von Kundengeldern als Refinanzierungsquelle, dürften die Zinsgestaltung der Banken im Privatkundengeschäft beeinflussen.

In Abbildung A sind zwei Messgrößen der Zinsmarge dargestellt, und zwar eine marginale Zinsmarge (d. h. die Differenz zwischen den gewichteten Zinssätzen im Neugeschäft) sowie eine durchschnittliche Zinsmarge, die auf Bestandsgrößen beruht. Die erste Messgröße lässt sich als Näherungswert für die den Bankkunden angebotenen Konditionen ansehen, während die zweite Messgröße mit den Nettozinseinkünften und der Ertragslage der Banken insgesamt zusammenhängt. Die marginale Zinsmarge ist im Allgemeinen niedriger als die durchschnittliche Zinsmarge; hieraus lässt sich schließen, dass sich die Kosten der Bankenintermediation im Zeitverlauf verringern. Dementsprechend ist in Abbildung B die durchschnittliche Zinsmarge seit 2003 langsam gesunken, was teilweise darauf zurückzuführen ist, dass sich die niedrigeren marginalen Spannen im Zuge der allmählich stattfindenden Prolongationen in den durchschnittlichen Zinsmargen niederschlagen. So scheint der gewichtete Zinssatz für Kredite im Neugeschäft stärker zurückgegangen zu sein als sein Pendant im Einlagengeschäft, womit die durchschnittliche Zinsmarge zunehmend unter Druck geraten ist.

#### 4 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Im vorliegenden Aufsatz wurde aufgezeigt, dass das Verhalten der Banken erhebliche gesamtwirtschaftliche Auswirkungen hat. Eine Untersuchung der monetären Entwicklung und der Kreditvergabe zum Zweck der monetären Analyse gibt Einblick in die Wirkungsweise der Intermediationstätigkeit der Banken. Mit ihrer Hilfe lässt sich zeitnah feststellen, ob Änderungen im Verhalten der Banken im Verlauf des Konjunkturzyklus auf längerfristige wirtschaftliche Trends durchwirken. In dieser Hinsicht dürften sich die Innovationen im technologischen Bereich und auf dem Gebiet der operativen Steuerung als nachhaltig erweisen. Allerdings ergeben sich die daraus resultierenden Verhaltensänderungen der Banken möglicherweise erst nach und nach, sodass es schwierig ist, die relative Bedeutung der kurzfristigen bzw. länger anhaltenden wirtschaftlichen Auswirkungen festzumachen. Hinzu kommt, dass in dieser Hinsicht auch die Erwartungen der

Marktteilnehmer in Bezug auf Veränderungen der Mittlertätigkeit der Banken entscheidend sind; diese können sich jedoch ebenfalls im Laufe der Zeit weiterentwickeln. Gleichwohl muss das Intermediationsverhalten der Banken sowie die diesbezügliche Einschätzung der privaten Haushalte und Unternehmen bei der Formulierung der Geldpolitik in Betracht gezogen werden.

Die im vorliegenden Aufsatz aufgezeigten Beispiele verdeutlichen, wie das veränderte Refinanzierungsverhalten der Banken zum kräftigen Kreditwachstum im Zeitraum von 2004 bis 2008 beigetragen hat. Die Finanzkrise und die Reaktion der Aufsichtsbehörden dürften weitere Änderungen im Bankwesen herbeiführen; dies wird bereits am neuen internationalen Regulierungsrahmen für Banken (Basel III) deutlich. So dürfte die Umsetzung der Mindestliquiditätsquote und der strukturellen Liquiditätsquote Anpassungen bei der Durchführung und Bepreisung von Fristentransformationen nach sich ziehen. Künftig

wird die zeitnahe Identifizierung der Auswirkungen dieser Entwicklungen auf das Geldangebot im Rahmen der monetären Analyse einen wichtigen Beitrag zur Einschätzung des angemessenen geldpolitischen Kurses liefern.

# STRUKTURMERKMALE DER ABSATZWIRTSCHAFT UND IHRE AUSWIRKUNGEN AUF DIE PREISENTWICKLUNG IM EURO-WÄHRUNGSGBIET

## AUFSÄTZE

Strukturmerkmale der Absatzwirtschaft und ihre Auswirkungen auf die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet

*Die Absatzwirtschaft, die hauptsächlich aus dem Groß- und Einzelhandel besteht, gehört zu den Schlüsselsektoren der Wirtschaft und ist auch für die Geldpolitik von wesentlicher Bedeutung. Sie ist die wichtigste Schnittstelle zwischen Herstellern und Verbrauchern. Hier werden die meisten Konsumgüterpreise endgültig festgelegt. Ziel dieses Aufsatzes ist es, die strukturellen Merkmale der Absatzwirtschaft zu untersuchen, um zu verstehen, inwieweit diese zusammen mit anderen Indikatoren zur Erklärung der Unterschiede des Preisniveaus und der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet beitragen können.*

*Die Absatzwirtschaft weist sowohl im Vergleich der einzelnen Länder des Euroraums als auch in den Teilssektoren erhebliche Unterschiede auf. Sie erfuhr tiefgreifende Veränderungen wie zum Beispiel eine zunehmende Konsolidierung und Internationalisierung sowie einen Wandel der Einzelhandelsformate. So haben sich insbesondere der Marktanteil von Super- und Großmärkten wie auch die Anzahl der Handelsmarken erhöht. Auch der Discounter-Markt ist gewachsen. Diese Entwicklungen beeinflussen den Wettbewerb und die Kostenstruktur und spielen eine wichtige Rolle bei der Festlegung von Gewinnaufschlägen, was sich auf die Endverbraucherpreise im Eurogebiet auswirkt.*

*Zu den wichtigsten Erkenntnissen dieses Aufsatzes gehört, dass a) strukturelle und regulatorische Merkmale der Absatzwirtschaft zum Verständnis der Preisniveaudifferenzen zwischen den Ländern beitragen, b) im Einzelhandel mehr Wettbewerb mit häufigeren Preisänderungen einhergeht, c) in jüngster Zeit eine höhere Marktkonzentration auf regionaler Ebene zu einem stärkeren Anstieg der Nahrungsmittel- und Getränkepreise führt und d) die Erzeugerpreise angesichts des Umfangs und der Geschwindigkeit der Kostenüberwälzung schneller und sensibler auf Kostenschocks reagieren als die Verbraucherpreise, wobei auch unterschiedliche Einzelhandelsformate eine Rolle spielen.*

*Aus politischer Sicht hat die Untersuchung gezeigt, wie dringend notwendig weitere Struktur-reformen sind, um den Wettbewerb in der Absatzwirtschaft zu intensivieren. Ein entscheidender Fortschritt wäre die vollständige Umsetzung der Dienstleistungsrichtlinie, mit der das Funktio-nieren des Binnenmarkts verbessert würde.*

## I EINLEITUNG

Die Absatzwirtschaft, die hauptsächlich aus dem Groß- und Einzelhandel besteht, gehört zu den Schlüsselsektoren der Wirtschaft. Sie ist die wichtigste Schnittstelle zwischen Herstellern und Verbrauchern (rund die Hälfte des privaten Konsums entfällt auf den Einzelhandel) und stellt als solche nicht nur einen wichtigen Wirtschaftsfaktor dar, sondern ist auch in geldpolitischer Hinsicht äußerst relevant. In den zur Absatzwirtschaft zählenden Sektoren werden die meisten Konsumgüterpreise endgültig festgelegt. Die „Wertschöpfung“ der von ihnen erbrachten Vermittlungsdienstleistungen ist enorm und macht im Durchschnitt rund 25 % der Konsumgüterpreise aus.

Die Gewinnaufschläge können in der Absatzwirtschaft beträchtlich sein, und obwohl es seit fast 20 Jahren einen europäischen Binnenmarkt gibt, weichen sie im Ländervergleich noch immer erheblich voneinander ab, und der grenzüberschreitende Handel ist weiterhin begrenzt. Ziel des vorliegenden Aufsatzes ist es, diese Aspekte zu beleuchten; dabei liegen die Schwerpunkte a) auf den wichtigsten geldpolitisch relevanten Merkmalen und Themenstellungen der Distributionswirtschaft des Euroraums und b) auf deren Auswirkungen auf das Preisniveau und die Preisentwicklung.

Dieser Aufsatz stützt sich weitgehend auf den diesjährigen EZB-Strukturbericht „Structural features of distributive trades and their impact



on prices in the euro area<sup>1</sup> und gliedert sich wie folgt: Abschnitt 2 gibt einen Überblick über die Absatzwirtschaft im Euro-Währungsgebiet und behandelt dabei drei Hauptthemen, nämlich die wichtigsten Merkmale und strukturellen Entwicklungen, Regulierungsformen und ihre Auswirkungen sowie die Messung und Bewertung des Wettbewerbs. In Abschnitt 3 wird der Einfluss der Strukturmerkmale der Absatzwirtschaft auf das Preisniveau und die Preisentwicklung untersucht. Abschnitt 4 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

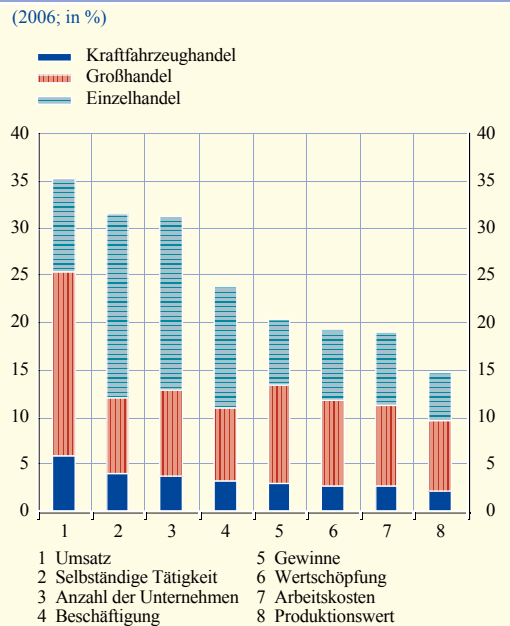
## 2 STRUKTURMERKMALE DER ABSATZWIRTSCHAFT DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

### 2.1 ÜBERBLICK ÜBER DIE ABSATZWIRTSCHAFT

Die Absatzwirtschaft bildet eine Schnittstelle zwischen Herstellern und Verbrauchern. Sie stellt zwar im Allgemeinen selbst keine Güter her (auch wenn sich dies angesichts der zunehmenden Bedeutung von Handels- oder Eigenmarken inzwischen ändert), erbringt dafür aber einen wichtigen wirtschaftlichen Dienst. Die Absatzwirtschaft lässt sich grob in drei Bereiche unterteilen: Kraftfahrzeughandel, Großhandel und Einzelhandel.<sup>2</sup> Der Großhandel verkauft in der Regel nicht direkt an die Verbraucher, sondern vielmehr an Unternehmen und Einzelhändler. Die Einzelhändler verkaufen ihre Waren generell direkt an die Verbraucher.

Je nach Messgröße macht die Absatzwirtschaft etwa ein Drittel des nichtfinanziellen Unternehmenssektors aus (nach Gesamtumsatz, Anzahl der Firmen und selbstständiger Erwerbstätigkeit gerechnet) und rund 15 % bis 25 %, wenn andere Messzahlen wie Wertschöpfung und Gesamtbeschäftigung zugrunde gelegt werden (siehe Abbildung 1). Ogleich der Großhandelssektor in mancher Hinsicht (vor allem was die Wertschöpfung betrifft) größer ist als der Einzelhandelssektor, liegt der Schwerpunkt im vorliegenden Aufsatz auf Letztgenanntem, in dem die direkte Beschäftigung eine wichtigere Rolle

Abbildung 1 Anteil der Absatzwirtschaft am nichtfinanziellen Unternehmenssektor



Quellen: SBS-Datenbank von Eurostat und Berechnungen des Eurosystems.

spielt, da er eng mit den Verbrauchern und den Verbraucherpreisen verknüpft ist.

### HAUPTMERKMALE

Die Absatzwirtschaft im Allgemeinen und der Einzelhandel im Besonderen zeichnen sich durch eine Reihe von Merkmalen aus, die sie von den übrigen nichtfinanziellen Unternehmenssektoren unterscheiden. Eine demografische Untersuchung der Distributionswirtschaft im Eurogebiet deutet darauf hin, dass sie zwar noch immer stark fragmentiert ist (Kleinstfirmen und kleine Unternehmen überwiegen), aber eine allmähliche Konsolidierung eingesetzt hat (die Anzahl der größeren Betriebe ist leicht gestiegen). Sie ist meist arbeitskräfteintensiver und weist im

1 EZB, Structural features of distributive trades and their impact on prices in the euro area, Structural Issues Report, 2011.  
 2 Der Kraftfahrzeughandel wird in diesem Aufsatz nicht berücksichtigt, da er als gesonderter Sektor mit sehr spezifischen Merkmalen gilt; diese ergeben sich unter anderem aus den engen Beziehungen zwischen den Unternehmen in diesem Sektor und der Automobilindustrie.

Durchschnitt geringer qualifizierte Arbeitnehmer auf. Die Gewinnmargen liegen sowohl im Einzel- als auch im Großhandel unter dem gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt, was jedoch eher einen hohen Umsatz (pro eingesetzter Kapitaleinheit) als einen starken Wettbewerbsdruck widerspiegeln könnte. Sie werden in Abschnitt 2.3 ausführlicher erläutert.

Was den Arbeitsmarkt betrifft, so weist die Absatzwirtschaft in mancherlei Hinsicht Merkmale auf, die von denen der übrigen Wirtschaft stark abweichen; im gesamten Sektor und insbesondere im Einzelhandel sind die Anteile der

selbstständigen Erwerbstätigkeit, der Teilzeitarbeit, der weiblichen Beschäftigten und der jüngeren Arbeitnehmer überdurchschnittlich hoch (so stellt sie knapp über 40 % der Arbeitsplätze für unter 25-Jährige des gesamten Euroraums).

Die relativ geringe Produktivität der Distributionsunternehmen trägt maßgeblich dazu bei, dass sich die gesamtwirtschaftliche Produktivitätslücke zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten vergrößert. Das Produktivitätswachstum ist im Einzelhandel des Euroraums besonders schwach (siehe Kasten 1 in diesem Aufsatz).

#### Kasten 1

#### DIE ARBEITSPRODUKTIVITÄT IN DER ABSATZWIRTSCHAFT: EIN VERGLEICH MIT DEN VEREINIGTEN STAATEN

Die seit Mitte der Neunzigerjahre stark divergierende Entwicklung des Produktivitätswachstums im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten gibt der Politik Anlass zu großer Besorgnis. Seit einiger Zeit wird darauf hingewiesen, dass das zunehmende Gefälle zwischen den beiden Volkswirtschaften zum Großteil dem schwachen Produktivitätswachstum im Dienstleistungssektor des Euroraums zuzuschreiben sei.<sup>1</sup> Im vorliegenden Kasten werden vergleichbare Produktivitätsentwicklungen beiderseits des Atlantiks anhand der KLEMS-Datenbank der EU untersucht. Der Schwerpunkt liegt hierbei auf der Entwicklung in der Absatzwirtschaft.

Die wachsende Produktivitätslücke zwischen den Vereinigten Staaten und dem Eurogebiet war im Zeitraum von 1995 bis 2007 zu mehr als einem Drittel auf die Absatzwirtschaft zurückzuführen.<sup>2</sup> Während der Produktivitätszuwachs in der Absatzwirtschaft im genannten Zeitraum beiderseits des Atlantiks rückläufig war, blieb der Abstand zwischen beiden Volkswirtschaften groß und belief sich im Einzelhandel auf 2,2 Prozentpunkte, das heißt in etwa auf das Dreifache des Durchschnitts für die Gesamtwirtschaft (siehe Tabelle). Dies hängt unter anderem damit zusammen, dass der Einzelhandel in den USA im betrachteten Zeitraum ein deutlich stärkeres Wertschöpfungswachstum aufwies. Die Produktivität im Einzelhandel des Euro-Währungsgebiets sank von rund 95 % des US-Niveaus im Jahr 1995 auf 71 % im Jahr 2007.

Ein Erklärungsansatz hinsichtlich des – sowohl gesamtwirtschaftlich als auch auf Ebene der Absatzwirtschaft – erheblichen Produktivitätsvorsprungs der USA besagt, das Gefälle sei mögli-

1 Siehe etwa EZB, Competition, productivity, and prices in the euro area service sector, Occasional Paper Series, Nr. 44, 2006, und B. van Ark, R. H. McGuckin und M. Spiegelman, The Retail Revolution: Can Europe Match U.S. Productivity Performance?, Conference Board, März 2005.

2 Seit Mitte der Neunzigerjahre hat sich das gesamtwirtschaftliche Produktivitätswachstum des Euroraums sukzessive verlangsamt, nachdem es in den beiden Jahrzehnten zuvor in etwa so hoch ausgefallen war wie in den Vereinigten Staaten. In der Zeit von 1995 bis 2007 belief es sich im Eurogebiet durchschnittlich auf lediglich 1,3 % pro Jahr, verglichen mit rund 2,0 % pro Jahr in den Vereinigten Staaten (siehe Tabelle). Infolgedessen verringerte sich die gesamtwirtschaftliche Produktivität des Euroraums bis 2007 von rund 90 % auf rund 83 % des US-Niveaus.

cherweise zu einem großen Teil darauf zurückzuführen, dass die neuen Informations- und Kommunikationstechnologien (IKT) jenseits des Atlantiks besser genutzt werden als in den europäischen Volkswirtschaften. Die Abbildung veranschaulicht, in welchem Umfang die Inputfaktoren Arbeit, IKT-Kapital und Nicht-IKT-Kapital jeweils zum Produktivitätswachstum im Einzelhandel beitragen. Der Teil des Produktivitätszuwachses, der diesen Faktoren nicht zugerechnet werden kann, der aber durch allgemeinere immaterielle Strukturunterschiede, technische Neuerungen oder organisatorische Veränderungen bedingt ist, wird in der häufig als totale Faktorproduktivität (TFP) bezeichneten Restkomponente erfasst. Aus der Abbildung geht hervor, dass zwischen 1995 und 2007 in den USA etwas mehr in IKT-Kapitalleistungen investiert wurde als im Euroraum. Darüber hinaus kann die volle Wirkung des IKT-Kapitals zum Teil auch in den übrigen Faktoren zum Ausdruck kommen, da IKT-Investitionen oftmals als Katalysator für breit angelegte Umstrukturierungen (einschließlich organisatorischer Änderungen bzw. Investitionen in das Humankapital) fungieren.

Allerdings ist es auch bei Zugrundelegung einer breit angelegten Komplementarität der Beiträge von IKT-Investitionen und anderen Faktoren unwahrscheinlich, dass sich der deutlich stärkere Anstieg der TFP im US-Einzelhandel adäquat durch die IKT und die damit verknüpften Auswirkungen erklären lässt. Daher hat sich in den letzten Jahren eine andere Auffassung herausgebildet, der zufolge der seit 1995 bestehende Vorsprung der Vereinigten Staaten eher auf immaterielle und strukturelle Faktoren zurückzuführen sein könnte. Beispielsweise wird häufig angeführt, dass das regulatorische Umfeld für den Einzelhandel im Euro-Währungsgebiet restriktiver (und demnach weniger wettbewerbsfähig) sei als in den Vereinigten Staaten. Zu nennen sind hier unter anderem Vorschriften, welche die Bebauungsfläche und -dichte größerer Geschäftsformate begrenzen, die zahlenmäßige Beschränkung bestimmter Verkaufsstellen an einem Ort oder

## Produktivitätswachstum

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)

### a) Bruttowertschöpfung je geleistete Arbeitsstunde: Gesamtwirtschaft

	EA	US	Differenz
1995-2001	1,4	2,0	0,6
2001-2007	1,2	1,9	0,8

### b) Bruttowertschöpfung je geleistete Arbeitsstunde: Absatzwirtschaft

	EA	US	Differenz
1995-2001	2,0	6,1	4,1
2001-2007	1,0	2,6	1,6

### c) Bruttowertschöpfung je geleistete Arbeitsstunde: Einzelhandel

	EA	US	Differenz
1995-2001	1,5	4,1	2,7
2001-2007	0,3	2,5	2,2

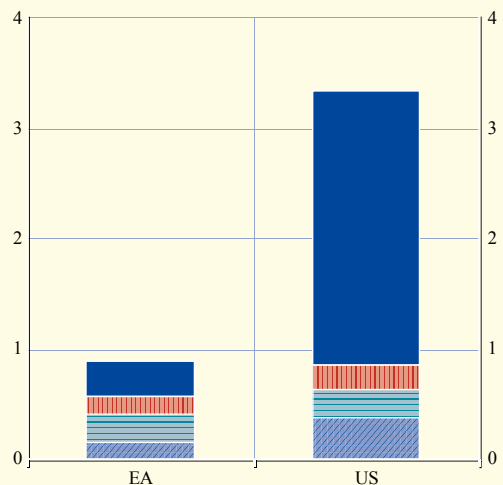
Quellen: KLEMS-Datenbank der EU (2009) und Berechnungen des Eurosystems.

Anmerkung: EA bezieht sich auf das Aggregat des Euro-Währungsgebiets.

## Beiträge zum Produktivitätswachstum im Einzelhandel des Euro-Währungsgebiets und der Vereinigten Staaten (1995-2007)

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)

- TFP
- Struktur des Arbeitsangebots
- Nicht-IKT-Kapitalleistungen je geleistete Arbeitsstunde
- IKT-Kapitalleistungen je geleistete Arbeitsstunde



Quellen: KLEMS-Datenbank der EU (2009) und Berechnungen des Eurosystems.

Anmerkung: EA bezieht sich auf das Aggregat des Euro-Währungsgebiets, TFP steht für totale Faktorproduktivität und IKT für Informations- und Kommunikationstechnologie.

die Behinderung grenzüberschreitender Erweiterungen. Einer anderen Einschätzung zufolge ist der Faktor Arbeit im Euroraum tendenziell weniger flexibel (und kostspieliger) als in den Vereinigten Staaten.

Die Ursachen für die Produktivitätslücke zwischen dem Einzelhandel in den Vereinigten Staaten und im Euroraum sind zahlreich und vielfältig. Eine frühzeitigere Anpassung an technische Fortschritte hat hier zweifellos eine Rolle gespielt, doch scheinen der Lücke vielmehr strukturelle und organisatorische Faktoren zugrunde zu liegen. Untersuchungen zum US-Einzelhandel legen nahe, dass das kräftige Produktivitätswachstum in den Neunzigerjahren hauptsächlich von neuen Filialen (bzw. Einzelhändlern mit nur einem Standort) ausging, die weniger effiziente ersetzten. Eine Lockerung der restriktiven Bestimmungen in der Absatzwirtschaft des Euroraums – mit dem Ziel, den Wettbewerb zu stärken und es den Einzelhändlern im Euroraum zu ermöglichen, auf einem Produktivitätsniveau nach Maßgabe der europäischen „Best practice“ zu operieren – würde ein auf lange Sicht höheres Wirtschaftswachstum begünstigen.

Der Einzelhandel besteht in etwa zu gleichen Teilen aus dem Handel mit Lebensmitteln (hauptsächlich Nahrungsmitteln und bestimmten Haushaltswaren) und dem Handel mit Nichtlebensmitteln (wie Bekleidung und Schuhen, Einrichtungsgegenständen, Elektronikgütern usw.). Die meisten Verbraucher versorgen sich im Lebensmitteleinzelhandel mit lebenswichtigen Waren wie Nahrungsmitteln und Haushaltsgütern des täglichen Bedarfs. Diese beiden Teilspektoren unterscheiden sich hinsichtlich ihrer wirtschaftlichen Hauptmerkmale, wobei der Lebensmitteleinzelhandel etwas homogener ist als der Nichtlebensmitteleinzelhandel. Im vorliegenden Aufsatz wird der Lebensmitteleinzelhandel am ausführlichsten behandelt, was sowohl der Datenverfügbarkeit als auch seiner relativen Bedeutung geschuldet ist.

#### UNTERGLIEDERUNG DES LEBENSMITTELHANDELS NACH „FORMATEN“

Die Struktur des Lebensmittelhandels ist von Land zu Land sehr verschieden, was auf eine Mischung aus historischem Erbe, gesellschaftlichen Präferenzen, soziologischen, wirtschaftlichen und geografischen Faktoren sowie regulatorischen Bedingungen zurückzuführen ist. Abbildung 2 zeigt, wie sich der Lebensmittelabsatz in den einzelnen Ländern nach Verkaufsstellenformaten untergliedert. Die Definition der

einzelnen Formate ist zum Teil willkürlich. Im Allgemeinen werden die Größe (in Quadratmetern) und das Sortiment (Breite des Warenangebots und Markenvielfalt) einer Verkaufsstelle als Bestimmungskriterien herangezogen. Großmärkte sind tendenziell größer als 2 500 m<sup>2</sup>, Supermärkte liegen zwischen 1 000 und 2 500 m<sup>2</sup> und sogenannte Discounter, die ein relativ schmales Warensortiment vorhalten, zwischen 400 und 1 000 m<sup>2</sup>.<sup>3</sup>

Im Durchschnitt entfiel im Jahr 2009 im Eurogebiet etwas mehr als ein Drittel des Lebensmittelabsatzes auf Supermärkte. Am geringsten war der Anteil in Deutschland (wo die Discounter vorherrschen – siehe unten) mit rund 25 % und auf Zypern (wo kleinere, traditionellere Einzelhandelsgeschäfte relativ stark zu Buche schlagen). In den Niederlanden und auf Malta spielen Supermärkte eine vergleichsweise große Rolle,

3 Als Discounter wird in der Regel ein Einzelhandelsunternehmen bezeichnet, das ein relativ begrenztes Warensortiment – meist Eigenmarken- oder Nichtmarkenerzeugnisse – auf relativ kleinen Verkaufsflächen anbietet, wodurch die Kosten auf einem Minimum gehalten werden und der Fokus auf niedrigen Verkaufspreisen liegt. Discounter bieten im Allgemeinen eine schmalere Warenpalette an (d. h. normalerweise weniger als 1 000 Lagereinheiten, verglichen mit über 20 000 in einem typischen großen Supermarkt). Sogenannte Hard-Discounter zeichnen sich dadurch aus, dass ihr Sortiment vorwiegend aus niedrigpreisigen Trockenwaren eigener Marken bestehen, während Soft-Discounter mehr Herstellermarken und frische Nahrungsmittel vorhalten.

und Großmärkte verfügen dort über einen verhältnismäßig kleinen Marktanteil.<sup>4</sup> Im gesamten Euroraum wurde im Durchschnitt annähernd ein Viertel der Lebensmittel in Großmärkten verkauft. Deren Anteil war mit über 40 % in Frankreich am größten, aber auch in Finnland und Slowenien war er relativ hoch. Die Discounter, auf die weiter unten ausführlicher eingegangen wird, trugen knapp 14 % zum Lebensmittelabsatz bei, wobei in manchen Ländern wie Deutschland und Österreich dieser Beitrag deutlich höher war. Traditionellere Einzelhandelsformate wie kleine Lebensmittelgeschäfte und der Facheinzelhandel sind in Irland und Griechenland sowie auf Zypern verhältnismäßig stark vertreten.

In den vergangenen Jahren blieben die Anteile der Super- und Großmärkte weitgehend unverändert. Insgesamt ist der Anteil der Discounter gestiegen, während kleinere Lebensmittelgeschäfte und die Fachgeschäfte für Nahrungs- und Genussmittel an Bedeutung verloren haben. Ein relativ neues Phänomen, das nicht in der Abbildung berücksichtigt wird, ist das verstärkte Aufkommen sogenannter „Mini-Supermärkte“. Hierbei handelt es sich um kleine und kompakte, aber moderne Lebensmittelgeschäfte. Eine Reihe führender Supermarktbetreiber mit Super- und Großmarktketten drängen jetzt in dieses Segment, um ihre Marktabdeckung zu erweitern.

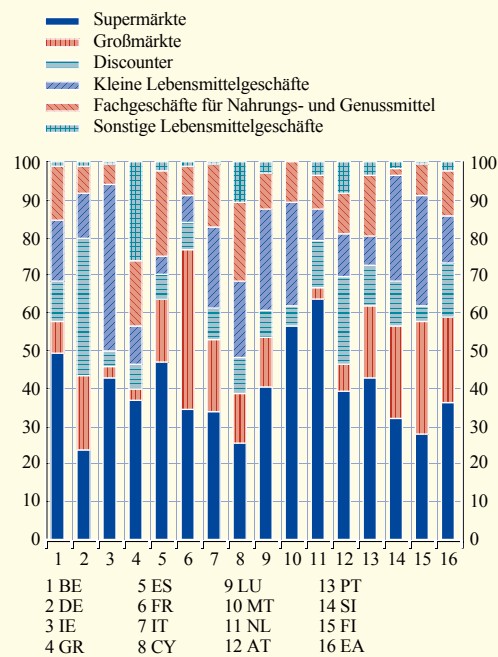
#### ZUNAHME VON DISCOUNTERN UND HÄNDLERMARKEN

Eine wichtige Entwicklung im modernen Lebensmitteleinzelhandel ist das Entstehen sogenannter „Discounter“. Wie Abbildung 3 zeigt, ist der Anteil der sogenannten „Hard-Discounter“ an diesem Marktsegment von rund 10 % im Jahr 1999 auf fast 15 % im Jahr 2009 gestiegen. Dieser Anteil ist jedoch von Land zu Land sehr unterschiedlich; so liegt er in Deutschland und Österreich über 20 %, wohingegen er in Irland und Finnland weniger als 5 % beträgt.

Da die Discounter tendenziell niedrigere Verkaufspreise haben (wobei ein Preisvergleich aufgrund des Fehlens vergleichbarer Marken schwierig ist), könnten sich dieser Anstieg des

Abbildung 2 Lebensmittelabsatz nach Verkaufsstellenformaten

(2009; in %)



Quellen: Euromonitor und Berechnungen des Eurosystems.

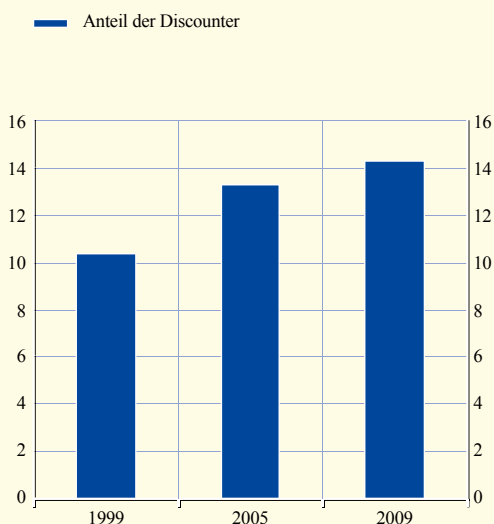
Marktanteils im Zeitverlauf und die Unterschiede in den einzelnen Ländern auf das Preisniveau und die Inflation auswirken (sowohl hinsichtlich der Inflationsmessung – siehe Kasten 2 – als auch bei der Erklärung der Differenzen im Ländervergleich).

In den vergangenen zwei Jahrzehnten war im Einzelhandel und insbesondere im Lebensmittelhandel eine weitere wichtige Entwicklung zu beobachten: Teilweise als Folge, aber auch aufgrund des Aufkommens von Discountern entstanden sogenannte Handels- bzw. Eigenmarken. Dabei handelt es sich um Marken, die von den Händlern selbst entwickelt wurden und sich in deren Eigentum befinden, ohne dass sie zwangsläufig von ihnen produziert werden. Wie

4 Im Fall von Malta mag sich dies durch die geringe Marktgröße erklären lassen, aber sicherlich nicht in den Niederlanden, wo Planungsbeschränkungen für das Fehlen von Großmärkten verantwortlich sind (wie die OECD in ihrer Wirtschaftsumfrage zu den Niederlanden anmerkt).

Abbildung 3 Entwicklung des Marktanteils von Discountern im Euro-Währungsgebiet

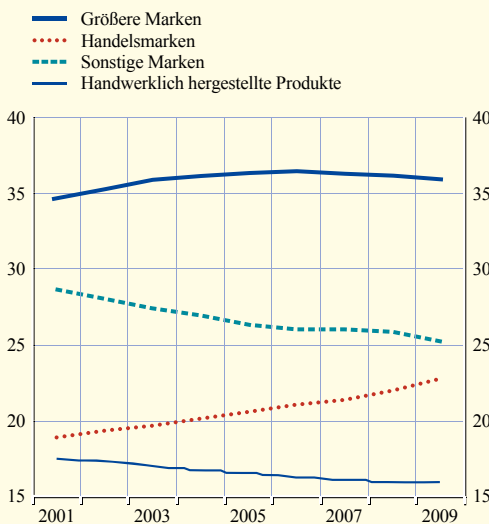
(Anteil der Discounter; in %)



Quellen: Euromonitor und Berechnungen des Eurosystems.

Abbildung 4 Entwicklung der Markenprodukte

(Marktanteil; in %)



Quellen: Euromonitor und Berechnungen des Eurosystems.  
Anmerkung: Zu den größeren Marken zählen jene, deren Marktanteile von Euromonitor einzeln aufgeführt werden; bei den sonstigen Marken ist dies nicht der Fall (da ihr Marktanteil entweder zu klein oder regional begrenzt ist).

Abbildung 4 zeigt, hat der Anteil der Handelsmarken im Euroraum seit 2001 stetig zugenommen. Dies ging jedoch nicht zulasten größerer Marken, die ihren Marktanteil im Großen und Ganzen halten oder sogar leicht ausbauen konnten. Einen Rückgang ihrer Marktanteile verzeichneten eher kleinere sonstige Marken sowie handwerklich hergestellte Produkte (z. B. traditionelle Backwaren). Unter sonst gleichen Bedingungen dürfte eine stärkere Ausbreitung von Markenprodukten einen Abwärtsdruck auf das Preisniveau ausüben.

### ENTWICKLUNG DES ONLINE-HANDELS

Der Online-Einzelhandel hat bereits viele Märkte (z. B. Elektronik-, E-Book-, Musik- und Reisemarkt) verändert und birgt ein enormes Potenzial für mehr Preistransparenz und Wettbewerb, wodurch sich Skaleneffekte und Auswahl vergrößern. Die Entwicklung des Online-Einzelhandels könnte zu niedrigeren und einheitlicheren Preisen für gleiche oder vergleichbare Produkte führen. Der elektronische Handel hat in der

Europäischen Union einen beträchtlichen Umfang erreicht. Schätzungen zufolge wurden 2006 in diesem Segment 106 Mrd € umgesetzt, was in etwa mit dem E-Commerce in den Vereinigten Staaten vergleichbar war.<sup>5</sup>

Die Diskrepanz zwischen dem inländischen und dem grenzüberschreitenden elektronischen Handel hat jedoch zugenommen. Von 2006 bis 2008 stieg der Anteil sämtlicher EU-Verbraucher, die mindestens einen Artikel über das Internet erworben hatten, von 27 % auf 33 %, während der Anteil des grenzüberschreitenden E-Commerce auf einem sehr viel niedrigeren Niveau verblieb (Anstieg von 6 % auf 7 %) und nur ein sehr geringer Anteil des elektronischen Handels innerhalb der EU über nationale Grenzen hinweg erfolgte (rund 2 % bis 4 %).<sup>6</sup> Obschon es offensichtlich unzählige Möglichkeiten gibt, Waren über das Internet im Ausland zu erwerben, sieht

5 Europäische Kommission, Report on cross-border e-commerce in the EU, Commission Staff Working Document, SEC(2009) 283, 2009.

6 Europäische Kommission, a. a. O.

**Tabelle 1 Kostenstruktur der Absatzwirtschaft und ihrer Teilbereiche**

(in %)

	Absatz- wirtschaft	Großhandel	Einzelhandel	Einzelhandel (Lebensmittel)	Einzelhandel (ohne Lebensmittel)
Umsatz/Verkäufe (ohne Steuern)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Wareneinsatz	72,0	73,6	66,7	74,6	62,0
Bruttomarge	28,0	26,4	33,3	25,4	38,0
Sonstige Kosten	14,4	14,7	14,8	11,1	17,0
Wertschöpfung	13,5	11,7	18,5	14,3	21,0
Arbeitskosten – unbereinigt	7,8	6,2	11,6	9,7	12,7
- Löhne und Gehälter	6,1	4,8	9,0	7,6	9,9
- Sozialversicherungsbeiträge	1,7	1,4	2,5	2,1	2,8
Gewinne – unbereinigt	5,8	5,4	6,9	4,6	8,2

Quellen: SBS-Datenbank von Eurostat und Berechnungen des Eurosystems.

Anmerkung: Die Arbeitskosten und die Gewinne wurden nicht um das implizite Arbeitseinkommen der Selbstständigen bereinigt.

es in der Praxis oftmals so aus, dass die Verbraucher letztlich auf Websites aus ihrem Herkunftsland beschränkt sind. Häufig werden sie auf nationale Websites umgeleitet, oder es werden ihnen sogar Käufe verwehrt.<sup>7</sup> Regulatorische Hemmnisse tragen zu der starken Marktfragmentierung auf EU-Ebene bei; hiervon sind insbesondere das Verbraucherschutzgesetz, die Elektronikschrottbestimmungen und der Postversand betroffen.

#### BEDEUTUNG VON EINKAUFSGEMEINSCHAFTEN

Ein bemerkenswertes Charakteristikum des Lebensmitteleinzelhandels ist die Bedeutung von Einkaufsgemeinschaften.<sup>8</sup> Diese Zusammenschlüsse sind deshalb wichtig, weil sie durch die Bündelung der Kaufkraft ihrer einzelnen Mitglieder ein sehr großes Gewicht erlangen und bei Verhandlungen zwischen Einzelhändlern und Lieferanten theoretisch die Machtverhältnisse verändern können.<sup>9</sup> Ihr Vorhandensein bedeutet auch, dass auf unternehmenseigenen Daten basierende Wettbewerbsmaße die eigentliche Wettbewerbsintensität überzeichnen und ihre Verhandlungsmacht gegenüber den Lieferanten unterzeichnen können (eine eingehendere Erörterung findet sich in Abschnitt 2.3).<sup>10</sup>

#### KOSTENSTRUKTUREN DER ABSATZWIRTSCHAFT

Die Kostenstruktur ist aus vielerlei Gründen von besonderer Bedeutung. Sie ist vor allem ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Preissetzung.

Der Wareneinsatz stellt den höchsten Kostenanteil der in der Absatzwirtschaft tätigen Unternehmen dar; er macht drei Viertel bzw. zwei Drittel des Nettoumsatzes im Groß- bzw. Einzelhandel aus (siehe Tabelle 1). Im Einzelhandel bestehen erhebliche Unterschiede zwischen dem Lebensmittel- und dem Nichtlebensmitteleinzelhandel. Der Anteil des Wareneinsatzes im Lebensmitteleinzelhandel ist mit 75 % deutlich höher als in den meisten anderen Teilsektoren des Einzelhandels (mit Ausnahme der Elektro- und Elektronikgüterbranche). Der höhere Anteil des Wareneinsatzes der Teilsektoren Lebensmittel und Elektro-/Elektronikgüter spiegelt höchstwahrscheinlich die Tatsache wider, dass diese stärker

- 7 Bei einem EU-weiten Test von Online-Shops war es nur in 39 % der Fälle möglich, eine Bestellung bei einem Online-Shop aufzugeben, der nicht im selben Land wie der Käufer ansässig war. 61 % aller Aufträge schlugen fehl, weil entweder der Händler es ablehnte, in das Land des Käufers zu liefern, oder aus anderen Gründen (technische Probleme oder eine bestimmte Zahlungsoption war nicht verfügbar). Sprachbarrieren könnten auch ein Thema sein, obgleich ihre Rolle nicht leicht zu quantifizieren ist.
- 8 Eine Einkaufsgemeinschaft ist ein Zusammenschluss von Einzelhändlern, der die Kaufkraft der einzelnen Mitglieder bündelt, um Waren zu besseren Konditionen kaufen zu können, als dies bei Einzelverhandlungen möglich wäre.
- 9 So umfasst zum Beispiel die größte Einkaufsgemeinschaft Europas mehr als zehn nationale Supermarktketten, ist in 19 Ländern aktiv und erzielt einen Umsatz von insgesamt rund 120 Mrd €. Im Vergleich hierzu beläuft sich der Gesamtumsatz des größten europäischen und weltweit zweitgrößten Einzelhandelsunternehmens auf rund 90 Mrd €.
- 10 Einkaufsgemeinschaften sind in der Regel so strukturiert, dass sich keine konkurrierenden Unternehmen in ihren Reihen befinden. Aus diesem Grund wird von vornherein darauf geachtet, dass nicht zwei Mitglieder einer internationalen Einkaufsgemeinschaft aus ein und demselben Land stammen und sich die Geschäftsbereiche tendenziell nicht allzu sehr überschneiden.

internationalisiert, effizienter und konzentrierter sind (siehe Abschnitt 2.3 über Konzentration und Wettbewerb), wodurch es ihnen leichter fällt, Kosten (einschließlich der Lohnstückkosten) zu senken. Bei Bekleidung und Schuhen fällt der Wareneinsatz mit einem Anteil von rund 55 % bemerkenswert gering aus.

Die Wertschöpfung macht 18,5 % des Einzelhandelsumsatzes aus. Am höchsten ist sie mit 23,6 % des Umsatzes im Teilssektor Bekleidung und Schuhe. Auffällig ist, dass die Gewinnmargen in den einzelnen Sektoren der Absatzwirtschaft gewissen Schwankungen unterliegen und von 5,4 % im Großhandel bis zu 8,2 % im Nichtlebensmitteleinzelhandel reichen. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass eine ausschließlich auf der Gewinnmarge basierende Analyse der Rentabilität des Lebensmitteleinzelhandels sich als etwas irreführend erweisen kann, da der für den Sektor typische hohe Umsatz (pro eingesetzter Kapitaleinheit) in Betracht gezogen werden muss. In diesem Fall kann die Kapitalrendite eine aussagekräftigere Messgröße der Rentabilität sein.<sup>11</sup>

## 2.2 REGULIERUNG IN DER ABSATZWIRTSCHAFT

In der Absatzwirtschaft unterliegen viele Tätigkeitsbereiche – vor allem im Einzelhandel – besonderen Vorschriften, die sich zwischen den einzelnen Ländern und in einigen Fällen sogar zwischen Regionen und Kommunen ein und desselben Landes erheblich voneinander unterscheiden. Die Regulierung betrifft so unterschiedliche Themen wie Unternehmensgründungen, Vertragsbeziehungen mit Lieferanten, Faktoreinsatz, Öffnungszeiten, Preiskontrollen, Sonderpreisaktionen, Verkaufsbedingungen, Kundendienst sowie Abfallbeseitigung und Recycling.

Vor allem Planungsvorschriften spielen offenbar häufig eine wichtige Rolle im Zusammenhang mit Zugangs- oder Expansionshemmnissen und somit bei der Einschränkung des Wettbewerbs. Sie erschweren nämlich das Auftreten insbesondere großer Anbieter, die in der Lage sind, mit den eingesessenen Einzelhändlern zu konkurrieren. Allgemeine Planungsvorschriften, Bauge-

nehmigungen und eine spezielle vorherige Erlaubnis zum Betrieb von Einzelhandelsgeschäften gibt es in den meisten Euro-Ländern.<sup>12</sup> Vor diesem Hintergrund hat die Europäische Kommission (2010) darauf hingewiesen, dass die derzeitigen fragmentierten nationalen, regionalen und lokalen gewerblichen Planungsrahmenbedingungen in Verbindung mit unterschiedlichen Vorschriften für den Immobilien- und Grundbesitz dazu führen könnten, Unternehmer bzw. Firmen vom Zugang zu bestimmten Märkten abzuhalten.<sup>13</sup>

Regulierungen können auch unerwünschte Folgen haben. So gaben beispielsweise einige Kommentatoren (siehe auch McKinsey and Company (2005)) zu bedenken, dass das kräftige Wachstum des Marktanteils der Discounter dadurch zu erklären sei, dass diese aufgrund ihres Geschäftsmodells (kleine Verkaufsstellen mit begrenztem Sortiment) dort expandieren konnten, wo Grenzwerte für Verkaufsstellen die Eröffnung größerformatiger Verkaufsstellen wie Super- und Großmärkte verhinderten.<sup>14</sup>

Die von der OECD ermittelten Indikatoren der Gütermarktregulierung (PMR), mit denen die regulatorische Belastung des Einzelhandelssektors gemessen wird, vermitteln einen Eindruck vom Regulierungsgrad in den einzelnen Ländern. Diese Indikatoren, die Bereiche wie Ladenöffnungszeiten, Geschäftslizenzen, Regulierungen großer Verkaufsstellen und Preiskontrollen abdecken, haben den Vorteil, dass sie international vergleichbar sind. Die aktuellsten Zahlen beziehen sich auf das Jahr 2008, wurden jedoch anhand von Angaben der NZBen des Eurosystems bis 2010 aktualisiert (siehe Abbildung 5).

11 Eine Bereinigung um das implizite Einkommen der Selbstständigen wirkt sich auch auf erkennbare Gewinnmargen in den einzelnen Teilssektoren aus, indem sie erkennbare Unterschiede verringert.

12 Eine spezielle vorherige Genehmigung zum Betrieb von Einzelhandelsgeschäften ist in den Niederlanden, Slowenien und der Slowakei nicht erforderlich.

13 Europäische Kommission, On Retail Services in the Internal Market, Commission staff working document, Brüssel, 2010.

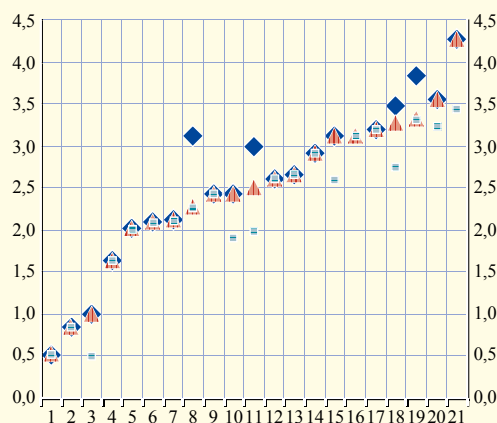
14 McKinsey and Company, Responding to Discount: A new business model for food retailers? (A study conducted for the Coca-Cola Retailing Research Council Europe), Projekt XI, August 2005.



**Abbildung 5 Indikatoren zur Regulierung des Einzelhandels (für 2010 aktualisierte PMR der OECD)**

(Bandbreite 0-6, von weniger reguliert bis stärker reguliert)

- ◆ 2008 OECD
- ▲ 2010 NZB
- 2010 NZB + Auswirkung der Dienstleistungsrichtlinie



1 SE	7 NL	13 ES	19 BE
2 SK	8 FR	14 DK	20 AT
3 IE	9 IC	15 FI	21 LU
4 CZ	10 DE	16 MT	
5 UK	11 PT	17 PL	
6 HU	12 IT	18 GR	

Quellen: OECD und Berechnungen des Eurosystems.  
Anmerkung: Die Angaben für 2008 basieren auf OECD-Daten. 2010 NZB bezieht sich auf von den NZBen gelieferten Daten. 2010 NZB + Auswirkung der Dienstleistungsrichtlinie bezieht sich auf den zuvor genannten Indikator zuzüglich der Auswirkung der Dienstleistungsrichtlinie, sofern diese noch nicht in ihm berücksichtigt ist.

Die Aussagen dieser Indikatoren sind mit Vorsicht zu interpretieren, vor allem bei sehr ins Detail gehenden Vergleichen. Hinzu kommt, dass der Indikator bei manchen Kriterien lediglich die nationale Vorschrift berücksichtigt, obgleich diese auf regionaler Ebene davon abweichen kann.

Dennoch weisen die Ergebnisse für die einzelnen Länder offenbar große Unterschiede auf, was die Vielfalt der bestehenden Regulierungen widerspiegelt. Der in den letzten Jahren zu beobachtende Trend zum Regulierungsabbau setzte sich 2010 fort: In allen Ländern, die seit 2008 Rechtsänderungen vorgenommen haben, wurden 2010 weniger Regulierungen verzeichnet (Frankreich, Portugal, Belgien und Griechenland). Dies ist sicherlich zum Teil auf die Umsetzung der Dienstleistungsrichtlinie zurückzuführen.<sup>15</sup> Wie jedoch

aus Abbildung 5 hervorgeht, haben sich die erwarteten Auswirkungen der Dienstleistungsrichtlinie in vielen Ländern noch nicht in den entsprechenden Indikatoren niedergeschlagen.

### 2.3 MESSUNG UND BEWERTUNG DES WETTBEWERBS IN DER ABSATZWIRTSCHAFT

In diesem Abschnitt werden alternative Indikatoren der Wettbewerbsintensität in der Absatzwirtschaft erörtert. In der Praxis ist das Messen der Wettbewerbsintensität an allen Märkten problematisch. In den Sektoren der Absatzwirtschaft kann sich diese Aufgabe jedoch als besonders schwierig erweisen, da die Situation in den einzelnen Teilsektoren und Ländern sehr uneinheitlich ist; außerdem dienen sie als Schnittstelle zwischen Lieferanten und Verbrauchern, mit denen sie auf vielfältige Weise zusammenarbeiten.

Bei der Frage, welche Messgröße für den Wettbewerb am besten geeignet ist, werden zwei weit gefasste Maße in Betracht gezogen, die a) auf Konzentration und b) auf Rentabilität basieren. *Konzentrationsmaße* können als Indikatoren für potenziellen Wettbewerb angesehen werden. *Rentabilitätsmaße* können als Indikatoren des tatsächlich stattfindenden Wettbewerbs betrachtet werden, da sie das Ergebnis von Entscheidungen konkurrierender Firmen sind. Grundsätzlich sollte die Rentabilität an einem wettbewerbsintensiven Markt auf ein einheitliches akzeptables Mindestniveau heruntergefahren werden. In der Praxis gestaltet sich ihre Messung jedoch schwierig, und den einfacher berechneten Messgrößen sind Grenzen gesetzt, weshalb sie mit Vorsicht interpretiert werden sollten.

Der Konzentrationsgrad ist in den einzelnen Teilsektoren des Einzelhandels sehr unterschiedlich. Die größte Konzentration im Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets weisen tendenziell die Teilsektoren Elektro-/Elektronikgüter und

<sup>15</sup> Die Dienstleistungsrichtlinie ist eine EU-Richtlinie mit dem Ziel, durch Beseitigung rechtlicher und administrativer Barrieren für den Handel mit Dienstleistungen einen entsprechenden Binnenmarkt zu schaffen.

Lebensmittel auf. Von 2004 bis 2009 nahm die Konzentration in allen Teilssektoren leicht zu.

Bei den Lebensmittelgeschäften ist allgemein festzustellen, dass die Konzentration auf nationaler Ebene in den südeuropäischen Ländern relativ gering ist, da dort der Einzelhandel immer noch traditioneller strukturiert ist. Mit einem einheitlichen Datensatz der Standorte von mehr als 100 000 einzelnen Lebensmittelgeschäften im Eurogebiet lassen sich jedoch auch regionale und lokale Wettbewerbsmaße erstellen. Es gibt zwar einige Übereinstimmungen mit den auf nationalen Angaben basierenden Ergebnissen, aber auch erhebliche Unterschiede; so scheinen manche Märkte auf nationaler Ebene verhältnismäßig stark fragmentiert zu sein, doch erweisen sie sich lokal betrachtet als recht konzentriert, und umgekehrt gilt das Gleiche. Insgesamt ist die Messung der Wettbewerbsintensität im Einzelhandel kein einfaches Unterfangen und sollte anhand unterschiedlicher Größen sorgfältig vorgenommen werden.

Die Gewinnmargen eignen sich zwar auch nur bedingt als Wettbewerbsindikatoren, aber rentabilitätsbasierte Messgrößen können die tatsächliche Wettbewerbslage besser abbilden als Konzentrationsmaße, da sich der Konzentrationsgrad positiv oder negativ auswirken kann, je nachdem, ob die negativen Wettbewerbseffekte oder die positiven

Effizienzwirkungen einer stärkeren Konzentration überwiegen. Bei einer nicht um das kalkulatorische Arbeitseinkommen der Selbstständigen bereinigten Betrachtungsweise sind die Gewinnmargen im Einzelhandel mit 6,9 % am höchsten – insbesondere im Nichtlebensmitteleinzelhandel (8,2 %) – und im Lebensmitteleinzelhandel mit 4,6 % am niedrigsten. In einigen südeuropäischen Ländern (vor allem in Griechenland, Spanien und Italien) sind die Gewinnmargen tendenziell relativ hoch, obgleich dies nicht so offensichtlich ist wie bei den Konzentrationsmaßen. Zum Teil ist dieses Phänomen jedoch auf den hohen Anteil der Selbstständigen in diesen Ländern zurückzuführen, denn bei einer Bereinigung der Margen um das implizite Arbeitseinkommen der Selbstständigen verbessert sich die entsprechende Rangfolge (d. h., ihre Gewinnmargen nehmen in relativer Betrachtung ab). Somit wird die große Schwankungsbreite der Margen im Ländervergleich deutlich verringert, wenn bereinigte Gewinnmargen berücksichtigt werden.

Die Gegenprüfung der Konzentrations- und Rentabilitätsmaße deutet darauf hin, dass in den einzelnen Ländern allgemein eine positive Korrelation zwischen Konzentration und Rentabilität besteht (d. h., eine höhere Konzentration geht mit einer höheren Rentabilität einher), und zwar sowohl im Lebensmittel- als auch im gesamten Nichtlebensmitteleinzelhandel.

## Kasten 2

### AUSWIRKUNGEN STRUKTURELLER ENTWICKLUNGEN IM EINZELHANDEL AUF DIE INFLATIONSMESSUNG

Einige der oben geschilderten strukturellen Entwicklungen (z. B. die steigende Zahl von Discountern, die Zunahme des Online-Handels und die Entstehung von Handelsmarken) können sich auf die Inflationsmessung auswirken. Im vorliegenden Kasten wird erläutert, wie strukturelle Entwicklungen im Einzelhandel in den HVPI einfließen und welche Folgen sich für die Inflationsmessung ergeben könnten. Dabei wird auf empirische Erkenntnisse früherer Studien zurückgegriffen.

Im Zeitverlauf entstandene strukturelle Veränderungen der Vielfalt und Marktanteile von Einzelhandelsgeschäften können sich auf zweierlei Weise auf die Inflationsmessung auswirken. Zum einen können sie bedeuten, dass die zur Erstellung des Verbraucherpreisindex getroffene

Auswahl an Verkaufsstellen nach einer Weile nicht mehr repräsentativ ist. Zu Messfehlern kann es dann kommen, wenn die Preise in den verschiedenen Arten von Verkaufsstellen unterschiedlich stark variieren oder sich die jeweiligen Marktanteile erheblich verändern. Solche Fehler gehen nicht zwangsläufig in eine bestimmte Richtung. Zum anderen ist die Methode zu betrachten, mit der neue Geschäfte, die ein anderes durchschnittliches Preisniveau aufweisen als die vorherigen, in die Auswahl mit aufgenommen werden. Wie solche Preisniveauunterschiede im HVPI dargestellt werden sollten, hängt grundsätzlich davon ab, inwieweit die niedrigeren Preise auf ein geringeres Service-Niveau des Einzelhändlers zurückzuführen sind (weniger attraktive Lage, einfachere Präsentation der Waren, geringere Auswahl an Markenartikeln usw.). In der Praxis verwenden die Statistikämter für gewöhnlich eine Verkettungstechnik, mit deren Hilfe die gesamte Preisdifferenz Unterschieden in der Service-Qualität zugeordnet wird. Die neuen niedrigeren Preise wirken sich dann nicht auf die Höhe des Preisindex aus. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Anpassung zu stark ausfällt, deutet auf eine Verzerrung nach oben hin (die nicht nur den HVPI des Euro-Währungsgebiets, sondern fast alle VPIs weltweit betrifft).

#### **Erfassung im HVPI und Auswirkungen auf die Inflationsmessung**

Bei der Erstellung ihrer HVPIs wählen die nationalen Statistikämter bestimmte Produkte und Verkaufsstellen aus, die repräsentativ für alle Transaktionen (und daher für alle Verkaufsstellen) im Anwendungsbereich des Index sein sollen. Es gibt keine spezielle Regelung, wie häufig diese Auswahl aktualisiert werden sollte. Doch acht Euro-Länder, auf die ein Anteil von rund 49 % des HVPI für den Euroraum entfällt, aktualisieren ihre Auswahl an Geschäften derzeit jährlich bzw. kontinuierlich, während die meisten übrigen Länder dies einmal alle fünf Jahre tun. Lediglich vier Euro-Länder decken in ihrer HVPI-Produktauswahl weitgehend auch Online-Einzelhändler mit ab. In einigen Fällen werden Online-Händler berücksichtigt, jedoch nur für eine sehr begrenzte Anzahl an Produkten (z. B. PCs und Bücher).

Tritt eine Verkaufsstelle aus dem Markt aus oder ist sie nicht mehr repräsentativ, wird sie über ein Verkettungsverfahren durch eine andere ersetzt. Ob dieser Ansatz angemessen ist, hängt davon ab, welchen Wert die Verbraucher der unterschiedlichen Service-Qualität der beiden Geschäftsstellen beimessen. Dieser Verkettung liegt die Annahme zugrunde, dass die zu ihrem Zeitpunkt bestehenden Preisniveauunterschiede der Einschätzung der Verbraucher hinsichtlich der Unterschiede in der Service-Qualität entsprechen. Tatsächlich weisen die eindeutigen Tendenzen bei den Marktanteilen bestimmter Geschäftsarten sowie einheitliche Entwicklungsmuster bezüglich der Preisunterschiede zwischen den einzelnen Arten von Verkaufsstellen allerdings darauf hin, dass viele Verbraucher selbst bei Berücksichtigung der unterschiedlichen Service-Qualität die Preise als von höherem Wert erachten. Die Verkettungsmethode birgt daher die Möglichkeit einer Verzerrung der HVPI-Inflationsrate nach oben.

#### **Belege für Preisniveauunterschiede bei den verschiedenen Arten von Verkaufsstellen und empirische Erkenntnisse über die Auswirkungen von durch die Aufnahme neu eröffneter Verkaufsstellen entstandenen Verzerrungen auf die Inflationsmessung**

Eine Reihe von Untersuchungen für den US-amerikanischen und den europäischen Markt haben gezeigt, dass Preisniveauunterschiede vor allem zwischen Discountern und traditionellen Geschäftsformen typisch sind. Leibtag et al. (2010) vergleichen auf der Grundlage von US-Daten identische Produkte (anhand des Universal Product Code (UPC)) und weisen einen ausgaben-gewichteten durchschnittlichen Preisdiskont von 7,5 % nach. Bei nicht-traditionellen Geschäften

fällt diese Differenz 3 % bis 28 % niedriger aus als bei traditionellen Läden.<sup>1</sup> Im Hinblick auf Europa stellt Nielsen (2007) fest, dass die Preise der beiden größten Discounter-Betreiber für eine Reihe von Produktkategorien 30 % bis 40 % unter dem Durchschnitt lagen. Diese Unterschiede können jedoch je nach Produkttyp erheblich variieren.<sup>2</sup>

Was die Folgen von strukturellen Veränderungen und Preisunterschieden für die gemessene Inflation betrifft, so beruhen die meisten empirischen Erkenntnisse, die das Ausmaß der durch die Einbeziehung neuer Verkaufsstellen in die Stichprobe ausgelösten Verzerrungen betreffen, auf VPI-Daten der USA.<sup>3</sup> Die Angaben für die Euro-Länder sind vergleichsweise spärlich und beziehen sich im Allgemeinen auf nationale VPis im Zeitraum Ende der Neunzigerjahre: Im Hinblick auf Frankreich ermittelt Lequiller (1997) eine Bandbreite von 0,05 bis 0,15 Prozentpunkten jährlich, für Deutschland geht Hoffmann (1998) von einer Schätzung aus, die sehr wahrscheinlich nicht den Wert von 0,1 Prozentpunkten pro Jahr überschreitet, und für Portugal stellen Covas und Silva (1999) auf der Grundlage von Mikrodaten fest, dass während einer Periode rascher Veränderungen im portugiesischen Lebensmittelsektor Anfang der Neunzigerjahre die Verzerrung aufgrund des genannten Effekts 0,5 Prozentpunkte jährlich betrug, sich aber bis Ende des Jahrzehnts auf 0,25 Prozentpunkte jährlich verringerte.<sup>4</sup> Bislang wurden keine quantitativen Untersuchungen zu Verzerrungen im HVPI des Euro-Währungsgebiets durchgeführt. Dies ist weitgehend darauf zurückzuführen, dass hierzu umfangreiche Datenmengen erforderlich wären und dass im Euro-Raum auf Detailebene sehr unterschiedliche Verfahren zur Indexerstellung zum Einsatz kommen.

### Alternative Ansätze für den Umgang mit Veränderungen der Einzelhandelsstruktur

Eine regelmäßige Aktualisierung der im HVPI enthaltenen Verkaufsstellen erscheint generell angebracht, wenngleich die Gefahr besteht, dass die getroffene Auswahl in Ländern, in denen solche Aktualisierungen alle fünf Jahre oder seltener erfolgen, aufgrund struktureller Veränderungen mit der Zeit nicht mehr repräsentativ ist. Die eingeschränkte Erfassung des Online-Einzelhandels in vielen nationalen HVPIs ist hierfür symptomatisch. Mit Blick auf die Verzerrungen aufgrund der Einbeziehung neuer Verkaufsstellen würde ein zufriedenstellender Ansatz – ähnlich wie im Falle der Qualitätsanpassungen bei den Produktmerkmalen – eine explizite Bewertung verschiedener Facetten der Service-Leistungen im Einzelhandel erfordern. Hedonische Ansätze, bei denen Preisinformationen auf verschiedene Merkmale von Service-Leistungen regressiert werden, sind ein Forschungsstrang, in dem weitere Untersuchungen notwendig sein könnten. Alternativ ist auch die Durchführung von Verbraucherumfragen denkbar, um eine direkte Einschätzung unterschiedlicher Service-Aspekte im Einzelhandel zu erhalten. Beide Ansätze mögen

1 E. Leibtag, C. Barker und P. Dutko, How Much Lower Are Prices at Discount Stores? An Examination of Retail Food Prices, in: Economic Research Report, United States Department of Agriculture, Nr. 105, Oktober 2010.

2 Nielsen, The Hard Discounter Report: An Overview of Aldi and Lidl in Europe, in: Consumer Insight, Juni 2007.

3 Reinsdorf (1993) gelangte zu der Erkenntnis, dass der VPI der USA für zuhause verbrauchte Nahrungsmittel und Benzin um 0,25 Prozentpunkte pro Jahr nach oben verzerrt ist. Lebow et al. (1994) extrapolierten diese Ergebnisse und gelangten zu einer Schätzung für den VPI-Gesamtindex der USA von 0,1 Prozentpunkten pro Jahr. In der jüngeren Zeit modellierten Hausman und Leibtag (2004) den unmittelbaren Einfluss des Wachstums der Discounter am US-Markt und die indirekten Effekte der traditionelleren Einzelhandelsunternehmen über den preislichen Wettbewerb und schätzten den Bias bei der Nahrungsmittelkomponente des US-VPI auf 0,32 bis 0,42 Prozentpunkte. Siehe M. Reinsdorf, The Effect of Outlet Price Differentials on the US Consumer Price Index, in: M. Foss, M. Manser und A. Young (Hrsg.), Price Measurements and Their Uses, University of Chicago Press, 1993; D. E. Lebow, J. M. Roberts und D. J. Stockton, Monetary Policy and The Price Level, (unveröffentlichtes Papier des Board of Governors des Federal Reserve System), Juli 1994; J. Hausman und E. Leibtag, CPI Bias from Supercenters: Does the BLS Know that Wal-Mart Exists?, Working Paper Nr. 10712 des NBER, August 2004.

4 F. Lequiller, Does the French Consumer Price Index Overstate Inflation?, Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (INSEE), Série des documents de travail de la Direction des Etudes et Synthèses Economiques, 1997; J. Hoffmann, Problems of Inflation Measurement in Germany, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, 1/1998; F. Covas und J. Santos Silva, Outlet substitution bias, Economic Bulletin, Banco de Portugal, September 1999.

zwar aufwendig erscheinen, doch ist zu bedenken, dass strukturelle Veränderungen im Einzelhandel relativ langsam erfolgen und Innovationen sehr viel seltener und weniger vielfältig sind als bei den Produktmerkmalen. Wenn es daher reichen würde, solche Untersuchungen und insbesondere explizite Bewertungen nur selten vorzunehmen, so sollte man sie im Zuge der monatlichen Erstellung des HVPI aber regelmäßig anwenden.

Wenngleich Erkenntnisse aus den Neunzigerjahren darauf schließen lassen, dass die Berücksichtigung neuer Verkaufsstellen zu keiner ausgeprägten Verzerrung führt, lässt die jüngste Entwicklung der Marktanteile von Discountern und Online-Händlern vermuten, dass die von diesen strukturellen Entwicklungen ausgehenden Herausforderungen für die Inflationsmessung im Blickfeld der Politik und Gegenstand weiterer Untersuchungen bleiben sollten.

### **3 AUSWIRKUNGEN STRUKTURELLER MERKMALE AUF DIE PREISENTWICKLUNG IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET**

#### **3.1 DER EINFLUSS STRUKTURELLER MERKMALE AUF PREISNIVEAUUNTERSCHIEDE IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET**

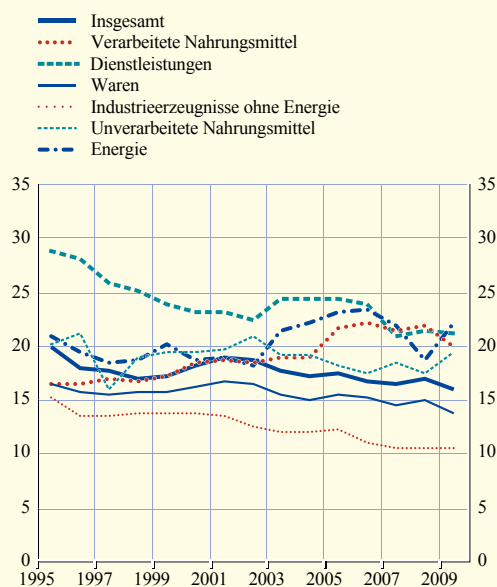
Dieser Abschnitt liefert einen Überblick über den Grad der Preisniveaustreuung im Euroraum, wobei auf deren Ausmaß und auf die Besonderheiten verschiedener Produkte eingegangen wird. Des Weiteren wird der Grad der Preisniveaukonvergenz untersucht, und es werden Informationen zu strukturellen Aspekten des Einzelhandelssektors mit anderen Indikatoren verknüpft, um so einschätzen zu können, inwieweit diese strukturellen Aspekte zur Erklärung der Preisniveaudifferenz und -konvergenz beitragen.

Wenngleich innerhalb der Preisreihen einzelner Produkte wie auch produktübergreifend im Zeitverlauf erhebliche Volatilität zu verzeichnen ist und innerhalb der einzelnen Produktkategorien große Heterogenität besteht, lassen sich verschiedene Muster bezüglich des Ausmaßes der Preisunterschiede erkennen, wenn die Daten auf aggregierter Ebene betrachtet werden. Abbildung 6 veranschaulicht die am Variationskoeffizienten gemessene Preisdispersion, die im Untersuchungszeitraum (1995-2009) bei den Waren durchschnittlich geringer war (knapp unter 15 im Jahr 2009) als bei den Dienstleistungen (knapp über 20 im Jahr 2009). Hierbei ist zu

beachten, dass Waren im Gegensatz zu Dienstleistungen zwar im Allgemeinen international gehandelt werden, ihre Preise aber auch ein beachtliches Maß an nicht handelbaren Komponenten aufweisen können, welche sich insbesondere in Form von Einzelhandelsdienstleistungen darstellen. Bei den Verbraucherpreisen insgesamt sowie vor allem bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie und den Dienstleistungen ist der Dispersionsgrad in den vergangenen 15 Jahren im Schnitt zurückgegangen. Betrachtet man das Profil im Zeitverlauf aus einem weiteren Blickwinkel, so war der Grad der Preisstreuung von 1995 bis 1998 unter dem Strich wohl leicht rückläufig, nahm von 1998 bis 2001 etwas zu und verringerte sich anschließend wieder, um im Jahr 2009 auf einen Tiefstand zu fallen. In diesem Zusammenhang ist jedoch zu berücksichtigen, dass der Variationskoeffizient bei steigendem Preisniveau den Grad der Preiskonvergenz überzeichnen kann. Diesbezüglich ging die Standardabweichung der Preise, welche auch das Preisniveau mit einbezieht, bis Mitte des vergangenen Jahrzehnts zurück und nahm anschließend wieder geringfügig zu.

Bei Einbeziehung der noch stärker aufgeschlüsselten Produktdaten aus dem Datensatz zu den Kaufkraftparitäten (KKP) lässt sich ermitteln, inwieweit die Preise stärker innerhalb eines Landes oder über Ländergrenzen hinweg differieren („Grenzeffekt“). Dieser Effekt trägt dem Umstand Rechnung, dass die Preisunterschiede zwischen Städten verschiedener Länder tendenziell höher sind als zwischen Städten in ein und

Abbildung 6 Entwicklung des Variationskoeffizienten für bestimmte HVPI-Komponenten



Quellen: Eurostat-Datensatz zu den Kaufkraftparitäten (KKP) und Berechnungen des Eurosystems.

demselben Land. Zu diesem Thema gibt es zwar eine umfassende und reichhaltige Literatur (siehe etwa Bergin und Glick (2006) sowie Parsley und Wei (2001))<sup>16</sup>, doch wurde der Grenzeffekt auf Basis von KKP-Daten noch nicht für die Euro-Länder untersucht.<sup>17</sup> Anhand dieser Daten lässt sich feststellen, ob die Preise länderübergreifend stärker variieren als innerhalb der einzelnen Länder. Auch wenn es gewisse Einschränkungen bei der Verwendung der Daten gibt, wird im Folgenden gezeigt, dass die Ergebnisse selbst unter Berücksichtigung dieser Vorbehalte recht robust sind.<sup>18</sup> In Abbildung 7 werden die Mediane der Variationskoeffizienten der einzelnen Preisbeobachtungen innerhalb der Länder und die länderübergreifenden Variationskoeffizienten der Durchschnittspreise für 356 Produkte (Nahrungs- und Genussmittel) dargestellt. Die Streuung der Durchschnittspreise zwischen den einzelnen Ländern ist im Schnitt wesentlich höher als die Streuung der einzelnen Beobachtungen innerhalb der Länder (Median der Variationskoeffizienten von 0,25 bzw. 0,15). Zudem sind auch die Dispersionsunterschiede über die verschiedenen Produkte hinweg höher (länderüber-

greifend liegt der Interquartilsabstand bei 0,12, verglichen mit 0,06 innerhalb der Länder). Diese Belege liefern einen klaren Hinweis auf die Existenz eines Grenzeffekts. Dessen ungeachtet könnte man argumentieren, dass dieser Effekt auch die Auswirkungen geografischer Entfernungen und nicht nur der Landesgrenzen erfasst. Weitere Analysen zeigen jedoch, dass es sich tatsächlich um einen Grenzeffekt handelt (siehe hierzu Abschnitt 2.1, Structural Issues Report 2011).

Nachdem die großen und dauerhaften Preisdifferenzen sowie die ausgeprägten Grenzeffekte im Eurogebiet dargelegt wurden, könnten nun weitere nützliche Informationen durch Einbeziehung der diesen Phänomenen zugrunde liegenden Faktoren gewonnen werden. Auch die Bedeutung struktureller Aspekte der Absatzwirtschaft könnte zu hilfreichen Erkenntnissen führen. In Tabelle 2 werden die Ergebnisse einer Panelregression, bei der Daten zum Preisniveau über Produkte und Länder hinweg zusammengefasst werden, im Überblick dargestellt, wobei auch Individualeffekte (nach Produkten und Ländern) Eingang finden. Hierbei ist zu beachten, dass zusätzlich zur expliziten Einbindung der Rolle struktureller Faktoren bei der Analyse auch

16 P. R. Bergin und R. Glick, Global Price Dispersion: Are Prices Converging or Diverging?, (Beitrag in: Journal of International Money and Finance – Santa Cruz Center for International Economics, Konferenz zum Thema „Financial and Commercial Integrations“, 29./30. September 2006; D. C. Parsley und S.-J. Wei, Explaining the Border Effect: The Role of Exchange Rate Variability, Shipping Costs, and Geography, in: Journal of International Economics, Bd. 55, Nr. 1, S. 87–105, 2001.

17 Die Existenz eines Grenzeffekts kann auch anhand von Daten aus den „Quaranta-Tabellen“ untersucht werden, die auf Produktebene für mehr als 2 500 Positionen erstellt werden. Diese Tabellen enthalten für jedes einzelne Produkt und Land Angaben zu den registrierten Durchschnittspreisen, zur Anzahl der verzeichneten Preisbeobachtungen und zum Variationskoeffizienten der erfassten Preise.

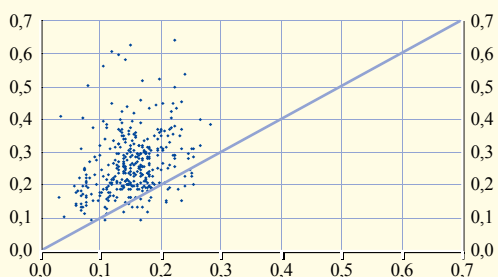
18 Die größte Einschränkung besteht darin, dass es nicht möglich ist, den Variationskoeffizienten für alle Beobachtungen in sämtlichen Ländern zu ermitteln. Extrahieren lassen sich lediglich a) der Variationskoeffizient der einzelnen Beobachtungen innerhalb eines Landes und b) der Variationskoeffizient der durchschnittlichen Preise über Ländergrenzen hinweg. Allerdings ist von vornherein zu erwarten, dass der Variationskoeffizient eines Stichprobendurchschnitts (d. h. der beobachteten Durchschnittspreise) niedriger ist als der Variationskoeffizient der Rohdaten (d. h. der einzelnen Preisbeobachtungen). Wenn der Variationskoeffizient länderübergreifend höher ist als innerhalb der einzelnen Länder, deutet dies somit stark auf die Existenz eines Grenzeffekts hin.

**Abbildung 7 Streuung der Nahrungs- und Genussmittelpreise**

(Variationskoeffizient)

X-Achse: Innerhalb der einzelnen Länder (ausgewählte Städte)  
Y-Achse: Länderübergreifend (ausgewählte Städte)

◆ Alle Produkte (356)



Quellen: Eurostat-Datenbank zur Kaufkraftparität und Berechnungen des Eurosystems.

**Tabelle 2 Zusammenfassung der ökonometrischen Analyse der Faktoren, die das länderübergreifende Preisniveau beeinflussen**

**Benchmark-Variablen**

Einkommensniveau	+iv
Mehrwertsteuer	+iv
Ausgabenintensität	-iv
Bevölkerungsdichte	-iv

**Strukturelle Variablen**

Marktkonzentration (HHI)	-iv
Marktkonzentration (CRk)	+iv
Rentabilität	+iv
Gütermarktregulierung PMR (Zugangsbeschränkungen)	+iv
Gütermarktregulierung PMR (Preiskontrollen)	-iv
Gütermarktregulierung PMR (Geschäftsbeschränkungen)	n.s.
Kündigungsschutzbestimmungen EPL	-iv

Anmerkung: PMR steht für den OECD-Indikator der Gütermarktregulierung; EPL bezeichnet den OECD-Indikator der Kündigungsschutzbestimmungen; +iv steht für einen positiven statistisch signifikanten Koeffizienten, -iv für einen negativen statistisch signifikanten Koeffizienten, n.s. bedeutet statistisch nicht signifikant.

andere Faktoren, die das Preisniveau länderübergreifend beeinflussen können, berücksichtigt wurden. In diesem Zusammenhang modelliert die bestehende (Benchmark)-Literatur länderübergreifende Preisniveaudifferenzen als eine Funktion von a) Einkommensunterschieden, b) Mehrwertsteuerunterschieden, c) Ausgabenintensität sowie d) Bevölkerungsdichte und Skaleneffekten.<sup>19</sup>

Die Ergebnisse in Tabelle 2 zeigen, dass die Auswirkungen der Benchmark wie auch der strukturellen Variablen in starker Übereinstimmung mit den vorab formulierten Erwartungen stehen. So üben das relative Einkommensniveau und die Mehrwertsteuersätze einen positiven signifikanten Einfluss auf das relative Preisniveau aus. Die Ausgabenintensität hat eine negative signifikante Wirkung auf das Preisniveau, was darauf hindeutet, dass hier entweder eine höhere Aufmerksamkeit oder Skaleneffekte eine Rolle spielen. Ein signifikanter negativer Effekt auf das Preisniveau ergibt sich auch aus der Bevölkerungsdichte.

Die Auswirkungen struktureller Faktoren der Absatzwirtschaft wurden anhand dreier weit gefasster Variablenkategorien abgebildet:

a) Marktkonzentration, b) Rentabilität und c) Regulierung. Hinsichtlich der ersten Kennzahl, der Marktkonzentration, wurde allgemein festgestellt, dass der Herfindahl-Hirschman-Index (HHI) einen negativen Einfluss auf das relative Preisniveau ausübt (woraus sich schließen lässt, dass der HHI den aus einer geringen Konzentration resultierenden Ineffizienzeffekt erfasst);

<sup>19</sup> Erstens wird in der einschlägigen Literatur mit Abstand am häufigsten auf die hypothetische Beziehung zwischen Preisniveau und Lebensstandard eingegangen, der in der Regel eine auf dem Balassa-Samuelson-Effekt basierende These zugrunde liegt. Daher wird das relative reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) pro Kopf in das Benchmark-Modell aufgenommen. Zweitens gibt es zwischen den EU-Ländern nach wie vor Unterschiede bei den indirekten Steuern, wenngleich inzwischen ein gewisses Maß an Harmonisierung erreicht wurde. Aus diesem Grund finden die Mehrwertsteuersätze Eingang in das Benchmark-Modell. Drittens wird auf der Grundlage der Literatur zur „rationalen Unaufmerksamkeit“ der relative, am Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets gemessene Anteil der Ausgaben für ein spezielles Produkt in einem Land hinzugefügt, um so die Ausgabenintensität und damit die voraussichtliche „Aufmerksamkeitsintensität“ je Produkt zu erfassen. Wenn italienische Haushalte beispielsweise proportional mehr Teigwaren konsumieren als die Haushalte in anderen Ländern, werden sie voraussichtlich mehr Aufwand bei der Suche nach Teigwaren und beim Preisvergleich betreiben. Dies bedeutet, dass die Preise für Teigwaren bei ansonsten gleichen Bedingungen (und möglicherweise mit Unterstützung von Skalen- und Wettbewerbseffekten) in Italien niedriger sein sollten. Einbezogen wird schließlich auch die Bevölkerungsdichte als Kontrolle für potenzielle Effizienzunterschiede, die durch eine hohe verglichen mit einer niedrigen Bevölkerungsdichte bedingt sind.

dagegen wirkte sich die Konzentrationsrate CRk positiv auf das Preisniveau aus (was nahelegt, dass dieser Indikator den negativen Wettbewerbseffekt, der sich aus der Marktmacht der k größten Unternehmen ergibt, widerspiegelt). Vom Rentabilitätsindikator (Gewinnmargen bereinigt um das implizite Arbeitseinkommen Selbstständiger) ging ein signifikanter positiver Effekt aus. Was schließlich die OECD-Indikatoren der Gütermarktregulierung für die Absatzwirtschaft betrifft, so scheinen die verschiedenen Teilkomponenten des Gesamtindex (Zugangsbeschränkungen, Geschäftsbeschränkungen und Preiskontrollen) recht unterschiedliche Auswirkungen zu haben. So ging von den Zugangsbeschränkungen ein positiver und von den Preiskontrollen sowie Kündigungsschutzbestimmungen ein negativer Impuls aus, während die Geschäftsbeschränkungen nicht signifikant waren.

Zusammenfassend führt ein Modell auf Basis des relativen Einkommensniveaus, der Mehrwertsteuersätze, der Ausgabenintensität und der Bevölkerungsdichte zu relativ guten Ergebnissen, wenn es um die Erklärung von Preisniveauunterschieden geht. Gleichzeitig lassen sich durch Hinzufügen struktureller Indikatoren der Absatzwirtschaft aber noch bessere Resultate erzielen. Die Analyse bestätigt, dass strukturelle Merkmale der Absatzwirtschaft das Preisniveau beeinflussen und dazu beitragen können, länderübergreifende Divergenzen sowie den an den Preisdaten ablesbaren Grenzeffekt zu erläutern.

### 3.2 DER EINFLUSS STRUKTURELLER MERKMALE AUF DAS PREISSETZUNGSVERHALTEN

Nachdem im Vorangegangenen die Effekte struktureller Merkmale der Absatzwirtschaft auf Preisniveauunterschiede untersucht wurden, sollen nun deren Auswirkungen auf das Preis- und Lohnsetzungsverhalten aus allgemeinerer Sicht betrachtet werden. Hierzu werden Faktoren wie die Reagibilität der Einzelhandelspreise gegenüber Änderungen der Konkurrenzpreise, die Häufigkeit von Preisänderungen und die Überwälzung von Kostenänderungen auf die Preise herangezogen.

### REAGIBILITÄT GEGENÜBER DEN KONKURRENZPREISEN UND HÄUFIGKEIT VON PREISÄNDERUNGEN

Wichtig ist hierbei der Frage, inwieweit strukturelle Merkmale der Absatzwirtschaft einen Einfluss auf das Preissetzungsverhalten haben, werden Erkenntnisse des Eurosystem Wage Dynamics Network (WDN) und des Inflation Persistence Network (IPN) zugrunde gelegt.<sup>20</sup>

Wichtig ist hierbei die Frage, ob Einzelhandelsunternehmen, die im Wettbewerb mit anderen Firmen stehen, ihre Preise tendenziell häufiger anpassen. In einer WDN-Umfrage antworteten rund 1 000 Einzelhändler auf die Frage, wie wahrscheinlich eine Preissenkung im eigenen Haus sei, wenn der wichtigste Konkurrent für das Hauptprodukt dieses Unternehmens seine Preise verringert. Von den Optionen „sehr wahrscheinlich“, „wahrscheinlich“, „nicht wahrscheinlich“, „ausgeschlossen“ und „nicht zutreffend“ durfte nur eine ausgewählt werden. Über die Hälfte der Umfrageteilnehmer gab an, dass eine Preissenkung „sehr wahrscheinlich“ oder „wahrscheinlich“ sei. Bei der Gegenprüfung anhand der strukturellen Merkmale, denen die Firmen ausgesetzt sind, stellte sich interessanterweise heraus, dass die gemeldete Wettbewerbsintensität einen statistisch signifikanten Zusammenhang mit der gemeldeten Häufigkeit von Preisänderungen aufweist. Demzufolge kommt es bei zunehmender Konkurrenz öfter zu Preisanpassungen. Darüber hinaus berichteten – gemessen an der Beschäftigtenzahl – größere Einzelhandelsunternehmen häufiger von Preisänderungen.

Die Ergebnisse des IPN (bereinigt um länder- und produktspezifische Effekte) zeigen, dass die Geschäftsart einen großen Einfluss auf die Häufigkeit von Preisanpassungen hat. So ist die Frequenz von Preisänderungen in Großmärkten im Schnitt 12 Prozentpunkte höher als im traditionel-

<sup>20</sup> Ein detaillierterer Überblick des WDN und des IPN findet sich in: EZB, Wage dynamics in Europe: Final report of the Wage Dynamics Network (WDN), Dezember 2009, sowie in: F. Altissimo, M. Ehrmann und F. Smets, Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence, Occasional Paper Series, Nr. 46, EZB, Juni 2010.



len Laden an der Ecke. Supermärkte und Discounter weisen eine 6,3 bzw. 6,8 Prozentpunkte höhere Frequenz auf als traditionelle Geschäfte. Während sich die Art des Geschäfts stark und statistisch signifikant in der Häufigkeit von Preisänderungen niederschlägt, deuten die Ergebnisse darauf hin, dass sie deren Größenordnung nicht beeinflusst. Bei ansonsten gleichen Bedingungen dürften flexiblere Preise bedeuten, dass sich die Preise schneller und vollständiger an Veränderungen des „optimalen“ Preises anpassen.

#### **DER EINFLUSS VON MARKTKONZENTRATION UND PREISDYNAMIK: EINE ANALYSE AUF REGIONALER EBENE**

In diesem Abschnitt sollen die Informationen zur Marktkonzentration für verschiedene Dimensionen des Lebensmittelsektors mit regionalen Daten zur Preisdynamik kombiniert werden. Dies stellt einen ersten Versuch dar, die Auswirkungen des Wettbewerbs auf die Preisdynamik im Euroraum auf lokaler Ebene zu analysieren. Unter Verwendung eines einheitlichen Datensatzes zum Standort von mehr als 100 000 einzelnen Lebensmittelgeschäften im Eurogebiet wird eine regionale Untersuchung der Beziehung zwischen dem Konzentrationsgrad im Einzelhandel und Preisänderungen durchgeführt. Dabei werden zwei Kategorien von Waren des Lebensmitteleinzelhandels, nämlich Nahrungsmittel (einschließlich nichtalkoholischer Getränke) und Genussmittel (alkoholische Getränke und Tabakwaren), für die Länder Deutschland, Spanien, Italien, Österreich, Portugal und Finnland betrachtet.<sup>21</sup>

Eine Untersuchung des HHI auf Ebene der Einkaufsgemeinschaften ergibt sowohl für Nahrungs- als auch für Genussmittel eine positive und statistisch signifikante Beziehung zwischen der Konzentration und der Preisdynamik. Dies zeigt, dass ein höherer Grad an Marktkonzentration mit Blick auf Einkaufsgemeinschaften offenbar nicht immer mit einer negativen Preisdynamik einhergeht.

Die Ergebnisse auf der Grundlage von Konzentrationsindizes, die auf lokaler Ebene erstellt

werden, sind weitgehend vergleichbar. Somit ist die wichtigste Erkenntnis, nämlich dass eine höhere Marktkonzentration in der Vergangenheit mit einem stärkeren Anstieg der Lebensmittel- und Getränkepreise verbunden war, auf mehrere Aggregationsebenen anwendbar. Die Interpretation dieser Wechselwirkung sollte durch weitere Forschungen abgesichert werden, doch scheint diese Beziehung robust zu sein und für verschiedene Länder Gültigkeit zu haben.

Kurz zusammengefasst lässt sich somit anhand einer einheitlichen Datenbasis, die sowohl regionale Daten zu den prozentualen Preisänderungen gegenüber dem Vorjahr als auch Messgrößen der Konzentration enthält, zeigen, dass diese Preisänderungen positiv vom Konzentrationsgrad beeinflusst werden (siehe hierzu auch Abschnitt 2.3, Structural Issues Report 2011).

#### **DER EINFLUSS STRUKTURELLER MERKMALE AUF DIE KOSTENÜBERWÄLZUNG**

Strukturelle Merkmale der Absatzwirtschaft können sich auch in der Überwälzung der Kosten auf die inländischen Verbraucher- und Erzeugerpreise niederschlagen. Um diese Beziehung näher zu beleuchten, wurde untersucht, inwieweit die Import- und Erzeugerpreise in den Euro-Ländern auf die Verbraucherpreise für Industrieerzeugnisse ohne Energie durchschlagen.<sup>22</sup> Als Erkenntnis allgemeiner Art wurde festgestellt, dass in den größeren Euro-Ländern, die über eine hohe Inlandsproduktion verfügen, Preisänderungen bei heimischen Gütern (PPI) tendenziell bedeutender für die Preise gewerblicher Konsumgüter sind. In den kleineren und „offeneren“ Volks-

21 Für die anderen Euro-Länder waren keine regional aufgeschlüsselten VPI-Daten verfügbar.

22 Hier ist zu beachten, dass aufgrund unterschiedlicher Kosten die vollständige Überwälzung einer Änderung bestimmter Kosten auf die Einzelhandelspreise keine Eins-zu-eins-Beziehung zwischen der prozentualen Veränderung dieser Kosten und der prozentualen Veränderung der Preise nach sich zieht. Bei ansonsten gleichen Bedingungen ist der Überwälzungskoeffizient umso höher, je höher der Beitrag dieser Kosten zum Endverbraucherpreis ist. Daher kann der Überwälzungskoeffizient (die Elastizität des Verkaufspreises im Hinblick auf einen bestimmten Kostenfaktor) kleiner als eins sein, selbst wenn die Überwälzung vollständig erfolgt ist.

wirtschaften des Eurogebiets, in denen die Importe eine größere Rolle spielen, sind hingegen Änderungen der Einfuhrpreise (Index der Durchschnittswerte) relevanter für die Verbraucherpreise. Im Falle der kleineren Volkswirtschaften scheint dahingehend ein Zusammenhang zu bestehen, dass der Importanteil im Einzelhandel in der Regel höher und der Anteil aus inländischer Produktion relativ gering ist.

Untersucht man ausschließlich die Weitergabe der Einfuhrpreise, so ergeben sich gewisse Hinweise darauf, dass das Ausmaß der geschätzten Überwälzung in Beziehung zum Wettbewerbs-/Konzentrationsgrad in dem jeweiligen Land und Sektor steht. So wurde eine negative – wenn auch schwache – Korrelation zwischen der geschätzten Importpreiselastizität und dem HHI festgestellt, die darauf hindeutet, dass die Elastizität der Verbraucherpreise mit Blick auf Importpreisänderungen umso höher ist, je ausgeprägter der Wettbewerb (und je niedriger der HHI) ist.

Die Schwierigkeit, für die verschiedenen Industrieerzeugnisse ohne Energie robuste und aussagefähige Schätzungen der Überwälzung zu finden, resultieren wohl zum Teil aus der Heterogenität der betrachteten Güter sowie aus dem breiten Spektrum an Produktionstechnologien und Marktstrukturen in den verschiedenen Produktgruppen. Hier liefert eine VAR-Analyse der Überwälzung von Nahrungsmittelpreisen auf Basis detaillierter Angaben zu Ab-Hof-, Erzeuger- und Verbraucherpreisen stabilere und in sich schlüssigere Ergebnisse. Die Analyse zeigt insbesondere, dass die Verbraucherpreise der Tendenz nach schwächer auf Rohstoffpreisschocks reagieren als die Erzeugerpreise. Es wurde auch festgestellt, dass das Ausmaß der Schocks über die verschiedenen Märkte und Länder hinweg variiert. Dieses Merkmal spiegelt sich im Hinblick auf Art und Zusammensetzung auch teilweise in den Querschnittsunterschieden zwischen Einzelhändlern und Produzenten wider. Eine stärkere Präsenz von Discountern dürfte eher auf eine hohe Überwälzung hinweisen, während umgekehrt Märkte, die durch Verkaufsstellen kleineren Formats gekennzeichnet sind, schwächer auf Rohstoffpreisschocks zu reagieren scheinen.

#### 4 SCHLUSSBEMERKUNGEN

In diesem Artikel wurden die Ergebnisse des von der EZB im Jahr 2011 veröffentlichten Strukturberichts zur Absatzwirtschaft im Euro-Währungsgebiet zusammengefasst. Er soll dazu beitragen, die Auswirkungen struktureller Merkmale der Absatzwirtschaft auf die Preise und das Preissetzungsverhalten näher zu beleuchten. Nachstehend sind die wichtigsten Erkenntnisse noch einmal aufgeführt:

- Im Eurogebiet besteht nach wie vor ein hoher Grad an Preisdispersion. Für den Zeitraum bis etwa 2004-2006 zeigen die Daten ein gewisses Maß an Preiskonvergenz an. Diese scheint anschließend zum Stillstand gekommen oder sogar umgekehrt worden zu sein. Es gibt auch klare Hinweise auf einen starken Grenzeffekt, der auf die Preise in den Euro-Ländern wirkt. Hieraus ergibt sich reichlich Spielraum für eine Weiterentwicklung des Binnenmarkts. Länderübergreifende Preisniveaunterschiede lassen sich mithilfe struktureller und regulatorischer Merkmale der Absatzwirtschaft erklären.
- Anhand von Angaben des Inflation Persistence Network und des Wage Dynamics Network wurde das Preissetzungsverhalten untersucht. Dabei zeigte sich, dass ein stärkerer Wettbewerb im Einzelhandel mit häufigeren Preisänderungen einhergeht.
- Es wurde das Verhältnis zwischen der Preisdynamik auf regionaler Ebene und dem Wettbewerb auf verschiedenen Ebenen der organisatorischen und räumlichen Aggregation sowie über verschiedene Produktgruppen hinweg untersucht. Als wichtigste Erkenntnis ist festzuhalten, dass eine höhere Marktkonzentration in der jüngeren Vergangenheit mit einem stärkeren Preisanstieg bei Nahrungsmitteln und Getränken einherging.
- Der Aufsatz ging auch auf den Grad und die Geschwindigkeit der Kostenüberwälzung ein. Diesbezüglich wurde festgestellt, dass Erzeugerpreise in der Regel schneller und stärker

auf Kostenschocks reagieren als Verbraucherpreise. Der Wettbewerbsgrad scheint positiv mit der Überwälzung der Importpreise auf die Verbraucherpreise zu korrelieren. Im Hinblick auf die Nahrungsmittelpreise dürfte eine größere Präsenz von Discountern eine höhere Überwälzung nach sich ziehen.

Aus politischer Sicht hat die Untersuchung gezeigt, dass weitere Strukturreformen geboten sind, um den Wettbewerb in der Absatzwirtschaft zu stärken. Die Ergebnisse zu den Auswirkungen struktureller Merkmale auf das Preissetzungsverhalten und auf Preisniveauunterschiede lassen den Schluss zu, dass weitere Fortschritte in Richtung eines wirksamen Wettbewerbs in der Absatzwirtschaft dazu beitragen können, Grenzeffekte und Preisunterschiede zu minimieren. Mit Blick auf die Regulierung der Gütermärkte bleibt trotz Anzeichen einer Verringerung des Regulierungsgrads beträchtlicher Spielraum für weitere Verbesserungen.

Insgesamt ließen sich durch die vollständige und einheitliche Umsetzung der Dienstleistungsrichtlinie entscheidende Fortschritte erzielen. Die Vorteile einer weiteren Liberalisierung und Harmonisierung der Marktbedingungen sind bis zu einem gewissen Grad an dem Teilergebnis dieser Untersuchung abzulesen, dass eine stärkere Regulierung der Gütermärkte mit einem höheren Preisniveau einhergeht. Darüber hinaus könnten Reformen zu einer Verringerung der Gewinnaufschläge sowie einer deutlichen Steigerung der Produktion und der Reallöhne führen. Um das Potenzial und die Vorteile des Online- und des grenzüberschreitenden Handels voll ausschöpfen zu können, müssen die verbleibenden regulatorischen und rechtlichen Hindernisse (wie z. B. Verbraucherschutzbestimmungen) beseitigt werden. Die gesetzlichen Regelungen, die im Rahmen der Binnenmarktakte, einer Initiative der Europäischen Kommission zur Verbesserung der Funktionsweise des Binnenmarkts, vorgesehen sind, stellen diesbezüglich einen Schritt in die richtige Richtung dar. So umfassen die entsprechenden Vorschläge zum Beispiel auch Maßnahmen zur Stärkung des Datenschutzes und der Rechtssicherheit im elektronischen Handel.

# DIE FINANZKRISE IM SPIEGEL DER VOLKSWIRTSCHAFTLICHEN GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET: EINE BETRACHTUNG DER FINANZIERUNGSSTRÖME

## AUFSÄTZE

Die Finanzkrise im Spiegel der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet: eine Betrachtung der Finanzierungsströme

*Die weltweite Finanzkrise, die 2008 ausbrach, hat deutlich gemacht, wie das Entstehen finanzieller Ungleichgewichte in verschiedenen Sektoren der Wirtschaft im Zusammenspiel mit Innovationen im Finanzsystem zu weitreichenden Rückkopplungseffekten zwischen der Finanz- und der Realwirtschaft führen kann. Zudem hat die Krise die Bedeutung der Entwicklung von Vermögensbilanzen und der Finanzierungsströme sowie die Notwendigkeit einer Betrachtung von sowohl Mengen- als auch Preisvariablen unterstrichen. In diesem Aufsatz soll untersucht werden, wie sich die Finanzkrise in ihren verschiedenen Stadien entwickelt hat. Als Grundlage hierfür dienen die integrierten Sektorkonten des Euro-Währungsgebiets, in denen sich umfassende Informationen zur wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklung der institutionellen Sektoren finden. Dabei stehen drei Themen im Mittelpunkt der Diskussion: die Entwicklung der sektoralen Finanzierungssalden und Wechselwirkungen zwischen diesen Salden, die Dynamik des Verschuldungsgrads der Sektoren sowie die hiermit einhergehende Veränderung der Muster im Bereich der Finanzintermediation in den einzelnen Phasen der Krise.*

## I EINLEITUNG

Seit der Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 sind enorme Anstrengungen in die Beschreibung und Erklärung der Entwicklungen geflossen, die vor, während und nach der anschließenden Finanzkrise zu beobachten waren. Wenngleich der Ursprung der Krise in den Vereinigten Staaten lag, wo sich enorme Ungleichgewichte aufgebaut hatten, die schließlich in heftige Turbulenzen an den Finanzmärkten mündeten, waren die Folgen der Krise weltweit zu spüren. Der vorliegende Aufsatz befasst sich mit der Entwicklung im Euroraum bis zum ersten Quartal 2011. Im Fokus stehen die Wechselwirkungen realer und finanzieller Variablen über alle Wirtschaftssektoren hinweg. Der Betrachtungszeitraum erstreckt sich dabei vom Entstehen inländischer Ungleichgewichte vor der globalen Krise bis zu deren Korrektur in den anschließenden Rezessions- und Erholungsphasen. Die Analyse erfolgt auf der Grundlage von Finanzierungsströmen. Die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet (VGR)<sup>1</sup> bieten in diesem Zusammenhang eine integrierte und konsistente Datengrundlage, die finanzielle und nichtfinanzielle Konten der verschiedenen institutionellen Sektoren (also der privaten Haushalte<sup>2</sup>, nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, finanziellen Kapitalgesellschaften und öffentlichen Haushalte) sowie der übrigen Welt umfasst und die entsprechenden Zahlen in nominaler und nicht realer Rechnung präsentiert (Einzelheiten hierzu

finden sich in Kasten 1). Konsistente Stromgrößen und Vermögensbilanzen erleichtern die Analyse der Akkumulation von Ungleichgewichten und damit verbundener Anfälligkeiten.

Dieser Aufsatz behandelt drei zentrale Themen: sektorale Verschiebungen bei den Finanzierungssalden, Trends beim Verschuldungsauf- und -abbau sowie Veränderungen der Muster im Bereich der Finanzintermediation. Zudem werden Unterschiede hinsichtlich der sektoralen Finanzierungssalden in den einzelnen Ländern des Eurogebiets aufgezeigt. In Abschnitt 2 erfolgt eine Analyse ausgewählter Komponenten der nichtfinanziellen Konten, um die Entwicklung in den unterschiedlichen Phasen der Krise zu erläutern. In Abschnitt 3 werden die Verlagerungen von Finanzierungsüberschüssen und -defiziten zwischen den Sektoren über die verschiedenen Phasen der Krise hinweg betrachtet. Abschnitt 4 setzt sich mit der Entwicklung der am Einkommen und am Vermögen gemessenen Verschuldung privater Haushalte und finanzieller sowie nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften auseinander. In Abschnitt 5 werden die Verände-

1 Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, Cross-checking and the flow of funds, Kapitel 7, in: L. Papademos und J. Stark (Hrsg.), Enhancing Monetary Analysis, Frankfurt am Main, 2010, und EZB, Die Einführung vierteljährlicher Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht November 2007. Ein Vergleich mit der Entwicklung in den Vereinigten Staaten findet sich in: EZB, Die Außenfinanzierung privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften: Ein Vergleich zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten, Monatsbericht April 2009.

2 Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

rungen der Muster im Bereich der Finanzintermediation beschrieben, die sich im Zuge der Insolvenz von Lehman Brothers ergeben haben. Abschnitt 6 rundet die Ausführungen mit einigen zusammenfassenden Bemerkungen ab.

## 2 ENTWICKLUNG DER NICHTFINANZIELLEN KONTEN

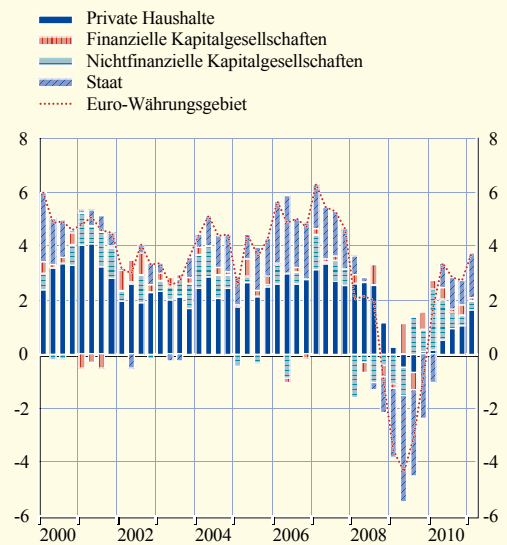
In diesem Abschnitt werden die nach Sektoren aufgeschlüsselte Entwicklung von Einkommen, Ersparnis und Vermögensbildung im Euroraum sowie die sich hieraus ergebenden sektoralen Finanzierungssalden erörtert (d. h. die Finanzierungsüberschüsse/-defizite bzw. der hiermit übereinstimmende Saldo von Einnahmen und Ausgaben).<sup>3</sup>

In den acht Jahren vor den Finanzmarkturbulenzen des Jahres 2008 wies das Einkommenswachstum eine traditionell geprägte Zusammensetzung auf (siehe Abbildung 1). Das Einkommen der privaten Haushalte erhöhte sich getragen von Lohnsteigerungen in einem konstanten Tempo. Unterdessen war beim Einkommen des Sektors Staat bis 2008 ein relativ robustes Wachstum zu beobachten, das eine allmähliche Rückführung der öffentlichen Defizite ermöglichte. Während das Einkommen der privaten Haushalte in den ersten drei Quartalen 2008 noch unvermindert zunahm, ging es bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften bereits zurück, u. a. weil der Rohstoffpreisschock zunächst nur unvollständig weitergegeben wurde (siehe Abschnitt 3). Der Einkommenszuwachs des Sektors Staat<sup>4</sup> hatte sich im gleichen Zeitraum ebenfalls verlangsamt.

Nach September 2008 brach das Wachstum des verfügbaren Einkommens im Euroraum aufgrund der rückläufigen nominalen Produktion ein.<sup>5</sup> Im Anschluss hieran wurde der starke anfängliche Abwärtsdruck auf das Einkommen der privaten Haushalte (angesichts eines deutlich niedrigeren Arbeitnehmerentgelts) durch das Wirken automatischer fiskalischer Stabilisatoren abgemildert, was die Staatskonten belastete. Nach einer allmählichen konjunkturellen Erholung ab Mitte

**Abbildung 1** Verfügbares Einkommen (brutto) im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB.

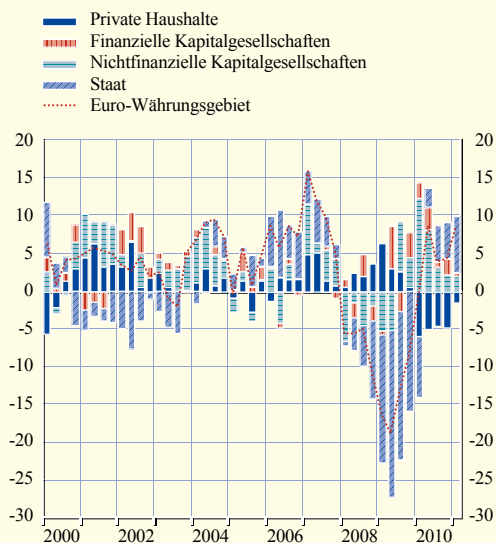
2009 verzeichneten alle Sektoren bis zum zweiten Quartal 2010 wieder ein positives Einkommenswachstum. Mit der Verstetigung der wirtschaftlichen Expansion in den folgenden Quartalen entsprach die sektorale Zusammensetzung des Einkommenswachstums immer mehr der vor der Krise beobachteten Konstellation.

Auch bei der Ersparnis und der Sachvermögensbildung im Eurogebiet führte die Krise zu deutlichen Veränderungen. Die Wachstumsrate der *Ersparnis im Euroraum* hatte von 2005 bis zum ersten Quartal 2007 kontinuierlich zugenommen (siehe Abbildung 2). Verantwortlich hierfür war

- Bei dem Finanzierungssaldo eines Wirtschaftssektors handelt es sich um den Saldo seines Sachvermögensbildungskontos, welcher sich aus der Differenz zwischen Ersparnis und Vermögensübertragungen (netto) einerseits und Bruttoinvestitionen einschließlich Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern andererseits (Finanzierungsüberschuss bzw. Finanzierungsdefizit) ergibt. Gleichzeitig stellt er den Saldo der Finanzierungskonten dar, der die Differenz zwischen der Geldvermögensbildung und der Außenfinanzierung ausweist. Siehe auch Kasten 1.
- Das Einkommen des Staatssektors unterscheidet sich von dessen Einnahmen, da es mit bestimmten Ausgabe-posten verrechnet wird. Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 1.
- Das nominale BIP weist eine enge Beziehung zum verfügbaren Einkommen auf, da das Einkommen in den VGR ausschließlich auf der Produktion basiert.

Abbildung 2 Ersparnis im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB.

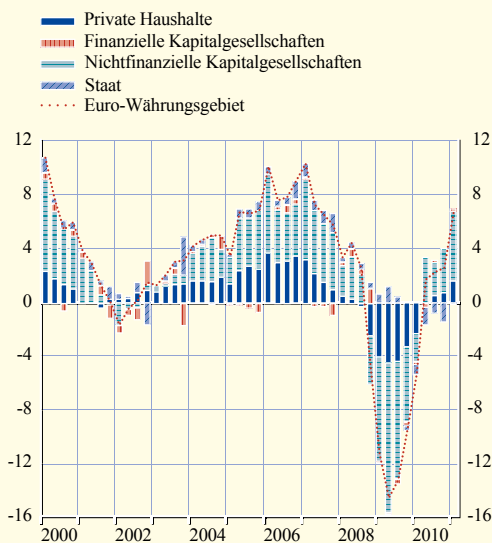
Anmerkung: Da die Ersparnis des Sektors Staat in den vergangenen Quartalen negativ war, ist ein positiver Beitrag dieses Sektors zum Wachstum der Bruttoersparnis im Euroraum lediglich auf eine Abnahme des Entsparens zurückzuführen.

zu einem großen Teil – aber nicht ausschließlich – der Staatssektor, bei dem sich der Defizitabbau bemerkbar machte. Im Jahresverlauf 2007 begann sich die Wachstumsrate der Ersparnis für das gesamte Eurogebiet zu verlangsamen und kehrte sich im ersten Quartal 2008 unvermittelt ins Negative. Dies galt insbesondere für den Sektor Staat und die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, während die privaten Haushalte ihre Ersparnis auch zu diesem Zeitpunkt noch ausweiteten.

Nach einem massiven Einbruch im Zeitraum von 2008 bis 2009 erholte sich das Wachstum der Ersparnis für den gesamten Euroraum getragen vom wirtschaftlichen Aufschwung, der auf den Außenbeitrag und die Investitionen (insbesondere die Aufstockung der Lagerbestände) bei einem weiterhin gedämpften Konsum zurückzuführen war. Vor dem Hintergrund dieser Erholung erhöhten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihre Ersparnis ab Mitte 2009 wieder. Als sich der Effekt der automatischen fiskalischen Stabilisatoren umkehrte und die Maßnah-

Abbildung 3 Bruttoanlageinvestitionen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



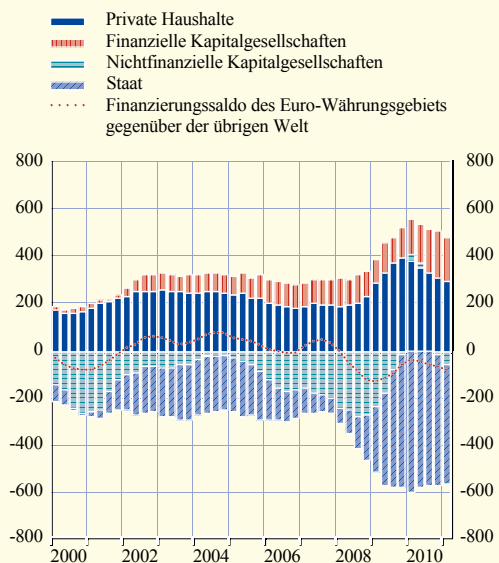
Quellen: Eurostat und EZB.

men zum Defizitabbau ihre Wirkung entfalteten, konnten die Staaten die Rate des Entsparens ab dem zweiten Quartal 2010 zurückfahren. Die privaten Haushalte hingegen begannen ab dem ersten Quartal 2010, angesichts eines gestärkten Vertrauens ihre Ersparnis abzubauen.

Die Anpassung der auf das *Sachvermögen* bezogenen Anlageentscheidungen der privaten Wirtschaftssubjekte war noch umfangreicher. Dies geht aus Abbildung 3 hervor, in der das Wachstum der nominalen Bruttoanlageinvestitionen im Euroraum nach Sektoren aufgeschlüsselt wird. Das Wachstum der Investitionstätigkeit hatte seit 2002 stetig zugenommen, wobei die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften die wichtigste Rolle spielten. Der Aufschwung an den Wohnimmobilienmärkten in mehreren Euro-Ländern spiegelte sich auch in den robusten Wachstumsraten der Investitionen der privaten Haushalte wider. Mit der nachlassenden Dynamik an diesen Märkten um das Jahr 2007 verringerten sich auch die Anlagen der privaten Haushalte. Nach der Insolvenz von Lehman Brothers war auf-

#### Abbildung 4 Finanzierungssalden im Euro-Währungsgebiet

(Vier Quartalssummen der Transaktionen; in Mrd €)



Quellen: Eurostat und EZB.  
Anmerkung: Im Zeitraum vom dritten Quartal 2000 bis zum ersten Vierteljahr 2001 wurde das Finanzierungsdefizit der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften durch den Erwerb von Mobilfunklizenzen (UMTS) beeinflusst.

grund der unvermittelten Zuspitzung der Finanzkrise ein beträchtlicher Rückgang bei den Investitionen der privaten Haushalte und noch stärker bei den Anlagen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu verzeichnen (siehe Abbildung 3), durch den sich die Rezession verstärkte. Mitte 2009 zeichnete sich dann eine Erholung ab.

In Abbildung 4 werden die *Finanzierungssalden* der institutionellen Sektoren dargestellt, die sich im Wesentlichen aus der Differenz zwischen Ersparnis und Investitionen ergeben. Seit Bestehen der Währungsunion sind sowohl die privaten Haushalte als auch die finanziellen Kapitalgesellschaften stets als Nettogläubiger aufgetreten (d. h. ihre Ersparnis war höher als ihre Investitionen). Im Jahr 2004 begannen die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften allmählich damit, ihre Nettomittelaufnahme auszuweiten, um die über die einbehaltenen Gewinne (d. h. die Ersparnis) hinausgehenden Investitionen zu finanzieren. Angesichts eines stabilen Wachstums von Einkommen und Ersparnis

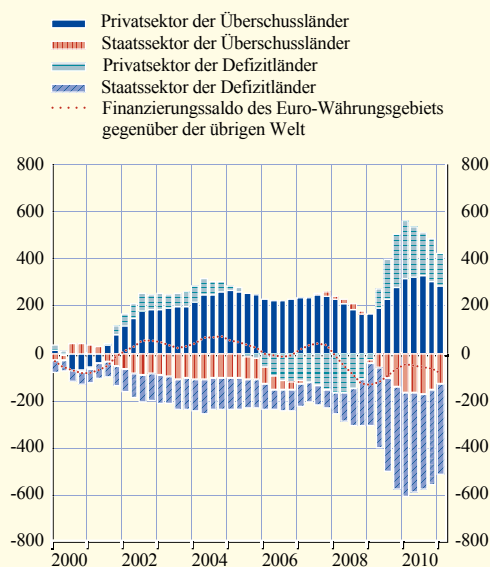
konnten die Länder unterdessen ihre Defizite abbauen. Obgleich das gesamtstaatliche Defizit im Eurogebiet langsam zurückging, machten sich die meisten Länder die günstigen wirtschaftlichen Bedingungen nicht zunutze, um durch einen beschleunigten Defizitabbau eine ausreichende Konsolidierung ihrer Haushaltsposition herbeizuführen. Abbildung 4 zeigt, dass die Mitgliedstaaten des Euroraums auf dem Höhepunkt der wirtschaftlichen Expansion weiterhin ein Defizit aufwiesen. Sie versäumten es also, während des Aufschwungs ausreichende Puffer aufzubauen, um auf kurze Sicht für ein Umschlagen des Zyklus gerüstet zu sein, und das erforderliche Vermögen zu akkumulieren, um sich langfristig auf die Folgen der Bevölkerungsalterung vorzubereiten. Da der Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte und finanziellen Kapitalgesellschaften jedoch weitgehend den Mittelbedarf der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der öffentlichen Haushalte abdeckte, führte diese Entwicklung nicht zu einer wesentlichen Änderung des Finanzierungsdefizits gegenüber der übrigen Welt (das den Saldo der Leistungsbilanz des Eurogebiets widerspiegelte).

Im Vorfeld der Krise begannen die privaten Haushalte – im Gegensatz zu den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften – frühzeitig mit Ausgabenkürzungen. Sie erhöhten im Zeitraum von 2006 bis 2008 allmählich ihren Finanzierungsüberschuss, und zwar zunächst durch eine schrittweise Verringerung ihrer Wohnungsbauinvestitionen und später durch eine Beschränkung ihres Konsums und eine damit einhergehende Zunahme der Ersparnis. Diese Anpassung bei den privaten Haushalten löste einen erheblichen Abwärtsdruck auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage aus. Unterdessen setzten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihren expansiven Kurs fort und gleichen somit diesen dämpfenden Effekt wieder etwas aus. Bis zur Insolvenz von Lehman Brothers stieg ihr Defizit weiter an.

Ab diesem Wendepunkt verbesserten sich die Finanzierungssalden parallel in beiden Sektoren: die privaten Haushalte bauten ihren Überschuss aus, während die nichtfinanziellen Kapitalgesell-

**Abbildung 5 Finanzierungssalden im Euro-Währungsgebiet: Überschuss- und Defizitländer**

(Vierteljahrsummen der Transaktionen; in Mrd €)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die „Überschussländer“ sind Belgien, Deutschland, Luxemburg, die Niederlande, Österreich und Finnland. Der „Privatsektor“ umfasst alle Sektoren außer den Sektor Staat.

schaften in kürzester Zeit von einem Finanzierungsdefizit zu einem Finanzierungsüberschuss wechselten (vor allem durch Einschnitte bei den Anlageinvestitionen und über den Abbau von Lagerbeständen). Der plötzliche Konjunkturbruch und die Aktivierung automatischer Stabilisatoren führten zu einer erheblichen Belastung der Staatskonten, was wiederum deutlich höhere öffentliche Defizite zur Folge hatte.

Neben einigen Schwächen bei der sektoralen Verteilung von Defiziten und Überschüssen im Euroraum insgesamt entwickelten sich zudem im Vorfeld der Krise innerhalb des Eurogebiets beträchtliche regionale Ungleichgewichte. In Abbildung 5 findet sich eine alternative Darstellung der Finanzierungssalden im Euroraum. Die nichtstaatlichen Sektoren und der Staatssektor werden hier nach zwei Ländergruppen getrennt betrachtet. Die eine Gruppe wies im Zeitraum unmittelbar vor der Krise überwiegend einen Leistungsbilanzüberschuss (Überschussländer) auf und die andere Gruppe ein Leistungsbilanzdefizit (Defizitländer). Im Zeitraum von 2006 bis

2008 wurden die steigenden Defizite des privaten und des staatlichen Sektors in den Defizitländern durch die deutlich positiven Salden des privaten Sektors in den Überschussländern aufgewogen. Die enorme Belastung der Staatskonten im Zuge der Rezession war in den Defizitländern stärker ausgeprägt, da sie auf dem Höhepunkt des Konjunkturzyklus in aggregierter Betrachtung (im Gegensatz zu den Überschussländern) keine ausgeglichenen Haushalte vorlegen konnten und die jeweiligen privaten Sektoren eine besonders rasche Anpassung von hohen Defiziten zu umfangreichen Überschüssen vornahmen. Die anfänglichen geografischen Ungleichgewichte bei den Defiziten bzw. Überschüssen des privaten Sektors hatten sich zu diesem Zeitpunkt zu einer deutlichen regionalen Heterogenität der staatlichen Defizite im Eurogebiet entwickelt, was schließlich Zweifeln an der Schuldentragfähigkeit in einigen Defizitländern Vorschub leistete.

Die Anfälligkeit dieser Sektoren verstärkte sich noch, als der Verschuldungsgrad sowohl im Finanzsektor – insbesondere bei den sonstigen Finanzinstituten (SFIs) – als auch bei den privaten Haushalten und den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften vieler Euro-Länder deutlich zunahm, von denen mehrere einen Boom an den Wohnimmobilienmärkten verzeichneten. Bei Ausbruch der Finanzkrise gaben die Vermögenspreise deutlich nach, wodurch sich der Verschuldungsgrad weiter erhöhte (siehe Abschnitt 4). Aufgrund von Spannungen an den Geldmärkten waren die Banken plötzlich mit einer stark eingeschränkten Auswahl an Finanzierungsquellen konfrontiert. Diese Situation entschärfte sich durch die unverzüglich und mit einem hohen Volumen vom Eurosystem bereitgestellte Liquidität.<sup>6</sup> Als die Banken Ende 2008 ihre Kreditkonditionen für den nichtfinanziellen privaten Sektor deutlich verschärfen,<sup>7</sup> trugen die Bedenken hinsichtlich der Kreditversorgung vor dem Hintergrund einer ausgeprägten Unsicherheit dazu bei,

6 Siehe beispielsweise Abbildung 21.

7 Der Umfrage zum Kreditgeschäft zufolge begannen die Banken bereits im Jahr 2007 mit der Verschärfung ihrer Kreditrichtlinien, in den zwei Quartalen nach der Insolvenz von Lehman Brothers beschleunigte sich dieser Prozess aber noch.



dass sich eine leichte konjunkturelle Abkühlung zu einer gravierenden realwirtschaftlichen Krise auswuchs. Darüber hinaus führten die verschärfte Kreditkonditionen der Banken im Zusam-

menispiel mit anderen Faktoren auch zu einer Veränderung der Muster im Bereich der Finanzintermediation (siehe Abschnitt 5).

## Kasten I

### DEN SEKTORKONTEN ZUGRUNDE LIEGENDE KONZEPTE

In den Sektorkonten werden die Konten der institutionellen Sektoren in einer kohärenten und integrierten Weise dargestellt, wobei – ähnlich der Verbindung von Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz in der betrieblichen Rechnungslegung<sup>1</sup> – eine Zusammenschau von Verwendung/Ausgaben, Aufkommen/Einnahmen, Finanzströmen sowie deren bilanzieller Akkumulation von einem Berichtszeitraum zum nächsten erfolgt.

Hierzu werden alle Wirtschaftseinheiten einem der vier institutionellen Sektoren (also privaten Haushalten, nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, finanziellen Kapitalgesellschaften oder dem Staat) zugeordnet. Die Sektorkonten werden auf der Grundlage identischer Klassifizierungen und Verbuchungsregeln (gemäß ESVG 95) erstellt, sodass die von einem Wirtschaftssubjekt gemeldeten Transaktionen/Aktiva (zumindest theoretisch) gleichzeitig auch vom jeweiligen Geschäftspartner gemeldet werden. Bei der Präsentation der Daten in den Sektorkonten sind dementsprechend drei Anforderungen zu erfüllen: Der Saldo der einzelnen Sektoren muss in der Vertikalen ausgeglichen sein (so muss beispielsweise der Betrag, um den die Ausgaben die Einnahmen übersteigen, der Finanzierung entsprechen), sämtliche Sektoren müssen in der Horizontalen übereinstimmende Zahlen ausweisen (z. B. müssen die von den Sektoren gezahlten Löhne wieder bei den privaten Haushalten als Einnahmen verbucht sein), und Transaktionen mit Aktiva/Passiva zuzüglich Umbewertungsgewinnen/-verlusten sowie sonstigen volumenmäßigen Veränderungen der Aktiva/Passiva müssen mit Veränderungen in der Bilanz übereinstimmen (Konsistenz zwischen Bestands- und Stromgrößen). Die Sektorkonten werden für gewöhnlich in Form einer Matrix dargestellt, wobei die Sektoren in den Spalten und die Transaktionen/Instrumente in den Zeilen ausgewiesen werden. Die Summen in der Horizontalen und in der Vertikalen gehen jeweils auf (siehe Beispiel in der Tabelle).<sup>2</sup> In den ersten fünf Zeilen der Tabelle finden sich die Ausgaben und Einnahmen der einzelnen Sektoren (aufgeschlüsselt nach Ausgabe-/Einnahmearten). Zeile 6 zeigt die Differenz zwischen Einnahmen und Ausgaben (Überschuss/Defizit).

Die Begriffe Einnahmen und Ausgaben<sup>3</sup> ähneln den herkömmlicheren Konzepten von Aufkommen und Verwendung aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, sind jedoch in der Regel weniger umfassend. Das Einkommen lässt sich dementsprechend als Einnahmen (ohne Vermögenstransfers) abzüglich Ausgaben ohne Konsum- und Investitionsausgaben (Investitionen und Vermögenstransfers) definieren. Das Einkommen der Kapitalgesellschaften entspricht

1 Die Sektorkonten unterscheiden sich in vielerlei Hinsicht von der betrieblichen Rechnungslegung. Vor allem wird bei Letzterer nicht systematisch zwischen *Transaktionen* und *sonstigen Stromgrößen* unterschieden (wobei sich eine zunehmende Tendenz hin zu einer Differenzierung zwischen *Einkommen* und *Gesamtergebnis* herauskristallisiert).

2 Eine umfassende Darstellung in Form einer Matrix für den Euroraum findet sich in Tabelle 3.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.

3 Im ESVG 95 sind die Einnahmen und Ausgaben des Staates unter Bezugnahme auf die Verwendung des Staatssektors definiert.

Vereinfachte Matrix der VGR																														
	A					B					C					D					E					F=A bis E =G bis K				
	PH		NFK		FK		S		ÜW		PH		NFK		FK		S		ÜW		PH		NFK		FK		S		ÜW	
	Verwendung/Ausgaben					Aufkommen/Einnahmen																								
1=2+3+4+5	<b>Insgesamt</b>	92	105	30	20	15					262	100	100	30	16	16														
2	Produkte	76	15		10	10					111	-	100	-	-	11														
3	Löhne		60	5	10						75	75	-	-	-															
4	Zinsen		30	25		5					60	25	-	30	-	5														
5	Steuern	16	-	-	-	-					16	-	-	-	16	-														
6=1(G-A), 1(H-B), ... =7(A-G), 7(B-H), ...	<b>Überschuss/ Defizit</b>	8	-5	0	-4	1					0	-	-	-	-	-														
		<b>Transaktionen mit Forderungen</b>					<b>Transaktionen mit Verbindlichkeiten</b>																							
7=8+9	<b>Insgesamt</b>	13	1	15	0	1					30	5	6	15	4	-														
8	Einlagen	13	1	-	-	1					15	-	-	15	-	-														
9	Kredite	-	-	15	-	-					15	5	6	-	4	-														
	<b>Transaktionen insgesamt (netto)</b>	0	0	0	0	0					0	-	-	-	-	-														
		<b>Forderungen</b>					<b>Verbindlichkeiten</b>																							
10=1A+7A-1G-7G, 1B+7B-1H-7H, ...	<b>Eröffnungsbilanz</b>	70	20	100	-	12					202	40	60	90	2	10														
11	Transaktionen	13	1	15	-	1					30	5	6	15	4	-														
12=7	Sonstige wirtschaftliche Stromgrößen	1	1	-	-	-					2	-	-	2	-	-														
13	<b>Schlussbilanz</b>	84	22	115	-	13					234	45	66	107	6	10														
14=11+12+13	<b>Nettogeldvermögen</b>	39	-44	8	-6	3					0	-	-	-	-	-														
15=14(A-G), 14(B-H), ...																														

Anmerkung: PH: Private Haushalte, NFK: Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, FK: Finanzielle Kapitalgesellschaften, S: Staat, ÜW: Übrige Welt. Die Zahlen in dieser Tabelle dienen ausschließlich der Illustration.

den einbehaltenen Gewinnen. Die Ersparnis ist die Differenz zwischen Einkommen und Konsumausgaben.<sup>4</sup>

Die Überschüsse/Defizite werden dann in Zeile 7 bis 10 den Transaktionen mit Forderungen und Verbindlichkeiten des jeweiligen Sektors gegenübergestellt. Im unteren Bereich der Tabelle werden die Bestände an Aktiva und Passiva, die sich aus der Akkumulation der Transaktionen und sonstigen Strömen ergeben, ausgewiesen. Diese Tabelle ist stark vereinfacht (so erfolgt beispielsweise keine explizite Darstellung des Bestands an nichtfinanziellen Aktiva).<sup>5</sup>

Aus der Differenz zwischen Einnahmen und Ausgaben ergibt sich der Finanzierungssaldo (d. h. der finanzielle Überschuss/das finanzielle Defizit), ein Schlüsselindikator der Sektorkonten. In der Regel sind die Einnahmen eines privaten Haushalts höher als seine Ausgaben. Die privaten Haushalte treten also als Nettogläubiger gegenüber der restlichen Volkswirtschaft auf. Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften hingegen decken ihre Ausgaben üblicherweise nicht über ihre Ein-

4 Ein Glossar mit Begriffen zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen kann unter [www.ecb.europa.eu/stats/pdf/eea/EAA\\_Glossary.pdf?3f0aa8a9cd633211f9b30a47738e3d69](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/eea/EAA_Glossary.pdf?3f0aa8a9cd633211f9b30a47738e3d69) abgerufen werden.

5 Eine Beschreibung der Methoden, die den VGR zugrunde liegen, findet sich unter [www.ecb.europa.eu/stats/pdf/eea/eas\\_note\\_ch3.pdf?766369a89fd9e1c4d1ff32f25a54eea1](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/eea/eas_note_ch3.pdf?766369a89fd9e1c4d1ff32f25a54eea1).

nahmen, da sie zur Finanzierung zumindest eines Teils ihrer Sachvermögensbildung neben internen Ressourcen auch auf Mittel anderer Sektoren zurückgreifen. Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sind daher in der Regel Nettoschuldner. Auch der Staat nimmt oft netto Mittel auf. Reicht die Mittelbereitstellung der privaten Haushalte zur Deckung der Mittelaufnahme der anderen Sektoren nicht aus, so weist die Volkswirtschaft insgesamt in Bezug auf die übrige Welt ein Finanzierungsdefizit auf. Abweichungen von dieser typischen Konstellation ließen sich vor der Krise in mehreren Euro-Ländern beobachten, wobei es insbesondere zu äußerst hohen Wohnungsbauinvestitionen kam, sodass sich der Finanzierungssaldo der privaten Haushalte ins Negative kehrte (was auch in den Vereinigten Staaten der Fall war).

Aufgrund der Anforderungen in Bezug auf die Saldierung der Konten muss ein (Ex-ante-)Anstieg des Finanzierungssaldos eines Sektors mit einer entsprechenden Abnahme des Finanzierungssaldos eines anderen Sektors einhergehen. Das Rechnungssystem gibt jedoch nicht Auskunft darüber, welcher Mechanismus diese Verringerung auslöst oder welche Mechanismen dabei eine Rolle spielen.<sup>6</sup> Mithilfe der VGR können Änderungen der Nachfrage und der Mittelvergabe in den verschiedenen Wirtschaftssektoren nachvollzogen werden. Ferner werden die betroffenen Finanzinstrumente und die dauerhaften Auswirkungen von Transaktionen und Bewertungsänderungen auf die Vermögensbilanzen der Sektoren aufgezeigt.

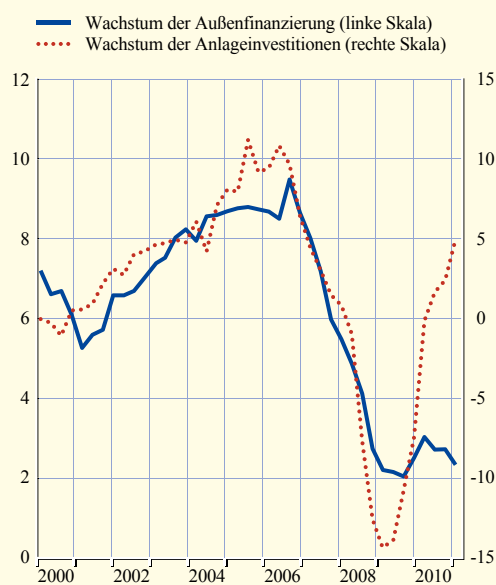
6 Steigt beispielsweise der Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte, weil sie ihren Konsum reduzieren und mehr sparen, führt dies zunächst zu höheren Lagerbeständen bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die wiederum finanziert werden müssen. Die notwendige Finanzierung dieser Lagerbestände erfolgt dementsprechend über die höhere Ersparnis der privaten Haushalte. Dies kann beispielsweise dazu führen, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihre Kosten reduzieren, was wiederum eine Minderung der Einnahmen der privaten Haushalte zur Folge hat, wodurch sich die Mittel verringern, die die privaten Haushalte den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zur Verfügung stellen können.

### 3 VERLAGERUNGEN VON FINANZIERUNGSÜBERSCHÜSSEN UND -DEFIZITEN ZWISCHEN DEN SEKTOREN

In diesem Abschnitt soll die Entwicklung, die der Dynamik der Finanzierungssalden der einzelnen Sektoren zugrunde liegt, im Zeitraum von der konjunkturellen Abkühlung über die Rezession bis hin zur Erholungsphase genauer betrachtet werden. Im Vorfeld der Krise begannen die *privaten Haushalte* frühzeitig, ihre Ausgaben zu kürzen. Im Zeitraum von 2006 bis 2008 erhöhte sich ihr Finanzierungsüberschuss kontinuierlich, zunächst durch eine schrittweise Drosselung der Wohnungsbauinvestitionen und später durch eine Beschränkung des Konsums. Im Zuge der Verschlechterung der Bedingungen an den Märkten für Wohnimmobilien im Jahr 2007 begann sich das Wachstum der (nominalen) Wohnungsbauinvestitionen privater Haushalte im Euroraum abzuschwächen und war schließlich ab Mitte 2008 im Vorjahrsvergleich leicht rückläufig. Dies war einer der Hauptgründe dafür, dass sich die Wachstumsrate der Außen-

Abbildung 6 Anlageinvestitionen und Außenfinanzierung der privaten Haushalte

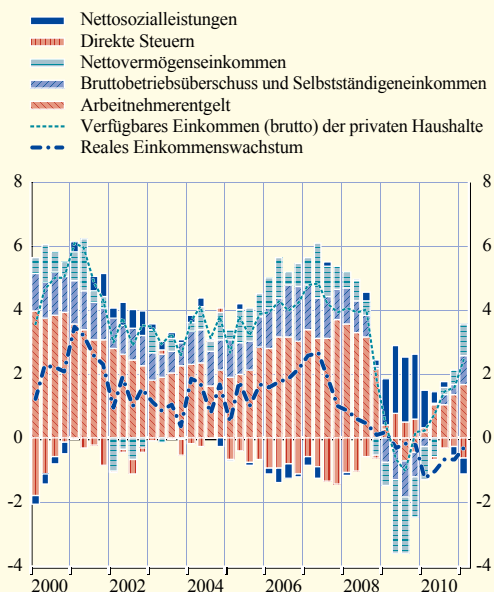
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB.

Abbildung 7 Nominales verfügbares Einkommen (brutto) der privaten Haushalte

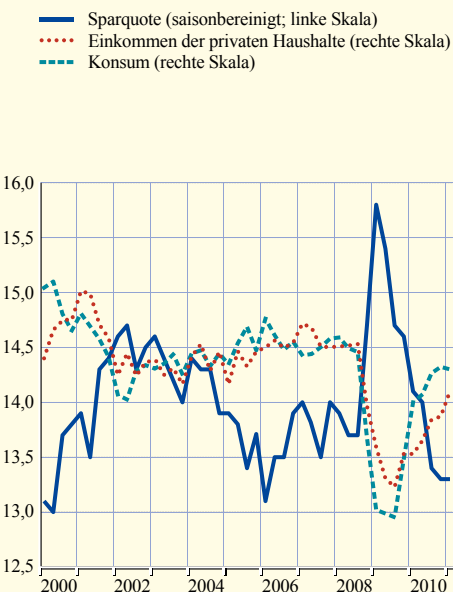
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB.

Abbildung 8 Einkommen, Konsum und Sparquote der privaten Haushalte

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in %)



Quellen: Eurostat und EZB.

finanzierung privater Haushalte (die alle Verbindlichkeiten umfasst) halbierte (siehe Abbildung 6). Obgleich das Einkommen der privaten Haushalte eine relativ stabile nominale Jahresrate von 4 % aufwies (siehe Abbildung 7), reichte dies Ende 2007 kaum noch aus, um die rasch steigende Teuerung nach dem HVPI auszugleichen, die im Juli 2008, angetrieben durch kräftig anziehende Rohstoffpreise, mit 4,1 % ihren Höchststand verzeichnete. Angesichts dieses Schocks auf das Realeinkommen verringerten die privaten Haushalte ihren realen Konsum anstatt den Verbrauch zulasten der Ersparnis aufrechtzuerhalten.

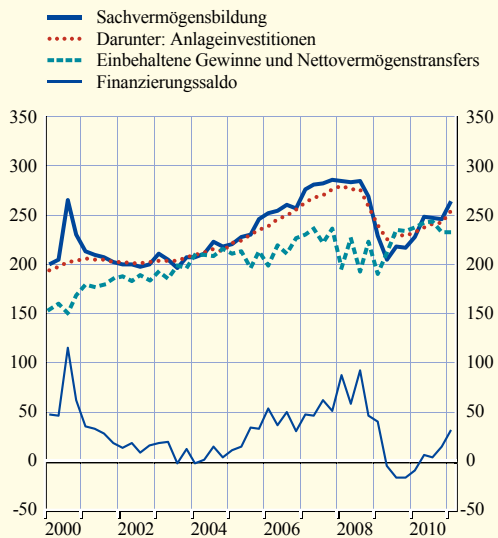
In den zwei Quartalen nach der Insolvenz von Lehman Brothers schränkten die privaten Haushalte ihre Ausgaben weiter ein. Der Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen beschleunigte sich bis zum zweiten Quartal 2009 auf -14,9 % im Vorjahresvergleich. Zudem gaben die nominalen Konsumausgaben der privaten Haushalte nach, was unter anderem durch eine kurze Phase fallender Verbraucherpreise begünstigt wurde. Außerdem erhöhte sich ihre Sparquote innerhalb

von zwei Quartalen um 1,5 Prozentpunkte (siehe Abbildung 8). Vor dem Hintergrund eines rückläufigen Arbeitnehmerentgelts und eines sinkenden Nettovermögenseinkommens (Zinsen und Dividenden) wurde das Einkommenswachstum der privaten Haushalte stark von staatlichen Netto-Transferleistungen (Sozialleistungen abzüglich Steuern und Sozialabgaben) gestützt. Dieses Phänomen hob sich im Jahresverlauf 2010 allmählich wieder auf, als die anderen Komponenten des Einkommens der privaten Haushalte abermals anzogen (siehe Abbildung 7). Darüber hinaus erhielt das Konsumwachstum gegen Ende 2010 durch die rasche Abnahme der Sparquote auf ein zehnjähriges Tief weiteren Auftrieb. Die Entwicklung in den einzelnen Ländern verlief sehr heterogen. So war in einigen Ländern vor 2007 eine Hausse der Wohnungsbauinvestitionen oder im Zeitraum von 2008 bis 2010 eine kräftigere zyklische Veränderung der Sparquote als in anderen Ländern zu beobachten.

Im Gegensatz zur frühen Kürzung der Ausgaben bei den privaten Haushalten war bei den *nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften* noch bis zum

**Abbildung 9 Sachvermögensbildung, einbehaltene Gewinne und Finanzierungssaldo der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften**

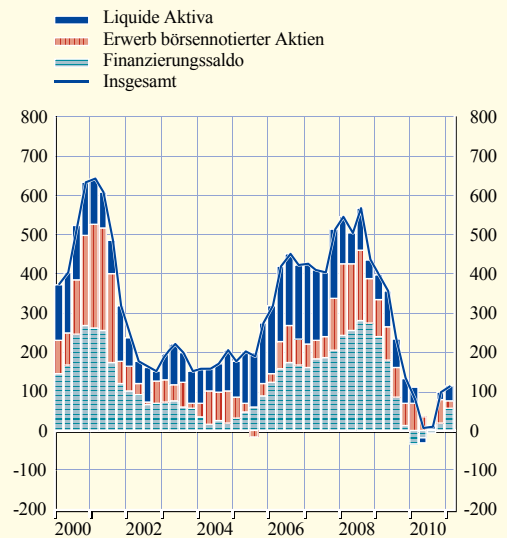
(in Mrd €; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der sprunghafte Anstieg der Vermögensbildung und des Finanzierungsdefizits im Jahr 2000 ist auf den Erwerb von Mobilfunklizenzen (UMTS) zurückzuführen, der unter den Ausgaben der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verbucht wurde.

**Abbildung 10 Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nach Instrumententyp**

(Gleitende Vierquartalsumme; in Mrd €)



Quellen: Eurostat und EZB.  
Anmerkung: Um eine bessere Darstellung zu erreichen, werden bei der Finanzierung einige Transaktionen mit Aktiva konsolidiert, da es sich vornehmlich um sektorinterne Vermögensgegenstände handelt (von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gewährte Kredite, nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte, sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten).

dritten Quartal 2008 ein Anstieg der Mittelaufnahme und eine Ausweitung der Bilanzen zu beobachten. Abbildung 9 zeigt den Zuwachs der saisonbereinigten Mittelaufnahme der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften bis zu diesem Zeitpunkt, der sich aus einer erhöhten Vermögensbildung und geringeren einbehaltenen Gewinnen ergab. Die Aufschlüsselung der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften nach Instrumententyp (siehe Abbildung 10) deutet ebenfalls auf ein bis Mitte 2008 zunehmendes Risikoengagement mit einem forcierten Erwerb börsennotierter Aktien hin. Darüber hinaus hatte die seit 2006 verzeichnete beträchtliche Akkumulation liquider Vermögensgegenstände<sup>8</sup> ab Ende 2007 nachgelassen, da die Kapitalgesellschaften begannen, ihre Liquiditätspuffer in Anspruch zu nehmen. Im Zuge einer Kehrtwende im letzten Quartal 2008 reduzierten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sämtliche Ausgaben – in den Bereichen Anlageinvestitionen, Lagerbestände, Löhne, laufende Ausgaben (z. B. für Reisen), aber auch

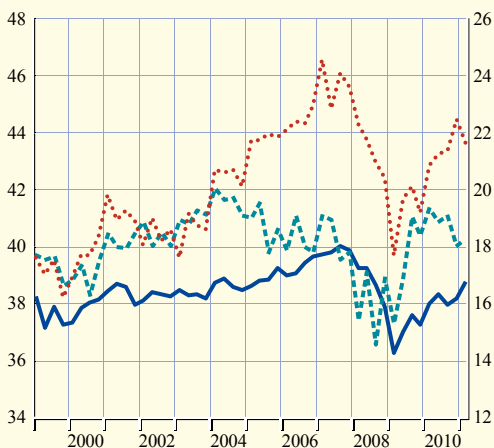
Zinsen und Dividenden – sowie sonstige Aufwendungen, wie beispielsweise den Erwerb börsennotierter Aktien. Darüber hinaus zahlten sie auch weniger Steuern auf ihr Einkommen. Den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gelang es, ihr im Jahr 2008 sehr hohes Finanzierungsdefizit bis zum Sommer 2009 in einen Finanzierungsüberschuss zu wandeln, indem sie ihre Kassenbestände ausweiteten und ihren Außenfinanzierungsbedarf zurückschraubten. Dem Anstieg der Sachvermögensbildung ab Mitte 2009 (der zunächst in erster Linie auf den Wiederaufbau der Lagerbestände nach deren drastischer Verringerung im ersten Halbjahr 2009 zurückzuführen war) stand eine Verbesserung der einbehaltenen Gewinne in nahezu der gleichen Größenordnung gegenüber. Dies führte dazu, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften die Rückkehr zu einem deutlichen Finanzierungsdefizit vermieden. Die zunehmende Außenfinanzierung ging bis zum ersten

<sup>8</sup> Einlagen, Schuldverschreibungen und Investmentzertifikate.

**Abbildung 11 Messgrößen des Bruttogewinns nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet**

(in % der Wertschöpfung; saisonbereinigt)

- Bruttobetriebsüberschuss (linke Skala)
- ... Bruttounternehmensgewinn (linke Skala)
- - - Verfügbares Einkommen (brutto; = einbehaltene Gewinne; rechte Skala)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

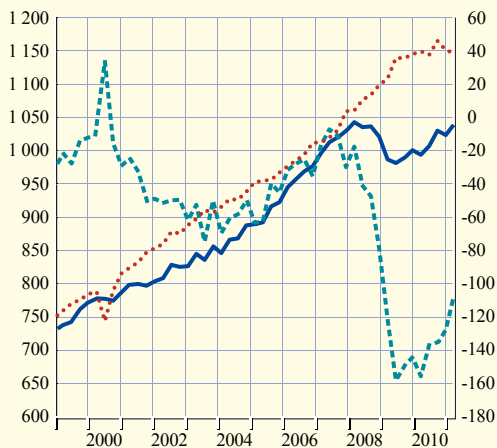
Quartal 2011 in den meisten Fällen mit einem erneuten Liquiditätsaufbau einher. Danach kam es zu einem erheblichen Anstieg der Mittelaufnahme der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften.

Auf der Grundlage einer Reihe von Konzepten der VGR ist auch eine Analyse der Gewinnmargen möglich (siehe Abbildung 11). Besonders augenfällig ist der deutliche Rückgang von Bruttobetriebsüberschuss und Bruttounternehmensgewinn seit Mitte 2007, der dann im ersten Quartal 2009 eine Talsohle erreichte. Verantwortlich für diesen Einbruch waren unter anderem eine unvollständige Weitergabe von Rohstoffpreissteigerungen sowie der anhaltende Lohndruck und später die negativen Auswirkungen der Rezession. Im Verlauf der Erholungsphase erhöhte sich der Bruttobetriebsüberschuss allmählich wieder angesichts eines starken Wettbewerbsdrucks und einer unvollständigen Weitergabe hoher Vorleistungskosten. Die einbehaltenen Gewinne der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften erholten sich hingegen viel rascher. Gründe hierfür waren niedrigere Nettozinsaufwendungen (die Kapitalgesellschaften sind die

**Abbildung 12 Ausgaben, Einnahmen und Defizit des Staatssektors**

(in Mrd €; saisonbereinigt)

- Einnahmen (linke Skala)
- ... Ausgaben (linke Skala)
- - - Saldo (rechte Skala)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen (eigene Saisonbereinigung).

größten Nutznießer der sehr niedrigen Leitzinsen), geringe Steuerzahlungen (aufgrund der mit einer Verzögerung eintretenden Auswirkungen des konjunkturellen Tiefpunkts) sowie niedrige Dividendenausschüttungen (als flankierende Sparmaßnahme reduzierten die Kapitalgesellschaften 2009 in vielen Fällen ihre Dividendenzahlungen oder stellten sie gänzlich ein). Die Unternehmensgewinne zogen kräftiger an als der Betriebsüberschuss, jedoch nicht ganz so stark wie die einbehaltenen Gewinne.<sup>9</sup>

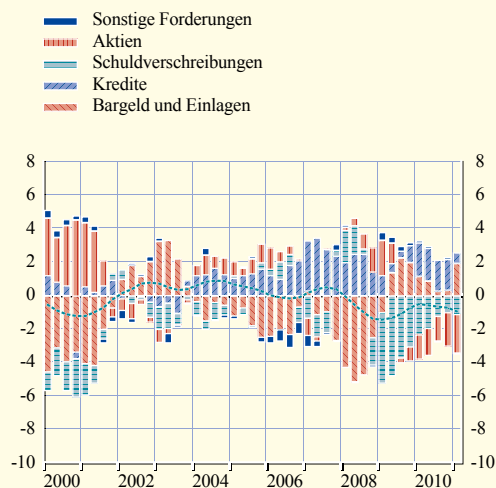
<sup>9</sup> Der Bruttobetriebsüberschuss erfasst die Margen der Produktionsstätigkeit (im Wesentlichen Absatz abzüglich Erwerb und Arbeitnehmerentgelt). Beim Bruttounternehmensgewinn werden darüber hinaus Zins- und Dividendeneinnahmen (netto) berücksichtigt. Bei den einbehaltenen Gewinnen (die im Fall der Kapitalgesellschaften auch dem verfügbaren Einkommen sowie der Ersparnis entsprechen) werden hiervon sonstige laufende Übertragungen abgezogen (in erster Linie Steuern und Dividendenausschüttungen). Die Beurteilung von Margen auf Basis des Unternehmensgewinns kann leicht zu Fehlinterpretationen führen, was vor allem daran liegt, dass im Allgemeinen auch sektorinterne Dividendenausschüttungen (also Dividendenausschüttungen gebietsansässiger nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften an andere gebietsansässige nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften) erfasst werden. Einer groben Einschätzung zufolge erhöhten sich die Dividendeneinnahmen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Zeitraum von 2000 bis 2010 gemessen an der Wertschöpfung von 3,8 % auf 7,8 %.

Die Position des *Staatssektors* verschlechterte sich zunächst bis zum dritten Vierteljahr 2008 allmählich nach einer nahezu ausgeglichenen Ausgangslage im zweiten Quartal 2007, was in erster Linie einem langsameren Einnahmewachstum zuzuschreiben war. Im Jahr 2009 beschleunigte sich das Defizitwachstum jedoch deutlich, was auf das Wirken automatischer Stabilisatoren und die Umsetzung einer Reihe politischer Maßnahmen<sup>10</sup> zurückzuführen war (siehe Abbildung 12). Die Einnahmen aus der direkten Besteuerung privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften sowie die Einnahmen aus Sozialbeiträgen brachen massiv ein, während sich die Sozialleistungen erhöhten. Im Ergebnis wurde hierdurch das Einkommen der privaten Haushalte und der Kapitalgesellschaften gestützt. Aufgrund der Rezession waren die Ungleichgewichte im privaten Sektor, die in einigen Ländern vor der Krise entstanden waren, zu diesem Zeitpunkt in hohen (oder höheren) Defiziten der öffentlichen Haushalte aufgegangen, weshalb eine fiskalpolitische Anpassung dringend geboten war. Ab dem ersten Quartal 2010 begann die Umsetzung finanzpolitischer Korrekturmaßnahmen die Ausgaben der öffentlichen Hand zu bremsen, sodass diese im ersten Quartal 2011 erstmals seit Beginn der Währungsunion eine negative Jahresänderungsrate aufwies, wobei sich das Arbeitnehmerentgelt im Staatssektor im Vorjahresvergleich drei Quartale in Folge fast stabil entwickelte. Unterdessen zogen die staatlichen Einnahmen wieder an. Verantwortlich hierfür waren Konsolidierungsmaßnahmen und die Effekte automatischer Stabilisatoren in einer konjunkturellen Erholungsphase. Dementsprechend war ab dem ersten Quartal 2010 ein leichter Rückgang des staatlichen Defizits zu verzeichnen. Es bestehen jedoch nach wie vor hohe Haushaltsungleichgewichte.

Zum Abschluss der Betrachtung der institutionellen Sektoren soll darauf hingewiesen werden, dass die *finanziellen Kapitalgesellschaften* im Euroraum vergleichsweise regelmäßig einen umfangreichen Finanzierungsüberschuss aufweisen, der in erster Linie auf die einbehaltenen Gewinne zurückzuführen ist, die zu einer Ver-

**Abbildung 13 Finanzierungsüberschuss des Euro-Währungsgebiets gegenüber der übrigen Welt (nach Instrumenten)**

(in % des BIP; gleitende Vierteljahrssummen)



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: In dieser Abbildung werden die Transaktionen mit Forderungen von Ansässigen im Euroraum, die mit den Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden konsolidiert wurden, nach Instrumenten aufgeschlüsselt dargestellt. Es werden also Nettozuflüsse (-) oder Nettoabflüsse (+) des Eurogebiets für die einzelnen Instrumentenkategorien erfasst.

besserung der Eigenkapitalausstattung beitragen. Dessen ungeachtet erhöhte sich jedoch ihr Verschuldungsgrad (siehe Abschnitt 4). Zudem stieg ihr Finanzierungsüberschuss während und nach der Krise tendenziell weiter an. Grund für dieses auf den ersten Blick etwas widersinnige Ergebnis ist vor allem die ab 2007 festzustellende Erholung der für die Intermediation zu zahlenden Aufschläge, die zuvor auf ein sehr niedriges Niveau gesunken waren.<sup>11</sup>

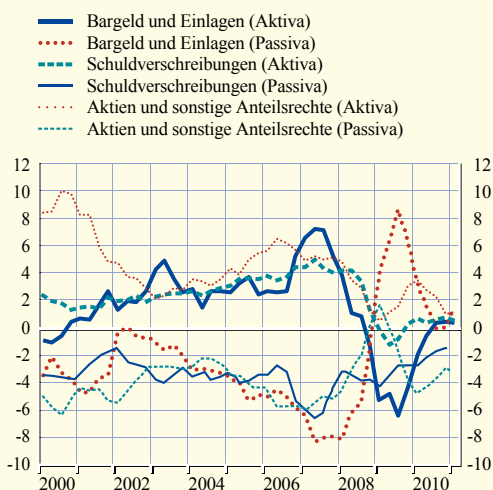
Da die Sektoren im Eurogebiet im Zeitraum von 2002 bis 2007 höhere Überschüsse als Defizite verbuchten, wies der Euroraum gegenüber der *übrigen Welt* einen Finanzierungsüberschuss auf. In den Jahren 2007 und 2008

<sup>10</sup> Ausgeklammert bleibt hierbei freilich das Gros der Maßnahmen zur Stützung des Bankensektors, die von Eurostat als nicht defizitwirksam eingestuft werden (siehe Abschnitt 5).

<sup>11</sup> Gemäß den im ESVG 95 niedergelegten Buchungsregeln bleiben Umbewertungsverluste (oder -gewinne), beispielsweise aufgrund toxischer Wertpapiere, die Banken während des Booms erworben hatten, bei der Berechnung von Gewinnen unberücksichtigt. Ferner verbucht Eurostat auch Mittel aus den Rettungspaketen nicht als Einkommen des Empfängers (bzw. zu empfangende Vermögenstransfers), sondern als Finanzierung.

**Abbildung 14 Grenzüberschreitende  
Einlagen- und Wertpapierströme im  
Euro-Währungsgebiet**

(in % des BIP; gleitende Vierquartalsummen)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Aktiva und Passiva des Euroraums. Zuflüsse (-)/  
Abflüsse (+).

kehrten sich die Überschüsse des Euroraums aufgrund eines negativen Terms-of-Trade-Shocks (der auf kräftige Rohstoffpreissteigerungen zurückzuführen war) und wiederholte negative Beiträge des Außenhandels zum BIP-Wachstum in Defizite um (siehe Abbildung 13 und 5). Im Anschluss hieran verbesserten sich die Terms of Trade ab Mitte 2008 über einige wenige Quartale hinweg deutlich, verschlechterten sich dann jedoch ab Mitte 2009 wieder rapide. Obwohl im Eurogebiet ab dem zweiten Quartal 2009, begünstigt durch eine solide weltwirtschaftliche Erholung, im Allgemeinen positive Beiträge des Außenhandels zu verzeichnen waren, wurde in der außenwirtschaftlichen Bilanz nicht erneut ein Überschuss erwirtschaftet.

Die Finanzierung des Finanzierungsdefizits im Euroraum erfolgte sowohl in der Krise als auch in der Erholung reibungslos, wobei sich drei separate Phasen identifizieren lassen. In einer ersten Phase von Mitte 2007 bis Mitte 2008 wurden die Abflüsse bei den anderen Instrumenten (Kredit, Schuldverschreibungen und Aktien) durch umfangreiche Nettozuflüsse bei den Einlagen finanziert. In einer zweiten Phase

nach der Insolvenz von Lehman Brothers gingen die grenzüberschreitenden Bruttotransaktionen rapide zurück, insbesondere was Interbankeinlagen betraf (siehe Abbildung 14). Das Defizit des Eurogebiets wurde im Zeitraum von 2008 bis 2009 vornehmlich durch Nettozuflüsse bei den Schuldverschreibungen finanziert. Diese speisten sich in erster Linie aus dem Erwerb von Anleihen Gebietsansässiger durch Gebietsfremde (und nicht die Veräußerung von Anleihen Gebietsfremder durch Gebietsansässige). In einer dritten Phase im Jahr 2010 wurde das Defizit des Euroraums vor dem Hintergrund eines recht starken Euro im Wesentlichen durch Nettozuflüsse bei den Aktien (vor allem den Erwerb durch Gebietsfremde) finanziert.

#### 4 VERSCHULDUNGSGRAD DER INSTITUTIONELLEN SEKTOREN

Die Finanzierungssalden und die Sachvermögensbildung schlagen sich in den Vermögensbilanzen nieder und werden ihrerseits von der bilanziellen Entwicklung beeinflusst. Dabei steht insbesondere das Verhältnis des Fremdkapitals<sup>12</sup> zum Vermögen im Blickpunkt der wirtschaftlichen und finanziellen Analyse – vor allem wenn es um die Überwachung der Finanzstabilität und der Schuldentragfähigkeit geht. Obgleich die Vorabfestlegung auf ein Niveau, bei dem die Verschuldung noch tragfähig ist,<sup>13</sup> schwierig ist, kann eine plötzliche Veränderung der Wahrnehmung hinsichtlich der Schuldentragfähigkeit – wie die aktuelle Finanzkrise gezeigt hat – Korrekturen mit schwerwiegenden gesamtwirtschaftlichen Folgen nach

12 Das Fremdkapital umfasst hier alle Verbindlichkeiten laut ESVG 95 außer Anteilsrechten und Finanzderivaten. Im nichtfinanziellen Sektor bleiben darüber hinaus die sonstigen Verbindlichkeiten unberücksichtigt.

13 Die theoretische Literatur stellt meist nicht auf die Höhe der Schulden sondern die Zusammensetzung der Finanzierung bzw. der Verschuldung ab und folgt damit den Modigliani-Miller-Theoremen. Zum Originalwortlaut des Irrelevanztheorems (über die Kapitalstruktur) siehe F. Modigliani und M. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in: *American Economic Review*, Nr. 48(3), 1958, S. 261-297. In der späteren Literatur zur Kapitalstruktur von Unternehmen wurden Faktoren identifiziert, die das optimale Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital beeinflussen. Eine Darstellung dieser Literatur findet sich in: A. Villamil, *The Modigliani-Miller theorem*, in: S. N. Durlauf und L. E. Blume (Hrsg.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave MacMillan, 2008.



sich ziehen. Die Verschuldung lässt sich am Einkommen bemessen, aber auch im Verhältnis zu Geld- und Sachvermögen (siehe Kasten 2).

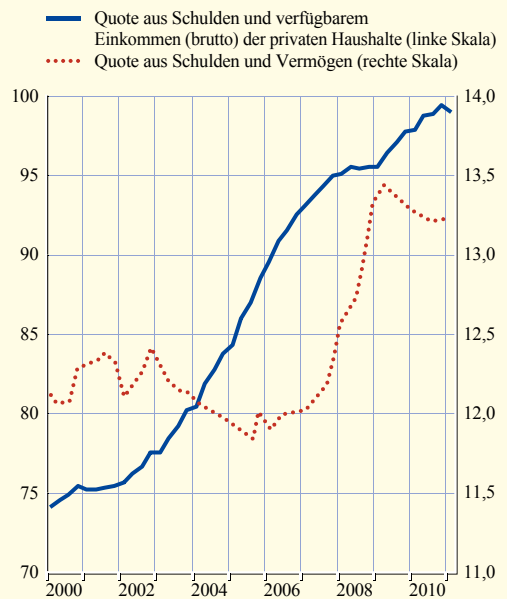
### VERSCHULDUNGSGRAD DER NICHTFINANZIELLEN SEKTOREN

Vor der Krise haben die privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet ihre Verschuldung deutlich von rund 75 % des verfügbaren Einkommens im Jahr 2000 auf etwa 94 % im Jahr 2007 gesteigert (siehe Abbildung 15). Da jedoch der Wert ihres Vermögens (Geld- und Sachvermögen) schneller zunahm, kam es im genannten Zeitraum sogar zu einem leichten Rückgang der Verschuldung gemessen am Vermögen. Diese Entwicklung könnte über Vermögenseffekte zum Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte in diesem Zeitraum beigetragen haben. 2007 setzte in einigen Ländern des Euroraums ein Preisrückgang bei den Wohnimmobilien ein, und 2008 war eine deutliche Abnahme des Gesamtwerts des Sachvermögens privater Haushalte im Eurogebiet zu beobachten, die zu einer Schmälerung des Reinvermögens<sup>14</sup> führte. Die privaten Haushalte reagierten hierauf und verringerten sowohl ihre Wohnungsbauinvestitionen als auch ihre Fremdfinanzierung, sodass der Anstieg der Verschuldung gemessen am verfügbaren Einkommen vorübergehend zum Stillstand kam. 2009 sanken die Sachvermögensbildung und der entsprechende Finanzierungsbedarf der privaten Haushalte noch weiter, obwohl die Verschuldung gemessen am verfügbaren Einkommen aufgrund eines hier verzeichneten Rückgangs wieder zunahm. Erst 2010 stabilisierte sich die Quote (bei etwa 99 %), denn dem sehr niedrigen Wachstum der Verschuldung der privaten Haushalte stand ein ähnlich verhaltener Anstieg des verfügbaren Einkommens gegenüber.

Die Entwicklung des Reinvermögens der privaten Haushalte lässt sich genauer analysieren, indem die vierteljährlichen Veränderungen in Transaktionen und sonstige Änderungen<sup>15</sup> (siehe Abbildung 16) aufgegliedert werden. Letztere ergeben sich zumeist aus Umbewertungsgewinnen von Aktien und Wohnimmobilien. In den Jahren vor der Krise schlug das Reinvermögen

**Abbildung 15** Schuldenquoten der privaten Haushalte

(in % des verfügbaren Einkommens (brutto) der privaten Haushalte und in % des Vermögens<sup>1)</sup>)



Quellen: Eurostat und EZB.  
1) Geld- und Sachvermögen.

der privaten Haushalte, das in Abbildung 16 als prozentualer Anteil am verfügbaren Einkommen dargestellt ist, vor allem wegen des anhaltenden Preisauftriebs bei Wohnimmobilien mit starken Wachstumsraten zu Buche.

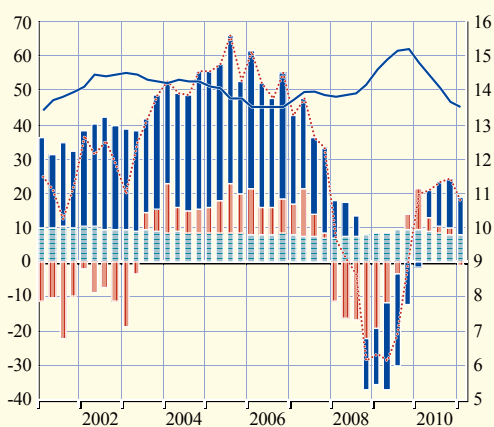
Diese Bewertungsgewinne überstiegen den durch die Ersparnis erreichten Vermögenszuwachs deutlich. 2008 führte der drastische Kurseinbruch an den Aktienmärkten dann zu hohen Bewertungsverlusten beim Geldvermögen; diese Situation wurde durch Wertverluste bei den Wohnimmobilien gegen Ende desselben Jahres noch verschärft. In Kombination mit einer Entrübung der allgemeinen wirtschaftlichen Aussichten bewirkte die oben skizzierte Entwicklung, dass die privaten Haushalte ihre Sparquote erhöhten. Sie konnten dadurch aber kaum die

14 Das *Reinvermögen* wird im ESVG 95 als Saldo von Vermögenswerten und Verbindlichkeiten, einschließlich Eigenkapital, definiert.  
15 Zu den sogenannten *sonstigen wirtschaftlichen Stromgrößen* zählen *Umbewertungsgewinne und -verluste* sowie *sonstige reale Vermögensänderungen*.

**Abbildung 16 Veränderung des Reinvermögens der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet**

(gleitende Viertelsummen; in % des verfügbaren Einkommens)

- Sonstige Ströme beim Sachvermögen<sup>1)</sup> (linke Skala)
- Sonstige Ströme in Forderungen/Verbindlichkeiten<sup>2)</sup> (linke Skala)
- Reinvermögensänderung durch Sparen<sup>3)</sup> (linke Skala)
- Sparquote (rechte Skala)
- Reinvermögensänderung (linke Skala)



Quellen: Eurostat und EZB.  
 1) Hauptsächlich Umbewertungsgewinne und -verluste von Immobilien und Grundstücken.  
 2) Hauptsächlich Umbewertungsgewinne und -verluste von Anteilsrechten.  
 3) Diese Position umfasst: Sparen (netto), empfangene Vermögenstransfers (netto) und den Unterschiedsbetrag zwischen den zusammengefassten nichtfinanziellen Konten und dem Finanzierungskonto.

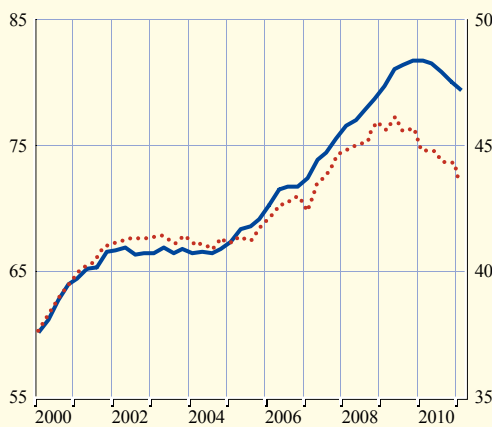
Schrumpfung ihres Reinvermögens, die dann 2009 zu beobachten war, aufhalten. Die Wachstumsraten kehrten sich erst 2010 wieder ins Positive, als statt der Umbewertungsverluste wieder Umbewertungsgewinne bei den Aktiva verzeichnet wurden.

Wie in Abschnitt 3 erläutert, gingen die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet später als die privaten Haushalte zu Ausgabenkürzungen über. Bis Mitte 2008 folgten sie noch dem 2004 aufgenommenen Trend und häuften in kurzer Zeit Schulden an. Dies geschah vor dem Hintergrund umfangreicher fremdfinanzierter Investitionen sowie Übernahmen und Fusionen. Als dann 2009 das BIP stark zurückging, nahm die am BIP gemessene Schuldenquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Jahresverlauf weiter zu (Nennereffekt), obwohl diese schnell reagiert und ihre

**Abbildung 17 Schuldenquoten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften**

(in % des BIP und in % des Vermögens<sup>1)</sup>)

- Quote aus Schulden und BIP (linke Skala)
- Quote aus Schulden und Vermögen (rechte Skala)



Quellen: Eurostat und EZB.  
 1) Geld- und Sachvermögen.

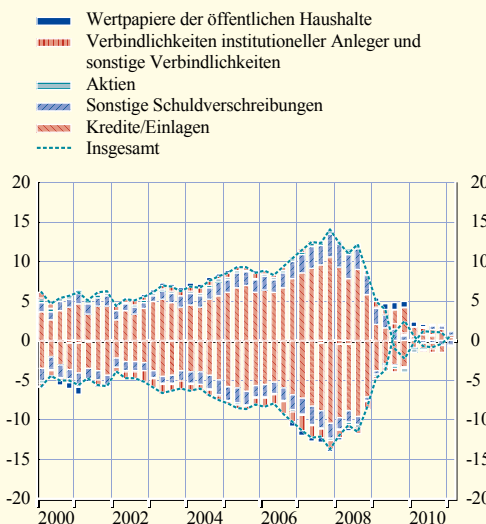
Finanzierungsdefizite gesenkt hatten, sodass nach wenigen Quartalen Überschüsse verbucht wurden. Erst 2010, als sich das BIP-Wachstum erholte und die Fremdfinanzierung überstieg, setzte ein Rückgang der am BIP gemessenen Schuldenquote nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften ein (siehe Abbildung 17).

**VERSCHULDUNGSGRAD DES FINANZIELLEN SEKTORS**

Im Gegensatz zu den nichtfinanziellen Sektoren wird die Bilanzentwicklung der Finanzintermediäre nicht wesentlich von sektorinternen Einnahmen-Ausgaben-Ungleichgewichten bestimmt und reagiert auch nicht unmittelbar auf sie. Der wirtschaftlichen Funktion von Finanzintermediären entsprechend sind ihre Bilanzen als Vehikel zur Vermittlung der Finanzierung zwischen nichtfinanziellen Wirtschaftssubjekten zu verstehen. Folglich weist die bilanzielle Entwicklung

Abbildung 18 MFI-Bilanz

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB.

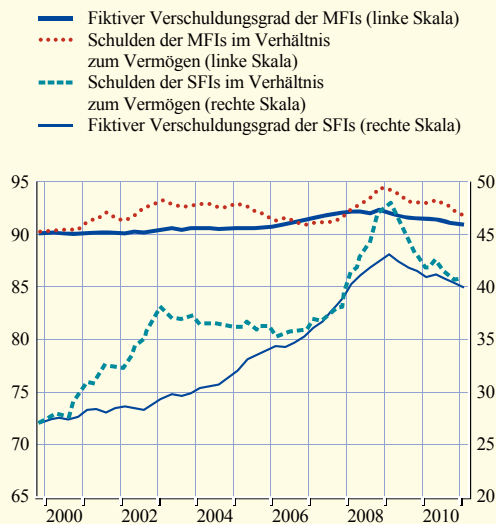
der Finanzintermediäre eine engere Beziehung mit dem nichtfinanziellen Sektor auf.

In Zeiten eines wirtschaftlichen Aufschwungs kommt es aufgrund des steigenden Finanzierungsbedarfs nichtfinanzieller institutioneller Einheiten zu einer überdurchschnittlichen Ausweitung der Bilanz, während in Abschwungsphasen in der Regel ein vergleichsweise verhaltenes Bilanzwachstum zu beobachten ist. Abbildung 18 zeigt, dass dieses Verlaufsmuster in den VGR seit 2005 von den MFIs des Euro-Währungsgebiets nachvollzogen wurde: Das jährliche Wachstum ihrer Bilanzsumme nahm schrittweise zu und lag Ende 2007 bei 14 %. Im darauffolgenden Jahr schwächte sich die Wachstumsrate leicht ab und verlangsamte sich dann nach der Insolvenz von Lehman Brothers massiv. Ende 2009 wurde schließlich eine negative jährliche Veränderungsrate von 2 % verzeichnet.

Phasen, in denen die Bilanzsummen von Finanzintermediären stark wachsen, können zu einem prozyklischen Anstieg der am Vermögen gemessenen Verschuldung (im Folgenden als „Verschuldungsgrad“ bezeichnet) führen, was ein

Abbildung 19 Verschuldungsgrad im Sektor der Finanzinstitute

(Schulden in % des Vermögens)



Quellen: Eurostat und EZB.

potenzielles Risiko für die Finanzstabilität darstellt und einen konjunkturellen Hausse-Baisse-Zyklus auslösen bzw. verstärken könnte.<sup>16</sup> In Abbildung 19 wird die Entwicklung des Verschuldungsgrads von MFIs und sonstigen Finanzinstituten (SFIs)<sup>17</sup> innerhalb der letzten zehn Jahre dargestellt. Dabei wird zwischen der Gesamtquote und der fiktiven Quote unterschieden, die sich lediglich aus der aktiven Steigerung von Schulden und Kapital ergibt und die Auswirkungen von Vermögenspreisänderungen auf die Verschuldung unberücksichtigt lässt (siehe

16 In Teilen des finanziellen Sektors bestehen Anreize, durch weiteren Schuldenaufbau auf höhere Vermögenspreise zu reagieren, um den Verschuldungsgrad wiederherzustellen bzw. zu erhöhen (siehe z. B. T. Adrian und H. S. Shin, Liquidity and Leverage, FRB of New York Staff Report Nr. 328, 1. Januar 2009). Dieses Verhaltensmuster könnte zudem durch institutionelle Faktoren verstärkt werden, etwa durch eine Tendenz zu weniger strikten aufsichtsrechtlichen Bestimmungen in Boom-Phasen (siehe CGFS, The role of valuation and leverage in procyclicality, CGFS Papers, Nr. 34, von einer gemeinsamen Arbeitsgruppe des Forums für Finanzstabilität und des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem, unter der Leitung von Jean-Pierre Landau, Banque de France, erstellter Bericht, April 2009).

17 Zum SFI-Sektor zählen sehr unterschiedliche Wirtschaftssubjekte: bankähnliche Intermediäre mit einem hohen Fremdkapitalanteil – gelegentlich als Schattenbankensystem bezeichnet – wie etwa Verbriefungszweckgesellschaften, aber auch Investmentfonds, deren Passiva fast vollständig aus Eigenkapital bestehen.

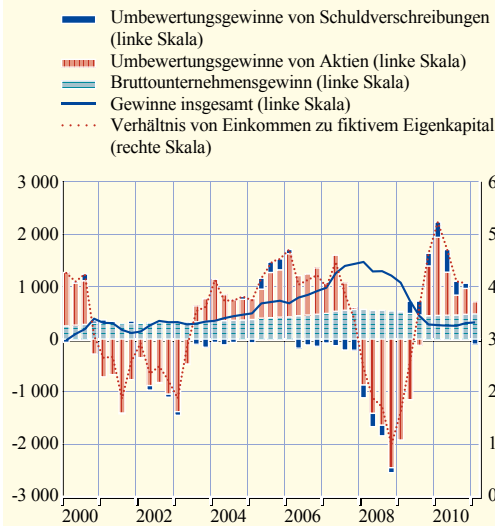
Kasten 2). Auf diese Weise lassen sich Veränderungen des Verschuldungsgrads, die auf die Vermögenspreisentwicklung zurückzuführen sind, wie auch die aktive Reaktion der Finanzinstitute auf diese Entwicklung (und deren Auswirkung auf den Verschuldungsgrad) analysieren.

MFIs, bei denen die Aufnahme von Fremdkapital Teil der Hauptgeschäftstätigkeit (z. B. Entgegennahme von Einlagen und Vergabe von Krediten) ist, weisen einen vergleichsweise hohen Verschuldungsgrad auf. Seit der Jahrtausendwende hat sich der Gesamtverschuldungsgrad der SFIs jedoch deutlich erhöht: Er belief sich zu Beginn des Jahres 2000 auf 27 % und Ende 2010 auf 41 % (bei den Banken stieg die gleiche Kennzahl im entsprechenden Zeitraum um weniger als zwei Prozentpunkte auf 92 %). Hier zeigt sich eine kontinuierliche Verschiebung der Finanzintermediation zu den Nichtbanken.<sup>18</sup>

Die Entwicklung des Verschuldungsgrads lässt sich für Analysezwecke in drei verschiedene Phasen unterteilen. Während der ersten Phase bis Ende 2004 änderte sich der fiktive Verschuldungsgrad der MFIs kaum, während er sich bei den SFIs deutlich erhöhte. Diese Entwicklung kommt im Gesamtverschuldungsgrad, der durch Vermögenspreissteigerungen in diesem Zeitraum beeinflusst wurde, nicht so klar zum Ausdruck. In der zweiten Phase, die den Zeitraum ab Anfang 2005 bis Mitte 2008 umfasst, trat die Verzerrung aufgrund der Vermögenspreisänderungen noch deutlicher zutage; der Gesamtverschuldungsgrad der SFIs stagnierte, und bei den MFIs ging er zurück, obwohl beide Sektoren in großem Umfang Fremdkapital aufnahmen und somit ihren fiktiven Verschuldungsgrad erhöhten. Der Gesamtverschuldungsgrad dieser beiden Sektoren stieg erst Ende 2007 wieder, als bei den Vermögenspreisen eine rückläufige Entwicklung einsetzte. Die letzte Phase – die Zeit nach der Insolvenz von Lehman Brothers – war von einem anhaltenden Verschuldungsabbau der MFIs und der SFIs geprägt, der teilweise mit dem starken Einfluss der rückläufigen Vermögenspreise auf den Gesamtverschuldungsgrad und mit den darauffolgenden Maßnahmen zur Wiederherstellung einer tragfähigen Verschuldung im Zusammen-

Abbildung 20 Gewinne der Finanzinstitute

(Ströme in Mrd € über vier Quartale; in %)



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkungen: Gewinne sind als Summe des Bruttoundernehmensgewinns und der Umbewertungsgewinne von Aktien und Schuldverschreibungen definiert (siehe Fußnote 19). Das Verhältnis von Einkommen zu fiktivem Eigenkapital bezieht sich auf das Verhältnis von Bruttoundernehmensgewinn zu fiktivem Eigenkapital. Das fiktive Eigenkapital ist der Bestand an Eigenkapital zuzüglich der Aktientransaktionen zum Marktwert am Ende des ersten Quartals 1999. Zum Eigenkapital zählen Aktien und sonstige Anteilsrechte (ohne Geldmarktfondsanteile). Aktientransaktionen umfassen auf Aktien bezogene Finanztransaktionen (Aktienemissionen) und einbehaltene Gewinne.

hang stand. Unter diesen Bedingungen kam das Wachstum der Bilanzsummen finanzieller Kapitalgesellschaften fast zum Stillstand (siehe Abbildung 18 zu den MFIs). Verantwortlich hierfür waren einerseits die Veräußerung nicht zum Kerngeschäft zählender Vermögenswerte und andererseits die Zunahme der Marktfinanzierung zulasten der Bankfinanzierung (siehe Abschnitt 5). Diese Folge von Ereignissen legt den Schluss nahe, dass die Beziehung zwischen dem Gesamtverschuldungsgrad und dem fiktiven Verschuldungsgrad

<sup>18</sup> Im Gegensatz zum Bankensektor unterliegen diese Intermediäre nicht einem Einlagensicherungssystem, es fehlt ihnen der Zugang zu Liquiditätsfazilitäten der Zentralbanken, und sie sind nicht an strenge aufsichtsrechtliche Vorschriften gebunden. Die Übernahme von Geschäftsmodellen, die auf wenig regulatorisches Eigenkapital setzen, führte dazu, dass sich die Intermediationsaktivität auf Akteure des SFI-Sektors, z. B. Verbriefungszweckgesellschaften, verlagerte, weil das traditionelle Bankgeschäft (Intermediation über Einlagen und Kredite) vom Originat-to-Distribute-Modell (in dem die Banken Kredite vergeben, aber durch Verbriefung die Forderungen an Anleger weitergeben) verdrängt wurde.

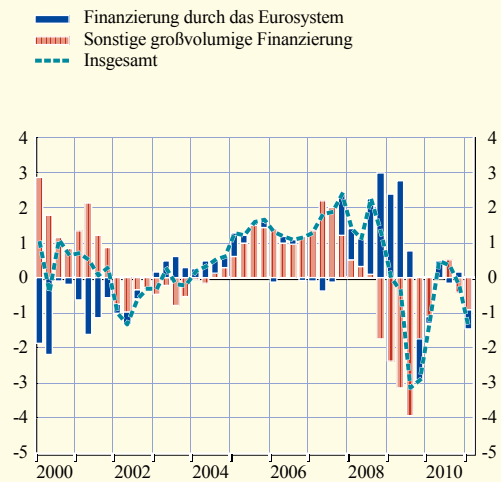
durch eine zeitliche Verzögerung gekennzeichnet ist und dass positive Rückkopplungseffekte zwischen den Vermögenspreisen und der Verschuldung eine bedeutende Rolle für die Entwicklung der Verschuldung im Euro-Währungsgebiet spielen.

Der rasante Anstieg des Verschuldungsgrads in den letzten zehn Jahren trug auch zu dem sichtlich kräftigen Wachstum der Ex-post-Eigenkapitalrendite bei, die in Abbildung 20 anhand des Verhältnisses von Unternehmensgewinn zu fiktivem Eigenkapital dargestellt wird. In Abbildung 20 findet sich außerdem eine umfassendere Messgröße für die Gewinne der Finanzinstitute, die Unternehmensgewinne und Umbewertungsgewinne von Aktiva berücksichtigt.<sup>19</sup> Bis 2008 lieferte der Unternehmensgewinn kontinuierlich einen Beitrag zur Rentabilität. Danach wurden die Gewinne der Finanzinstitute durch eine konjunkturelle Abkühlung und die sich hieran anschließenden Zinssenkungen in Mitleidenschaft gezogen. Dies führte in Kombination mit einem Abbau der Verschuldung dazu, dass das Verhältnis des Unternehmensgewinns zum fiktiven Eigenkapital ab Ende 2007 um mehr als einen Prozentpunkt sank. Gleichzeitig konnten die Finanzinstitute ab Mitte 2009 von Umbewertungsgewinnen beim Eigenkapital profitieren, welche zum großen Teil die in der ersten Phase der Finanzkrise erlittenen Verluste wieder aufwogen.

Der Verschuldungsgrad der Finanzinstitute spiegelt auch die starke Zunahme an Intermediationsebenen und die Verlängerung der Intermediationskette<sup>20</sup> zwischen ursprünglichem Kreditgeber und Endkreditnehmer wider. Abbildung 21 veranschaulicht dieses Phänomen, indem die Veränderung des Anteils der großvolumigen Finanzierung der MFIs an deren Finanzierung über Einlagen und Kredite insgesamt betrachtet wird. Bei der großvolumigen Finanzierung handelt es sich um Mittel, die von den MFIs über andere Intermediäre – andere MFIs (Interbankenmarkt), institutionelle Anleger (SFIs), Gebietsfremde (vor allem ausländische Banken) oder das Eurosystem – aufgenommen werden. Die herkömmliche Finanzierung unmittelbar über Einlagen des

**Abbildung 21 Großvolumige Finanzierung der MFIs**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB.  
Anmerkung: Veränderung des Anteils der großvolumigen Finanzierung an der Finanzierung über Einlagen und Kredite insgesamt.

nichtfinanziellen Sektors bleibt daher in diesem Zusammenhang unberücksichtigt.<sup>21</sup> Die großvolumige Finanzierung stieg ab 2004 rasch an, was eine allmähliche Abkehr von traditionellen Finanzierungsmustern (unter anderem hin zu einem Originate-to-Distribute-Geschäftsmodell oder zur Repo-Finanzierung) bedeutete. Im Ergebnis führte dies zu einer größeren Anfälligkeit der MFIs gegenüber Verwerfungen an den Geldmärkten. Als 2007 die Turbulenzen an den Finanzmärkten einsetzten und es zu Störungen an den Geldmärkten kam, konnte die großvolumige

19 Der Bruttounternehmensgewinn (siehe Fußnote 9) der MFIs entspricht grundsätzlich der Differenz aus Zinseinnahmen und -aufwendungen, zuzüglich Bankgebühren und Dividendeneinnahmen. Umbewertungsgewinne von Vermögenswerten berücksichtigen Bewertungsänderungen von (in der VGR zu Marktpreisen erfassten) Vermögenswerten und umfassen sowohl die Gewinne und Verluste, die beim Verkauf der Vermögenswerte realisiert werden, als auch die latenten und in der Bilanz erfassten, aber noch nicht realisierten Gewinne und Verluste.

20 Siehe beispielsweise H. S. Shin, Financial intermediation and the post-crisis financial system, BIS Working Paper Series, Nr. 304, Basel, März 2010.

21 Eine genauere Analyse sollte ebenfalls die Finanzierung über Schuldverschreibungen berücksichtigen. Die VGR für das Eurogebiet enthalten noch keine entsprechende sektorale Aufgliederung der Wertpapierbestände nach emittierenden Sektoren. Die EZB plant jedoch, entsprechende Daten zukünftig zu erheben.

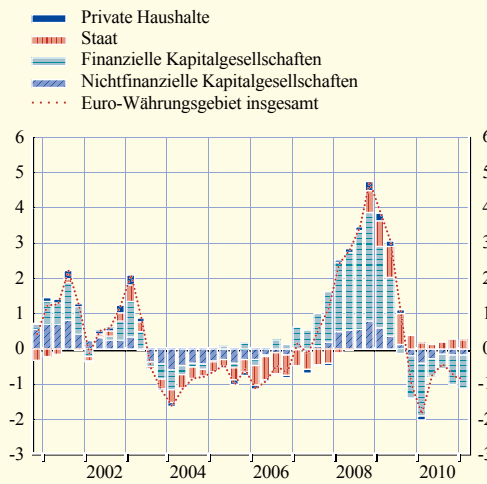
Finanzierung zunächst durch den Rückgriff auf das Eurosystem gestützt werden. Anschließend führten die Störungen an den Geldmärkten dann jedoch zu einem drastischen Rückgang des Anteils der großvolumigen Finanzierung, obwohl das Eurosystem zunehmend mit Stützungsmaßnahmen in das Geschehen eingriff. Die nachlassende großvolumige Finanzierung trug entscheidend zu den Bilanzanpassungen bei, die von den MFIs im Zuge der Krise vorgenommen wurden.

**VERSCHULDUNGSGRAD DER VOLKSWIRTSCHAFT INSGESAMT**

Abbildung 22 zeigt die nach institutionellen Sektoren aufgeschlüsselte Veränderung der am Vermögen gemessenen Verschuldung der gesamten Volkswirtschaft (Gesamtquote, zum Marktwert). Hier lässt sich erkennen, dass die Finanzinstitute maßgeblich zur Erhöhung des Verschuldungsgrads im Vorfeld der Krise beitrugen. In den beiden Bilanzanpassungsphasen, die sich seit der Jahrtausendwende ausmachen lassen (2000 bis 2002 und 2008 bis 2009), ist die Beteiligung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beim Schuldenaufbau vor einer Baisse besonders augenfällig. Die jüngste Phase war indes von einem deutlich höheren Beitrag der Finanzinstitute zum Verschuldungsgrad geprägt. Dies deutet darauf hin, dass der Verschuldungsgrad von Banken und bankähnlichen Instituten in dieser Phase der Kreditausweitung eine weitaus größere Relevanz hatte, während die Technologie-

**Abbildung 22 Verschuldungsgrad<sup>1)</sup> des Euro-Währungsgebiets und Beiträge der Sektoren**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB.  
1) Gesamtverschuldungsgrad, unkonsolidierte Angaben.

blase zur Jahrtausendwende auf Entwicklungen am Markt und die Eigenkapitaldynamik zurückzuführen war.

**Kasten 2**

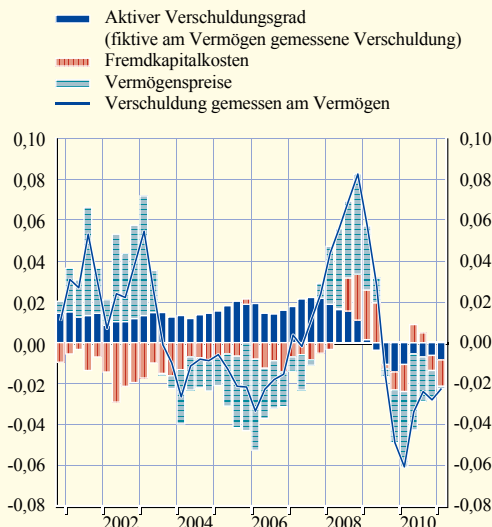
**METHODEN ZUR MESSUNG VON SCHULDENSTAND UND VERSCHULDUNGSGRAD**

Die Analyse des Schuldenstands erfolgt in der Regel auf Basis des Verhältnisses der Verschuldung zum Einkommen oder des Schuldendienstes zum Einkommen. Da Schulden jedoch zur Finanzierung von Aktiva aufgenommen werden, ist es wichtig, die Verschuldung auch im Verhältnis zu diesen Aktiva zu betrachten, das sich mithilfe des Verschuldungsgrads (Quote aus Verschuldung und Vermögen) abbilden lässt.<sup>1</sup> Zu den Aktiva zählt nicht nur das Geldvermögen, sondern auch das Sachvermögen. Letzteres weist einen beträchtlichen Wert auf, dessen Bestimmung

<sup>1</sup> Ferner steht jeder Verbindlichkeit auch eine Forderung gegenüber: die Verbindlichkeit eines Wirtschaftssubjekts ist die Forderung eines anderen. Bei Betrachtung der Finanzierungsströme können daher die Akkumulation von Verbindlichkeiten und die Akkumulation von Forderungen (anderer Wirtschaftssubjekte) nicht getrennt voneinander analysiert werden.

## Entwicklung des Verschuldungsgrads der Finanzinstitute

(Veränderung gegen Vorjahr in Logarithmen)



Quellen: Eurostat und EZB.

sich allerdings schwierig gestaltet.<sup>2</sup> Einer der Hauptgründe, die für eine Analyse auf Basis des Verschuldungsgrads sprechen, ergibt sich aus den Einsatzmöglichkeiten des Vermögens: Es kann zur Generierung des für den Schuldendienst notwendigen Cashflows verwendet werden, eignet sich als Sicherheit zur Refinanzierung und kann veräußert werden, wenn der Schuldner in Finanzierungsschwierigkeiten gerät.<sup>3</sup> Alternativ kann der Verschuldungsgrad anhand des Verhältnisses der Verschuldung zum Marktwert des Eigenkapitals (oder zur Verschuldung zuzüglich Eigenkapital) ermittelt werden. Das Ergebnis unterscheidet sich insoweit von der am Vermögen gemessenen Verschuldung, als der Marktwert des Eigenkapitals nicht dem Nettovermögen, sondern dem Nettovermögen zuzüglich des Reinvermögens entspricht. Vor allem werden im Marktwert des Eigenkapitals unter anderem auch nicht berücksichtigte Aktiva erfasst (wie beispielsweise der nicht in der Bilanz erfasste Firmenwert).

Bei der Analyse von Messgrößen des Verschuldungsgrads ist ein spezielles Augenmerk auf die Konsolidierung<sup>4</sup> zu legen, da sich der Verschuldungsgrad unterscheidet, je nachdem, ob die Daten innerhalb eines Sektors konsolidiert worden sind oder nicht.

Dies ist im Fall der Finanzinstitute von besonderer Bedeutung, da diese über komplexe Netze finanzieller Forderungen miteinander verbunden sind, spielt jedoch auch im Bereich der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften eine Rolle, sofern diese über umfangreiche Bestände an sektor-internen Krediten und Handelskrediten verfügen (siehe Abschnitt 5).<sup>5</sup> Da zudem die Aktienbestände einen nicht unwesentlichen Anteil am Vermögen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ausmachen (30 % im Eurogebiet zum Jahresende 2010), wird der Verschuldungsgrad angesichts der fehlenden Konsolidierung dieser Position tendenziell zu niedrig angesetzt. In diesem Aufsatz erfolgt die Analyse auf Basis nichtkonsolidierter Daten. Grund hierfür sind teils die Schwierigkeiten, entsprechende Daten zu erheben, aber auch das vollständigere Bild zu Veränderungen der Finanzintermediationsmuster, das sich aus der Analyse nichtkonsolidierter Daten ergibt (siehe Abschnitt 5).

2 Die VGR erfassen derzeit die Vorräte und den Wert von Grund und Boden noch nicht als Teil des Vermögens nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften.

3 Die Veräußerung einiger Vermögensgegenstände ist jedoch unter Umständen mit Schwierigkeiten behaftet. Dies trifft beispielsweise auf Kredite oder auch bestimmte durch Verbriefungszweckgesellschaften begebene Schuldverschreibungen zu.

4 Bei der Konsolidierung in der Statistik werden lediglich die sektorinternen Verflechtungen (z. B. Beteiligungen oder Transaktionen) eliminiert. Sie unterscheidet sich somit von der Konsolidierung in der Buchhaltung, bei der darüber hinaus ein Konsolidierungskreis festgelegt wird.

5 Diese Problematik bezüglich der Konsolidierung wirkt sich auch auf herkömmlichere Messgrößen der Verschuldung aus, wie beispielsweise das Verhältnis der Verschuldung zum Einkommen.

Da die Konten auf Basis des Marktwerts erstellt werden,<sup>6</sup> weist der Verschuldungsgrad häufig starke Schwankungen auf, die nicht ausschließlich auf Nettoersparnis und Aktienemission („aktiver Verschuldungsgrad“), sondern auch auf Umbewertungsgewinne (bei Aktiva und Passiva) zurückzuführen sind. Um die unmittelbar der Kontrolle der Wirtschaftssubjekte unterliegende Komponente zu identifizieren und um eine übermäßige Volatilität auszuschalten, kann neben der Betrachtung des „gesamten“ Verschuldungsgrads auch die Analyse eines „fiktiven Verschuldungsgrads“ aufschlussreich sein, der sich aus den kumulierten Strömen des „aktiven Verschuldungsgrads“ (Transaktionen ohne Umbewertungsgewinne) zusammensetzt. Zur Veranschaulichung ist in der Abbildung die Jahresänderungsrate des gesamten (finanziellen) Verschuldungsgrads von Finanzinstituten, bei dem zwischen Auswirkungen von Kursschwankungen und anderen Ursachen für Änderungen des Verschuldungsgrads unterschieden wird, in drei Komponenten aufgeschlüsselt: Transaktionen mit Aktiva und Passiva, Umbewertungsgewinne von Aktiva und Umbewertungsgewinne von Passiva. Dabei zeigt sich, dass der Rückgang des Verschuldungsgrads seit 2009 in erster Linie auf Umbewertungsgewinne von Aktiva und in geringerem Umfang auf einen aktiven Abbau des Verschuldungsgrads (Auswirkungen der Transaktionen insgesamt, d. h. Aktienemission und Veräußerung von Aktiva zur Tilgung von Schulden) zurückzuführen war.

6 Mit einigen erwähnenswerten Ausnahmen, wie beispielsweise im Fall von Krediten, Einlagen und sonstigen Forderungen und Verbindlichkeiten.

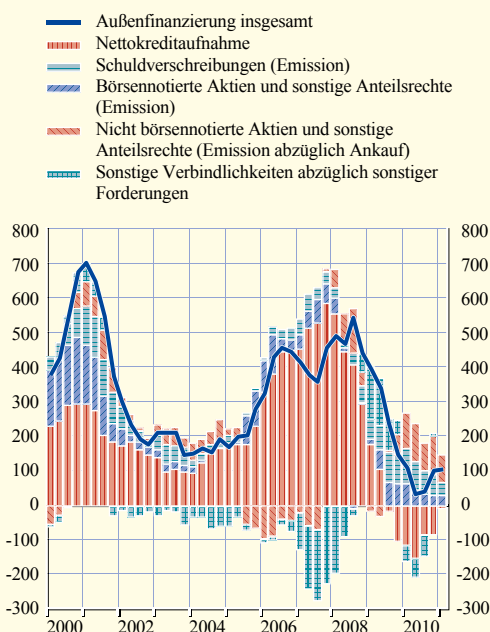
## 5 VERÄNDERUNGEN DER INTERMEDIATIONSMUSTER

Mithilfe der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet lässt sich das nach der Insolvenz von Lehman Brothers aufgetretene Phänomen der Disintermediation nachvollziehen. Als Antwort auf die verschärften Kreditvergabebedingungen im Zusammenhang mit dem auf den Banken lastenden Druck, ihre Verschuldung abzubauen, finanzierten sich die Akteure des nichtfinanziellen Sektors weniger über Banken und SFIs, sondern auf direktere Art über andere Quellen. Gleichzeitig ging auch die Intermediation über Banken im Rahmen der Geldvermögensbildung zurück.

Obwohl sich die *nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften* im Eurogebiet im Allgemeinen eher bank- als marktbasierend finanzieren (besonders im Vergleich zu den Vereinigten Staaten), kehrte sich dieser Trend nach der Insolvenz von Lehman Brothers um. Wie aus Abbildung 23 ersichtlich ist, kam es bei den Viertelsummen der Außenfinanzierungsströme, die bis Ende 2008 von MFI-Krediten (welche auf Jahressicht ein Niveau von bis zu 450 Mrd € erreichten) dominiert wurden, zu einer Verlagerung zugunsten

Abbildung 23 Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nach Finanzierungsquellen

(gleitende Viertelsummen; in Mrd €)



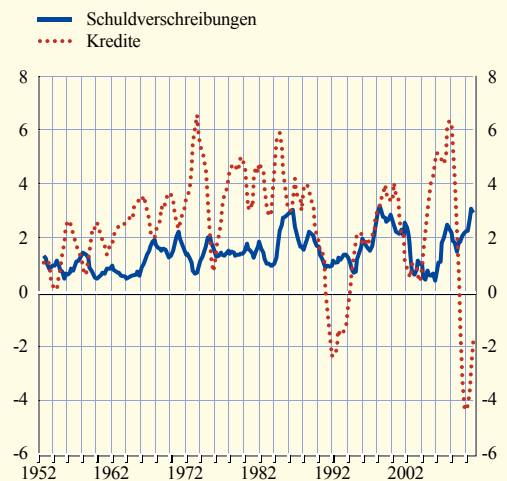
Quellen: Eurostat und EZB.  
Anmerkung: Um eine bessere Darstellung zu erreichen, werden bei der Finanzierung einige Transaktionen mit Aktiva konsolidiert, da es sich vornehmlich um sektorinterne Vermögensgegenstände handelt (von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gewährte Kredite, nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte, sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten).



der Marktfinanzierung:<sup>22</sup> Der Wert der begebenen Schuldverschreibungen und des über die Emission börsennotierter Aktien aufgenommenen Kapitals erhöhte sich von 2009 bis 2010 auf 150 Mrd € pro Jahr, während die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften Tilgungen von MFI-Krediten in einem Volumen von etwa 100 Mrd € pro Jahr vornahm. Diese rasche Verlagerung der Emissionsvolumina in Richtung der Marktfinanzierung war umso bemerkenswerter, als die Finanzierungskosten am Markt nach der Insolvenz von Lehman Brothers zunächst drastisch anstiegen (bevor sie im Laufe des Jahres 2009 nach und nach zurückgingen und 2010 ein sehr niedriges Niveau erreichten). Die Zinsen für Bankkredite hingegen sind gemessen an der MFI-Zinsstatistik schnell zurückgegangen und folgten vor dem Hintergrund der reichlichen Liquiditätsausstattung durch das Eurosystem zeitnah auf die Zinssenkungen der EZB. Dies würde zunächst auf erhöhte quantitative Beschränkungen bei der Finanzierung durch Banken hindeuten: Die Banken verschärften ihre Kreditkonditionen deutlich – wie aus der Umfrage zum Kreditgeschäft hervorgeht – und arrangierten stattdessen eher die Finanzierung über den Markt für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, sodass in diesem Zusammenhang keine Kredite in den Bankbilanzen erschienen. Die verfügbaren Informationen deuten darauf hin, dass die Sondermaßnahmen 2009 und 2010 mit Blick auf das erklärte Ziel, den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik durch die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für die Banken zum Zwecke der Ausweitung der Kreditgewährung an den privaten Sektor, aufrechtzuerhalten, Wirkung zeigten.<sup>23</sup> In den Vereinigten Staaten war ab 2009 eine noch markantere Verschiebung in Richtung Marktfinanzierung festzustellen (siehe Abbildung 24). Dabei wurden von US-Unternehmen in großem Umfang Schuldverschreibungen begeben, und per saldo war eine hohe Kredittilgung zu verbuchen. Auf längere Sicht zeigt die US-Finanzierungsrechnung zudem, dass die Emission von Schuldverschreibungen im Allgemeinen tendenziell deutlich weniger volatil ist als die Bankfinanzierung, welche ausgeprägte zyklische Merkmale aufweist.

**Abbildung 24 Finanzierung US-amerikanischer nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften über Kredite und Schuldverschreibungen**

(gleitende Vierquartalsummen; in % des BIP)



Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System (US-Finanzierungsrechnung) und EZB-Berechnungen.

Neben der dynamischen Marktfinanzierung kam der sektorinternen Finanzierung<sup>24</sup> eine zentrale Pufferfunktion zu, durch die insbesondere kleinere Unternehmen (die keinen Zugang zu den Kapitalmärkten haben) ihren Finanzierungsbedarf decken konnten. Aus Abbildung 25 wird ersichtlich, dass sich die Vergabe von Krediten<sup>25</sup> durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (meist an andere Unternehmen) 2007 beschleunigte – auf Jahressicht wurde ein beachtliches Niveau von 400 Mrd € erreicht – und während der Rezession noch relativ hoch, wenn auch rückläufig war. Hierbei handelt es sich größtenteils um konzerninterne Finanzierung: Kleinere Unternehmen, die sich nur eingeschränkt über Banken finanzieren konnten, griffen auf ihre Muttergesellschaften zurück, die diesbezüglich größeren Spielraum hatten oder über einen besseren Zugang zu den Kapi-

22 Im ersten Jahr der Finanzmarkturbulenzen (August 2007 bis August 2008) kam die Marktfinanzierung zeitweise zum Erliegen.

23 Siehe EZB, Auswirkungen und Rücknahme der Sondermaßnahmen der EZB, Monatsbericht Juli 2011.

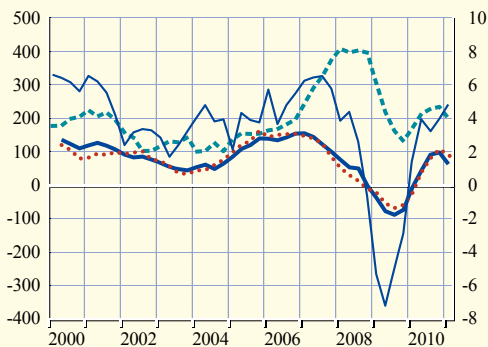
24 Daten zur sektorinternen Finanzierung stehen nur in den VGR für das Euro-Währungsgebiet zur Verfügung.

25 Handelskredite unterscheiden sich insofern von Krediten, als dass sie mit der Lieferung von Waren und Dienstleistungen im Zusammenhang stehen, während Kredite den Aufschub von Zahlungen in Verbindung mit anderen Transaktionen, bei denen es sich nicht um den Erwerb von Waren und Dienstleistungen handelt, berücksichtigen.

**Abbildung 25** Kreditgewährung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften sowie Forderungen und Verbindlichkeiten aus Handelskrediten

(gleitende Vierquartalsummen in Mrd €; Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Forderungen aus Handelskrediten (linke Skala)
- ..... Verbindlichkeiten aus Handelskrediten (linke Skala)
- - - Von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gewährte Kredite (linke Skala)
- Jahreswachstumsrate der Wertschöpfung (rechte Skala)

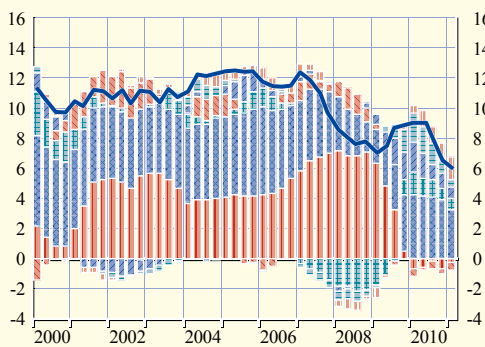


Quellen: Eurostat und EZB.  
Anmerkung: Die Forderungen und Verbindlichkeiten aus Handelskrediten wurden von der EZB auf der Grundlage von Teilinformationen geschätzt.

**Abbildung 26** Geldvermögensbildung der privaten Haushalte

(gleitende Vierquartalsummen; in % des verfügbaren Einkommens (brutto))

- Geldvermögensbildung insgesamt
- ..... M3
- Nicht in M3 enthaltene Einlagen
- Aktien und sonstige Anteilsrechte
- Nicht in M3 enthaltene Schuldverschreibungen
- Investmentzertifikate (außer Geldmarktfondsanteile)
- Versicherungstechnische Rückstellungen
- Sonstige finanzielle Anlagen



Quellen: Eurostat und EZB.

talmärkten verfügten. Allerdings wird durch zusätzliche anekdotische Evidenz bestätigt, dass Unternehmen in Einzelfällen direkte Kredite vergaben, um wichtige Zulieferer, die Kreditvergabebeschränkungen unterlagen, zu unterstützen, selbst wenn diese nicht zum Konzern gehörten (wie etwa in der Automobilindustrie). Zudem ist der Bestand an Handelskrediten, die sich in der Regel synchron zur Wachstumsrate der Wertschöpfung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften entwickeln, in der konjunkturellen Talsohle weitaus weniger stark zurückgegangen, als aufgrund der rückläufigen Konjunktur zu vermuten gewesen wäre.<sup>26</sup> Entsprechend erhöhte sich das durchschnittliche Zahlungsziel deutlich. In der jüngsten Vergangenheit gab es Anzeichen für eine Reintermediation. So ist die MFI-Kreditvergabe an die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gestiegen (im ersten Quartal 2011 kehrte sie sich ins Positive), während im Bereich der bislang starken Marktfinanzierung und bei der lebhaften sektorinternen Kreditvergabe ein leichter Rückgang festzustellen war.

Beim Anlageverhalten der *privaten Haushalte* ließ sich eine parallele – teilweise symmetrische –

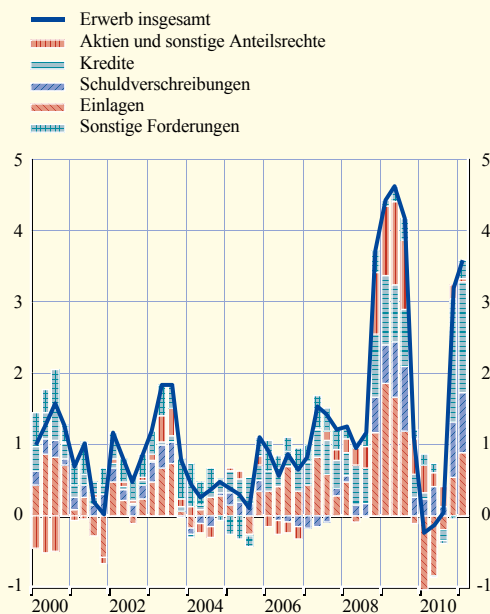
Entwicklung hinsichtlich der Disintermediation erkennen. Nachdem es 2007 und 2008 zunächst zu Portfolioumschichtungen zugunsten sicherer und liquider finanzieller Vermögenswerte der Geldmenge M3 kam und in großem Umfang Wertpapiere abgestoßen wurden, nahmen die privaten Haushalte ab 2009 eine Neugewichtung ihrer Portfolios vor (siehe Abbildung 26). Aufgrund der Renditeerwartungen für verschiedene Finanzinstrumente und besonders angesichts der stark gesunkenen Verzinsung von Einlagen erwarben sie erneut Investmentzertifikate und börsennotierte Aktien; niedrig verzinste monetäre Anlagen hingegen wurden abgestoßen. Auch Lebensversicherungen und Altersvorsorgeverträge waren wieder gefragt.<sup>27</sup>

26 Handelskredite sind nicht mit der Handelsfinanzierung, an der ein Finanzinstitut als dritte Partei beteiligt ist, zu verwechseln. Letztere umfasst die Diskontierung von Handelswechseln, den Forderungsankauf, Akkreditive, Kreditversicherungen, Exportversicherungen usw. Nach der Insolvenz von Lehman Brothers war der Bereich der Handelsfinanzierung stark angeschlagen.

27 Eine längerfristige Länderanalyse findet sich in: F. Ramb und M. Scharnagl, Household's portfolio structure in Germany – analysis of financial accounts data 1959-2009, Working Paper Nr. 1355 der EZB, Frankfurt am Main, Juni 2011.

**Abbildung 27 Erwerb finanzieller Vermögenswerte durch öffentliche Haushalte im Euro-Währungsgebiet**

(gleitende Viertelsummen; in % des BIP)



Quellen: Eurostat und EZB.

Als die Finanzmarkturbulenzen Ende 2008 ihren Höhepunkt erreicht hatten und der Interbankenmarkt in seiner Funktionsfähigkeit stark eingeschränkt war, erhielten die Bankensektoren in den einzelnen Ländern auch vom *Staat* umfangreiche Unterstützung, indem dieser Aktien und Anleihen von Banken erwarb, Kredite gewährte oder mitunter hohe Einlagen bei den Banken platzierte<sup>28</sup> (siehe Abbildung 27). Aus der Perspektive der Finanzierungsströme heraus betrachtet übernahmen die Regierungen durch diese Schritte de facto vorübergehend eine Art Intermediationsrolle. Sie sahen sich deshalb veranlasst, weitaus mehr Schuldverschreibungen am Markt zu emittieren, als in Anbetracht der eigenen Defizite notwendig gewesen wäre. Die Ende 2008 zu beobachtende allgemeine Flucht in sichere Anlagen am Staatsanleihemarkt bedeutete, dass die Staaten zu diesem Zeitpunkt zunächst keine Schwierigkeiten hatten, den außerordentlich hohen Fremdkapitalbedarf zu decken. Schließlich wurden Banken (wie auch Gebietsfremde) zu bedeutenden Käufern von Staatsanleihen. Dabei machten sie sich Carry-

Trade-Potenziale entlang der Zinsstrukturkurve zunutze, denn die entsprechenden Papiere wurden damals als relativ sicher betrachtet, und sie trieben den Abbau ihrer Verschuldung und die Reduzierung ihrer Risiken voran. (Dies geschah in einer Zeit, in der die Aufsichtsbehörden bei der Berechnung von Solvabilitätskennzahlen Staatsschulden tendenziell ein Risikogewicht von null oder zumindest ein vergleichsweise niedriges Risikogewicht zuordneten.) Als im weiteren Verlauf der Krise Befürchtungen hinsichtlich der Schuldentragfähigkeit laut wurden, sahen sich die Banken jedoch einem zusätzlichen Druck ausgesetzt (siehe Abschnitt 3 und 4).

## 6 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet ermöglichen in Kombination mit entsprechenden Daten auf Länderebene eine detaillierte Analyse der Einnahmen- und Ausgabenströme wie auch der Bilanzveränderungen und sind bei der Identifizierung aufkommender sektoraler und geografischer Ungleichgewichte von Nutzen. In den Jahren vor der Finanzkrise entwickelten sich in den privaten Sektoren einiger Euro-Länder sektorale Ungleichgewichte, sodass es zu einer Zweiteilung zwischen Ländern, die im privaten Sektor Überschüsse erzielten, und solchen, die dort Defizite verbuchten, kam. In diesem Zeitraum versäumten es viele Staaten, einen ausreichend hohen Überschuss zu erwirtschaften, mit dem sich die Auswirkungen des schließlich einsetzenden Konjunkturabschwungs hätten abfedern lassen. Gleichzeitig nahmen die Ungleichgewichte im privaten Sektor während des wirtschaftlichen Aufschwungs zu. Mit dem Ausbruch der Finanzkrise in den Vereinigten Staaten, deren anschließendem Übergreifen auf die Weltwirtschaft und dem Beginn der Rezession im Euroraum traten an die Stelle der Defizite im privaten Sektor in einem Gros der Fälle weitere Staatsdefizite. Mittlerweile besteht ein

<sup>28</sup> Im Rahmen der staatlichen Unterstützung des Finanzsystems wurden auch Garantien für die Verbindlichkeiten von Intermediären gewährt. Da es sich hierbei um Eventualverbindlichkeiten handelt, erscheinen diese Garantien nicht in der Bilanz des Sektors Staat.

breiter Konsens, dass neben übermäßigen öffentlichen Defiziten auch die Fremdfinanzierung des privaten Sektors überwacht werden sollte.<sup>29</sup>

Wie sich an den zugrunde liegenden Trends einer zunehmenden Verschuldung zeigt, war darüber hinaus der Schuldenaufbau während des Aufschwungs (2005 bis 2007) nicht von einer vergleichbaren Kapitalaufstockung begleitet. Diese Entwicklung war bei den Finanzinstituten besonders ausgeprägt; die Intermediation verlagerte sich hier schrittweise vom regulierten Bankensektor auf andere Intermediäre, die weniger strengen Eigenkapitalanforderungen unterlagen (besonders durch Praktiken wie die Verbriefung von Forderungen, was zu einer Verlängerung der Intermediationskette führte). Der hohe Verschuldungsgrad, der in dieser Zeit durch die steigenden Vermögenspreise kaschiert wurde, führte zu einer Anfälligkeit der Finanzinstitute gegenüber späteren Neubewertungen. Als diese dann ab Mitte 2007 – und in gravierenderem Umfang nach der Insolvenz von Lehman Brothers – eintraten, sahen sich die Finanzinstitute einem sprunghaften Anstieg ihrer Verschuldung gegenüber, und ihre Kapitalausstattung genügte nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen. Damit

standen die Finanzinstitute unter einem akuten Druck, ihren Verschuldungsgrad zu reduzieren.

Im Gefolge der Krise ergaben sich Veränderungen in den Intermediationsmustern: Die Finanzintermediäre reagierten mit strengeren Kreditvergabebedingungen, und die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften griffen verstärkt auf den Markt und die Finanzierung über andere Unternehmen (einschließlich Handelskrediten) zurück. Gleichzeitig investierten renditeorientierte Anleger weniger in monetäre Vermögenswerte und bevorzugten stattdessen renditestärkere Anlagen. Ob sich dieses Muster in Zukunft wieder umkehrt oder ob es als Erbe der Finanzkrise längerfristig erhalten bleibt, muss sich noch zeigen.

<sup>29</sup> Im Rahmen der G20-Initiative bezüglich der Wirtschafts- und Finanzindikatoren zur multilateralen Überwachung sowie der EU-Initiative zur Korrektur übermäßiger makroökonomischer Ungleichgewichte (KOM/2010/525) ist die Nutzung der Sektorkonten zur Ableitung umfassender Messgrößen der Fremdfinanzierung angedacht. Zu einer allgemeineren Darstellung der in Antwort auf die Krise geplanten statistischen Änderungen siehe auch IMF/Financial Stability Board, Report to G20 finance ministers and central bank governors, Oktober 2009, [www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf](http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf).



# 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 Leitzinsen 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 SONSTIGE FINANZIELLE KAPITALGESELLSCHAFTEN

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 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen

S 21

2.8 Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet

S 22

2.9 Von Investmentfonds gehaltene Wertpapiere nach Wertpapieremittenten

S 23

2.10 Aggregierte Bilanz der Verbriefungszweckgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

S 24

2.11 Aggregierte Bilanz der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euro-Währungsgebiet

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 (<http://sdw.ecb.europa.eu>).



<b>6</b>	<b>ÖFFENTLICHE FINANZEN</b>	
6.1	Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo	S56
6.2	Verschuldung	S57
6.3	Veränderung der Verschuldung	S58
6.4	Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis	S59
6.5	Vierteljährliche Verschuldung und Veränderung der Verschuldung	S60
<b>7</b>	<b>AUSSENWIRTSCHAFT</b>	
7.1	Zahlungsbilanz – Gesamtübersicht	S61
7.2	Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen	S62
7.3	Kapitalbilanz	S64
7.4	Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz	S70
7.5	Warenhandel	S71
<b>8</b>	<b>WECHSELKURSE</b>	
8.1	Effektive Wechselkurse	S73
8.2	Bilaterale Wechselkurse	S74
<b>9</b>	<b>ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS</b>	
9.1	Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen in anderen EU-Mitgliedstaaten	S75
9.2	Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und Japan	S76
	<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS</b>	S77
	<b>TECHNISCHER HINWEIS</b>	S79
	<b>ERLÄUTERUNGEN</b>	S85

---

#### In den Tabellen verwendete Abkürzungen und Zeichen

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



# ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

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

## 1. Monetäre Entwicklung und Zinssätze<sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup>	Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3 <sup>2),3)</sup>	Kredite der MFIs an Ansässige im Euro-Währungs- gebiet (ohne MFIs und öffent- liche Haushalte) <sup>2)</sup>	Von Kapitalge- sellschaften ohne MFIs begebene Wertpapiere ohne Aktien in Euro <sup>2)</sup>	Dreimonats- zinssatz (EURIBOR; in % p. a.; Durchschnitts- werte der Berichtszeit- räume)	Zehnjähriger Kassazinssatz (in % p. a.; Stand am Ende des Berichts- zeitraums) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	23,7	1,22	3,76
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	3,8	0,81	3,36
2010 Q4	4,9	2,2	1,5	-	1,7	2,1	1,02	3,36
2011 Q1	3,2	2,4	1,9	-	2,4	2,2	1,10	3,66
Q2	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,7	1,42	3,41
Q3	.	.	.	-	.	.	1,56	2,48
2011 April	1,6	2,4	1,9	2,1	2,6	1,7	1,32	3,55
Mai	1,2	2,4	2,3	2,1	2,7	1,5	1,43	3,37
Juni	1,3	2,3	1,9	2,1	2,5	2,1	1,49	3,41
Juli	1,0	2,2	2,1	2,3	2,4	1,5	1,60	3,06
Aug.	1,7	2,4	2,8	.	2,6	.	1,55	2,76
Sept.	.	.	.	.	.	.	1,54	2,48

## 2. Preise, Produktion, Nachfrage und Arbeitsmärkte<sup>5)</sup>

	Harmonisierter Verbraucher- preisindex (HVPI) <sup>1)</sup>	Industrielle Erzeugerpreise	Arbeitskosten pro Stunde	BIP in konstanten Preisen (saisonbereinigt)	Industrie- produktion (ohne Baugewerbe)	Kapazitäts- auslastung im verarbeitenden Gewerbe (in %)	Erwerbstätige (saisonbereinigt)	Arbeitslose (in % der Erwerbs- personen; saisonbereinigt)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	0,3	-5,1	2,7	-4,2	-14,8	70,9	-1,9	9,6
2010	1,6	2,9	1,6	1,8	7,5	76,9	-0,5	10,1
2010 Q4	2,0	4,8	1,7	1,9	8,1	79,1	0,2	10,1
2011 Q1	2,5	6,5	2,7	2,4	6,5	80,9	0,3	10,0
Q2	2,8	6,3	3,6	1,6	4,1	81,3	0,5	10,0
2011 Jan.	2,3	5,9	-	-	6,2	80,2	-	10,0
Feb.	2,4	6,6	-	-	7,8	-	-	10,0
März	2,7	6,8	-	-	5,7	-	-	9,9
April	2,8	6,8	-	-	5,2	81,6	-	9,9
Mai	2,7	6,2	-	-	4,3	-	-	10,0
Juni	2,7	5,9	-	-	2,7	-	-	10,0

## 3. Außenwirtschaftsstatistik

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €)

	Zahlungsbilanz (Netto transaktionen)			Währungs- reserven (Stand am Ende des Berichts- zeitraums)	Netto-Aus- landsvermög- ensstatus (in % des BIP)	Bruttoauslands- verschuldung (in % des BIP)	Effektiver Wechselkurs des Euro; EWK-20 <sup>6)</sup> (Index: 1999 Q1 = 100)		USD/EUR- Wechselkurs
	Leistungsbilanz und Vermögens- übertragungen	Warenhandel	Direkt- investitionen und Wert- papieranlagen zusammen- genommen				Nominal	Real (VPI)	
2009	-19,1	37,5	161,3	462,4	-16,4	116,5	111,7	110,6	1,3948
2010	-33,8	19,5	88,6	591,2	-12,9	118,9	104,6	103,0	1,3257
2010 Q4	3,6	6,4	92,8	591,2	-12,9	118,9	104,4	102,4	1,3583
2011 Q1	-27,9	-12,5	121,8	576,6	-13,2	116,8	103,7	101,5	1,3680
Q2	-27,4	-1,6	161,4	580,9	.	.	106,4	104,2	1,4391
Q3	.	.	.	.	.	.	104,6	102,1	1,4127
2011 April	-6,4	-3,5	20,0	571,7	.	.	107,0	104,9	1,4442
Mai	-18,2	1,0	51,9	592,7	.	.	106,0	103,8	1,4349
Juni	-2,7	0,9	89,4	580,9	.	.	106,1	104,0	1,4388
Juli	-2,7	3,3	-16,0	621,6	.	.	105,2	102,7	1,4264
Aug.	.	.	.	656,4	.	.	104,9	102,3	1,4343
Sept.	.	.	.	.	.	.	103,8	101,1	1,3770

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

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

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 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 Abschnitt 4.7.
- Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die Angaben auf die 17 Euro-Länder.
- Eine Abgrenzung der Handelspartnergruppen und weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.



# MONETÄRE STATISTIK

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

### 1. Aktiva

	9. September 2011	16. September 2011	23. September 2011	30. September 2011
<b>Gold und Goldforderungen</b>	363 249	363 249	363 249	420 005
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	214 335	213 907	213 018	226 522
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>	29 084	29 754	31 572	35 327
<b>Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	19 778	20 846	20 637	19 694
<b>Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	507 519	534 638	571 294	588 786
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	115 408	163 768	201 149	208 349
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	392 055	369 636	369 636	378 935
Feinsteuersoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Spitzenrefinanzierungsfazilität	20	1 215	475	1 414
Forderungen aus Margenausgleich	36	19	34	88
<b>Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	48 024	52 229	50 153	52 322
<b>Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	539 218	547 128	552 123	556 662
Wertpapiere für geldpolitische Zwecke	202 424	212 022	215 905	219 941
Sonstige Wertpapiere	336 794	335 106	336 218	336 721
<b>Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte</b>	33 944	33 949	33 949	33 965
<b>Sonstige Aktiva</b>	331 212	339 021	344 081	355 289
<b>Aktiva insgesamt</b>	<b>2 086 364</b>	<b>2 134 721</b>	<b>2 180 075</b>	<b>2 288 571</b>

### 2. Passiva

	9. September 2011	16. September 2011	23. September 2011	30. September 2011
<b>Banknotenumlauf</b>	853 226	852 676	852 490	857 372
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	455 280	506 203	530 030	563 015
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	139 261	241 536	223 526	204 871
Einlagefazilität	181 788	111 514	150 651	199 639
Termineinlagen	129 000	143 000	152 500	156 500
Feinsteuersoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	5 232	10 153	3 353	2 004
<b>Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	3 556	3 721	4 562	3 298
<b>Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen</b>	0	0	0	0
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	54 315	48 979	64 405	59 740
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	46 993	52 109	56 347	50 036
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	2 445	2 056	2 330	2 476
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	11 941	11 526	12 249	13 802
<b>Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte</b>	52 170	52 170	52 170	54 486
<b>Sonstige Passiva</b>	208 299	207 142	207 352	219 590
<b>Ausgleichsposten aus Neubewertung</b>	316 657	316 657	316 657	383 276
<b>Kapital und Rücklagen</b>	81 481	81 481	81 481	81 481
<b>Passiva insgesamt</b>	<b>2 086 364</b>	<b>2 134 721</b>	<b>2 180 075</b>	<b>2 288 571</b>

Quelle: EZB.

**1.2 Leitzinsen 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
	10. Dez.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21. Jan.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
	11. März	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8. April	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13. Mai	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011	13. April	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
	13. Juli	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25

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, sowohl auf die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität als auch auf die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (Änderungen sind ab dem ersten Hauptrefinanzierungsgeschäft, das auf den Beschluss des EZB-Rats folgt, wirksam).
- Am 22. Dezember 1998 kündigte die EZB an, dass vom 4. bis zum 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 2008 verringerte die EZB den Korridor für die ständigen Fazilitäten von 200 Basispunkten auf 100 Basispunkte um den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte. Mit Wirkung vom 21. Januar 2009 wurde dieser Korridor wieder auf 200 Basispunkte erweitert.
- 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 würden. 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)	Zinstender			Laufzeit (Tage)	
				Festzinssatz	Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungssatz <sup>4)</sup>		Gewichteter Durchschnittssatz
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Hauptrefinanzierungsgeschäfte</b>								
2011 22. Juni	186 942	353	186 942	1,25	-	-	-	7
29.	141 461	232	141 461	1,25	-	-	-	7
6. Juli	120 024	185	120 024	1,25	-	-	-	7
13.	153 597	230	153 597	1,50	-	-	-	7
20.	197 070	291	197 070	1,50	-	-	-	7
27.	164 200	193	164 200	1,50	-	-	-	7
3. Aug.	172 021	168	172 021	1,50	-	-	-	7
10.	157 073	153	157 073	1,50	-	-	-	7
17.	147 689	139	147 689	1,50	-	-	-	7
24.	133 674	133	133 674	1,50	-	-	-	7
31.	121 669	135	121 669	1,50	-	-	-	7
7. Sept.	115 408	126	115 408	1,50	-	-	-	7
14.	163 768	142	163 768	1,50	-	-	-	7
21.	201 149	153	201 149	1,50	-	-	-	7
28.	208 349	159	208 349	1,50	-	-	-	7
5. Okt.	198 881	166	198 881	1,50	-	-	-	7
<b>Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte</b>								
2011 28. April <sup>5)</sup>	63 411	177	63 411	1,29	-	-	-	91
11. Mai	80 653	60	80 653	1,25	-	-	-	35
26. <sup>5)</sup>	48 131	182	48 131	1,38	-	-	-	98
15. Juni	69 403	60	69 403	1,25	-	-	-	28
30. <sup>5)</sup>	132 219	265	132 219	1,46	-	-	-	91
13. Juli	67 748	57	67 748	1,50	-	-	-	28
28. <sup>5)</sup>	84 977	165	84 977	.	-	-	-	91
10. Aug.	75 751	39	75 751	1,50	-	-	-	35
11. <sup>5)</sup>	49 752	114	49 752	.	-	-	-	203
1. Sept. <sup>5)</sup>	49 356	128	49 356	.	-	-	-	91
14.	54 222	37	54 222	1,50	-	-	-	28
29. <sup>5)</sup>	140 628	214	140 628	.	-	-	-	84

#### 2. Sonstige Tendergeschäfte

Abwicklungstag	Art des Geschäfts	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Zinstender					Laufzeit (Tage)	
					Mengen- tender	Festzinssatz	Mindest- bietungs- satz	Höchst- bietungs- satz	Marginaler Zuteilungs- satz <sup>4)</sup>		Gewichteter Durch- schnittssatz
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 13. Juli	Hereinnahme von Termineinlagen	91 891	64	74 000	-	-	1,50	1,46	1,39	7	
20.	Hereinnahme von Termineinlagen	86 144	63	74 000	-	-	1,50	1,40	1,31	7	
27.	Hereinnahme von Termineinlagen	93 188	69	74 000	-	-	1,50	1,16	1,09	7	
3. Aug.	Hereinnahme von Termineinlagen	86 770	68	74 000	-	-	1,50	0,99	0,92	7	
9.	Hereinnahme von Termineinlagen	145 149	121	145 149	-	-	1,50	1,30	1,27	1	
10.	Hereinnahme von Termineinlagen	95 431	65	74 000	-	-	1,50	1,14	1,01	7	
17.	Hereinnahme von Termineinlagen	123 165	78	96 000	-	-	1,50	1,20	0,96	7	
24.	Hereinnahme von Termineinlagen	132 874	91	110 500	-	-	1,50	1,15	1,03	7	
31.	Hereinnahme von Termineinlagen	152 913	98	115 500	-	-	1,50	1,14	1,02	7	
7. Sept.	Hereinnahme von Termineinlagen	173 575	100	129 000	-	-	1,50	1,05	1,00	7	
13.	Hereinnahme von Termineinlagen	167 763	130	166 963	-	-	1,50	1,30	1,27	1	
14.	Hereinnahme von Termineinlagen	187 685	104	143 000	-	-	1,50	1,06	1,01	7	
21.	Hereinnahme von Termineinlagen	203 366	109	152 500	-	-	1,50	1,05	0,99	7	
28.	Hereinnahme von Termineinlagen	202 875	103	156 500	-	-	1,50	1,15	1,05	7	
5. Okt.	Hereinnahme von Termineinlagen	240 553	100	160 500	-	-	1,50	1,02	0,96	7	

Quelle: EZB.

- Geringfügige Abweichungen von den in Abschnitt 1.1 ausgewiesenen Beträgen sind aufgrund von zugewiesenen, jedoch nicht abgewickelten Geschäften möglich.
- Mit Wirkung vom April 2002 werden Ausgleichstender (d. h. Operationen mit einer Laufzeit von einer Woche, die parallel zu einem Hauptrefinanzierungsgeschäft als Standardtender durchgeführt werden) als Hauptrefinanzierungsgeschäfte klassifiziert. Angaben zu vor diesem Monat durchgeführten Ausgleichstendern sind in Tabelle 2 in Abschnitt 1.3 enthalten.
- Am 8. Juni 2000 kündigte die EZB an, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft als Zinstender durchgeführt würden. Der Mindestbietungssatz bezieht sich auf den Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können. 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 würden. Am 4. März 2010 beschloss die EZB, die regelmäßigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit beginnend mit dem am 28. April 2010 zuzuteilenden und am 29. April 2010 abzuwickelnden Geschäft wieder als Zinstender durchzuführen.
- Bei liquiditätszuführenden (=abschöpfenden) Geschäften bezieht sich der marginale Zuteilungssatz auf den niedrigsten (höchsten) Zinssatz, zu dem Gebote angenommen wurden.
- Bei diesem längerfristigen Refinanzierungsgeschäft erfolgt die volle Zuteilung aller Gebote zu dem durchschnittlichen Mindestbietungssatz aller Hauptrefinanzierungsgeschäfte während der Laufzeit des Geschäfts. Die Zinssätze dieser längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte werden auf zwei Dezimalstellen gerundet. Die genaue Berechnungsmethode findet sich im „Technischen Hinweis“.

## 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 %		
		Täglich fällige Einlagen und Einlagen mit vereinbarter Laufzeit oder Kündigungsfrist von bis zu 2 Jahren	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit oder Kündigungsfrist von mehr als 2 Jahren	Repogeschäfte	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren
	1	2	3	4	5	6
2008	18 169,6	10 056,8	848,7	2 376,9	1 243,5	3 643,7
2009	18 318,2	9 808,5	760,4	2 475,7	1 170,1	4 103,5
2010	18 948,1	9 962,6	644,3	2 683,3	1 335,4	4 322,5
2011 März	18 872,4	9 700,2	671,9	2 737,5	1 399,8	4 363,0
April	18 988,1	9 749,5	662,8	2 744,0	1 475,2	4 356,6
Mai	19 175,7	9 787,9	677,0	2 764,2	1 538,4	4 408,3
Juni	19 039,4	9 730,8	643,5	2 777,9	1 491,7	4 395,4
Juli	19 046,3	9 695,1	635,0	2 777,7	1 502,7	4 435,8

### 2. Mindestreserve-Erfüllung

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode	Reserve-Soll	Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Überschussreserven	Unterschreitungen des Reserve-Solls	Verzinsung der Mindestreserven
	1	2	3	4	5
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011 10. Mai	208,3	209,5	1,2	0,0	1,25
14. Juni	206,9	209,0	2,0	0,0	1,25
12. Juli	207,7	210,9	3,1	0,0	1,25
9. Aug.	208,8	211,5	2,7	0,0	1,50
13. Sept.	207,0	209,5	2,5	0,0	1,50
11. Okt.	206,1	.	.	.	.

### 3. Liquidität

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode	Liquiditätszuführende Faktoren					Liquiditätsabschöpfende Faktoren					Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Basisgeld
	Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems											
	Nettoaktiva des Eurosystems in Gold und Devisen	Hauptrefinanzierungsgeschäfte	Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	Spitzenrefinanzierungsfazilität	Sonstige liquiditätszuführende Faktoren <sup>2)</sup>	Einlagefazilität	Sonstige liquiditätsabschöpfende Faktoren <sup>3)</sup>	Banknoten-umlauf	Einlagen von Zentralstaaten beim Eurosystem	Sonstige Faktoren (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1 052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1 073,1
2011 12. April	544,1	97,3	335,4	0,8	137,6	23,0	79,5	824,4	73,1	-95,2	210,5	1 057,9
10. Mai	525,9	109,2	320,5	0,4	136,6	22,8	76,8	833,9	61,3	-111,6	209,5	1 066,1
14. Juni	526,8	114,7	317,9	0,0	135,5	18,4	76,2	836,6	62,6	-107,9	209,0	1 064,0
12. Juli	533,6	146,0	311,6	0,2	134,2	29,5	76,9	846,2	73,4	-111,2	210,9	1 086,6
9. Aug.	541,3	171,7	321,5	0,1	133,9	56,7	79,2	854,2	71,4	-104,5	211,5	1 122,4
13. Sept.	540,3	135,1	389,8	0,3	178,0	121,8	109,8	853,2	52,3	-103,0	209,5	1 184,5

Quelle: EZB.

1) Stand am Ende des Berichtszeitraums.

2) Einschließlich der im Rahmen des Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen des Eurosystems und des Programms für die Wertpapiermärkte des Eurosystems bereitgestellten Liquidität.

3) Einschließlich der durch Devisenswapgeschäfte des Eurosystems abgeschöpften Liquidität. Weitere Einzelheiten finden sich unter [www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html).



# MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND SONSTIGE FINANZIELLE KAPITALGESELLSCHAFTEN

## 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 <sup>3)</sup>
		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>														
2009	2 829,9	1 475,5	19,5	0,7	1 455,3	451,7	368,3	7,5	75,9	-	16,5	556,8	8,5	321,0
2010	3 212,4	1 537,4	18,6	0,9	1 517,8	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,3	8,5	389,8
2011 Q1	3 038,5	1 347,1	18,5	1,0	1 327,6	580,8	468,5	9,8	102,5	-	19,5	670,4	8,5	412,2
2011 Q2	3 132,7	1 415,7	17,8	1,0	1 396,9	594,9	468,9	9,9	116,2	-	19,4	688,4	8,6	405,6
2011 Mai	3 134,2	1 415,7	18,2	1,0	1 396,5	588,4	472,5	9,8	106,0	-	19,5	696,0	8,6	406,1
2011 Juni	3 132,7	1 415,7	17,8	1,0	1 396,9	594,9	468,9	9,9	116,2	-	19,4	688,4	8,6	405,6
2011 Juli	3 245,0	1 519,1	17,8	1,0	1 500,4	578,0	464,8	10,2	103,0	-	19,0	727,8	8,7	392,4
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	3 551,1	1 714,1	17,8	1,0	1 695,4	628,8	514,8	10,4	103,5	-	18,2	776,9	8,7	404,4
<b>MFIs ohne Eurosystem</b>														
2009	31 144,3	17 701,6	1 001,7	10 783,9	5 916,1	5 060,0	1 482,1	1 498,0	2 079,9	85,1	1 236,1	4 252,4	220,7	2 588,3
2010	32 199,8	17 763,0	1 221,8	11 026,1	5 515,2	4 938,6	1 524,1	1 528,7	1 885,8	59,9	1 233,1	4 323,4	223,5	3 658,3
2011 Q1	31 564,3	17 793,6	1 188,8	11 116,0	5 488,8	4 704,2	1 412,9	1 492,9	1 798,3	64,5	1 202,9	4 277,0	227,4	3 294,8
2011 Q2	31 742,3	17 889,4	1 152,7	11 225,4	5 511,3	4 695,0	1 457,7	1 473,1	1 764,3	61,6	1 251,6	4 282,9	228,9	3 333,0
2011 Mai	32 103,9	17 904,9	1 155,9	11 201,2	5 547,8	4 713,3	1 430,3	1 496,9	1 786,2	65,1	1 256,3	4 436,9	229,0	3 498,4
2011 Juni	31 742,3	17 889,4	1 152,7	11 225,4	5 511,3	4 695,0	1 457,7	1 473,1	1 764,3	61,6	1 251,6	4 282,9	228,9	3 333,0
2011 Juli	32 154,2	18 001,3	1 157,3	11 240,1	5 603,9	4 665,2	1 437,6	1 477,7	1 750,0	61,0	1 248,4	4 297,4	229,5	3 651,4
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	32 782,0	18 148,3	1 144,8	11 241,5	5 762,0	4 653,5	1 425,8	1 458,3	1 769,4	62,2	1 231,5	4 328,2	229,5	4 128,8

### 2. Passiva

	Insgesamt	Barggeld-umlauf	Einlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet			Geldmarkt-fonds-anteile <sup>4)</sup>	Begebene Schuld-verschrei-bungen <sup>5)</sup>	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungs-gebiets	Sonstige Passiv-positionen <sup>3)</sup>	
			Zusammen	Zentral-staaten	Sonstige öffentliche Haushalte/sonstige Ansässige im Euro-Währungs-gebiet						MFIs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosystem</b>											
2009	2 829,9	829,3	1 192,0	102,6	22,1	1 067,4	-	0,1	319,8	140,2	348,5
2010	3 212,4	863,7	1 394,4	68,0	8,7	1 317,7	-	0,0	428,5	153,8	372,1
2011 Q1	3 038,5	848,4	1 264,5	60,8	8,9	1 194,9	-	0,0	402,3	155,0	368,3
2011 Q2	3 132,7	871,6	1 320,1	72,5	11,2	1 236,3	-	0,0	412,2	157,5	371,4
2011 Mai	3 134,2	862,4	1 313,9	65,4	10,4	1 238,1	-	0,0	423,8	158,4	375,6
2011 Juni	3 132,7	871,6	1 320,1	72,5	11,2	1 236,3	-	0,0	412,2	157,5	371,4
2011 Juli	3 245,0	880,4	1 364,1	86,0	8,2	1 269,9	-	0,0	445,0	174,0	381,4
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	3 551,1	874,5	1 616,6	69,5	8,7	1 538,4	-	0,0	493,7	176,4	389,9
<b>MFIs ohne Eurosystem</b>											
2009	31 144,3	-	16 469,0	146,0	10 041,4	6 281,6	732,6	4 908,5	1 921,2	4 098,5	3 014,5
2010	32 199,8	-	16 497,6	196,2	10 526,4	5 774,9	612,3	4 845,2	2 045,0	4 220,3	3 979,4
2011 Q1	31 564,3	-	16 457,4	235,8	10 528,2	5 693,4	632,8	4 873,1	2 079,4	4 018,8	3 502,9
2011 Q2	31 742,3	-	16 614,0	266,4	10 654,7	5 692,8	609,7	4 903,0	2 155,1	3 973,5	3 487,1
2011 Mai	32 103,9	-	16 581,2	222,0	10 643,9	5 715,3	631,8	4 899,5	2 121,9	4 191,8	3 677,6
2011 Juni	31 742,3	-	16 614,0	266,4	10 654,7	5 692,8	609,7	4 903,0	2 155,1	3 973,5	3 487,1
2011 Juli	32 154,2	-	16 707,3	230,2	10 648,2	5 829,0	599,8	4 893,6	2 190,9	3 970,4	3 792,2
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	32 782,0	-	16 820,2	186,6	10 713,4	5 920,2	619,2	4 908,9	2 194,8	3 979,7	4 259,3

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.
- Eine im Dezember 2010 in einem Mitgliedstaat geänderte Verbuchung von Derivaten hat zu einem Anstieg dieser Positionen geführt.
- Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gehaltene Bestände.
- Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltene Bestände mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in den Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets enthalten.

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

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

**I. Aktiva**

	Ins- gesamt	Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Wertpapiere ohne Aktien von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Aktien und sonstige Divi- dendenwerte sowie Beteiligungen an sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sachanlagen	Sonstige Aktiv- positionen <sup>2)</sup>
		Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro- Wäh- rungs- gebiet	Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro- Wäh- rungs- gebiet				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2009	23 862,5	11 805,7	1 021,1	10 784,5	3 355,9	1 850,4	1 505,5	812,7	4 809,2	229,1	2 850,0
2010	25 826,0	12 267,4	1 240,4	11 027,0	3 526,2	1 987,9	1 538,3	799,9	5 007,7	232,0	3 993,0
2011 Q1	25 327,7	12 324,3	1 207,3	11 117,0	3 384,2	1 881,4	1 502,7	779,0	4 947,4	235,9	3 657,0
Q2	25 490,7	12 396,9	1 170,5	11 226,4	3 409,5	1 926,6	1 483,0	788,8	4 971,3	237,6	3 686,7
2011 Mai	25 808,8	12 376,3	1 174,2	11 202,1	3 409,5	1 902,8	1 506,7	800,0	5 132,9	237,6	3 852,5
Juni	25 490,7	12 396,9	1 170,5	11 226,4	3 409,5	1 926,6	1 483,0	788,8	4 971,3	237,6	3 686,7
Juli	25 843,3	12 416,1	1 175,1	11 241,1	3 390,3	1 902,4	1 487,9	782,0	5 025,1	238,2	3 991,6
Aug. <sup>(p)</sup>	26 405,1	12 405,1	1 162,6	11 242,4	3 409,3	1 940,6	1 468,7	765,3	5 105,1	238,2	4 482,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2009	-644,8	15,8	29,4	-13,6	365,2	270,2	95,0	12,4	-464,8	7,8	-581,9
2010	600,3	413,0	206,4	206,6	143,9	145,8	-2,0	5,7	-110,0	2,4	145,2
2011 Q1	-278,4	39,0	-28,3	67,3	-11,0	19,2	-30,1	7,6	81,8	0,9	-396,7
Q2	191,4	68,0	-37,2	105,2	28,6	49,6	-21,0	14,7	35,6	1,9	42,6
2011 Mai	229,1	17,1	-23,3	40,4	7,1	10,2	-3,1	-18,4	83,2	1,3	138,9
Juni	-275,6	24,8	-3,4	28,2	5,4	28,3	-22,9	-7,7	-130,3	0,0	-167,7
Juli	304,9	8,1	4,2	3,9	-8,2	-14,1	5,9	-1,8	-28,6	0,7	334,7
Aug. <sup>(p)</sup>	551,4	-3,0	-14,1	11,1	12,6	28,2	-15,7	-8,6	62,4	0,0	488,1

**2. Passiva**

	Ins- gesamt	Bargeld- umlauf	Einlagen von Zentralstaaten	Einlagen von sonstigen öffentlichen Haushalten/ sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	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 <sup>2)</sup>	Überschuss der Inter- MFI-Ver- bindlich- keiten gegenüber den Inter-MFI- Forderungen
<b>Bestände</b>										
2009	23 862,5	769,9	248,6	10 063,5	647,5	2 752,9	1 801,0	4 238,8	3 362,9	-22,5
2010	25 826,0	808,6	264,2	10 535,1	552,4	2 858,3	2 022,2	4 374,1	4 351,5	59,7
2011 Q1	25 327,7	798,3	296,6	10 537,1	568,2	2 972,3	2 038,3	4 173,8	3 871,2	71,9
Q2	25 490,7	819,7	339,0	10 666,0	548,1	3 022,6	2 085,1	4 131,0	3 858,5	21,0
2011 Mai	25 808,8	810,4	287,4	10 654,3	566,7	3 007,4	2 070,0	4 350,2	4 053,2	9,1
Juni	25 490,7	819,7	339,0	10 666,0	548,1	3 022,6	2 085,1	4 131,0	3 858,5	21,0
Juli	25 843,3	828,2	316,2	10 656,4	538,9	3 040,7	2 150,4	4 144,4	4 173,6	-5,4
Aug. <sup>(p)</sup>	26 405,1	823,4	256,1	10 722,1	557,0	3 036,0	2 204,0	4 156,1	4 649,2	1,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2009	-644,8	45,8	-2,4	286,0	-12,5	-56,4	143,1	-590,3	-505,5	47,4
2010	600,3	38,6	12,8	331,5	-98,2	42,5	113,0	-27,4	132,7	54,8
2011 Q1	-278,4	-10,1	36,2	-20,0	-4,5	80,0	12,7	-48,0	-344,6	19,8
Q2	191,4	21,3	42,6	121,3	-19,7	34,4	45,4	-20,3	-1,9	-31,9
2011 Mai	229,1	5,0	-17,0	27,7	-3,5	3,8	12,0	73,3	148,8	-21,0
Juni	-275,6	9,2	51,6	13,3	-18,4	17,8	32,7	-200,7	-193,1	12,0
Juli	304,9	8,5	-22,7	-14,0	-6,8	-0,5	41,5	-22,1	306,2	14,8
Aug. <sup>(p)</sup>	551,4	-4,8	-60,2	69,1	18,3	4,0	10,5	36,8	471,1	6,5

Quelle: EZB.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- Eine im Dezember 2010 in einem Mitgliedstaat geänderte Verbuchung von Derivaten hat zu einem Anstieg dieser Positionen geführt.
- 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

	M3				Zentrierter Drei- monats- durch- schnitt von M3	Länger- fristige finanzielle Verbind- lichkeiten	Kredite an öffentliche Haushalte	Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Nettoforde- rungen an Ansässige außerhalb des Euro- Währungs- gebiets <sup>3)</sup>	
	M2		M3-M2	Buchkredite				Um Kreditabsatz und Kreditverbriefungen bereinigte Buchkredite <sup>4)</sup>				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände</b>												
2009	4 495,7	3 701,6	8 197,3	1 134,1	9 331,4	-	6 762,9	2 909,6	13 105,9	10 792,9	-	552,2
2010	4 694,8	3 700,0	8 394,8	1 125,2	9 520,0	-	7 313,3	3 270,3	13 365,1	11 033,5	-	615,3
2011 Q1	4 709,7	3 743,7	8 453,4	1 132,3	9 585,6	-	7 449,3	3 092,2	13 422,3	11 129,1	-	784,1
2011 Q2	4 715,7	3 782,4	8 498,1	1 163,4	9 661,5	-	7 543,7	3 061,4	13 466,1	11 195,1	-	840,9
2011 Mai	4 702,0	3 786,4	8 488,3	1 171,5	9 659,9	-	7 546,0	3 068,3	13 487,3	11 197,2	-	813,4
2011 Juni	4 715,7	3 782,4	8 498,1	1 163,4	9 661,5	-	7 543,7	3 061,4	13 466,1	11 195,1	-	840,9
2011 Juli	4 730,1	3 793,7	8 523,8	1 164,7	9 688,5	-	7 619,3	3 064,2	13 494,3	11 216,3	-	889,2
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	4 779,5	3 804,0	8 583,6	1 218,5	9 802,1	-	7 693,4	3 108,4	13 511,6	11 263,2	-	948,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2009	488,7	-368,0	120,7	-160,4	-39,6	-	422,7	307,6	90,1	-14,7	31,2	125,1
2010	194,1	-12,2	181,9	-24,1	157,9	-	265,6	356,4	207,0	204,9	261,8	-82,6
2011 Q1	14,6	40,4	55,0	-14,0	41,0	-	80,9	-48,4	68,7	72,9	43,7	158,5
2011 Q2	9,2	31,9	41,1	13,8	54,9	-	91,0	-26,7	43,2	61,8	69,1	46,1
2011 Mai	1,1	25,5	26,7	24,1	50,8	-	24,6	-10,3	30,7	32,1	34,8	15,5
2011 Juni	14,5	-3,6	10,9	-8,3	2,6	-	18,9	-2,2	-12,9	1,9	2,7	40,3
2011 Juli	11,9	9,7	21,7	5,4	27,1	-	31,2	12,5	23,5	10,3	21,5	1,3
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	51,0	11,2	62,2	54,3	116,5	-	40,3	32,6	38,7	56,7	58,6	16,7
<b>Wachstumsraten</b>												
2009	12,2	-9,0	1,5	-11,9	-0,4	-0,2	6,7	11,8	0,7	-0,1	0,3	125,1
2010	4,3	-0,3	2,2	-2,1	1,7	1,8	3,8	12,2	1,6	1,9	2,4	-82,6
2011 Q1	2,9	2,3	2,6	-1,0	2,2	2,1	3,9	8,0	2,2	2,5	2,8	74,2
2011 Q2	1,3	3,7	2,3	-0,9	1,9	2,1	4,9	4,7	2,2	2,5	2,8	137,2
2011 Mai	1,2	3,9	2,4	1,5	2,3	2,1	4,4	5,7	2,6	2,7	3,0	55,2
2011 Juni	1,3	3,7	2,3	-0,9	1,9	2,1	4,9	4,7	2,2	2,5	2,8	137,2
2011 Juli	1,0	3,7	2,2	1,2	2,1	2,3	4,6	4,9	2,0	2,4	2,6	166,0
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	1,7	3,3	2,4	5,4	2,8	.	4,8	5,3	1,8	2,6	2,8	189,9

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

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)

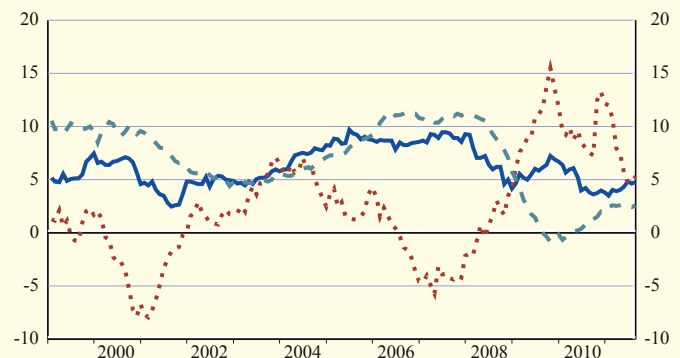
— M1  
- - - M3



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

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)

— Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten  
- - - Kredite an öffentliche Haushalte  
- - - Buchkredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet



Quelle: EZB.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.  
Monatliche und andere kürzerfristige Wachstumsraten für ausgewählte Positionen sind abrufbar unter [www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html).
- Die Geldmengenaggregate umfassen die monetären Verbindlichkeiten der MFIs und der Zentralstaaten (Post, Schatzämter etc.) gegenüber im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs (ohne Zentralstaaten). Zur Definition von 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.
- Bereinigt um Buchkredite, die im Rahmen von Verkäufen bzw. Verbriefungen aus der MFI-Bilanzstatistik ausgliedert wurden.

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

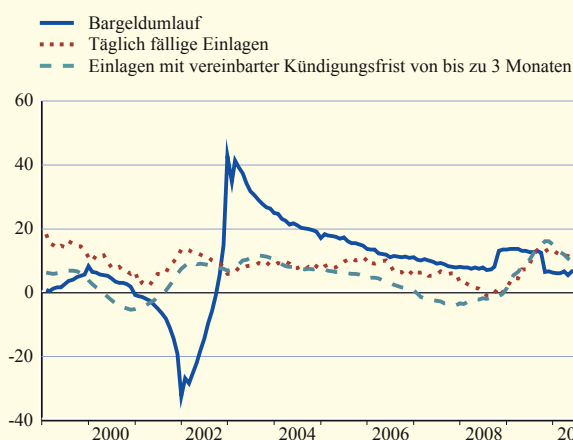
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 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 mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit 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>											
2009	757,5	3 738,1	1 896,8	1 804,8	334,3	668,1	131,8	2 635,4	132,5	2 207,9	1 787,2
2010	793,6	3 901,2	1 785,1	1 914,9	433,8	570,2	121,2	2 753,6	118,4	2 436,0	2 005,3
2011 Q1	802,7	3 907,0	1 821,6	1 922,1	410,2	568,5	153,6	2 815,7	119,7	2 472,9	2 041,0
2011 Q2	815,4	3 900,3	1 844,6	1 937,8	441,2	550,6	171,6	2 845,2	119,7	2 494,2	2 084,6
2011 Mai	812,5	3 889,4	1 852,4	1 933,9	457,3	556,1	158,1	2 842,3	119,6	2 493,1	2 091,0
2011 Juni	815,4	3 900,3	1 844,6	1 937,8	441,2	550,6	171,6	2 845,2	119,7	2 494,2	2 084,6
2011 Juli	816,3	3 913,8	1 849,6	1 944,1	455,7	535,1	174,0	2 855,3	120,0	2 496,3	2 147,7
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	825,4	3 954,1	1 850,4	1 953,6	500,4	546,3	171,9	2 857,1	119,9	2 510,4	2 206,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2009	44,3	444,4	-605,2	237,2	-12,6	-13,1	-134,7	78,6	9,0	194,0	141,1
2010	36,0	158,1	-125,1	113,0	95,2	-101,2	-18,1	61,9	-14,1	108,2	109,6
2011 Q1	9,2	5,4	35,6	4,9	-12,3	-22,2	20,4	40,2	1,4	7,2	32,2
2011 Q2	12,7	-3,6	18,2	13,8	31,4	-17,5	-0,1	31,8	0,0	17,1	42,1
2011 Mai	10,0	-8,9	14,9	10,7	39,0	-7,5	-7,3	5,8	-0,2	0,9	18,0
2011 Juni	2,9	11,6	-7,4	3,8	-16,1	-5,3	13,0	5,9	0,2	1,6	11,2
2011 Juli	0,9	11,0	3,5	6,3	19,1	-13,1	-0,6	-5,5	0,3	-2,9	39,3
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	9,1	41,9	1,6	9,6	44,9	11,4	-2,0	10,3	-0,1	14,9	15,2
<b>Wachstumsraten</b>											
2009	6,2	13,5	-24,2	15,1	-3,5	-1,9	-50,4	3,0	7,3	9,7	8,7
2010	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,4	2,3	-10,7	4,7	5,9
2011 Q1	3,7	2,8	-0,2	4,8	20,8	-13,1	-0,8	2,7	-9,3	3,9	6,7
2011 Q2	4,1	0,7	3,1	4,2	14,0	-12,4	8,4	4,7	-6,3	4,5	6,3
2011 Mai	4,3	0,6	3,1	4,6	29,7	-13,0	-5,1	3,7	-7,9	4,1	6,4
2011 Juni	4,1	0,7	3,1	4,2	14,0	-12,4	8,4	4,7	-6,3	4,5	6,3
2011 Juli	4,3	0,3	3,5	3,9	20,1	-12,2	7,0	4,4	-4,6	3,1	7,5
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	4,5	1,1	3,0	3,5	31,7	-11,1	6,3	4,7	-3,9	3,0	7,6

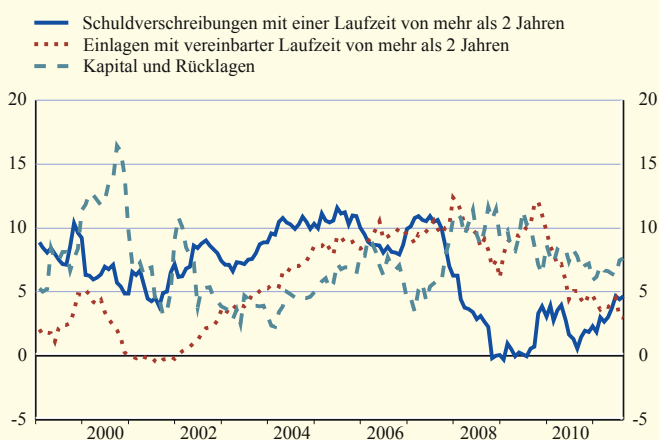
### A3 Komponenten der Geldmengenaggregate<sup>1)</sup>

(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; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 1. Kredite an Finanzintermediäre, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

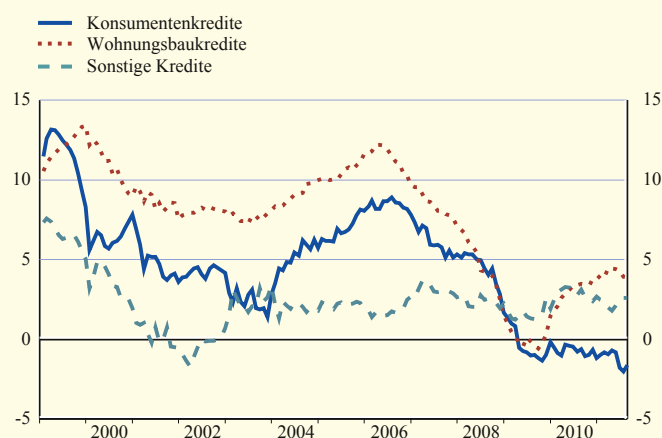
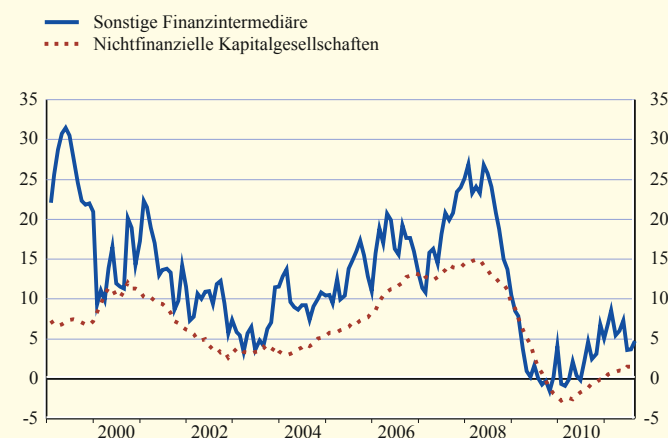
	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften				Private Haushalte <sup>3)</sup>					
	Insgesamt	Insgesamt	Insgesamt	Kredite bereinigt um Absatz und Verbriefungen <sup>4)</sup>	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Kredite bereinigt um Absatz und Verbriefungen <sup>4)</sup>	Konsumentenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
<b>Bestände</b>												
2009	89,0	1 060,7	4 690,9	-	1 187,8	937,6	2 565,5	4 952,2	-	631,3	3 546,6	774,3
2010	95,0	1 112,0	4 667,2	-	1 127,3	899,0	2 640,9	5 159,3	-	639,3	3 701,3	818,7
2011 Q1	87,8	1 108,9	4 704,8	-	1 146,9	883,4	2 674,5	5 227,6	-	637,0	3 762,2	828,5
2011 Q2	88,8	1 118,4	4 732,5	-	1 175,8	867,3	2 689,4	5 255,4	-	629,4	3 792,7	833,2
2011 Mai	87,5	1 142,4	4 713,6	-	1 152,8	879,7	2 681,1	5 253,7	-	636,2	3 786,5	831,0
2011 Juni	88,8	1 118,4	4 732,5	-	1 175,8	867,3	2 689,4	5 255,4	-	629,4	3 792,7	833,2
2011 Juli	91,0	1 140,9	4 732,7	-	1 168,3	865,9	2 698,5	5 251,7	-	626,4	3 790,7	834,5
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	99,1	1 163,7	4 737,7	-	1 168,4	867,9	2 701,4	5 262,7	-	630,1	3 796,5	836,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2009	-13,6	40,8	-107,0	-108,0	-181,2	-18,9	93,2	65,1	99,5	-1,0	51,4	14,7
2010	7,0	52,9	-2,2	45,6	-37,0	-26,2	61,0	147,1	155,8	-7,6	133,7	21,0
2011 Q1	-3,1	-21,0	37,4	37,2	20,1	-2,9	20,3	59,6	30,5	-1,2	59,0	1,8
2011 Q2	1,0	3,5	30,2	32,8	30,9	-17,2	16,5	27,0	31,0	-7,1	25,5	8,6
2011 Mai	1,5	8,9	10,0	10,8	3,8	2,6	3,6	11,7	13,2	-1,8	8,7	4,8
2011 Juni	1,3	-24,8	22,7	23,4	23,9	-11,3	10,1	2,7	2,8	-6,1	6,0	2,8
2011 Juli	2,1	19,4	-4,2	-3,5	-9,2	-2,0	7,0	-7,1	3,5	-3,2	-4,7	0,8
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	8,1	22,4	12,6	12,7	1,6	4,4	6,5	13,6	15,4	3,2	7,1	3,3
<b>Wachstumsraten</b>												
2009	-13,2	4,2	-2,2	-	-13,1	-2,0	3,7	1,3	-	-0,2	1,5	1,9
2010	8,0	4,9	0,0	1,0	-3,1	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,2	3,8	2,7
2011 Q1	5,7	5,6	0,9	1,8	0,0	-2,3	2,4	3,4	3,0	-0,9	4,5	2,0
2011 Q2	5,7	3,5	1,5	2,4	4,3	-3,7	2,1	3,2	2,9	-1,8	4,3	2,5
2011 Mai	3,0	7,3	1,0	1,8	1,3	-2,6	2,1	3,4	3,1	-0,8	4,4	2,1
2011 Juni	5,7	3,5	1,5	2,4	4,3	-3,7	2,1	3,2	2,9	-1,8	4,3	2,5
2011 Juli	3,8	3,6	1,6	2,2	4,1	-3,5	2,2	3,0	2,7	-2,0	3,9	2,6
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	9,8	4,6	1,6	2,2	4,0	-3,1	2,2	3,0	2,7	-1,6	3,9	2,6

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

(Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt)

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

(Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt)



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.

4) Bereinigung um Buchkredite, die im Rahmen von Verkäufen bzw. Verbriefungen aus der MFI-Bilanzstatistik ausgegliedert wurden.

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

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

**2. Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen				Sonstige Finanzintermediäre					Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Reverse-Repo-Geschäfte mit zentralen Kontrahenten	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>													
2010	86,2	66,6	5,2	14,4	1 104,7	142,9	587,7	206,4	310,6	4 667,2	1 120,6	898,6	2 648,0
2011 Q1	86,8	66,6	5,8	14,5	1 107,7	137,6	581,4	208,6	317,7	4 703,8	1 147,8	883,5	2 672,5
Q2	91,1	71,2	5,6	14,2	1 131,2	153,1	601,4	203,6	326,2	4 740,6	1 185,0	868,6	2 687,0
2011 Juni	91,1	71,2	5,6	14,2	1 131,2	153,1	601,4	203,6	326,2	4 740,6	1 185,0	868,6	2 687,0
Juli	93,7	73,7	5,8	14,2	1 143,1	159,2	609,6	204,6	328,9	4 743,5	1 174,2	867,6	2 701,7
Aug. <sup>(p)</sup>	99,7	80,1	5,3	14,2	1 154,9	174,9	618,8	206,5	329,6	4 723,9	1 156,3	867,0	2 700,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2010	6,8	10,1	-1,8	-1,5	54,4	-	17,8	7,1	29,5	-2,5	-37,2	-26,2	60,9
2011 Q1	4,7	5,0	0,6	-0,9	-14,7	-5,4	-5,6	-11,2	2,1	36,5	27,7	-2,4	11,2
Q2	4,2	4,6	-0,1	-0,3	17,5	15,6	14,9	-5,0	7,6	39,3	39,2	-16,0	16,1
2011 Juni	0,0	0,3	-0,1	-0,2	-19,0	-9,8	-17,0	-6,3	4,2	26,6	30,9	-10,8	6,5
Juli	2,5	2,4	0,1	0,0	8,9	6,1	6,5	0,4	1,9	-1,4	-12,5	-1,6	12,6
Aug. <sup>(p)</sup>	6,1	6,5	-0,4	0,0	11,3	15,7	9,8	0,7	0,8	-12,1	-16,4	1,8	2,6
<b>Wachstumsraten</b>													
2010	8,4	17,5	-25,4	-9,1	5,0	-	2,9	3,2	10,4	-0,1	-3,2	-2,8	2,4
2011 Q1	5,7	11,3	0,3	-14,8	5,5	-	4,6	0,9	9,9	0,9	0,1	-2,3	2,4
Q2	5,7	11,1	3,3	-15,9	3,6	21,2	2,6	-3,2	10,5	1,5	4,2	-3,7	2,1
2011 Juni	5,7	11,1	3,3	-15,9	3,6	21,2	2,6	-3,2	10,5	1,5	4,2	-3,7	2,1
Juli	3,8	7,6	10,5	-15,2	3,7	18,8	4,1	-3,3	7,7	1,5	4,1	-3,6	2,2
Aug. <sup>(p)</sup>	9,9	16,1	9,6	-16,5	4,7	20,4	6,3	-2,4	6,6	1,6	4,1	-3,1	2,2

**3. 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	Einzelunternehmen	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	14
<b>Bestände</b>														
2010	5 168,0	641,7	147,0	186,5	308,2	3 706,9	14,7	54,9	3 637,2	819,4	402,4	146,7	85,7	587,0
2011 Q1	5 217,6	633,7	140,5	186,9	306,2	3 756,6	14,2	54,0	3 688,4	827,3	401,0	149,6	85,1	592,7
Q2	5 262,5	633,0	141,9	185,3	305,7	3 791,0	14,6	55,2	3 721,2	838,6	404,2	152,1	87,0	599,4
2011 Juni	5 262,5	633,0	141,9	185,3	305,7	3 791,0	14,6	55,2	3 721,2	838,6	404,2	152,1	87,0	599,4
Juli	5 259,8	629,8	140,4	184,3	305,1	3 796,0	14,8	55,6	3 725,6	834,1	403,7	145,3	87,0	601,8
Aug. <sup>(p)</sup>	5 263,0	631,0	141,4	185,5	304,2	3 797,8	14,7	56,0	3 727,0	834,2	405,9	145,5	88,1	600,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2010	147,5	-7,7	-4,8	-8,8	5,9	134,2	-0,6	-3,7	138,5	20,9	-	-6,9	-4,5	32,3
2011 Q1	40,9	-6,9	-6,1	-1,7	0,9	47,8	-0,7	0,0	48,6	0,0	-1,8	-0,6	-1,6	2,1
Q2	44,1	-0,3	2,5	-2,0	-0,8	29,3	0,5	1,1	27,7	15,1	1,7	5,1	0,2	9,8
2011 Juni	20,6	0,4	3,0	-2,4	-0,2	10,7	0,3	0,5	9,9	9,6	0,3	7,1	1,0	1,4
Juli	-6,0	-3,3	-1,5	-1,0	-0,8	2,3	0,1	0,5	1,8	-5,0	-1,1	-7,1	-0,1	2,2
Aug. <sup>(p)</sup>	5,7	0,7	1,1	1,2	-1,6	3,1	0,0	0,4	2,7	2,0	2,4	0,0	1,6	0,4
<b>Wachstumsraten</b>														
2010	3,0	-1,2	-3,5	-4,5	2,0	3,8	-4,2	-6,2	4,0	2,7	-	-4,6	-5,1	5,9
2011 Q1	3,4	-0,9	-3,8	-4,1	2,5	4,4	-7,6	-3,7	4,6	2,0	-	-5,0	-5,9	5,1
Q2	3,2	-1,8	-2,6	-5,0	0,6	4,3	0,0	2,6	4,3	2,5	0,4	0,6	-3,3	3,9
2011 Juni	3,2	-1,8	-2,6	-5,0	0,6	4,3	0,0	2,6	4,3	2,5	0,4	0,6	-3,3	3,9
Juli	3,0	-2,0	-2,1	-5,6	0,3	3,9	-0,1	2,1	4,0	2,6	0,5	-0,1	-3,5	4,2
Aug. <sup>(p)</sup>	3,0	-1,6	-1,6	-4,2	-0,1	3,9	-1,6	2,6	3,9	2,6	0,1	0,2	-1,3	3,8

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

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

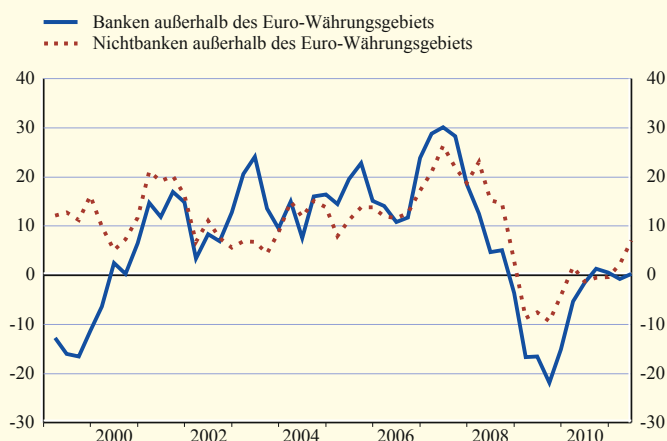
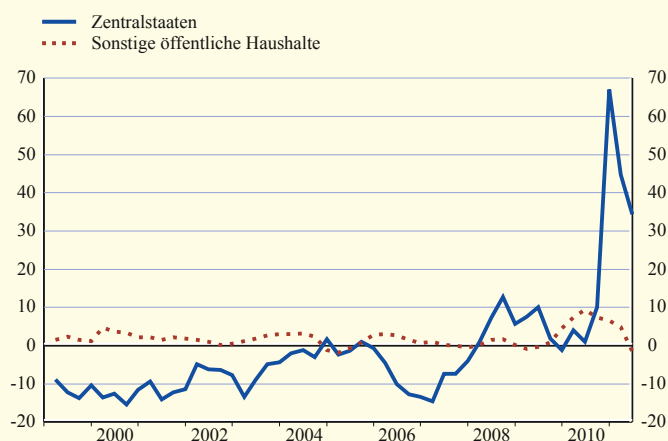
	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken <sup>3)</sup>	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
2010	1 221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2 963,0	2 010,9	952,1	49,5	902,6
2011 <sup>(p)</sup>	1 152,7	346,4	223,4	555,6	27,0	2 998,3	2 003,8	994,5	60,1	934,4
2010 Q3	1 075,6	263,8	223,2	544,1	44,5	2 951,5	1 995,5	955,9	51,9	904,1
2010 Q4	1 221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2 963,0	2 010,9	952,1	49,5	902,6
2011 Q1	1 188,8	359,4	229,6	557,8	41,9	2 934,4	1 957,5	976,9	54,5	922,4
2011 Q2 <sup>(p)</sup>	1 152,7	346,4	223,4	555,6	27,0	2 998,3	2 003,8	994,5	60,1	934,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	5,2	9,9	-5,0	0,5	-5,5
2011 <sup>(p)</sup>	-64,7	-47,3	-2,2	2,5	-18,1	100,2	20,0	80,0	13,0	66,9
2010 Q3	1,6	7,9	-1,9	-3,8	-0,5	-11,6	-14,2	2,5	3,8	-1,2
2010 Q4	138,7	126,7	1,6	8,8	1,5	-17,0	-1,9	-15,1	-2,0	-13,1
2011 Q1	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	55,7	-1,5	57,0	7,0	50,1
2011 Q2 <sup>(p)</sup>	-36,5	-13,0	-6,5	-2,4	-14,9	44,5	21,6	22,9	6,1	16,8
<b>Wachstumsraten</b>										
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,5	0,6	-0,4	0,4	-0,5
2011 <sup>(p)</sup>	6,5	34,4	-1,1	1,4	-38,7	4,4	0,2	7,0	30,9	5,8
2010 Q3	8,0	10,0	6,5	5,4	43,9	0,9	1,3	-0,5	1,6	-0,6
2010 Q4	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,5	0,6	-0,4	0,4	-0,5
2011 Q1	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,5	-0,8	2,2	16,0	1,5
2011 Q2 <sup>(p)</sup>	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,7	2,6	0,2	7,0	30,9	5,8

### A7 Kredite an öffentliche Haushalte<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt)

### A8 Kredite an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt)



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)

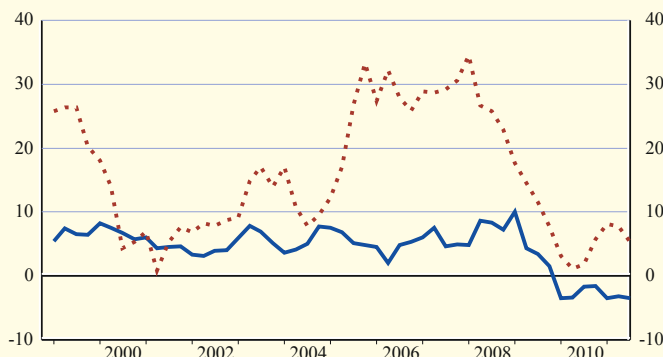
### 1. Einlagen von Finanzintermediären

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen							Sonstige Finanzintermediäre							
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Mit zentralen Kontra-henten
			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	15	
<b>Bestände</b>															
2009	738,5	84,1	86,9	543,7	2,2	1,4	20,2	1 871,2	311,7	335,1	957,5	15,9	0,0	250,9	-
2010	716,9	84,5	79,4	528,3	2,6	0,3	21,9	2 167,4	358,3	305,1	1 132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011 Q1	710,7	82,9	79,9	526,6	3,0	0,2	18,0	2 161,5	371,0	291,6	1 146,4	11,8	0,5	340,2	240,6
2011 Q2	708,6	84,6	77,2	524,0	3,2	0,2	19,3	2 210,2	369,7	291,0	1 152,0	12,5	0,3	384,7	290,4
2011 Mai	714,3	85,3	79,6	525,5	3,8	0,2	19,9	2 235,4	370,1	309,2	1 153,7	12,0	0,2	390,2	288,3
2011 Juni	708,6	84,6	77,2	524,0	3,2	0,2	19,3	2 210,2	369,7	291,0	1 152,0	12,5	0,3	384,7	290,4
2011 Juli	713,8	82,8	81,6	523,4	3,7	0,2	22,1	2 186,3	359,8	294,6	1 148,4	11,6	0,3	371,7	282,3
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	727,3	88,9	89,8	523,4	3,7	0,2	21,1	2 247,2	368,2	297,7	1 151,9	11,8	0,5	417,2	315,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>															
2009	-26,8	-1,0	-30,4	6,3	1,1	-0,1	-2,7	55,4	5,5	-93,6	85,8	3,7	0,0	54,0	-
2010	-26,5	-3,4	-8,2	-16,6	0,2	0,0	1,6	155,9	45,2	-38,6	52,8	-8,0	0,4	104,2	-
2011 Q1	-0,9	3,2	-0,3	-1,2	0,3	0,0	-2,9	-9,7	15,8	-6,2	-12,9	1,0	0,1	-7,4	-14,3
2011 Q2	-1,6	1,7	-2,2	-2,7	0,3	0,0	1,3	37,8	-1,7	-8,0	2,6	0,7	-0,3	44,5	49,8
2011 Mai	-6,4	-0,1	-3,6	-0,6	-0,1	0,0	-1,9	24,9	-7,4	2,8	-6,6	0,9	-0,2	35,4	41,1
2011 Juni	-5,7	-0,7	-2,3	-1,5	-0,6	0,0	-0,6	-24,4	-0,1	-18,3	-1,2	0,5	0,0	-5,4	2,1
2011 Juli	5,0	-1,9	4,2	-0,6	0,5	0,0	2,8	-25,6	-10,9	3,0	-8,6	-0,9	0,0	-8,3	-8,2
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	13,6	6,2	8,3	0,1	0,0	0,0	-0,9	62,7	9,1	3,4	4,3	0,2	0,2	45,6	33,3
<b>Wachstumsraten</b>															
2009	-3,5	-1,1	-26,4	1,2	96,8	-	-11,8	3,1	1,5	-22,0	10,0	30,0	-	27,4	-
2010	-3,6	-3,6	-9,4	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,5	-11,4	4,9	-48,5	-	41,1	-
2011 Q1	-3,2	-3,0	-6,3	-2,6	7,1	-	-6,2	7,7	14,0	-5,0	4,5	-47,3	-	28,7	-
2011 Q2	-3,5	-5,7	-9,2	-2,2	26,4	-	-6,6	5,3	1,0	0,6	4,7	5,4	-	15,8	32,9
2011 Mai	-1,9	-4,5	-8,5	-1,8	41,4	-	40,0	7,6	2,0	3,7	4,2	-25,3	-	31,1	-
2011 Juni	-3,5	-5,7	-9,2	-2,2	26,4	-	-6,6	5,3	1,0	0,6	4,7	5,4	-	15,8	32,9
2011 Juli	-2,7	-7,4	-7,8	-2,2	41,0	-	25,5	3,7	-0,2	-1,7	1,7	-0,8	-	19,9	34,7
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	-0,6	4,6	-2,9	-1,9	38,4	-	17,7	5,7	0,9	-2,7	1,6	5,1	-	34,0	43,7

### A9 Einlagen insgesamt, nach Sektoren<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

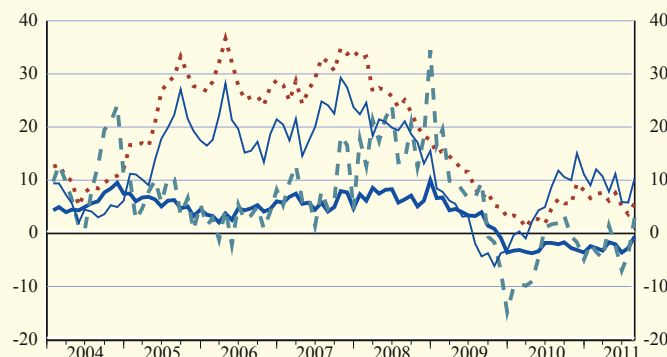
- Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (insgesamt)
- Sonstige Finanzintermediäre (insgesamt)



### A10 Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

- Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (insgesamt)
- Sonstige Finanzintermediäre (insgesamt)
- - - Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (in M3 enthalten)<sup>3)</sup>
- - - Sonstige Finanzintermediäre (in M3 enthalten)<sup>4)</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) Umfasst die in Spalte 2, 3, 5 und 7 enthaltenen Einlagen.

4) Umfasst die in Spalte 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)

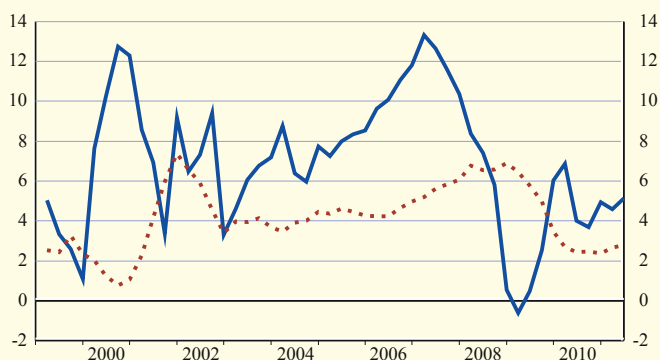
### 2. Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und privater Haushalte

	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 Jahre	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahre	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Bestände</b>														
2009	1 601,2	999,2	434,5	80,7	68,7	1,7	16,3	2 156,9	996,5	607,1	1 680,2	123,7	37,3	
2010	1 671,6	1 034,1	458,7	87,2	75,8	1,5	14,2	5 739,1	2 243,9	901,6	665,0	1 788,5	110,3	29,8
2011 Q1	1 649,3	1 001,4	463,5	90,8	77,6	2,0	14,0	5 766,9	2 223,8	908,3	681,3	1 811,8	110,3	31,4
2011 Q2	1 658,5	1 011,4	457,0	94,8	77,3	2,0	15,9	5 822,4	2 257,9	904,1	702,0	1 815,6	109,4	33,5
2011 Mai	1 654,5	999,0	461,2	94,2	77,8	2,0	20,4	5 793,4	2 232,0	905,1	695,5	1 816,9	109,5	34,3
2011 Juni	1 658,5	1 011,4	457,0	94,8	77,3	2,0	15,9	5 822,4	2 257,9	904,1	702,0	1 815,6	109,4	33,5
2011 Juli	1 656,2	1 002,1	461,4	95,5	76,5	2,0	18,7	5 844,9	2 261,7	914,0	705,1	1 819,3	109,5	35,4
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	1 655,1	994,1	467,1	95,3	77,4	1,8	19,5	5 831,3	2 236,2	919,4	707,0	1 823,8	109,4	35,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2009	91,1	112,3	-70,1	15,1	40,8	0,4	-7,4	187,7	320,5	-371,5	85,9	190,5	8,6	-46,3
2010	78,9	40,3	24,1	9,0	7,8	-0,2	-2,1	133,0	81,7	-98,8	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011 Q1	-33,8	-37,6	2,5	2,1	1,0	0,5	-2,3	17,3	-23,5	2,9	14,3	21,9	0,0	1,7
2011 Q2	11,9	12,4	-5,2	4,0	-0,9	0,0	1,6	55,7	35,2	-2,8	19,5	2,6	-0,9	2,1
2011 Mai	3,6	-1,5	0,9	1,7	-0,4	0,0	3,0	-4,8	-15,2	0,0	7,6	0,9	0,0	1,9
2011 Juni	4,5	12,7	-3,9	0,6	-0,5	0,1	-4,5	29,2	26,0	-0,9	6,4	-1,3	-0,1	-0,8
2011 Juli	-3,9	-10,4	4,0	0,6	-0,8	0,0	2,7	21,8	3,4	9,6	3,1	3,7	0,1	1,8
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	-0,1	-7,4	5,9	-0,2	0,9	-0,2	0,9	-13,2	-25,2	5,6	1,9	4,5	-0,1	0,2
<b>Wachstumsraten</b>														
2009	6,0	12,7	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,1	16,5	12,8	7,5	-55,4
2010	4,9	4,1	5,5	11,2	11,4	-10,0	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,8	-20,2
2011 Q1	4,6	2,2	8,8	11,0	6,4	11,6	-4,9	2,7	2,6	-3,3	7,4	5,5	-10,3	-12,9
2011 Q2	5,1	1,6	11,8	16,7	2,3	-1,4	6,4	2,8	1,3	-0,2	8,5	4,6	-6,4	10,2
2011 Mai	4,0	0,0	11,6	8,4	4,3	8,4	34,8	2,7	1,5	-1,0	7,9	5,0	-8,2	6,6
2011 Juni	5,1	1,6	11,8	16,7	2,3	-1,4	6,4	2,8	1,3	-0,2	8,5	4,6	-6,4	10,2
2011 Juli	4,8	1,7	10,1	14,8	-0,2	-4,6	34,8	2,9	1,0	1,4	8,4	4,2	-4,6	12,2
2011 Aug. <sup>(p)</sup>	3,8	0,9	8,6	14,0	-1,7	-15,2	37,8	2,9	1,2	2,0	8,2	3,8	-3,2	11,4

### A11 Einlagen insgesamt, nach Sektoren<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

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



### A12 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 Spalte 2, 3, 5 und 7 enthaltenen Einlagen.

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

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

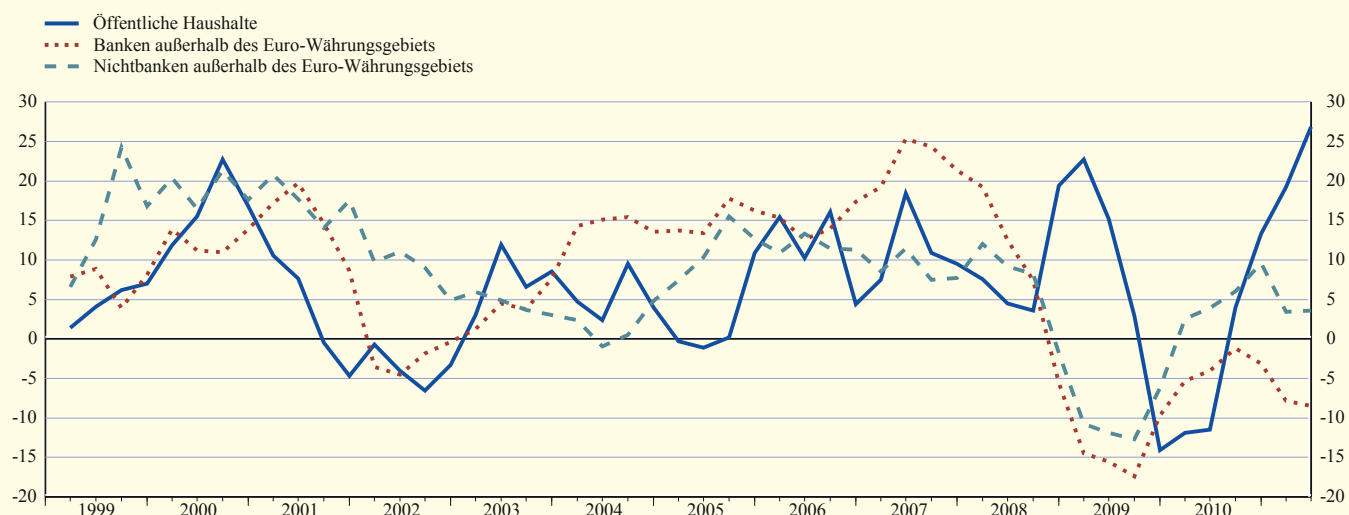
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 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>										
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3 488,8	2 491,9	996,9	45,9	950,9
2011 <sup>(p)</sup>	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3 280,6	2 295,9	984,5	47,7	936,8
2010 Q3	421,4	176,2	58,7	111,9	74,5	3 580,9	2 597,2	983,7	48,0	935,7
2010 Q4	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3 488,8	2 491,9	996,9	45,9	950,9
2011 Q1	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3 314,1	2 346,7	967,4	41,4	925,9
2011 Q2 <sup>(p)</sup>	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3 280,6	2 295,9	984,5	47,7	936,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,1	-82,5	82,6	7,5	75,1
2011 <sup>(p)</sup>	96,1	74,3	7,4	1,5	12,9	-97,0	-115,3	18,0	2,8	15,2
2010 Q3	9,3	8,8	4,3	-2,0	-1,8	16,1	4,1	12,0	2,2	9,9
2010 Q4	5,4	19,3	-11,0	-2,3	-0,5	-102,5	-107,7	5,1	-2,7	7,8
2011 Q1	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-77,5	-73,5	-4,1	-3,6	-0,5
2011 Q2 <sup>(p)</sup>	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,5	-41,8	22,1	6,4	15,7
<b>Wachstumsraten</b>										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,7	9,3
2011 <sup>(p)</sup>	8,2	14,5	1,2	-2,5	14,0	-6,3	-8,5	3,6	5,0	3,5
2010 Q3	4,0	10,9	15,0	-9,3	4,2	0,7	-1,2	6,0	14,4	5,5
2010 Q4	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,7	9,3
2011 Q1	19,2	41,4	4,0	-1,3	9,2	-4,7	-7,8	3,4	-10,5	4,2
2011 Q2 <sup>(p)</sup>	26,8	61,3	1,2	-2,5	14,0	-5,1	-8,5	3,6	5,0	3,5

### A13 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.



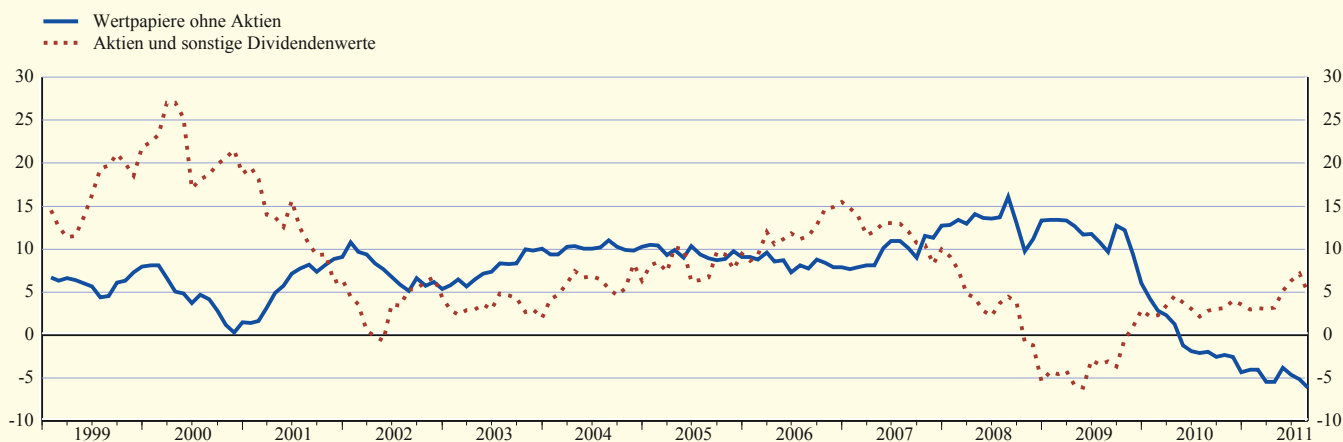
## 2.6 Wertpapierbestände der MFIs: Aufschlüsselung<sup>1), 2)</sup>

(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>												
2009	6 207,8	1 970,8	109,1	1 466,1	16,0	1 458,6	39,4	1 147,8	1 516,3	435,0	801,1	280,2
2010	5 993,1	1 778,4	107,4	1 507,7	16,4	1 500,9	27,8	1 054,5	1 535,9	445,3	787,8	302,8
2011 Q1	5 741,6	1 695,9	102,5	1 393,0	19,9	1 464,2	28,7	1 037,5	1 504,7	437,2	765,6	301,9
Q2	5 663,4	1 674,2	90,0	1 437,0	20,7	1 448,3	24,7	968,4	1 563,7	476,0	775,5	312,1
2011 Mai	5 717,8	1 686,9	99,3	1 410,8	19,4	1 471,3	25,5	1 004,4	1 570,9	469,6	786,7	314,6
Juni	5 663,4	1 674,2	90,0	1 437,0	20,7	1 448,3	24,7	968,4	1 563,7	476,0	775,5	312,1
Juli	5 628,7	1 660,3	89,7	1 417,0	20,6	1 452,6	25,1	963,5	1 560,8	479,4	769,1	312,3
Aug. <sup>(p)</sup>	5 583,1	1 685,4	84,0	1 402,0	23,8	1 431,0	27,3	929,6	1 532,5	478,3	753,2	300,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2009	354,9	83,5	16,6	231,0	-3,2	103,0	-12,0	-64,0	43,0	29,1	11,6	2,3
2010	-269,3	-167,1	-7,2	42,7	-2,1	10,3	-14,6	-131,3	54,0	27,8	5,2	20,9
2011 Q1	-26,5	-24,0	1,0	8,7	4,4	-32,7	2,3	13,9	1,3	1,0	6,7	-6,4
Q2	-30,7	-33,7	5,9	44,6	1,0	-17,5	-3,7	-27,3	62,8	36,8	14,6	11,4
2011 Mai	25,4	4,6	9,7	7,5	-0,1	-3,3	0,0	7,1	17,5	30,5	-18,4	5,3
Juni	-51,9	-21,8	-8,2	28,7	1,5	-22,6	-0,5	-29,0	-4,4	4,5	-7,8	-1,1
Juli	-32,0	-13,0	0,3	-12,4	-0,7	6,0	-0,5	-11,7	3,5	4,7	-1,9	0,6
Aug. <sup>(p)</sup>	-42,6	24,3	-4,6	-22,2	3,5	-18,6	2,7	-27,7	-17,6	0,7	-8,6	-9,7
<b>Wachstumsraten</b>												
2009	6,0	4,4	17,6	18,7	-15,8	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,8
2010	-4,3	-8,5	-5,7	2,9	-11,5	0,7	-35,0	-11,1	3,6	6,4	0,6	7,5
2011 Q1	-5,4	-10,1	-4,5	-1,0	13,9	-0,3	-25,6	-9,6	3,0	3,7	3,2	1,7
Q2	-4,6	-9,3	7,1	1,1	22,8	-1,9	1,9	-9,5	6,3	9,9	5,6	2,9
2011 Mai	-3,8	-9,1	16,4	0,2	15,7	0,1	3,1	-7,1	5,1	6,2	4,4	5,3
Juni	-4,6	-9,3	7,1	1,1	22,8	-1,9	1,9	-9,5	6,3	9,9	5,6	2,9
Juli	-5,2	-8,9	13,6	0,4	24,4	-3,5	-1,2	-10,9	7,1	11,5	5,7	4,4
Aug. <sup>(p)</sup>	-6,1	-7,6	-1,7	-0,4	48,5	-4,8	11,1	-14,6	5,0	10,7	3,1	1,6

## A14 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 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen <sup>1), 2)</sup>**  
(in % der Gesamtsumme; Bestände in Mrd €; Stand am Ende des Berichtszeitraums)

**1. Kredite, Bestände an Wertpapieren ohne Aktien und Einlagen**

	MFIs <sup>3)</sup>							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen (Bestände)	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen				Alle Währungen (Bestände)	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen					
			Insgesamt						Insgesamt					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kredite</b>														
<i>An Ansässige im Euro-Währungsgebiet</i>														
2009	5 916,1	-	-	-	-	-	11 785,5	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010	5 515,2	-	-	-	-	-	12 247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2011 Q1	5 488,8	-	-	-	-	-	12 304,8	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4	
Q2	5 511,3	-	-	-	-	-	12 378,1	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,4	
<i>An Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiet</i>														
2009	1 914,9	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	906,8	40,0	60,0	42,1	1,2	3,7	8,0	
2010	2 010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7	
2011 Q1	1 957,5	46,9	53,1	29,9	3,0	3,2	976,9	40,2	59,8	41,5	1,2	3,4	7,1	
Q2	2 003,8	45,2	54,8	31,9	2,7	3,2	994,5	41,4	58,6	39,8	1,4	3,6	6,8	
<b>Bestände an Wertpapieren ohne Aktien</b>														
<i>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben</i>														
2009	2 079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2 980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010	1 885,8	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3 052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011 Q1	1 798,3	94,3	5,7	3,2	0,2	0,3	1,7	2 905,9	98,3	1,7	0,9	0,2	0,1	0,4
Q2	1 764,3	94,9	5,1	2,9	0,1	0,3	1,4	2 930,8	98,4	1,6	0,8	0,1	0,1	0,4
<i>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben</i>														
2009	546,6	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	601,2	35,0	65,0	38,5	4,2	0,9	15,2
2010	535,1	50,9	49,1	26,1	0,3	0,5	17,2	519,4	32,9	67,1	41,6	3,8	0,8	13,2
2011 Q1	526,4	50,5	49,5	26,6	0,3	1,1	17,0	511,1	33,7	66,3	39,5	4,8	0,7	13,0
Q2	476,9	54,2	45,8	23,0	0,4	0,6	16,2	491,8	32,8	67,2	40,3	5,2	0,7	12,1
<b>Einlagen</b>														
<i>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</i>														
2009	6 281,6	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10 187,4	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010	5 774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10 722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011 Q1	5 693,4	92,5	7,5	4,3	0,3	1,4	0,8	10 764,0	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
Q2	5 692,8	92,5	7,5	4,3	0,2	1,5	0,8	10 921,2	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
<i>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</i>														
2009	2 532,8	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,7	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010	2 491,9	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011 Q1	2 346,7	53,5	46,5	30,0	2,1	1,9	8,1	967,4	58,3	41,7	29,5	1,4	1,5	4,4
Q2	2 295,9	53,4	46,6	29,8	2,2	1,9	8,0	984,5	58,7	41,3	29,3	1,3	1,4	4,5

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

	Alle Währungen (Bestände)	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen				
			Insgesamt				
			USD	JPY	CHF	GBP	
	1	2	3	4	5	6	7
2009	5 168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010	5 082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011 Q1	5 133,2	82,0	18,0	9,6	1,6	2,0	2,4
Q2	5 155,8	81,9	18,1	9,6	1,6	2,2	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) 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 Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>

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

### 1. Aktiva

		Insgesamt	Einlagen und Kreditforderungen	Wertpapiere außer Aktien	Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen (ohne Investmentfonds-/Geldmarktfondsanteile)	Investmentfonds-/Geldmarktfondsanteile	Nichtfinanzielle Vermögenswerte	Sonstige Aktiva (einschließlich Finanzderivaten)
		1	2	3	4	5	6	7
Bestände								
2011	Jan.	6 301,4	381,7	2 355,0	1 984,1	871,8	221,7	487,2
	Febr.	6 382,2	390,4	2 372,1	2 012,7	878,4	223,5	505,3
	März	6 338,4	387,3	2 354,8	1 973,7	882,7	221,4	518,5
	April	6 380,7	391,6	2 357,0	1 992,2	892,0	222,7	525,2
	Mai	6 430,3	393,5	2 403,9	1 991,3	899,0	223,5	519,2
	Juni	6 347,1	392,5	2 389,5	1 959,3	888,1	222,1	495,5
	Juli <sup>(p)</sup>	6 397,2	390,5	2 423,2	1 939,2	890,1	222,6	531,6
Transaktionsbedingte Veränderungen								
2010	Q4	35,9	-11,0	48,2	49,9	16,6	-3,0	-64,8
2011	Q1	110,2	19,4	25,2	14,8	8,5	2,4	40,0
	Q2	66,6	5,9	43,4	20,9	13,5	4,0	-21,0

### 2. Passiva

		Insgesamt	Entgegen-genommene Kredite und Einlagen	Emittierte Investmentfondsanteile			Sonstige Passiva (einschließlich Finanzderivaten)
		1	2	Insgesamt	Gehalten von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	Gehalten von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	7
				3	4	5	
					Investmentfonds		
Bestände							
2011	Jan.	6 301,4	119,2	5 766,2	4 477,8	663,2	416,1
	Febr.	6 382,2	124,0	5 823,8	4 519,8	668,1	434,4
	März	6 338,4	127,1	5 769,9	4 475,9	668,1	441,4
	April	6 380,7	126,0	5 813,2	4 510,1	678,2	441,5
	Mai	6 430,3	126,1	5 859,2	4 533,5	684,3	445,0
	Juni	6 347,1	119,1	5 786,7	4 466,3	675,6	441,4
	Juli <sup>(p)</sup>	6 397,2	119,7	5 809,7	4 464,5	674,8	467,9
Transaktionsbedingte Veränderungen							
2010	Q4	35,9	-11,8	81,1	32,6	15,3	-33,4
2011	Q1	110,2	12,0	55,5	25,6	4,1	42,7
	Q2	66,6	-4,7	76,2	25,2	11,1	-5,0

### 3. Emittierte Investmentfondsanteile nach Anlageschwerpunkten und Art des Fonds

		Insgesamt	Fonds nach Anlageschwerpunkten					Fonds nach Art		Nachrichtlich: Geldmarktfonds	
		1	Rentenfonds	Aktienfonds	Gemischte Fonds	Immobilienfonds	Hedgefonds	Sonstige Fonds	Offene Fonds	Geschlossene Fonds	10
			2	3	4	5	6	7	8	9	
Bestände											
2010	Dez.	5 770,2	1 808,8	1 726,2	1 399,4	264,4	111,4	460,0	5 687,9	82,3	1 106,5
2011	Jan.	5 766,2	1 801,4	1 720,5	1 403,5	264,9	111,3	464,7	5 681,6	84,6	1 090,4
	Febr.	5 823,8	1 814,2	1 742,1	1 419,1	266,6	112,4	469,4	5 739,1	84,7	1 097,9
	März	5 769,9	1 799,7	1 707,8	1 410,4	267,3	112,7	471,9	5 685,4	84,4	1 077,4
	April	5 813,2	1 797,9	1 724,4	1 429,2	268,1	113,2	480,4	5 728,9	84,3	1 070,8
	Mai	5 859,2	1 825,3	1 729,0	1 438,3	269,7	114,4	482,5	5 774,9	84,4	1 090,1
	Juni	5 786,7	1 812,4	1 688,8	1 423,8	270,9	112,2	478,6	5 701,1	85,5	1 049,8
	Juli <sup>(p)</sup>	5 809,7	1 836,8	1 670,9	1 426,6	282,3	116,0	477,1	5 723,6	86,1	1 032,6
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2011	Jan.	25,3	5,9	9,3	7,7	1,0	0,3	1,0	24,4	0,9	-9,6
	Febr.	21,5	10,0	4,1	5,7	0,4	0,7	0,6	21,6	-0,1	8,8
	März	8,7	4,3	-6,3	2,5	0,6	0,8	6,8	8,7	0,1	-8,7
	April	41,3	9,8	13,7	12,5	0,8	1,0	3,4	41,1	0,2	6,0
	Mai	27,2	9,4	9,6	5,7	-0,2	-1,0	3,6	27,4	-0,3	7,9
	Juni	7,8	2,5	2,1	0,6	2,8	-0,5	0,3	5,8	2,0	-34,7
	Juli <sup>(p)</sup>	24,3	8,2	1,9	0,9	11,3	2,3	-0,3	23,8	0,6	-22,3

Quelle: EZB.

1) Ohne Geldmarktfonds (nachrichtlich in Tabelle 3, Spalte 10, in diesem Abschnitt ausgewiesen). Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

**2.9 Von Investmentfonds<sup>1)</sup> gehaltene Wertpapiere nach Wertpapieremittenten**

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

**1. Wertpapiere außer Aktien**

	Insgesamt		Euro-Währungsgebiet					Übrige Welt			
	Zusammen	MFIs	Öffentliche Haushalte	Sonstige Finanzintermediäre	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörende EU-Mitgliedstaaten	Vereinigte Staaten	Japan		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2010 Q3	2 345,7	1 471,5	385,4	721,8	193,5	6,4	164,3	874,2	242,6	330,9	16,3
2010 Q4	2 369,3	1 432,6	375,5	692,0	193,9	6,1	165,1	936,7	247,0	365,8	16,1
2011 Q1	2 354,8	1 430,3	383,4	675,7	200,1	5,5	165,7	924,5	246,4	354,5	14,1
2011 Q2 <sup>(p)</sup>	2 389,5	1 430,5	385,9	673,9	195,7	5,7	169,2	959,0	247,2	365,9	17,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2010 Q4	48,2	-7,1	-3,3	-8,2	0,7	-0,2	3,8	55,3	6,4	30,0	-1,9
2011 Q1	25,2	10,7	9,4	-8,3	7,8	0,0	1,9	14,5	1,9	2,4	-1,0
2011 Q2 <sup>(p)</sup>	43,4	-1,5	1,5	-4,3	-1,7	0,5	2,5	43,3	8,7	13,8	3,6

**2. Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen (ohne Investmentfonds- und Geldmarktfondsanteile)**

	Insgesamt		Euro-Währungsgebiet					Übrige Welt			
	Zusammen	MFIs	Öffentliche Haushalte	Sonstige Finanzintermediäre	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörende EU-Mitgliedstaaten	Vereinigte Staaten	Japan		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2010 Q3	1 792,3	711,8	80,2	-	36,4	24,2	571,0	1 080,4	153,2	314,7	67,3
2010 Q4	1 987,7	751,2	77,8	-	39,5	25,2	608,7	1 236,5	171,4	355,8	83,8
2011 Q1	1 973,7	782,7	89,2	-	41,7	26,1	625,6	1 191,0	167,2	365,2	71,1
2011 Q2 <sup>(p)</sup>	1 959,3	773,7	83,9	-	41,3	26,2	622,3	1 185,6	166,4	362,4	77,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2010 Q4	49,9	4,9	4,5	-	1,7	-0,6	-0,7	45,0	5,1	3,4	6,6
2011 Q1	14,8	11,5	5,5	-	2,3	-0,9	4,6	3,3	-0,5	16,0	-3,9
2011 Q2 <sup>(p)</sup>	20,9	-1,0	-1,2	-	1,3	0,4	-1,5	21,9	2,8	3,5	7,2

**3. Investmentfonds-/Geldmarktfondsanteile**

	Insgesamt		Euro-Währungsgebiet					Übrige Welt			
	Zusammen	MFIs <sup>2)</sup>	Öffentliche Haushalte	Sonstige Finanzintermediäre <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörende EU-Mitgliedstaaten	Vereinigte Staaten	Japan		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2010 Q3	831,1	707,1	77,1	-	630,0	-	-	124,0	21,4	34,8	0,4
2010 Q4	875,3	740,2	76,0	-	664,1	-	-	135,1	23,8	38,6	0,6
2011 Q1	882,7	746,1	78,0	-	668,1	-	-	136,6	22,6	41,7	0,5
2011 Q2 <sup>(p)</sup>	888,1	754,9	79,3	-	675,6	-	-	133,2	22,0	41,9	0,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2010 Q4	16,6	13,4	-1,9	-	15,3	-	-	3,2	0,5	1,4	0,1
2011 Q1	8,5	6,1	2,1	-	4,1	-	-	2,3	-0,9	3,3	-0,1
2011 Q2 <sup>(p)</sup>	13,5	12,0	0,9	-	11,1	-	-	1,5	0,3	1,1	0,0

Quelle: EZB.

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

2) Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfondsanteile) werden von sonstigen Finanzintermediären emittiert. Geldmarktfondsanteile werden von MFIs begeben.

## 2.10 Aggregierte Bilanz der finanziellen Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften(FMKGs) im Euro-Währungsgebiet

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

### 1. Aktiva

	Insgesamt	Einlagen und Kreditforderungen	Verbriefte Buchkredite						Wertpapiere ohne Aktien	Sonstige verbrieft Aktiva	Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	Sonstige Aktiva		
			Zusammen	Von Originatoren mit Sitz im Euro-Währungsgebiet				Von Originatoren außerhalb des Euro-Währungsgebiets						
				MFI's	Sonstige Finanzinstitute <sup>2)</sup>	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Öffentliche Haushalte							
	1	2	3	4	Ohne Auswirkungen auf die MFI-Buchkreditbestände <sup>1)</sup>	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Bestände</b>														
2010 Q1	2 290,8	358,3	1 440,7	1 135,4	552,3	137,6	25,0	7,3	135,4	280,4	99,3	43,5	68,6	
2010 Q2	2 285,6	363,1	1 437,2	1 131,6	563,7	140,5	24,7	6,4	133,8	278,7	101,3	41,1	64,2	
2010 Q3	2 284,8	350,1	1 467,2	1 173,9	576,3	133,8	24,6	6,4	128,6	260,2	100,3	41,4	65,7	
2010 Q4	2 350,0	373,4	1 522,1	1 238,2	601,2	125,0	22,7	6,0	130,2	251,6	92,5	41,9	68,6	
2011 Q1	2 254,7	352,8	1 482,7	1 194,3	590,4	131,8	23,0	5,9	127,6	240,3	89,0	36,8	53,1	
2011 Q2	2 206,0	337,4	1 458,8	1 173,5	581,0	136,0	21,9	5,2	122,1	232,0	89,3	36,4	52,1	
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2010 Q2	-21,7	1,4	-13,0	-12,5	-	2,4	-0,9	-0,4	-1,6	-2,0	1,0	-3,2	-5,9	
2010 Q3	-3,9	-12,2	24,2	33,0	-	-2,1	-0,6	-0,1	-6,1	-16,5	-0,5	0,4	0,7	
2010 Q4	44,8	24,5	24,4	30,1	-	-4,7	-2,1	-0,4	1,4	-5,5	-0,9	-0,6	3,0	
2011 Q1	-92,2	-23,2	-36,2	-44,2	-	9,1	0,6	0,0	-1,8	-10,1	-2,4	-4,9	-15,3	
2011 Q2	-56,7	-12,3	-26,8	-23,1	-	2,5	-0,9	-0,3	-5,0	-9,4	0,0	0,0	-8,2	

### 2. Passiva

	Insgesamt	Entgegengenommene Kredite und Einlagen	Begebene Schuldverschreibungen			Kapital und Rücklagen	Sonstige Passiva
			Insgesamt	Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Bestände</b>							
2010 Q1	2 290,8	99,1	1 982,6	96,0	1 886,6	48,4	160,7
2010 Q2	2 285,6	107,6	1 960,8	91,1	1 869,7	45,0	172,2
2010 Q3	2 284,8	119,9	1 946,7	86,5	1 860,2	43,2	175,0
2010 Q4	2 350,0	134,3	1 969,9	93,5	1 876,4	42,6	203,2
2011 Q1	2 254,7	133,1	1 886,5	83,9	1 802,6	37,7	197,4
2011 Q2	2 206,0	132,7	1 845,0	83,2	1 761,8	35,5	192,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>							
2010 Q2	-21,7	6,0	-23,0	-5,1	-17,9	-2,8	-1,9
2010 Q3	-3,9	11,6	-10,3	-4,2	-6,1	-0,1	-5,1
2010 Q4	44,8	15,9	23,9	5,7	18,3	-2,1	7,1
2011 Q1	-92,2	-0,9	-79,0	-9,9	-69,1	-4,5	-7,8
2011 Q2	-56,7	-0,1	-48,6	-5,2	-43,4	-0,8	-7,2

### 3. Verbriefte Buchkredite von MFI-Originatoren mit Sitz im Euro-Währungsgebiet und Wertpapiere ohne Aktien im Bestand

	Verbriefte Buchkredite von MFI-Originatoren mit Sitz im Euro-Währungsgebiet						Wertpapiere ohne Aktien					Emittenten mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets	
	Insgesamt	Schuldner der verbrieften Buchkredite mit Sitz im Euro-Währungsgebiet					Insgesamt	Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet			Verbriefungszweckgesellschaften		
		Private Haushalte	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Sonstige Finanzintermediäre	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	Öffentliche Haushalte		Schuldner der verbrieften Buchkredite mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Zusammen	MFI's			Nicht-MFI's
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Bestände</b>													
2010 Q1	1 135,4	820,3	215,0	20,3	14,8	7,6	57,3	280,4	151,3	47,9	103,5	41,1	129,0
2010 Q2	1 131,6	812,7	216,1	19,6	14,7	7,6	61,0	278,7	149,1	50,5	98,7	44,8	129,6
2010 Q3	1 173,9	828,9	221,4	18,4	15,0	7,0	83,2	260,2	140,6	47,4	93,2	37,4	119,6
2010 Q4	1 238,2	853,2	251,4	17,4	15,2	7,1	94,0	251,6	131,7	45,6	86,1	35,6	119,9
2011 Q1	1 194,3	804,3	250,9	17,1	15,4	7,2	99,4	240,3	125,6	42,4	83,2	36,1	114,7
2011 Q2	1 173,5	784,9	251,6	18,2	15,4	9,8	93,7	232,0	124,7	43,0	81,8	35,2	107,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2010 Q2	-12,5	-11,9	-3,5	0,0	-0,1	0,0	3,0	-2,0	2,9	-0,2	3,1	3,0	-4,8
2010 Q3	33,0	10,1	1,2	-0,8	0,2	-0,6	22,9	-16,5	-10,0	-2,5	-7,5	-6,9	-6,5
2010 Q4	30,1	16,5	14,0	-1,6	-0,2	0,1	1,4	-5,5	-5,3	-1,1	-4,2	-2,2	-0,2
2011 Q1	-44,2	-52,5	3,4	-0,5	0,0	0,0	5,3	-10,1	-6,0	-3,2	-2,8	-0,3	-4,1
2011 Q2	-23,1	-22,1	0,5	0,6	-0,2	2,6	-4,4	-9,4	-0,5	-0,4	-0,1	-1,1	-8,9

Quelle: EZB.

1) Über Verbriefungszweckgesellschaften im Euro-Währungsgebiet verbrieft Buchkredite, die in der Bilanz des betreffenden MFI verbleiben, d. h. nicht ausgebucht wurden. Ob Kredite ausgebucht werden oder nicht, hängt von den jeweiligen Rechnungslegungsvorschriften ab. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

2) Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen und -fonds und sonstige Finanzierungsanstalten; einschließlich Unternehmen, die mit Finanz- und Versicherungsdienstleistungen verbundene Tätigkeiten erbringen.

**2.11 Aggregierte Bilanz der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euro-Währungsgebiet**  
(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

**1. Aktiva**

	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Kredite	Wertpapiere ohne Aktien	Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	Investmentfondsanteile	Geldmarkt-fondsanteile	Prämien-überträge, Anteile der Rückversicherer an den versicherungstechnischen Passiva	Sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten und Finanzderivate	Nicht-finanzielle Vermögenswerte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 Q3	6 266,6	762,9	458,8	2 281,6	932,8	1 187,7	87,5	251,1	149,3	154,8
2008 Q4	6 158,6	800,7	478,6	2 292,9	819,2	1 088,2	93,9	245,7	184,8	154,5
2009 Q1	6 188,2	797,2	493,7	2 361,0	785,7	1 071,9	101,6	244,1	176,2	156,7
2009 Q2	6 330,2	782,8	487,7	2 384,4	819,0	1 200,4	89,7	248,6	162,1	155,4
2009 Q3	6 517,6	784,2	483,4	2 424,9	792,6	1 377,5	86,1	252,0	163,2	153,9
2009 Q4	6 642,6	786,9	477,9	2 462,8	804,4	1 456,8	86,5	256,2	158,1	152,9
2010 Q1	6 864,5	784,5	486,3	2 575,8	815,4	1 534,2	83,5	266,9	169,4	148,5
2010 Q2	6 891,0	785,5	488,9	2 613,5	792,8	1 518,5	79,9	271,6	190,2	150,2
2010 Q3	7 060,0	783,2	498,0	2 698,8	807,5	1 559,8	75,4	272,2	215,1	150,0
2010 Q4	6 977,5	774,1	500,9	2 642,2	823,1	1 579,3	65,4	269,0	171,9	151,5
2011 Q1	7 048,4	775,1	499,7	2 676,4	826,8	1 602,1	63,5	277,8	172,8	154,2
2011 Q2	7 085,5	778,2	505,1	2 688,3	834,2	1 607,6	66,7	275,4	175,8	154,3

**2. Bestände an Wertpapieren ohne Aktien**

	Insgesamt	Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben					Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben
		Zusammen	MFIs	Öffentliche Haushalte	Sonstige Finanzintermediäre	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen		
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008 Q3	2 281,6	1 851,3	517,9	975,2	215,2	9,1	134,0	430,3
2008 Q4	2 292,9	1 874,6	505,9	1 013,9	207,0	11,4	136,4	418,3
2009 Q1	2 361,0	1 939,4	531,1	1 040,5	218,3	13,5	136,1	421,6
2009 Q2	2 384,4	1 987,6	541,7	1 060,7	231,2	15,0	139,0	396,8
2009 Q3	2 424,9	2 021,6	552,6	1 086,6	229,4	15,1	137,8	403,2
2009 Q4	2 462,8	2 053,6	543,7	1 114,3	239,4	16,7	139,5	409,2
2010 Q1	2 575,8	2 157,9	578,5	1 184,6	231,8	16,2	146,9	417,9
2010 Q2	2 613,5	2 190,3	581,7	1 196,7	244,4	16,6	150,9	423,1
2010 Q3	2 698,8	2 271,6	593,4	1 242,2	264,1	19,5	152,4	427,2
2010 Q4	2 642,2	2 218,7	594,3	1 215,0	236,2	17,7	155,5	423,5
2011 Q1	2 676,4	2 260,3	617,2	1 208,7	262,0	19,0	153,5	416,1
2011 Q2	2 688,3	2 263,6	636,9	1 227,6	223,5	16,0	159,6	424,7

**3. Passiva und Reinvermögen**

	Verbindlichkeiten							Reinvermögen		
	Insgesamt	Entgegen-genommene Kredite	Wertpapiere ohne Aktien	Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	Versicherungstechnische Rückstellungen				Sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten und Finanzderivate	
					Insgesamt	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionskassen			Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 Q3	6 177,2	331,4	29,7	475,0	5 190,2	2 938,1	1 410,5	841,6	151,0	89,4
2008 Q4	6 123,7	348,8	31,7	422,1	5 178,6	2 909,2	1 445,8	823,6	142,6	34,9
2009 Q1	6 129,8	347,8	31,8	378,6	5 228,6	2 927,5	1 460,2	841,0	142,9	58,4
2009 Q2	6 215,9	321,6	33,1	395,1	5 325,5	3 005,5	1 477,4	842,6	140,6	114,3
2009 Q3	6 363,7	303,8	36,1	440,0	5 438,6	3 094,8	1 501,7	842,2	145,1	153,9
2009 Q4	6 441,3	284,6	39,5	436,2	5 527,8	3 168,6	1 519,8	839,3	153,3	201,3
2010 Q1	6 620,1	293,6	39,5	454,0	5 675,5	3 255,5	1 560,2	859,8	157,5	244,4
2010 Q2	6 655,6	298,9	40,9	425,1	5 730,6	3 280,6	1 589,1	860,9	160,0	235,4
2010 Q3	6 765,4	315,0	39,8	431,6	5 823,8	3 337,6	1 629,5	856,6	155,2	294,6
2010 Q4	6 802,9	283,9	42,3	439,0	5 887,7	3 380,3	1 651,3	856,0	150,1	174,6
2011 Q1	6 907,4	304,2	40,1	455,6	5 957,3	3 412,8	1 664,5	880,0	150,2	140,9
2011 Q2	6 934,8	304,4	42,7	449,3	5 987,6	3 438,6	1 670,7	878,3	150,8	150,7

Quelle: EZB.



## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

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

Mittelverwendung	2011 Q1	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>Außenkonto</b>							
Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen							548
<i>Handelsbilanz<sup>1)</sup></i>							11
<b>Einkommensentstehungskonto</b>							
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)							
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen							
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)							
Arbeitnehmerentgelt		1 079	107	685	53	234	
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen		22	5	10	4	4	
Abschreibungen		360	100	200	11	48	
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto<sup>1)</sup></i>		587	280	272	36	0	
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>							
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto							
Arbeitnehmerentgelt							6
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen							
Vermögenseinkommen		648	35	258	289	66	92
Zinsen		362	33	63	200	66	50
Sonstige Vermögenseinkommen		286	2	195	89	0	43
<i>Nationaleinkommen, netto<sup>1)</sup></i>		1 929	1 566	98	49	215	
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>							
Nationaleinkommen, netto							
Einkommen- und Vermögensteuer		236	208	22	6	0	2
Sozialbeiträge		417	417				1
Monetäre Sozialleistungen		451	1	17	34	398	1
Sonstige laufende Transfers		198	69	24	46	58	8
Nettoprämien für Schadenversicherungen		44	33	10	1	1	1
Schadenversicherungsleistungen		44			44		0
Sonstige		110	36	15	1	58	6
<i>Verfügbares Einkommen, netto<sup>1)</sup></i>		1 891	1 408	62	58	363	
<b>Einkommensverwendungskonto</b>							
Verfügbares Einkommen, netto							
Konsumausgaben		1 823	1 338			484	
Konsumausgaben für den Individualverbrauch		1 636	1 338			298	
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch		187				187	
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche		14	0	0	14	0	0
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen<sup>1)</sup></i>		68	84	62	44	-122	49
<b>Vermögensbildungskonto</b>							
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen							
Bruttoinvestitionen		477	137	286	10	45	
Bruttoanlageinvestitionen		433	132	247	10	45	
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen		44	4	39	0	0	
Abschreibungen							
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern		0	-2	2	0	0	0
Vermögenstransfers		30	7	0	2	21	5
Vermögenswirksame Steuern		6	5	1	0		0
Sonstige Vermögenstransfers		24	2	-1	2	21	5
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)<sup>1)</sup></i>		-46	54	-10	43	-134	46
Statistische Abweichung		0	7	-7	0	0	0

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Einzelheiten zur Berechnung der Kontensalden finden sich im Abschnitt „Technischer Hinweis“.

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

Mittelaufkommen	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
2011 Q1						
<b>Außenkonto</b>						
Einfuhr von Waren und Dienstleistungen						558
<i>Handelsbilanz</i>						
<b>Einkommensentstehungskonto</b>						
Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)	2 048	492	1 167	104	286	
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	240					
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>	2 289					
Arbeitnehmerentgelt						
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen						
Abschreibungen						
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>						
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>						
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto	587	280	272	36	0	
Arbeitnehmerentgelt	1 082	1 082				3
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen	261				261	1
Vermögenseinkommen	647	240	85	302	20	93
Zinsen	356	54	38	256	7	56
Sonstige Vermögenseinkommen	291	185	46	47	13	38
<i>Nationaleinkommen, netto</i>						
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>						
Nationaleinkommen, netto	1 929	1 566	98	49	215	
Einkommen- und Vermögensteuer	237				237	1
Sozialbeiträge	417	1	17	48	350	1
Monetäre Sozialleistungen	449	449				3
Sonstige laufende Transfers	161	87	11	46	18	45
Nettoprämien für Schadenversicherungen	44			44		1
Schadenversicherungsleistungen	43	35	8	1	0	1
Sonstige	74	53	3	0	18	42
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>						
<b>Einkommensverwendungskonto</b>						
Verfügbares Einkommen, netto	1 891	1 408	62	58	363	
Konsumausgaben						
Konsumausgaben für den Individualverbrauch						
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch						
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	14	14				0
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen</i>						
<b>Vermögensbildungskonto</b>						
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen	68	84	62	44	-122	49
Bruttoinvestitionen						
Bruttoanlageinvestitionen						
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen						
Abschreibungen	360	100	200	11	48	
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern						
Vermögenstransfers	33	13	14	1	5	2
Vermögenswirksame Steuern	6				6	0
Sonstige Vermögenstransfers	26	13	14	1	-1	2
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i>						
Statistische Abweichung						

Quellen: EZB und Eurostat.

2) Das Bruttoinlandsprodukt entspricht der Bruttowertschöpfung aller inländischen Sektoren zuzüglich der Nettogütersteuern (d. h. 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
2011 Q1								
<b>Bilanz am Jahresanfang, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		18 857	16 632	32 325	14 887	6 652	3 748	16 637
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				420				
Bargeld und Einlagen		6 631	1 902	9 223	2 337	800	709	3 778
Kurzfristige Schuldverschreibungen		40	81	555	322	40	43	647
Langfristige Schuldverschreibungen		1 365	244	6 048	2 431	2 577	492	3 647
Kredite		77	2 955	13 276	3 511	487	521	1 801
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		59	1 672	10 206	2 454	352	440	.
Anteilsrechte		4 560	7 775	1 910	6 001	2 366	1 340	6 083
Börsennotierte Aktien		796	1 487	419	2 082	426	267	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		2 229	5 929	1 180	2 963	412	884	.
Investmentzertifikate		1 535	359	310	956	1 527	188	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		5 702	174	3	0	233	4	233
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		482	3 501	889	284	150	639	449
<i>Finanzielles Reinvermögen</i>								
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Forderungen</b>								
Transaktionen mit Forderungen insgesamt		78	45	-188	112	101	31	192
Währungsgold und SZRs				-1				1
Bargeld und Einlagen		3	-27	-230	-42	12	42	-69
Kurzfristige Schuldverschreibungen		19	3	-44	10	3	-9	60
Langfristige Schuldverschreibungen		24	18	35	49	54	-15	18
Kredite		1	17	95	17	2	4	39
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		1	1	44	0	2	19	.
Anteilsrechte		-27	35	-8	63	19	-7	130
Börsennotierte Aktien		-1	-12	-9	5	-2	-5	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		-14	53	2	55	3	-2	.
Investmentzertifikate		-12	-6	-1	3	19	0	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		62	5	0	0	9	0	-5
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		-4	-6	-35	15	3	15	18
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Forderungen</b>								
Sonstige Forderungsänderungen insgesamt		-30	155	-84	-100	-35	3	-228
Währungsgold und SZRs				-17				
Bargeld und Einlagen		7	-6	-38	5	-3	0	-108
Kurzfristige Schuldverschreibungen		-1	-1	3	0	0	0	-21
Langfristige Schuldverschreibungen		-15	0	-38	-44	-32	-4	-25
Kredite		-3	-15	-29	-39	-1	0	24
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		-3	-2	-21	-19	0	0	.
Anteilsrechte		34	161	31	-19	3	9	-101
Börsennotierte Aktien		19	96	4	-12	11	6	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		21	71	33	3	-4	1	.
Investmentzertifikate		-7	-7	-6	-10	-4	2	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		-36	0	0	0	-2	0	3
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		-16	16	3	-4	-1	-2	0
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Bilanz am Jahresende, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		18 905	16 832	32 053	14 898	6 718	3 783	16 600
Währungsgold und SZRs				403				
Bargeld und Einlagen		6 641	1 868	8 955	2 300	809	752	3 601
Kurzfristige Schuldverschreibungen		59	83	515	332	43	34	685
Langfristige Schuldverschreibungen		1 374	262	6 046	2 436	2 599	473	3 641
Kredite		75	2 957	13 342	3 489	489	526	1 864
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		56	1 672	10 229	2 434	353	459	.
Anteilsrechte		4 567	7 971	1 933	6 045	2 388	1 341	6 112
Börsennotierte Aktien		814	1 571	414	2 076	435	268	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		2 236	6 053	1 215	3 020	411	883	.
Investmentzertifikate		1 516	347	304	949	1 541	190	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		5 729	179	3	0	239	4	231
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		461	3 512	857	295	152	653	467
<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>2011 Q1</b>								
<b>Bilanz am Jahresanfang, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		6 657	26 373	31 446	14 277	6 778	8 990	14 796
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			30	22 423	26	0	260	2 641
Kurzfristige Schuldverschreibungen			70	633	77	0	694	254
Langfristige Schuldverschreibungen			805	4 514	2 736	33	5 801	2 917
Kredite		6 077	8 414		3 164	267	1 722	2 985
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		5 718	5 969		1 657	116	1 361	.
Anteilsrechte		7	13 091	2 700	8 206	422	7	5 600
Börsennotierte Aktien			3 814	456	225	124	0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		7	9 276	1 138	2 412	297	7	.
Investmentzertifikate				1 107	5 569			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		34	335	66	1	5 910	1	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		539	3 628	1 110	67	147	504	399
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 420	12 199	-9 741	879	610	-126	-5 241	
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Verbindlichkeiten</b>								
Transaktionen mit Verbindlichkeiten insgesamt		17	62	-181	66	96	165	146
Währungsgold und SZRs								
Bargeld und Einlagen			1	-306	-2	0	-8	3
Kurzfristige Schuldverschreibungen			6	31	0	0	-12	17
Langfristige Schuldverschreibungen			7	56	-34	0	157	-3
Kredite		10	43		24	8	32	58
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		17	11		23	1	35	.
Anteilsrechte		0	55	-1	88	1	0	62
Börsennotierte Aktien			10	4	8	0	0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		0	45	5	25	1	0	.
Investmentzertifikate				-9	55			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		0	0	1	0	71	0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		6	-49	38	-11	16	-5	10
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	-46	62	-17	-7	45	5	-134	46
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Verbindlichkeiten</b>								
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten insgesamt		-2	195	-131	-31	-41	-74	-218
Währungsgold und SZRs								
Bargeld und Einlagen			0	-85	0	0	0	-57
Kurzfristige Schuldverschreibungen			0	-10	-1	0	0	-7
Langfristige Schuldverschreibungen			-36	-60	20	-2	-72	-8
Kredite		-3	-7		4	-3	-1	-54
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		-7	-1		8	1	-2	.
Anteilsrechte		0	265	21	-80	16	0	-105
Börsennotierte Aktien			99	30	17	7	0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		0	167	11	-36	9	0	.
Investmentzertifikate				-20	-62			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		0	0	0	0	-35	0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		2	-28	4	26	-17	-1	12
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	-7	-28	-40	47	-69	6	77	-10
<b>Bilanz am Jahresende, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		6 672	26 630	31 134	14 312	6 833	9 080	14 725
Währungsgold und SZRs								
Bargeld und Einlagen			30	22 032	24	0	252	2 587
Kurzfristige Schuldverschreibungen			76	653	76	0	682	264
Langfristige Schuldverschreibungen			775	4 509	2 723	31	5 886	2 906
Kredite		6 084	8 451		3 193	272	1 753	2 989
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		5 729	5 979		1 687	118	1 395	.
Anteilsrechte		7	13 411	2 721	8 214	439	7	5 557
Börsennotierte Aktien			3 923	490	251	131	0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		7	9 487	1 154	2 401	307	7	.
Investmentzertifikate				1 077	5 562			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		35	336	67	1	5 946	1	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		547	3 551	1 152	82	145	499	421
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 473	12 233	-9 798	919	586	-115	-5 298	

Quelle: EZB.

### 3.2 Nichtfinanzielle Konten des Euro-Währungsgebiets

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme)

Mittelverwendung	2007	2008	2009	2009 Q2- 2010 Q1	2009 Q3- 2010 Q2	2009 Q4- 2010 Q3	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)								
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen								
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)								
Arbeitnehmerentgelt	4 271	4 451	4 434	4 436	4 453	4 468	4 488	4 514
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen	137	132	114	111	112	118	115	118
Abschreibungen	1 325	1 388	1 404	1 404	1 408	1 415	1 423	1 431
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	2 333	2 309	2 102	2 128	2 161	2 180	2 206	2 240
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto								
Arbeitnehmerentgelt								
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen								
Vermögenseinkommen	3 688	3 964	2 977	2 840	2 761	2 751	2 793	2 833
Zinsen	2 115	2 360	1 618	1 497	1 433	1 407	1 406	1 420
Sonstige Vermögenseinkommen	1 573	1 604	1 359	1 342	1 328	1 344	1 387	1 412
<i>Nationaleinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	7 735	7 795	7 518	7 558	7 628	7 688	7 740	7 814
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto								
Einkommen- und Vermögensteuern	1 113	1 123	1 014	1 013	1 022	1 028	1 037	1 050
Sozialbeiträge	1 597	1 668	1 675	1 678	1 683	1 688	1 699	1 709
Monetäre Sozialleistungen	1 602	1 672	1 789	1 809	1 821	1 829	1 837	1 842
Sonstige laufende Transfers	736	768	769	773	770	771	764	765
Nettoprämien für Schadenversicherungen	183	187	182	182	180	179	178	177
Schadenversicherungsleistungen	184	189	183	183	181	180	179	178
Sonstige	369	392	403	408	409	412	407	410
<i>Verfügbares Einkommen, netto<sup>1)</sup></i>	7 641	7 692	7 409	7 445	7 515	7 570	7 626	7 698
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto								
Konsumausgaben	6 914	7 166	7 170	7 206	7 245	7 291	7 336	7 384
Konsumausgaben für den Individualverbrauch	6 198	6 414	6 385	6 419	6 457	6 502	6 547	6 593
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch	716	752	785	786	789	789	789	791
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	64	70	65	63	61	60	58	58
<i>Sparen, netto<sup>1)</sup></i>	727	526	239	239	269	279	289	314
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto								
Bruttoinvestitionen	2 033	2 044	1 712	1 695	1 734	1 762	1 788	1 839
Bruttoanlageinvestitionen	1 985	2 011	1 767	1 744	1 751	1 761	1 773	1 800
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen	48	33	-55	-49	-17	1	15	39
Abschreibungen								
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern	-1	1	1	2	1	2	1	1
Vermögenstransfers	154	155	187	195	188	200	208	194
Vermögenswirksame Steuern	24	24	34	34	30	29	25	25
Sonstige Vermögenstransfers	130	131	153	161	158	170	183	169
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)<sup>1)</sup></i>	35	-123	-61	-42	-47	-58	-65	-83

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Einzelheiten zur Berechnung der Kontosalde finden sich im Abschnitt „Technischer Hinweis“.

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

Mittelaufkommen	2007	2008	2009	2009 Q2- 2010 Q1	2009 Q3- 2010 Q2	2009 Q4- 2010 Q3	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)	8 066	8 279	8 053	8 079	8 133	8 180	8 233	8 303
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	963	948	893	895	910	930	939	954
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>	9 029	9 228	8 946	8 974	9 044	9 110	9 172	9 257
Arbeitnehmerentgelt								
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen								
Abschreibungen								
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>								
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto	2 333	2 309	2 102	2 128	2 161	2 180	2 206	2 240
Arbeitnehmerentgelt	4 279	4 457	4 440	4 442	4 459	4 474	4 495	4 520
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen	1 107	1 087	1 024	1 024	1 037	1 061	1 067	1 085
Vermögenseinkommen	3 705	3 906	2 929	2 804	2 731	2 723	2 764	2 802
Zinsen	2 084	2 309	1 569	1 454	1 395	1 369	1 365	1 383
Sonstige Vermögenseinkommen	1 620	1 597	1 360	1 350	1 337	1 355	1 399	1 419
<i>Nationaleinkommen, netto</i>								
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto	7 735	7 795	7 518	7 558	7 628	7 688	7 740	7 814
Einkommen- und Vermögensteuern	1 121	1 132	1 020	1 019	1 026	1 033	1 042	1 056
Sozialbeiträge	1 596	1 666	1 674	1 678	1 683	1 688	1 698	1 709
Monetäre Sozialleistungen	1 595	1 664	1 783	1 803	1 815	1 823	1 831	1 835
Sonstige laufende Transfers	642	666	662	661	657	655	650	650
Nettoprämien für Schadenversicherungen	184	189	183	183	181	180	179	178
Schadenversicherungsleistungen	182	186	180	180	178	177	175	175
Sonstige	276	292	298	298	299	298	296	298
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>								
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto	7 641	7 692	7 409	7 445	7 515	7 570	7 626	7 698
Konsumausgaben								
Konsumausgaben für den Individualverbrauch								
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch								
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	64	70	65	63	61	60	58	58
<i>Sparen, netto</i>								
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto	727	526	239	239	269	279	289	314
Bruttoinvestitionen								
Bruttoanlageinvestitionen								
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen								
Abschreibungen	1 325	1 388	1 404	1 404	1 408	1 415	1 423	1 431
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern								
Vermögenstransfers	169	164	196	206	199	212	220	206
Vermögenswirksame Steuern	24	24	34	34	30	29	25	25
Sonstige Vermögenstransfers	145	140	162	172	169	182	195	180
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i>								

Quellen: EZB und Eurostat.

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

### 3.3 Private Haushalte

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

	2007	2008	2009	2009 Q2- 2010 Q1	2009 Q3- 2010 Q2	2009 Q4- 2010 Q3	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1
<b>Einkommen, Sparen und Reinvermögensänderung</b>								
Arbeitnehmerentgelt (+)	4 279	4 457	4 440	4 442	4 459	4 474	4 495	4 520
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, brutto (+)	1 487	1 530	1 474	1 470	1 471	1 476	1 481	1 494
Empfangene Zinsen (+)	315	347	242	224	215	211	210	214
Geleistete Zinsen (-)	218	247	146	134	129	127	127	129
Empfangene sonstige Vermögenseinkommen (+)	805	817	730	721	715	720	728	741
Geleistete sonstige Vermögenseinkommen (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Einkommen- und Vermögensteuern (-)	852	892	860	858	859	863	867	876
Sozialbeiträge, netto (-)	1 593	1 663	1 670	1 673	1 678	1 683	1 694	1 704
Monetäre Sozialleistungen, netto (+)	1 590	1 659	1 778	1 798	1 810	1 818	1 826	1 830
Empfangene laufende Transfers, netto (+)	62	69	74	73	72	71	69	69
<b>= Verfügbares Einkommen, brutto</b>	<b>5 865</b>	<b>6 067</b>	<b>6 051</b>	<b>6 054</b>	<b>6 066</b>	<b>6 088</b>	<b>6 112</b>	<b>6 148</b>
Konsumausgaben (-)	5 105	5 269	5 187	5 212	5 242	5 282	5 325	5 367
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche (+)	63	69	65	63	60	59	58	58
<b>= Sparen, brutto</b>	<b>823</b>	<b>868</b>	<b>929</b>	<b>905</b>	<b>885</b>	<b>865</b>	<b>845</b>	<b>839</b>
Abschreibungen (-)	367	384	385	386	387	389	391	394
Empfangene Vermögenstransfers, netto (+)	14	2	14	11	10	9	14	13
Sonstige Vermögensänderungen (+)	1 476	-2 235	-454	690	759	954	1 019	657
<b>= Reinvermögensänderung</b>	<b>1 945</b>	<b>-1 749</b>	<b>103</b>	<b>1 220</b>	<b>1 266</b>	<b>1 440</b>	<b>1 486</b>	<b>1 115</b>
<b>Investitionen, Finanzierung und Reinvermögensänderung</b>								
Sachvermögensbildung, netto (+)	643	637	547	537	540	544	548	556
Abschreibungen (-)	367	384	385	386	387	389	391	394
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	420	457	-16	-89	-77	-24	55	118
Bargeld und Einlagen	351	438	120	63	63	89	120	142
Geldmarktfondsanteile	37	-6	-43	-74	-73	-84	-50	-37
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	32	26	-93	-78	-67	-29	-15	14
Langfristige Forderungen	173	17	536	629	601	503	420	331
Einlagen	-31	-29	90	118	110	88	59	44
Schuldverschreibungen	84	21	36	27	35	-1	4	42
Anteilsrechte	-89	-105	184	233	212	177	135	45
Börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien sowie sonstige Anteilsrechte	-4	30	111	130	133	100	96	44
Investmentzertifikate	-85	-135	73	104	80	77	39	1
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	209	130	225	251	244	239	223	201
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Kredite	384	236	118	135	144	142	150	147
<i>Darunter: Von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	283	83	65	108	135	134	147	169
Sonstige Vermögensänderungen (+)								
Sachvermögen	1 445	-890	-742	-71	478	810	872	666
Forderungen	70	-1 383	280	739	275	127	133	-26
Anteilsrechte	29	-1 131	81	427	77	5	91	60
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	8	-244	176	266	172	115	78	-8
Übrige Veränderungen, netto (+)	-54	33	1	-4	-21	11	-2	11
<b>= Reinvermögensänderung</b>	<b>1 945</b>	<b>-1 749</b>	<b>103</b>	<b>1 220</b>	<b>1 266</b>	<b>1 440</b>	<b>1 486</b>	<b>1 115</b>
<b>Vermögensbilanz</b>								
Sachvermögen (+)	27 402	26 765	26 185	26 237	26 690	27 042	27 214	27 064
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	5 263	5 804	5 778	5 739	5 781	5 768	5 840	5 881
Bargeld und Einlagen	4 851	5 322	5 474	5 446	5 506	5 498	5 598	5 598
Geldmarktfondsanteile	280	315	239	232	216	203	190	208
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	131	167	65	61	59	66	52	75
Langfristige Forderungen	12 151	10 735	11 580	11 864	11 724	11 973	12 130	12 154
Einlagen	965	913	974	1 003	1 014	1 020	1 033	1 043
Schuldverschreibungen	1 275	1 302	1 386	1 392	1 373	1 367	1 353	1 358
Anteilsrechte	5 125	3 848	4 145	4 267	4 103	4 253	4 370	4 359
Börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien sowie sonstige Anteilsrechte	3 686	2 806	2 917	2 987	2 847	2 952	3 025	3 051
Investmentzertifikate	1 438	1 042	1 228	1 280	1 256	1 301	1 345	1 308
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	4 786	4 672	5 074	5 203	5 235	5 333	5 375	5 395
Übrige Nettoforderungen (+)	327	322	298	268	288	310	306	281
Verbindlichkeiten (-)								
Kredite	5 569	5 801	5 914	5 925	5 993	6 019	6 077	6 084
<i>Darunter: Von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	4 831	4 914	4 968	4 986	5 140	5 159	5 213	5 256
<b>= Reinvermögen</b>	<b>39 574</b>	<b>37 825</b>	<b>37 928</b>	<b>38 182</b>	<b>38 491</b>	<b>39 073</b>	<b>39 413</b>	<b>39 297</b>

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.

**3.4 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

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

	2007	2008	2009	2009 Q2- 2010 Q1	2009 Q3- 2010 Q2	2009 Q4- 2010 Q3	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1
<b>Einkommen und Sparen</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise) (+)	4 656	4 771	4 528	4 545	4 589	4 626	4 672	4 726
Arbeitnehmerentgelt (-)	2 726	2 847	2 793	2 790	2 801	2 813	2 832	2 855
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen (-)	80	77	63	59	59	64	60	61
= <b>Bruttobetriebsüberschuss (+)</b>	1 849	1 847	1 672	1 696	1 730	1 749	1 780	1 810
Abschreibungen (-)	741	778	789	788	789	792	796	799
= <b>Nettobetriebsüberschuss (+)</b>	1 108	1 069	883	908	941	957	984	1 011
Empfangene Vermögenseinkommen (+)	620	630	491	484	477	480	503	506
Empfangene Zinsen	215	232	159	150	145	142	140	142
Empfangene sonstige Vermögenseinkommen	405	398	332	335	332	339	363	363
Geleistete Zinsen und Pachteinkommen (-)	363	415	293	274	263	258	259	261
= <b>Unternehmensgewinn, netto (+)</b>	1 365	1 285	1 080	1 119	1 155	1 180	1 229	1 255
Ausschüttungen und Entnahmen (-)	1 003	1 042	921	910	905	918	956	975
Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern (-)	211	198	126	126	132	133	137	141
Empfangene Sozialbeiträge (+)	63	67	69	69	68	68	68	69
Monetäre Sozialleistungen (-)	62	65	67	67	68	68	68	68
Geleistete sonstige laufende Transfers, netto (-)	48	53	53	53	54	54	54	54
= <b>Sparen, netto</b>	105	-7	-17	32	65	75	81	85
<b>Investitionen, Finanzierung und Sparen</b>								
Sachvermögensbildung, netto (+)	379	341	79	78	126	151	177	216
Bruttoanlageinvestitionen (+)	1 072	1 090	923	914	930	940	955	976
Abschreibungen (-)	741	778	789	788	789	792	796	799
Sonstige Sachvermögensbildung, netto (+)	48	29	-55	-48	-15	3	18	40
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	167	72	94	91	22	22	17	9
Bargeld und Einlagen	153	15	87	97	57	51	68	61
Geldmarktfondsanteile	-20	33	41	4	-22	-28	-41	-39
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	34	24	-35	-10	-14	-1	-9	-13
Langfristige Forderungen	725	693	254	213	243	319	394	383
Einlagen	-13	36	10	-3	-6	-4	-19	-10
Schuldverschreibungen	51	-29	14	0	4	-1	1	14
Anteilsrechte	414	342	121	95	51	85	182	189
Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen Unternehmen)	273	344	108	122	193	240	230	191
Übrige Nettoforderungen (+)	173	-34	-16	85	88	97	29	34
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schulden	901	694	94	113	127	230	214	227
<i>Darunter: Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	537	395	-116	-99	-94	-38	-41	-19
<i>Darunter: Schuldverschreibungen</i>	33	49	84	103	83	69	63	39
Anteilsrechte	370	309	250	240	204	205	245	254
Börsennotierte Aktien	58	6	67	67	47	37	31	31
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	312	303	183	173	157	168	214	223
Empfangene Vermögenstransfers, netto (-)	69	74	81	80	80	79	75	74
= <b>Sparen, netto</b>	105	-7	-17	32	65	75	81	85
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen								
Kurzfristige Forderungen	1 801	1 891	1 973	1 934	1 916	1 940	1 989	1 954
Bargeld und Einlagen	1 507	1 538	1 632	1 601	1 608	1 625	1 693	1 666
Geldmarktfondsanteile	176	206	228	215	198	196	188	181
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	118	148	113	118	110	119	107	107
Langfristige Forderungen	10 703	9 111	10 120	10 406	10 287	10 637	10 968	11 187
Einlagen	208	239	223	224	233	243	208	202
Schuldverschreibungen	231	197	208	217	224	224	218	238
Anteilsrechte	7 989	6 090	6 981	7 183	6 948	7 249	7 587	7 790
Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen Unternehmen)	2 276	2 585	2 708	2 782	2 882	2 921	2 955	2 957
Übrige Nettoforderungen	294	292	233	248	199	207	77	170
Verbindlichkeiten								
Schulden	8 609	9 298	9 433	9 497	9 584	9 625	9 625	9 638
<i>Darunter: Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	4 472	4 871	4 707	4 711	4 727	4 705	4 676	4 696
<i>Darunter: Schuldverschreibungen</i>	649	705	817	866	875	891	875	851
Anteilsrechte	14 356	11 056	12 329	12 531	11 979	12 594	13 091	13 411
Börsennotierte Aktien	5 061	2 935	3 517	3 590	3 316	3 542	3 814	3 923
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	9 295	8 121	8 812	8 941	8 663	9 052	9 276	9 487

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)

	2007	2008	2009	2009 Q2- 2010 Q1	2009 Q3- 2010 Q2	2009 Q4- 2010 Q3	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1
<b>Finanzierungskonto, finanzielle Transaktionen</b>								
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	22	79	-53	-65	-18	-2	-11	-21
Bargeld und Einlagen	7	57	-33	-21	2	6	-9	-9
Geldmarktfondsanteile	4	15	-1	-11	0	-2	-6	-12
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	11	7	-19	-33	-21	-6	4	0
Langfristige Forderungen	230	113	304	329	277	266	227	205
Einlagen	47	-9	19	1	-6	-6	-8	5
Schuldverschreibungen	108	50	112	125	145	163	153	131
Kredite	-15	37	11	12	12	14	31	27
Börsennotierte Aktien	-1	3	-68	-74	-71	4	2	0
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	22	14	-7	-1	0	2	8	10
Investmentzertifikate	69	18	239	266	197	88	40	32
Übrige Nettoforderungen (+)	6	21	6	25	16	20	16	-6
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schuldverschreibungen	3	4	5	3	5	2	0	0
Kredite	-2	24	-20	-11	-4	15	11	6
Anteilsrechte	4	5	0	-1	2	2	2	2
Versicherungstechnische Rückstellungen	245	124	232	275	266	259	241	210
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	212	121	227	262	255	249	227	200
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	34	4	4	12	11	10	14	10
= <b>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	9	56	40	24	6	5	-23	-39
<b>Konto sonstiger Vermögensänderungen</b>								
Sonstige Änderungen der Forderungen (+)								
Anteilsrechte	-13	-506	187	287	120	72	77	26
Übrige Nettoforderungen	-35	56	36	68	86	77	-19	-52
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten (-)								
Anteilsrechte	-20	-174	11	73	22	-16	-5	-5
Versicherungstechnische Rückstellungen	30	-263	190	272	182	122	91	3
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	18	-251	185	271	179	123	94	6
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	12	-12	5	2	3	-1	-3	-2
= <b>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	-58	-12	22	9	3	42	-28	-25
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	318	399	340	354	370	363	335	335
Bargeld und Einlagen	163	224	195	196	206	203	190	186
Geldmarktfondsanteile	91	104	95	100	104	102	90	92
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	63	71	50	58	59	58	55	57
Langfristige Forderungen	5 467	5 089	5 648	5 822	5 806	5 941	5 934	5 992
Einlagen	594	599	616	615	610	615	610	623
Schuldverschreibungen	2 203	2 252	2 427	2 514	2 546	2 620	2 561	2 584
Kredite	411	446	456	462	467	470	487	489
Börsennotierte Aktien	684	397	409	426	401	423	426	435
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	415	419	411	408	405	399	412	411
Investmentzertifikate	1 161	975	1 330	1 398	1 376	1 414	1 438	1 450
Übrige Nettoforderungen (+)	175	241	223	243	256	274	236	245
Verbindlichkeiten (-)								
Schuldverschreibungen	19	23	30	31	31	30	33	31
Kredite	244	273	253	265	271	284	267	272
Anteilsrechte	583	415	425	442	411	416	422	439
Versicherungstechnische Rückstellungen	5 295	5 156	5 578	5 732	5 774	5 873	5 910	5 946
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	4 472	4 342	4 754	4 891	4 930	5 032	5 074	5 097
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	822	814	824	841	844	841	835	849
= <b>Finanzielles Reinvermögen (Nettogeldvermögen)</b>	-182	-138	-76	-51	-55	-25	-126	-115

Quelle: EZB.

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



# FINANZMÄRKTE

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

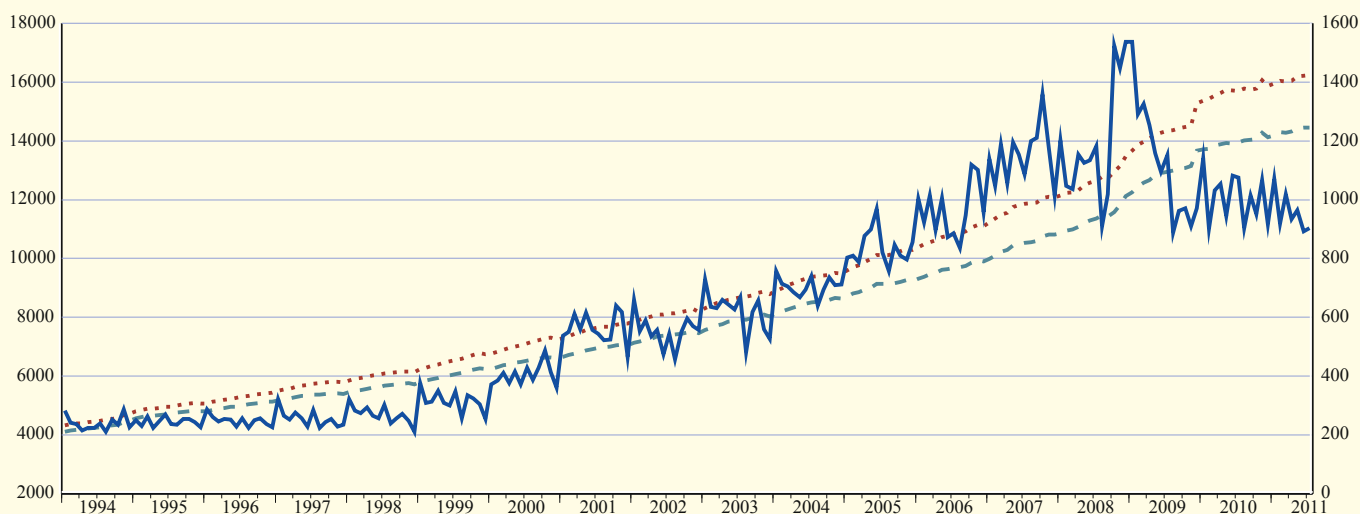
(in Mrd € und Wachstumsraten im Berichtszeitraum; saisonbereinigt; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)

	Euro insgesamt <sup>1)</sup>			Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet								
	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Euro			Alle Währungen			Jahreswachstumsraten	Saisonbereinigt <sup>2)</sup>	
				Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz		Nettoabsatz	Sechsmonatsraten
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Insgesamt</b>												
2010 Juli	16 189,6	1 009,8	23,0	13 952,9	970,2	48,1	15 683,4	1 076,0	15,2	3,2	42,4	2,5
Aug.	16 254,3	841,1	65,0	14 014,8	800,7	62,2	15 789,4	903,1	82,1	3,6	112,1	4,1
Sept.	16 272,8	985,1	18,8	14 032,7	908,6	18,1	15 743,8	1 013,6	4,7	3,1	56,5	3,4
Okt.	16 280,3	888,0	10,1	14 070,2	843,2	40,1	15 782,0	950,3	52,7	3,2	39,5	3,1
Nov.	16 459,9	993,0	180,9	14 268,8	954,0	199,8	16 065,7	1 067,0	239,0	4,3	160,4	5,5
Dez.	16 297,1	876,7	-161,4	14 123,3	844,0	-144,1	15 874,7	916,6	-183,1	3,6	-63,1	4,5
2011 Jan.	16 376,6	1 005,0	78,7	14 197,9	954,4	73,9	15 947,7	1 070,1	91,6	3,7	77,7	4,9
Febr.	16 476,5	866,4	100,8	14 289,6	813,6	92,7	16 039,5	919,2	97,7	4,1	47,5	4,0
März	16 477,5	978,2	1,3	14 283,3	911,3	-6,1	16 017,8	1 019,2	2,8	3,4	12,3	3,4
April	16 498,3	888,9	21,5	14 330,9	850,2	48,3	16 044,4	934,7	51,6	3,2	25,7	3,3
Mai	16 609,2	920,9	109,2	14 432,4	865,6	99,8	16 200,5	963,2	125,9	3,6	49,4	1,9
Juni	16 645,5	847,9	36,3	14 459,7	796,1	27,3	16 219,2	893,0	24,3	3,9	50,1	3,3
Juli	.	.	.	14 451,6	821,1	-7,5	16 239,6	902,9	-1,6	3,8	24,1	2,6
<b>Langfristig</b>												
2010 Juli	14 686,5	261,6	35,6	12 549,0	241,3	36,4	14 082,4	268,8	14,5	4,7	51,2	3,5
Aug.	14 717,8	140,8	32,1	12 580,1	127,4	32,0	14 148,0	152,8	43,5	4,7	83,8	4,5
Sept.	14 721,6	268,6	4,1	12 594,2	228,4	14,4	14 105,4	258,8	4,4	4,1	50,3	3,5
Okt.	14 758,9	222,2	37,5	12 643,6	195,4	49,4	14 161,2	233,3	65,7	4,0	66,5	3,7
Nov.	14 903,2	338,6	145,4	12 802,9	322,0	160,3	14 393,1	360,5	191,4	4,8	115,9	5,5
Dez.	14 860,7	186,9	-39,9	12 778,2	179,8	-22,0	14 335,9	193,9	-50,0	4,7	10,6	5,5
2011 Jan.	14 927,9	308,9	68,6	12 828,9	277,9	52,2	14 383,6	320,0	67,8	4,8	97,5	6,1
Febr.	15 033,7	283,8	106,1	12 924,4	252,8	95,9	14 471,2	284,8	92,1	5,0	42,7	5,5
März	15 046,6	304,9	13,4	12 944,0	268,8	20,0	14 466,2	303,0	16,9	4,3	22,4	5,1
April	15 100,4	302,6	54,1	13 009,3	278,4	65,7	14 513,4	308,9	68,7	4,3	49,3	4,8
Mai	15 186,9	276,9	85,3	13 088,7	245,8	78,2	14 629,4	268,7	90,5	4,5	25,0	3,5
Juni	15 243,9	255,1	56,5	13 143,4	224,0	54,2	14 684,0	252,8	58,0	4,7	48,3	4,0
Juli	.	.	.	13 135,0	191,8	-9,5	14 698,6	213,4	-7,0	4,6	31,7	3,1

## 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) Einzelheiten zur Berechnung der Wachstumsraten finden sich im Abschnitt „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>					
	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>											
2009	15 286	5 371	3 225	803	5 418	469	1 126	734	68	80	215	29
2010	15 875	5 246	3 289	854	5 932	554	1 007	625	79	69	205	29
2010 Q3	15 744	5 419	3 213	847	5 735	529	998	631	77	65	196	29
Q4	15 875	5 246	3 289	854	5 932	554	978	566	110	64	206	32
2011 Q1	16 018	5 347	3 255	827	6 024	564	1 003	592	89	58	220	43
Q2	16 219	5 363	3 257	836	6 166	597	930	551	85	60	192	43
2011 April	16 044	5 337	3 254	827	6 059	568	935	520	99	54	216	46
Mai	16 201	5 394	3 259	844	6 119	585	963	592	86	67	177	42
Juni	16 219	5 363	3 257	836	6 166	597	893	541	69	59	182	42
Juli	16 240	5 371	3 270	850	6 161	588	903	533	80	62	194	34
	<b>Kurzfristig</b>											
2009	1 638	733	89	71	714	31	876	635	25	63	133	20
2010	1 539	572	122	67	724	53	758	534	34	57	115	19
2010 Q3	1 638	743	94	72	689	41	771	545	31	55	118	21
Q4	1 539	572	122	67	724	53	715	484	38	52	117	24
2011 Q1	1 552	618	113	71	700	51	700	462	41	49	118	30
Q2	1 535	582	117	72	702	62	654	440	31	51	102	31
2011 April	1 531	604	117	67	694	50	626	415	29	45	105	32
Mai	1 571	620	120	77	698	56	695	479	33	55	98	31
Juni	1 535	582	117	72	702	62	640	426	31	52	102	29
Juli	1 541	578	117	79	711	55	690	466	28	52	119	25
	<b>Langfristig<sup>2)</sup></b>											
2009	13 649	4 638	3 136	732	4 704	438	251	99	44	17	82	9
2010	14 336	4 674	3 167	787	5 207	500	248	91	46	12	90	10
2010 Q3	14 105	4 676	3 119	775	5 046	488	227	86	46	9	78	8
Q4	14 336	4 674	3 167	787	5 207	500	263	83	72	11	89	8
2011 Q1	14 466	4 729	3 143	757	5 324	513	303	130	48	10	102	13
Q2	14 684	4 781	3 140	764	5 465	535	277	111	54	9	90	12
2011 April	14 513	4 733	3 137	759	5 365	518	309	105	70	9	111	14
Mai	14 629	4 773	3 139	768	5 421	529	269	113	53	12	79	11
Juni	14 684	4 781	3 140	764	5 465	535	253	115	38	7	80	12
Juli	14 699	4 793	3 153	771	5 450	533	213	67	52	10	75	9
	<b>Darunter: Festverzinslich</b>											
2009	8 800	2 564	1 026	598	4 261	351	172	60	18	16	72	6
2010	9 469	2 634	1 089	671	4 697	378	156	50	13	10	77	6
2010 Q3	9 305	2 627	1 062	657	4 590	369	141	48	12	8	68	5
Q4	9 469	2 634	1 089	671	4 697	378	143	43	19	11	65	6
2011 Q1	9 628	2 700	1 096	656	4 787	388	195	78	12	8	87	9
Q2	9 853	2 742	1 129	666	4 912	404	173	62	20	8	74	9
2011 April	9 651	2 705	1 094	660	4 801	392	184	68	18	9	80	9
Mai	9 782	2 730	1 120	668	4 862	402	180	57	31	11	71	10
Juni	9 853	2 742	1 129	666	4 912	404	157	60	13	5	72	7
Juli	9 852	2 744	1 144	673	4 891	401	124	30	11	10	68	5
	<b>Darunter: Variabel verzinslich</b>											
2009	4 409	1 786	2 043	124	371	85	62	28	25	1	6	2
2010	4 394	1 760	1 973	108	431	121	78	34	29	1	10	4
2010 Q3	4 357	1 768	1 979	109	382	117	73	30	33	1	6	3
Q4	4 394	1 760	1 973	108	431	121	102	33	44	1	22	2
2011 Q1	4 343	1 740	1 928	95	458	123	87	42	29	1	11	4
Q2	4 327	1 765	1 865	92	477	129	83	43	22	1	13	4
2011 April	4 356	1 742	1 914	94	482	124	102	31	40	0	26	4
Mai	4 328	1 758	1 877	93	474	125	67	50	8	1	6	2
Juni	4 327	1 765	1 865	92	477	129	79	48	18	2	6	5
Juli	4 333	1 774	1 855	91	482	131	70	30	30	1	6	3

Quelle: EZB.

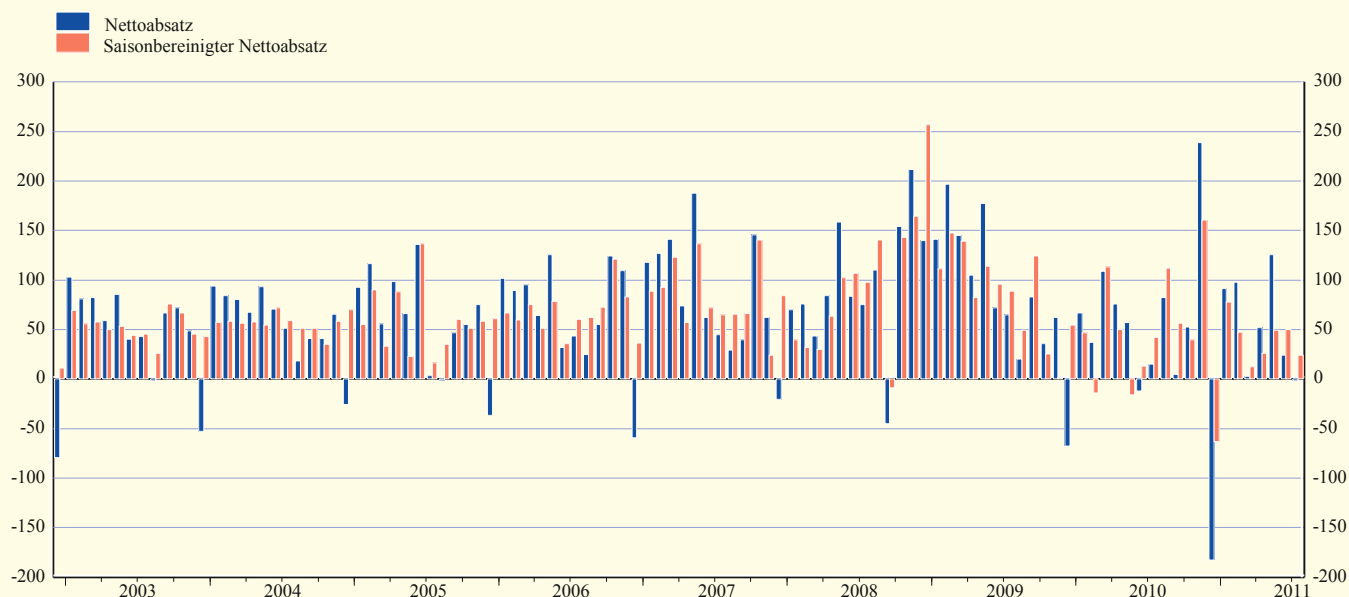
- Die Monatsangaben zum Bruttoabsatz beziehen sich auf die in dem Monat getätigten Transaktionen. Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Quartals- und Jahreswerte auf die jeweiligen Monatsdurchschnitte.
- Die Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen und den langfristigen festverzinslichen 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>					
	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>												
2009	86,3	10,2	18,3	8,7	44,9	4,2	86,2	10,1	18,3	8,4	45,2	4,2
2010	45,3	-1,2	4,4	5,1	31,6	5,3	45,1	-1,4	4,6	5,1	31,8	5,1
2010 Q3	34,0	2,7	1,6	2,6	22,4	4,6	70,3	10,1	18,1	4,5	31,1	6,5
Q4	36,2	-19,9	24,2	1,3	22,9	7,7	45,6	-4,5	-2,7	4,2	44,0	4,6
2011 Q1	64,0	42,9	-19,8	4,2	32,5	4,3	45,8	23,9	-3,4	2,7	16,7	5,9
Q2	67,3	4,8	0,9	3,0	47,5	11,0	41,7	0,4	-4,2	0,0	34,2	11,4
2011 April	51,6	3,1	3,2	2,0	37,7	5,6	25,7	-5,4	0,8	-2,7	28,5	4,5
Mai	125,9	39,2	0,8	14,0	56,8	15,1	49,4	10,2	-15,4	7,6	32,4	14,6
Juni	24,3	-27,7	-1,3	-7,1	47,9	12,4	50,1	-3,5	2,0	-5,0	41,5	15,1
Juli	-1,6	-3,2	10,1	8,4	-7,1	-9,8	24,1	-4,8	7,7	5,3	26,8	-10,9
<b>Langfristig</b>												
2009	87,0	14,9	21,5	12,8	33,0	4,8	87,1	15,1	21,4	12,8	33,0	4,8
2010	53,9	1,8	1,7	5,5	41,3	3,6	54,2	1,9	1,9	5,5	41,4	3,6
2010 Q3	20,8	-1,4	1,9	3,1	16,7	0,6	61,8	6,4	17,2	4,6	31,2	2,4
Q4	69,0	-5,3	14,7	3,0	53,1	3,6	64,3	8,2	-10,3	4,4	58,8	3,3
2011 Q1	58,9	27,3	-16,0	2,3	40,5	4,9	54,2	16,9	-1,0	2,5	31,2	4,6
Q2	72,4	16,6	-0,6	2,5	46,7	7,3	40,9	5,4	-4,9	-0,5	35,1	5,8
2011 April	68,7	14,9	-1,1	5,5	43,2	6,2	49,3	4,8	-1,1	2,7	38,8	4,0
Mai	90,5	26,3	-2,7	4,4	53,0	9,5	25,0	3,9	-15,7	-0,6	28,3	9,1
Juni	58,0	8,5	1,8	-2,5	44,0	6,2	48,3	7,6	2,0	-3,7	38,1	4,3
Juli	-7,0	0,8	10,2	1,3	-16,4	-2,9	31,7	0,1	6,4	1,3	23,4	0,5

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



Quelle: EZB.

1) Die Monatsangaben zum Nettoabsatz beziehen sich auf die in dem Monat getätigten Transaktionen. Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Quartals- und Jahreswerte auf die jeweiligen Monatsdurchschnitte.

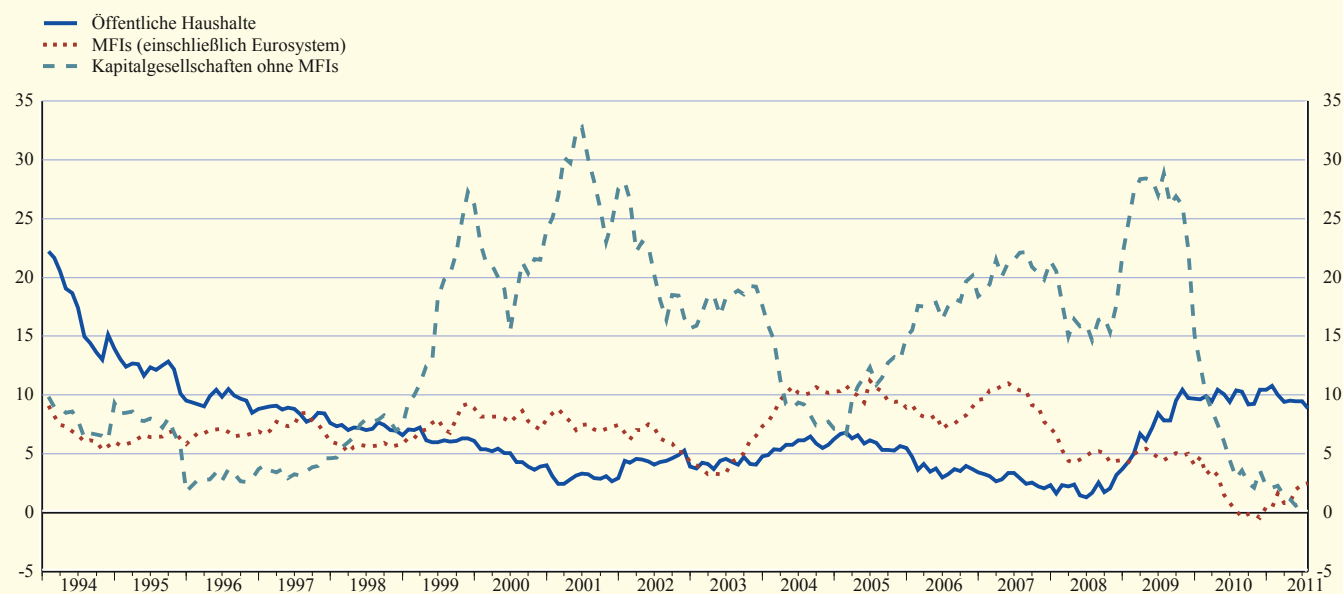
#### 4.3 Wachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien<sup>1)</sup>

(Veränderung in %)

	Jahreswachstumsraten (nicht saisonbereinigt)						Sechsmonatsraten (saisonbereinigt)						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Insgesamt</b>												
2010	Juli	3,2	-1,0	0,3	10,4	7,6	10,9	2,5	-2,2	-0,3	8,1	6,9	15,9
	Aug.	3,6	-0,4	1,4	10,5	7,5	10,9	4,1	0,7	3,4	5,4	6,8	14,5
	Sept.	3,1	-0,4	0,7	8,9	6,5	12,1	3,4	-0,6	3,8	4,3	5,6	16,9
	Okt.	3,2	0,0	0,3	8,7	6,4	11,8	3,1	-1,9	3,2	4,1	6,8	17,0
	Nov.	4,3	0,1	2,5	8,6	8,1	12,8	5,5	0,5	4,7	4,6	9,7	19,2
	Dez.	3,6	-0,3	1,6	7,6	7,0	13,2	4,5	0,6	2,9	6,4	8,0	13,3
2011	Jan.	3,7	0,0	1,7	7,2	7,1	13,4	4,9	2,3	3,7	6,3	7,3	10,9
	Febr.	4,1	1,6	2,3	5,5	6,7	11,9	4,0	2,5	1,2	5,5	6,4	9,4
	März	3,4	0,7	1,3	4,7	5,9	14,5	3,4	2,2	-1,1	5,0	6,3	12,1
	April	3,2	0,4	1,2	3,3	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,8	2,6	5,3	12,3
	Mai	3,6	1,7	0,4	4,1	6,1	17,4	1,9	3,0	-3,8	3,7	2,7	15,8
	Juni	3,9	1,7	0,7	4,1	6,5	16,1	3,3	2,8	-1,4	2,0	5,2	19,9
	Juli	3,8	1,8	0,9	4,7	6,2	13,3	2,6	1,1	-1,7	3,2	5,1	15,9
	<b>Langfristig</b>												
2010	Juli	4,7	0,2	0,5	12,9	10,3	11,4	3,5	-2,8	-0,4	9,1	11,1	9,3
	Aug.	4,7	-0,4	1,2	13,1	10,2	11,2	4,5	-0,7	2,6	7,1	10,1	8,9
	Sept.	4,1	-0,1	0,4	11,4	8,9	12,0	3,5	-1,5	2,9	5,9	7,9	8,7
	Okt.	4,0	-0,1	0,1	10,7	9,0	11,4	3,7	-1,6	2,2	5,9	9,0	10,2
	Nov.	4,8	-0,5	2,2	9,8	10,4	11,2	5,5	0,4	4,0	7,2	10,4	13,4
	Dez.	4,7	0,5	0,6	9,0	10,5	9,4	5,5	1,9	1,3	7,2	11,2	7,2
2011	Jan.	4,8	0,4	0,7	8,2	11,0	8,6	6,1	3,7	1,7	7,3	10,9	7,9
	Febr.	5,0	1,6	1,2	6,6	10,1	8,8	5,5	4,1	-0,1	6,1	10,0	8,9
	März	4,3	0,8	0,4	5,8	9,4	9,3	5,1	3,2	-2,1	5,6	11,0	9,8
	April	4,3	0,9	0,2	5,1	9,5	9,7	4,8	3,4	-1,7	4,1	10,0	9,1
	Mai	4,5	2,0	-0,5	5,1	9,1	12,8	3,5	3,6	-4,7	3,0	7,9	12,0
	Juni	4,7	2,4	0,0	4,3	9,4	10,1	4,0	2,9	-1,1	1,6	7,8	12,9
	Juli	4,6	2,5	0,1	4,7	8,7	10,5	3,1	1,3	-1,5	2,1	6,6	13,2

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



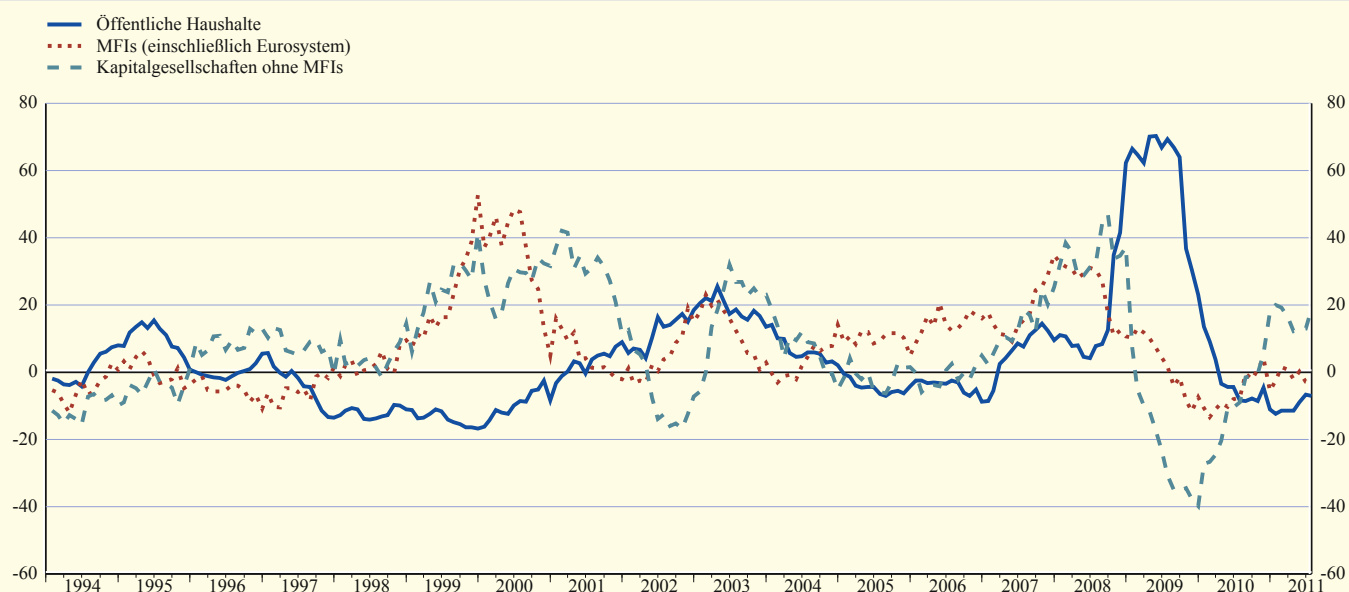
Quelle: EZB.

1) Einzelheiten zur Berechnung der Wachstumsraten finden sich im Abschnitt „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
	Alle Währungen											
2009	9,5	7,2	17,2	25,3	8,0	5,4	12,2	1,6	36,7	-1,8	-0,3	22,2
2010	8,8	5,8	6,4	19,8	9,9	8,9	-0,5	-3,9	0,7	-1,4	6,4	27,5
2010 Q3	7,6	3,2	3,3	16,3	10,2	7,5	-1,5	-3,9	-1,5	-2,0	4,5	29,1
2010 Q4	7,0	2,8	3,2	12,4	9,8	7,4	-0,2	-3,3	-0,8	-1,0	12,2	25,7
2011 Q1	6,9	3,3	3,2	9,2	9,7	5,9	0,5	-1,8	-1,8	-1,2	19,0	19,9
2011 Q2	6,5	4,6	3,7	6,4	8,2	8,5	-0,2	-2,1	-4,2	-1,2	23,6	18,4
2011 Febr.	6,8	4,2	3,1	8,4	9,2	6,0	1,1	-1,3	-1,3	-2,5	20,9	19,0
2011 März	6,5	3,9	3,1	7,3	8,8	6,6	-0,3	-3,2	-2,7	-1,0	20,7	18,9
2011 April	6,1	3,8	2,8	6,2	8,1	7,1	0,1	-2,6	-3,2	-1,4	25,2	19,0
2011 Mai	6,8	5,0	4,7	6,6	8,0	10,5	-0,5	-1,4	-5,3	-1,0	22,2	20,9
2011 Juni	7,0	5,9	4,4	5,3	8,3	9,5	-0,3	-1,1	-5,3	-1,6	25,7	12,3
2011 Juli	6,8	6,1	4,4	5,5	7,7	10,0	-1,0	-1,3	-6,4	-1,6	24,4	12,7
	Euro											
2009	10,1	9,1	20,4	23,7	8,2	4,4	14,6	3,7	39,2	-2,3	-0,4	21,4
2010	9,1	5,6	7,5	20,1	10,0	8,4	-0,3	-3,3	0,5	-1,8	5,9	26,1
2010 Q3	8,0	2,8	4,4	16,6	10,3	7,4	-1,3	-3,2	-1,8	-2,8	4,1	28,4
2010 Q4	7,2	1,6	4,3	12,8	10,0	6,8	0,1	-2,4	-1,2	-1,5	12,3	26,5
2011 Q1	7,0	2,2	3,4	9,5	9,9	4,8	1,0	-0,1	-2,6	-1,7	19,1	21,0
2011 Q2	6,7	3,7	4,0	6,4	8,5	7,9	0,5	-0,6	-4,2	-2,3	23,5	18,1
2011 Febr.	6,9	3,1	3,3	8,7	9,4	4,9	1,7	0,7	-2,0	-2,8	21,0	20,0
2011 März	6,6	3,1	2,9	7,5	9,0	5,2	0,2	-1,5	-3,5	-2,3	20,7	19,2
2011 April	6,2	3,0	3,0	6,0	8,4	6,3	0,9	-1,2	-3,2	-2,7	25,3	18,9
2011 Mai	6,9	4,2	5,3	6,5	8,3	10,3	0,4	0,1	-5,1	-2,2	22,2	21,0
2011 Juni	7,1	4,9	4,8	6,0	8,5	9,1	0,5	0,1	-5,0	-2,0	25,5	10,6
2011 Juni	6,9	5,3	4,7	6,2	7,9	9,5	-0,7	-0,2	-7,2	-3,0	24,3	10,7

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



Quelle: EZB.

1) 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 Abschnitt „Technischer Hinweis“.

#### 4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>

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

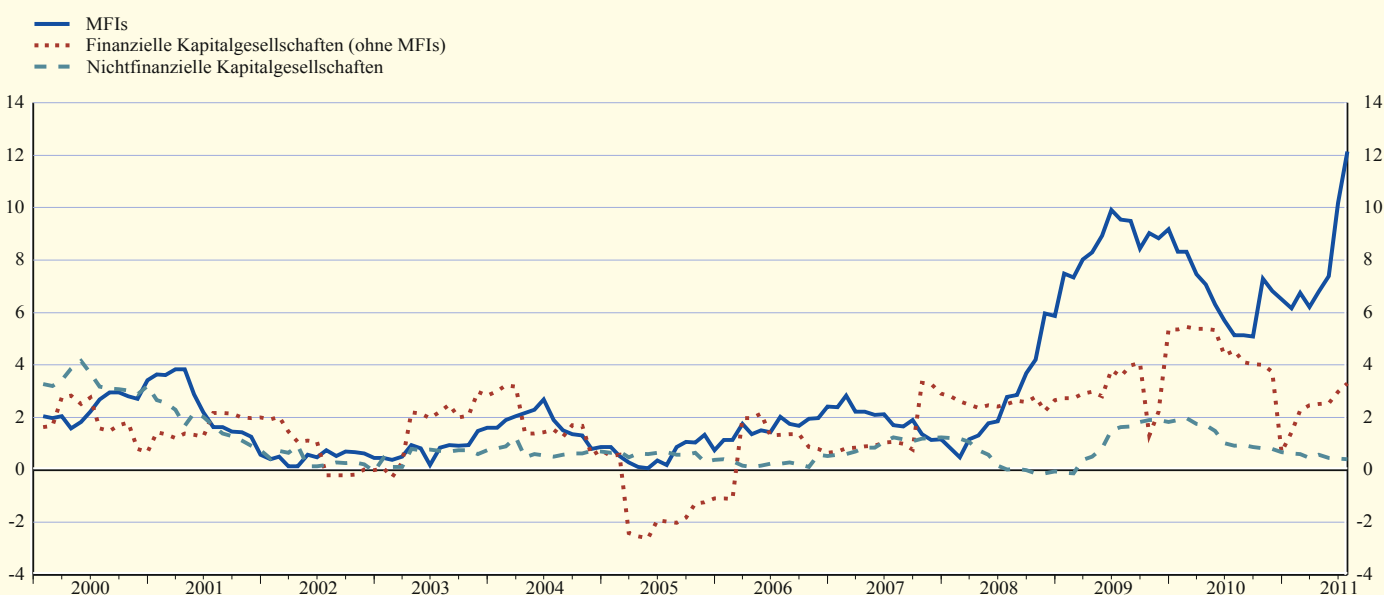
##### 1. Umlauf und Jahreswachstumsraten

(Umlauf am Ende des Berichtszeitraums)

		Insgesamt			MFIs		Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
		Umlauf 1	Index Dez. 2008 = 100 2	Jahres- wachstums- raten (in %) 3	Umlauf 4	Jahres- wachstums- raten (in %) 5	Umlauf 6	Jahres- wachstums- raten (in %) 7	Umlauf 8	Jahres- wachstums- raten (in %) 9
2009	Juli	3 842,8	102,0	2,7	505,7	9,6	302,5	3,6	3 034,6	1,6
	Aug.	4 041,3	102,0	2,7	568,4	9,5	323,1	4,0	3 149,8	1,6
	Sept.	4 210,4	102,1	2,8	588,4	8,4	353,6	4,1	3 268,3	1,8
	Okt.	4 065,1	102,3	2,7	563,3	9,0	328,3	1,3	3 173,5	1,9
	Nov.	4 079,4	102,6	2,7	563,8	8,8	319,9	2,2	3 195,7	1,9
	Dez.	4 411,1	103,0	3,0	566,0	9,2	350,9	5,4	3 494,2	1,8
2010	Jan.	4 243,3	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3 385,9	1,9
	Febr.	4 162,0	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3 323,5	2,0
	März	4 474,9	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3 566,0	1,8
	April	4 409,6	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3 555,5	1,7
	Mai	4 093,9	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3 325,4	1,5
	Juni	4 055,1	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3 293,2	1,0
	Juli	4 256,6	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3 398,8	0,9
	Aug.	4 121,7	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3 328,0	0,9
	Sept.	4 345,8	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3 532,1	0,9
	Okt.	4 531,5	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3 683,6	0,8
	Nov.	4 409,7	104,3	1,7	437,8	6,8	312,5	3,7	3 659,4	0,8
	Dez.	4 593,9	104,3	1,3	458,4	6,5	331,2	0,7	3 804,3	0,7
2011	Jan.	4 757,8	104,4	1,3	514,3	6,2	363,3	1,4	3 880,2	0,6
	Febr.	4 846,3	104,6	1,4	535,0	6,8	378,9	2,3	3 932,4	0,6
	März	4 767,8	104,7	1,2	491,7	6,2	363,2	2,5	3 913,0	0,5
	April	4 910,5	104,9	1,4	497,5	6,8	371,5	2,5	4 041,5	0,6
	Mai	4 796,3	104,9	1,3	475,9	7,4	356,2	2,5	3 964,2	0,4
	Juni	4 741,1	105,3	1,6	475,4	10,2	350,5	3,0	3 915,2	0,4
	Juli	4 523,1	105,6	1,8	458,8	12,2	325,5	3,3	3 738,8	0,4

#### A19 Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

1) Einzelheiten zur Berechnung des Index und der Wachstumsraten finden sich im Abschnitt „Technischer Hinweis“.

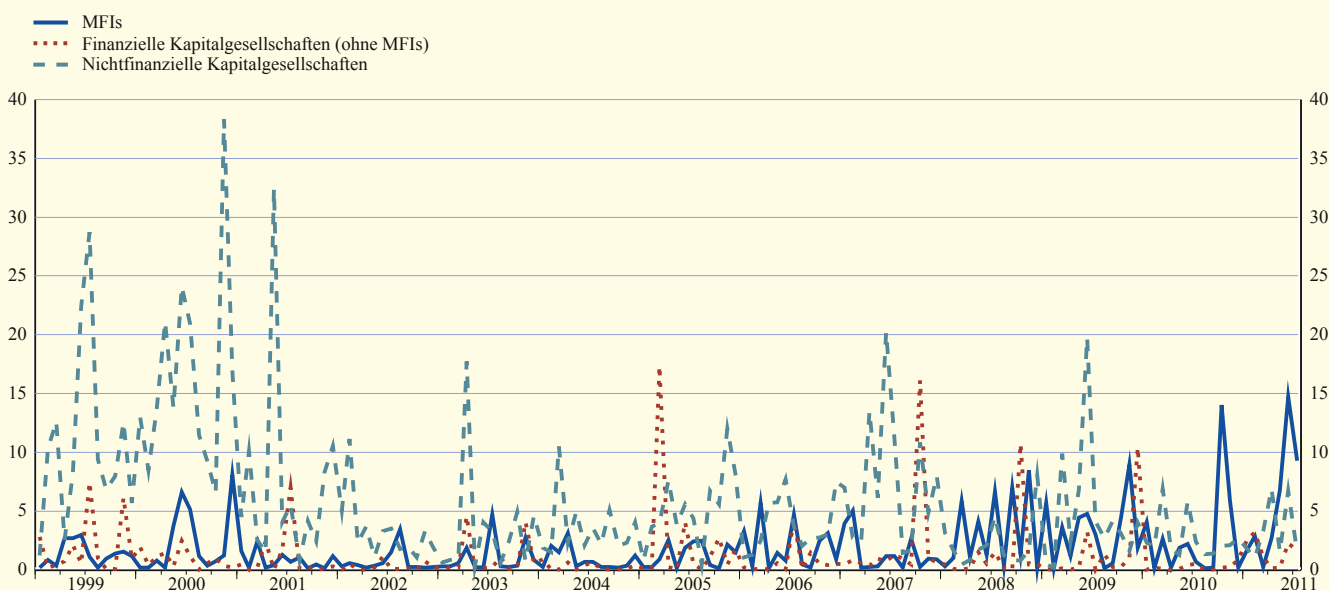
**4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet**  
(in Mrd €; Marktkurse)

**2. Während des Monats getätigte Transaktionen**

	Insgesamt			MFIs			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
	Brutto- absatz 1	Tilgungen 2	Netto- absatz 3	Brutto- absatz 4	Tilgungen 5	Netto- absatz 6	Brutto- absatz 7	Tilgungen 8	Netto- absatz 9	Brutto- absatz 10	Tilgungen 11	Netto- absatz 12
2009 Juli	7,2	0,2	7,0	3,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,1	4,0
Aug.	4,0	3,3	0,7	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	3,3	-0,6
Sept.	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,2	4,2	0,2	3,9
Okt.	7,8	0,3	7,5	4,5	0,0	4,5	0,2	0,0	0,2	3,1	0,2	2,8
Nov.	11,6	0,2	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
Dez.	16,2	0,2	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 Jan.	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
Febr.	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
März	9,6	0,6	9,0	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,6	6,3
April	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
Mai	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4
Juni	8,4	0,4	8,0	2,2	0,0	2,2	0,4	0,0	0,4	5,8	0,4	5,4
Juli	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,5	2,4	0,8	1,6
Aug.	1,4	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	0,2
Sept.	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
Okt.	16,3	0,2	16,0	14,0	0,0	14,0	0,2	0,1	0,1	2,0	0,2	1,9
Nov.	8,3	1,5	6,8	5,9	0,0	5,9	0,2	0,1	0,2	2,1	1,4	0,7
Dez.	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,9	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
2011 Jan.	6,1	1,3	4,8	1,7	0,0	1,7	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
Febr.	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
März	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
April	9,7	0,5	9,2	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,9	0,5	6,4
Mai	8,5	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,1
Juni	23,7	1,3	22,5	14,7	0,0	14,7	2,3	0,3	2,0	6,7	1,0	5,7
Juli	12,4	0,7	11,7	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,5	0,7	0,8

**A20 Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen**

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



Quelle: EZB.

## 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 privater Haushalte					Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften					Repo- geschäfte
		Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Mit vereinbarter Kündigungsfrist <sup>2)</sup>		Täglich fällig	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		
2010	Sept.	0,43	2,25	2,76	2,28	1,55	1,85	0,46	1,11	2,18	2,81	0,71
	Okt.	0,43	2,35	2,75	2,80	1,54	1,82	0,49	1,18	2,36	2,53	0,94
	Nov.	0,44	2,33	2,65	2,67	1,54	1,83	0,50	1,16	2,45	2,41	0,90
	Dez.	0,43	2,27	2,77	2,59	1,55	1,84	0,50	1,19	2,56	2,60	1,07
2011	Jan.	0,43	2,38	2,61	2,77	1,53	1,85	0,54	1,29	2,42	2,52	1,02
	Febr.	0,44	2,36	2,74	2,80	1,60	1,86	0,52	1,32	2,37	2,69	1,04
	März	0,45	2,34	2,78	2,90	1,61	1,88	0,54	1,37	2,53	2,81	1,14
	April	0,46	2,47	2,85	3,08	1,65	1,90	0,61	1,58	2,62	2,95	1,30
	Mai	0,49	2,52	2,93	3,07	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30
	Juni	0,49	2,58	3,25	3,14	1,70	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47
	Juli	0,52	2,74	3,16	3,09	1,70	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41
	Aug.	0,54	2,74	3,16	2,99	1,77	1,93	0,68	1,64	2,70	2,99	1,42

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

		Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite <sup>3)</sup>	Konsumentenkredite				Wohnungsbaukredite				Effektiver Jahres- zinssatz <sup>4)</sup>	Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit			
				Mit anfänglicher Zinsbindung			Effektiver Jahres- zinssatz <sup>4)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung					Effektiver Jahres- zinssatz <sup>4)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung		
				Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre		Variabel verzins- lich 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 verzins- lich 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	14			
2010	Sept.	8,09	16,56	5,52	6,18	7,87	7,33	2,75	3,56	3,84	3,74	3,62	3,13	4,33	3,90	
	Okt.	8,01	16,53	5,36	6,03	7,71	7,17	2,76	3,55	3,78	3,69	3,61	3,21	4,34	4,04	
	Nov.	8,01	16,59	5,39	6,08	7,64	7,17	2,80	3,53	3,76	3,70	3,65	3,28	4,40	3,97	
	Dez.	8,00	16,59	5,16	5,95	7,24	6,89	2,78	3,52	3,80	3,71	3,68	3,36	4,32	3,96	
2011	Jan.	8,05	16,73	5,09	6,13	7,83	7,20	2,94	3,69	3,91	3,84	3,83	3,21	4,24	4,08	
	Febr.	8,08	16,81	5,38	6,13	7,83	7,31	2,96	3,83	4,06	3,92	3,90	3,36	4,63	4,30	
	März	8,03	16,88	5,44	6,22	7,82	7,32	3,01	3,82	4,15	4,01	3,93	3,43	4,69	4,43	
	April	8,11	16,92	5,17	6,23	7,80	7,25	3,12	3,95	4,24	4,15	4,03	3,54	4,68	4,53	
	Mai	8,17	16,91	5,35	6,37	7,99	7,49	3,23	4,01	4,30	4,18	4,09	3,75	4,81	4,60	
	Juni	8,22	16,95	5,37	6,47	7,87	7,42	3,26	4,04	4,29	4,18	4,09	3,82	4,78	4,62	
	Juli	8,28	16,94	5,13	6,53	7,98	7,43	3,33	4,02	4,26	4,19	4,10	3,83	4,82	4,60	
	Aug.	8,31	17,10	5,33	6,54	7,97	7,57	3,47	3,96	4,20	4,15	4,16	4,04	4,96	4,39	

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

		Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite bis zu 250 000 € mit anfänglicher Zinsbindung					Sonstige Kredite von mehr als 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung						
			Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 3 Jahren	Mehr als 3 Jahre bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 3 Jahren	Mehr als 3 Jahre bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
2010	Sept.	3,91	3,70	4,02	4,29	4,58	4,05	3,71	2,20	2,56	2,63	2,88	3,42	3,61
	Okt.	3,94	3,73	4,14	4,37	4,60	4,06	3,77	2,25	2,65	2,86	3,08	3,52	3,40
	Nov.	3,96	3,82	4,32	4,43	4,67	4,09	3,72	2,36	2,71	2,80	3,44	3,62	3,44
	Dez.	3,99	3,81	3,99	4,42	4,64	4,09	3,73	2,52	2,83	2,69	3,02	3,54	3,48
2011	Jan.	4,11	3,82	4,07	4,35	4,63	4,03	3,88	2,37	2,90	2,64	3,55	3,67	3,85
	Febr.	4,12	3,98	4,21	4,48	4,89	4,39	3,94	2,55	3,06	2,96	3,86	3,88	3,75
	März	4,12	4,02	4,39	4,63	5,00	4,49	4,02	2,53	3,26	3,00	3,61	3,84	3,84
	April	4,25	4,07	4,47	4,73	5,05	4,57	4,15	2,72	3,31	3,38	3,78	4,36	4,15
	Mai	4,30	4,18	4,65	4,79	5,14	4,67	4,19	2,65	3,37	3,17	3,63	3,65	4,11
	Juni	4,41	4,23	4,68	4,74	5,16	4,67	4,44	2,78	3,49	3,50	3,61	2,77	4,00
	Juli	4,42	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,88	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24
	Aug.	4,49	4,44	4,93	4,85	5,03	4,57	4,35	2,80	3,56	3,70	3,98	3,87	4,06

Quelle: EZB.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 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.
- Diese Instrumentenkategorie enthält keine unechten Kreditkartenkredite, d. h. Kredite, die während des Abrechnungszeitraums mit einem Zinssatz von 0 % gewährt werden.
- 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 und Garantien.

**4.5 Zinssätze der MFls für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFls im Euro-Währungsgebiet<sup>1),\*</sup>**  
(in % p. a.; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; soweit nicht anders angegeben, Neugeschäft als volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

**4. Einlagenzinsen (Bestände)**

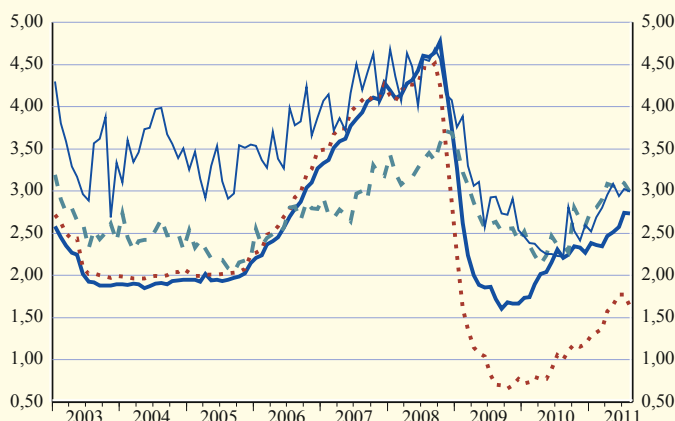
		Einlagen privater Haushalte					Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften			Repos- geschäfte
		Täglich fällig <sup>2)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist <sup>2),3)</sup>		Täglich fällig <sup>2)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit		
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	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
2010	Sept.	0,43	2,19	2,74	1,55	1,85	0,46	1,62	3,07	1,26
	Okt.	0,43	2,22	2,70	1,54	1,82	0,49	1,68	3,07	1,29
	Nov.	0,44	2,25	2,72	1,54	1,83	0,50	1,70	3,11	1,33
	Dez.	0,43	2,28	2,71	1,55	1,84	0,50	1,76	3,09	1,50
2011	Jan.	0,43	2,31	2,72	1,53	1,85	0,54	1,78	3,07	1,55
	Febr.	0,44	2,34	2,73	1,60	1,86	0,52	1,79	3,09	1,59
	März	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,84	3,13	1,65
	April	0,46	2,40	2,73	1,65	1,90	0,61	1,93	3,12	1,72
	Mai	0,49	2,45	2,73	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76
	Juni	0,49	2,49	2,75	1,70	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93
	Juli	0,52	2,53	2,77	1,70	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94
	Aug.	0,54	2,59	2,77	1,77	1,93	0,68	2,11	3,14	1,96

**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
2010	Sept.	3,83	3,88	3,83	7,89	6,45	5,21	3,42	3,29	3,37
	Okt.	3,80	3,86	3,82	7,86	6,45	5,19	3,48	3,34	3,38
	Nov.	3,77	3,86	3,84	7,72	6,47	5,20	3,50	3,39	3,41
	Dez.	3,73	3,83	3,81	7,71	6,41	5,18	3,49	3,41	3,42
2011	Jan.	3,71	3,80	3,80	7,82	6,40	5,17	3,60	3,44	3,42
	Febr.	3,68	3,81	3,82	7,85	6,43	5,20	3,64	3,47	3,47
	März	3,72	3,80	3,84	7,89	6,40	5,19	3,68	3,49	3,48
	April	3,82	3,78	3,84	7,91	6,43	5,23	3,77	3,59	3,54
	Mai	3,81	3,78	3,85	7,88	6,38	5,23	3,84	3,64	3,56
	Juni	3,87	3,78	3,86	7,92	6,45	5,28	3,92	3,73	3,63
	Juli	4,02	3,79	3,90	8,01	6,42	5,29	3,99	3,80	3,69
	Aug.	4,06	3,78	3,89	8,05	6,42	5,30	4,05	3,84	3,72

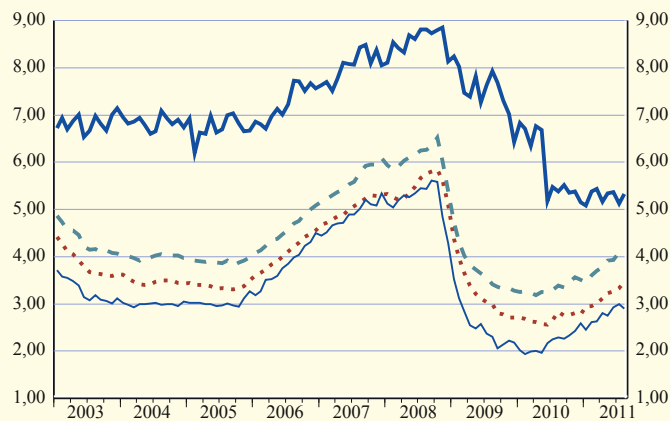
**A21 Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit**  
(in % p. a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

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



**A22 Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr**  
(in % p. a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

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



Quelle: EZB.

\* Die Quelle für die Angaben in der Tabelle sowie die zugehörigen Fußnoten sind auf Seite S42 zu finden.



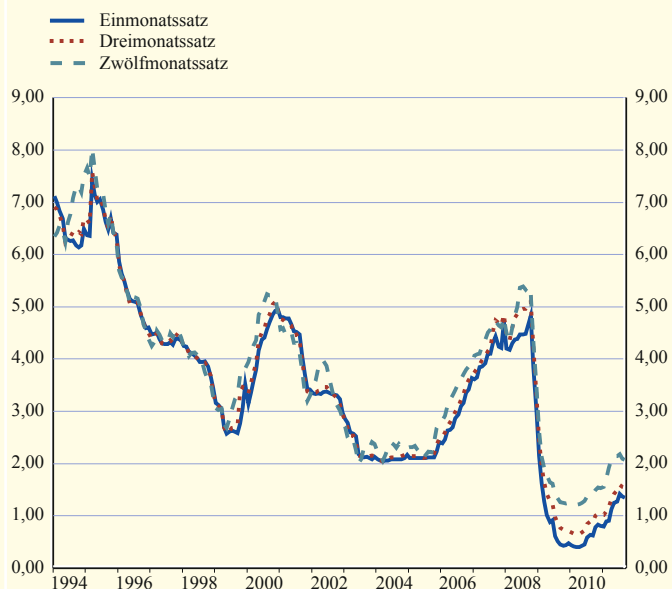
#### 4.6 Geldmarktsätze

(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
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2010 Q3	0,45	0,61	0,87	1,13	1,40	0,39	0,24
Q4	0,59	0,81	1,02	1,25	1,52	0,29	0,19
2011 Q1	0,67	0,86	1,10	1,37	1,74	0,31	0,19
Q2	1,04	1,22	1,42	1,70	2,13	0,26	0,20
Q3	0,97	1,38	1,56	1,77	2,11	0,30	0,19
2010 Sept.	0,45	0,62	0,88	1,14	1,42	0,29	0,22
Okt.	0,70	0,78	1,00	1,22	1,50	0,29	0,20
Nov.	0,59	0,83	1,04	1,27	1,54	0,29	0,19
Dez.	0,50	0,81	1,02	1,25	1,53	0,30	0,18
2011 Jan.	0,66	0,79	1,02	1,25	1,55	0,30	0,19
Febr.	0,71	0,89	1,09	1,35	1,71	0,31	0,19
März	0,66	0,90	1,18	1,48	1,92	0,31	0,20
April	0,97	1,13	1,32	1,62	2,09	0,28	0,20
Mai	1,03	1,24	1,43	1,71	2,15	0,26	0,20
Juni	1,12	1,28	1,49	1,75	2,14	0,25	0,20
Juli	1,01	1,42	1,60	1,82	2,18	0,25	0,20
Aug.	0,91	1,37	1,55	1,75	2,10	0,29	0,19
Sept.	1,01	1,35	1,54	1,74	2,07	0,35	0,19

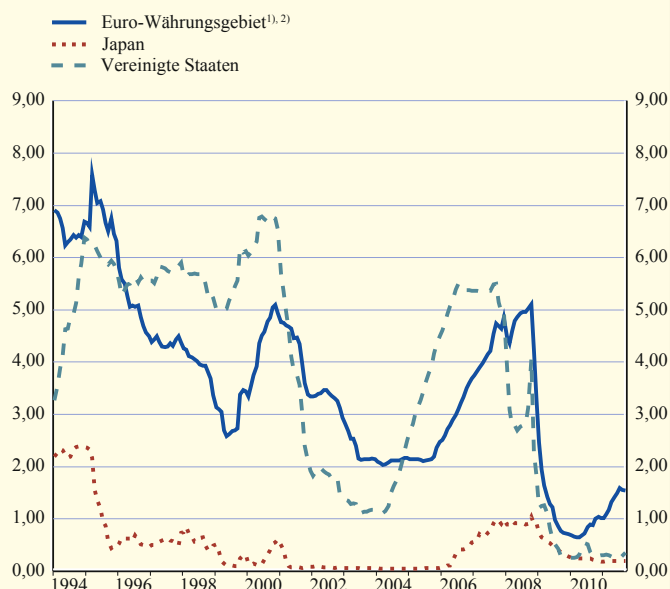
#### A23 Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet<sup>1), 2)</sup>

(Monatsdurchschnitte; in % p. a.)



#### A24 Dreimonats-Geldmarktsätze

(Monatsdurchschnitte; in % p. a.)



Quelle: EZB.

- 1) Für die Zeit vor Januar 1999 wurden synthetische Sätze für das Euro-Währungsgebiet anhand nationaler mit dem BIP gewichteter Sätze berechnet. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

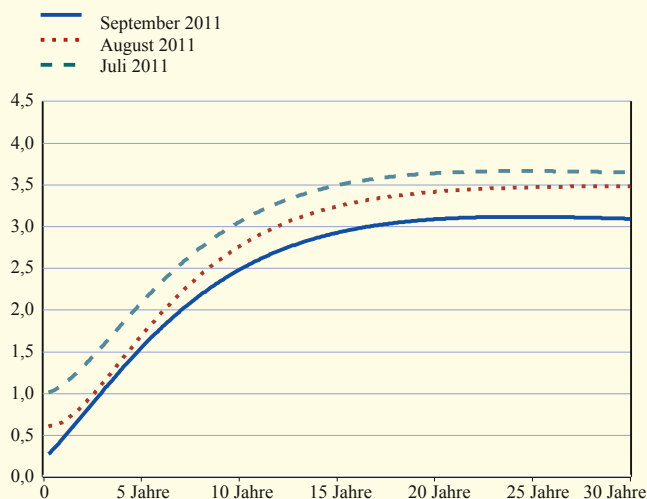
#### 4.7 Zinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>

(Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets; Stand am Ende des Berichtszeitraums; Sätze in % p. a.; Spreads in Prozentpunkten)

	Kassazinssätze								Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 3 Monate (Spread)	10 Jahre - 2 Jahre (Spread)	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2010 Q2	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
Q3	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
Q4	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 Q1	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
Q2	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
2010 Sept.	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
Okt.	0,75	0,84	1,06	1,89	2,36	2,86	2,11	1,80	1,02	1,57	3,21	4,09
Nov.	0,63	0,72	0,99	2,02	2,58	3,11	2,48	2,12	0,92	1,62	3,62	4,35
Dez.	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 Jan.	0,65	1,03	1,48	2,55	3,03	3,49	2,84	2,01	1,51	2,34	3,96	4,62
Febr.	0,69	1,08	1,53	2,55	3,02	3,49	2,80	1,96	1,56	2,37	3,91	4,67
März	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
April	1,02	1,41	1,86	2,80	3,19	3,55	2,53	1,70	1,90	2,67	3,96	4,46
Mai	1,03	1,32	1,67	2,52	2,93	3,37	2,34	1,69	1,69	2,34	3,69	4,51
Juni	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
Juli	1,01	1,11	1,32	2,09	2,55	3,06	2,05	1,74	1,28	1,79	3,34	4,39
Aug.	0,61	0,67	0,86	1,69	2,21	2,76	2,15	1,90	0,80	1,33	3,09	4,22
Sept.	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79

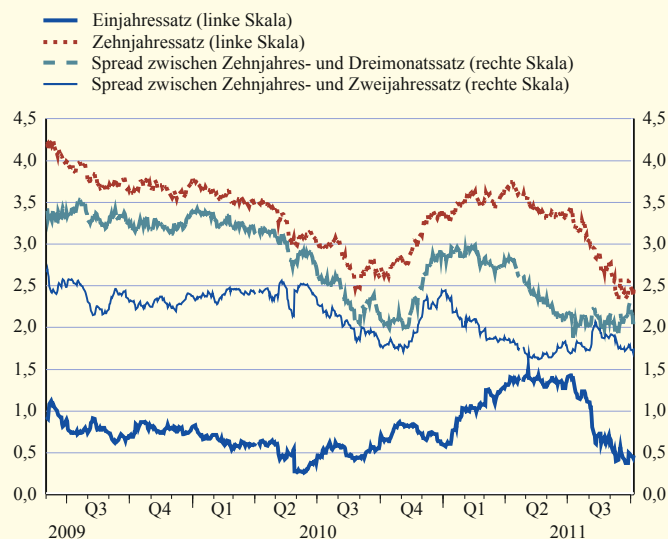
#### A25 Kassazinnsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets<sup>2)</sup>

(in % p. a.; Stand am Ende des Berichtszeitraums)



#### A26 Kassazinssätze und Spreads im Euro-Währungsgebiet<sup>2)</sup>

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



Quellen: EZB-Berechnungen basierend auf zugrunde liegenden Daten von EuroMTS und Bonitätseinstufungen von Fitch Ratings.

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

2) Die Daten umfassen Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets mit einem AAA-Rating.

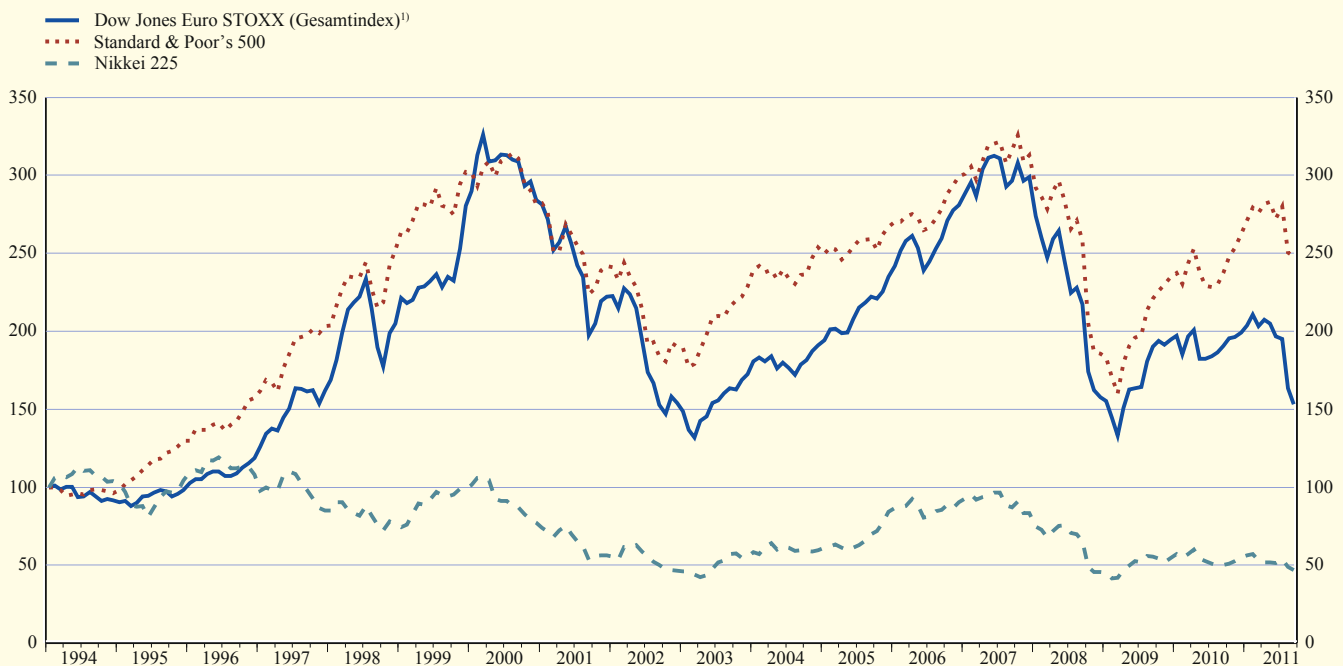
## 4.8 Börsenindizes

(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	
2008	313,7	3 319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1 220,7	12 151,6
2009	234,2	2 521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9 321,6
2010	265,5	2 779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1 140,0	10 006,5
2010 Q3	259,5	2 715,9	445,8	165,2	323,0	294,5	181,6	327,0	210,7	325,9	387,6	391,4	1 096,2	9 356,0
2010 Q4	273,4	2 817,8	513,8	176,1	361,3	309,9	175,7	361,9	227,0	333,0	399,2	405,0	1 204,6	9 842,4
2011 Q1	285,5	2 932,9	532,7	175,5	366,3	341,1	185,0	388,0	249,6	347,7	396,7	415,0	1 302,5	10 285,3
2011 Q2	281,2	2 862,7	552,0	169,6	370,7	328,8	175,2	391,5	239,7	333,7	385,0	448,4	1 318,3	9 609,4
2011 Q3	236,0	2 381,6	463,7	146,0	341,5	282,0	133,8	323,0	199,8	270,2	333,0	435,0	1 225,3	9 246,3
2010 Sept.	264,6	2 766,1	460,9	171,6	332,4	298,4	183,0	331,9	212,9	329,0	400,9	401,8	1 122,1	9 346,7
2010 Okt.	271,3	2 817,7	489,1	175,1	346,1	304,9	183,2	346,0	223,7	331,4	410,5	405,4	1 171,6	9 455,1
2010 Nov.	272,2	2 809,6	509,9	176,3	359,9	307,4	174,4	358,5	222,9	335,0	403,0	405,0	1 198,9	9 797,2
2010 Dez.	276,5	2 825,6	540,1	176,8	376,5	316,7	170,0	379,7	234,1	332,6	385,3	404,6	1 241,5	10 254,5
2011 Jan.	282,8	2 900,7	531,1	178,1	375,3	335,1	178,0	385,8	246,1	346,2	390,7	411,8	1 282,6	10 449,5
2011 Febr.	292,3	3 015,7	540,5	179,0	369,7	348,0	193,5	393,1	257,6	359,0	402,9	418,7	1 321,1	10 622,3
2011 März	281,9	2 890,4	527,4	170,1	355,0	340,5	184,1	385,7	245,9	339,1	396,8	414,6	1 304,5	9 852,4
2011 April	287,5	2 947,2	557,3	172,5	366,6	343,8	182,4	397,9	250,0	346,9	402,8	435,4	1 331,5	9 644,6
2011 Mai	284,0	2 885,8	557,0	171,7	374,9	330,4	176,3	395,5	246,5	337,8	386,4	457,8	1 338,3	9 650,8
2011 Juni	272,9	2 766,6	542,5	164,9	370,0	314,3	168,0	382,0	224,1	318,3	368,2	450,3	1 287,3	9 541,5
2011 Juli	270,5	2 743,5	550,7	160,8	384,4	317,4	160,6	375,7	221,0	307,8	360,0	467,4	1 325,2	9 996,7
2011 Aug.	226,9	2 297,2	443,7	141,1	329,7	268,6	129,0	307,3	189,7	258,4	329,3	420,7	1 185,3	9 072,9
2011 Sept.	212,6	2 124,3	401,4	137,0	312,8	262,4	113,3	289,2	190,1	246,7	311,1	419,0	1 173,9	8 695,4

## A27 Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225

(Januar 1994 = 100; Monatsdurchschnitte)



Quelle: EZB.

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



# PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

## 5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

### 1. Harmonisierter Verbraucherpreisindex<sup>1)</sup>

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)						Nachrichtlich: Administrierte Preise <sup>2)</sup>		
	Index: 2005 = 100	Insgesamt			Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
		Insgesamt ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie												
Gewichte in % (2011)	100,0	100,0	82,3	58,6	41,4	100,0	11,9	7,4	28,9	10,4	41,4	88,7	11,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2	
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7	
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,8	
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5	
2010 Q2	110,1	1,6	0,9	1,9	1,2	0,6	0,3	0,8	0,2	3,9	0,2	1,6	1,4	
Q3	109,9	1,7	1,0	2,0	1,4	0,3	0,4	0,6	0,1	0,0	0,5	1,7	2,0	
Q4	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,6	0,5	0,3	2,0	0,3	2,0	2,3	
2011 Q1	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,8	0,4	0,0	6,3	0,5	2,4	3,4	
Q2	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,9	1,2	0,3	0,6	2,8	0,6	2,7	3,6	
2011 April	113,1	2,8	1,8	3,4	2,0	0,4	0,4	-0,1	0,2	1,5	0,3	2,7	3,7	
Mai	113,1	2,7	1,7	3,4	1,8	0,0	0,5	0,2	0,1	-0,6	0,0	2,6	3,6	
Juni	113,1	2,7	1,8	3,2	2,0	0,1	0,2	-0,1	0,0	-0,5	0,3	2,6	3,6	
Juli	112,4	2,5	1,5	2,9	2,0	-0,1	0,4	-0,1	-0,9	0,8	0,2	2,4	3,5	
Aug.	112,6	2,5	1,5	3,0	1,9	0,1	0,3	0,1	0,1	-0,2	0,2	2,4	3,4	
Sept. <sup>3)</sup>		3,0												

	Waren						Dienstleistungen						
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und Dienstleistungen aus dem persönlichen Bereich	Sonstige Dienstleistungen		
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten	
Gewichte in % (2011)	19,3	11,9	7,4	39,3	28,9	10,4	10,1	6,0	6,5	3,2	14,6	7,0	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
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	
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5	
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1	
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5	
2010 Q2	0,9	0,8	1,0	2,4	0,5	8,1	1,8	1,5	2,3	-0,9	0,8	1,5	
Q3	1,5	0,9	2,3	2,2	0,5	7,3	1,8	1,6	2,5	-0,8	1,0	1,5	
Q4	1,9	1,3	2,7	2,9	0,8	9,2	1,6	1,3	1,9	-0,8	1,2	1,5	
2011 Q1	2,2	2,1	2,3	3,6	0,5	12,7	1,8	1,3	2,0	-0,4	1,5	1,9	
Q2	2,6	3,0	1,9	3,7	1,0	11,5	1,9	1,4	3,2	-1,0	2,0	2,1	
2011 März	2,4	2,5	2,2	4,0	0,9	13,0	1,8	1,3	2,3	-0,6	1,5	2,2	
April	2,2	2,8	1,4	4,0	1,0	12,5	1,8	1,4	3,2	-0,9	2,2	2,2	
Mai	2,8	3,2	2,4	3,6	1,0	11,1	1,9	1,4	3,1	-1,0	1,7	2,1	
Juni	2,7	3,1	2,0	3,5	0,9	10,9	1,9	1,5	3,4	-1,2	2,2	2,0	
Juli	2,6	3,4	1,3	3,1	0,0	11,8	1,9	1,5	3,4	-1,6	2,2	2,0	
Aug.	2,7	3,6	1,1	3,1	0,0	11,8	1,8	1,5	3,3	-1,8	2,2	2,1	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 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 auf der Website von Eurostat unter <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.
- 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 und für Wohnimmobilien

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe										Baugewerbe <sup>1)</sup>	Preise für Wohnimmobilien <sup>2)</sup>
	Insgesamt (Index: 2005=100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie		
		Verarbeitendes Gewerbe	Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter						
						Zusammen	Gebrauchsgüter	Verbrauchsgüter				
Gewichte in % (2005)	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,2	1,2	4,2	4,8
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,3
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-2,9
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,9
2010 Q2	111,5	3,0	3,8	1,6	3,6	0,2	0,0	0,6	-0,1	7,2	2,3	1,7
Q3	112,3	4,0	3,7	2,3	4,8	0,7	0,6	1,1	0,5	8,7	2,5	2,7
Q4	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	2,9
2011 Q1	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,2	2,2
Q2	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,4	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	.
2011 März	117,6	6,8	6,7	4,6	8,1	1,4	2,8	1,8	3,0	13,0	-	-
April	118,6	6,8	6,3	4,5	7,3	1,4	3,4	2,0	3,5	13,2	-	-
Mai	118,4	6,2	5,6	4,2	6,6	1,2	3,5	1,9	3,8	11,8	-	-
Juni	118,4	5,9	5,5	4,1	6,3	1,4	3,4	1,8	3,7	10,7	-	-
Juli	118,9	6,1	5,8	4,1	6,1	1,6	3,3	1,9	3,5	11,9	-	-
Aug.	118,8	5,9	5,5	3,9	5,7	1,6	3,3	2,0	3,5	11,5	-	-

### 3. Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

	Ölpreise <sup>3)</sup> (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie						BIP-Deflatoren							
		Importgewichtet <sup>4)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>5)</sup>			Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2000=100)	Insgesamt	Inländische Verwendung				Exporte <sup>6)</sup>	Importe <sup>6)</sup>
		Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel	Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen		
Gewichte in %	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	52,8	7,8	14,3	5,5	5,3	9,3	2,9	104,2	2,3	2,2	2,2	1,8	2,5	1,6	1,2
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	1,9	2,5	2,7	2,7	2,3	2,4	3,9
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	107,1	0,9	-0,1	-0,2	1,9	-0,5	-3,4	-5,9
2010	60,7	44,7	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,0	0,8	1,1	1,8	0,9	1,0	4,1	5,1
2010 Q2	62,6	48,2	12,5	70,2	41,7	14,0	67,3	107,8	0,7	1,2	1,8	1,1	1,1	4,3	5,8
Q3	59,6	51,5	29,7	63,1	49,4	41,0	55,8	108,3	1,1	1,4	2,0	0,5	1,6	5,3	6,5
Q4	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	108,3	1,0	1,5	2,1	0,7	1,6	5,2	6,6
2011 Q1	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,8	1,3	2,0	2,5	0,5	2,1	6,3	8,3
Q2	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,3	1,3	1,9	2,5	0,8	1,6	4,5	5,9
2011 April	85,1	15,1	37,7	6,5	17,5	35,8	6,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Mai	79,8	11,1	28,6	3,9	12,1	25,0	4,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Juni	79,1	8,7	21,2	3,3	10,3	18,7	4,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Juli	81,7	7,6	18,7	2,9	9,5	15,1	5,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Aug.	76,7	2,5	17,2	-3,6	4,1	12,7	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Sept.	79,8	0,1	9,7	-3,9	-2,8	-3,1	-2,6	-	-	-	-	-	-	-	-

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Tabelle 2, Spalte 7 in Abschnitt 5.1 und Tabelle 3, Spalten 8-15 in Abschnitt 5.1), EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Daten von Thomson Reuters (Tabelle 3, Spalte 1 in Abschnitt 5.1) und EZB-Berechnungen (Tabelle 2, Spalte 12 in Abschnitt 5.1 und Tabelle 3, Spalten 2-7 in Abschnitt 5.1).

- 1) Baukostenindex für Wohngebäude.
- 2) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter nationaler Quellen (weitere Einzelheiten finden sich unter [www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html)).
- 3) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).
- 4) Bezogen auf die in Euro ausgedrückten Preise. Gewichtet nach der Struktur der Importe des Euro-Währungsgebiets im Zeitraum 2004-2006.
- 5) Bezogen auf die in Euro ausgedrückten Preise. Gewichtet nach der Inlandsnachfrage (inländische Produktion plus Importe minus Exporte) im Euro-Währungsgebiet im Zeitraum 2004-2006. Experimentelle Daten (weitere Einzelheiten finden sich unter [www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html)).
- 6) Die Deflatoren für die Exporte und Importe beziehen sich auf Waren und Dienstleistungen und umfassen auch den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets.

## 5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

 4. Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz 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
Lohnstückkosten <sup>1)</sup>								
2009	109,9	3,9	-3,0	8,8	2,0	5,7	0,6	2,7
2010	109,1	-0,7	0,3	-5,7	2,0	-1,4	1,6	0,8
2010 Q3	108,8	-0,7	1,7	-4,4	2,0	-1,7	2,1	0,1
2010 Q4	109,4	-0,1	0,8	-3,3	1,0	-0,3	1,8	0,7
2011 Q1	109,6	0,2	1,9	-1,6	-0,7	0,4	2,9	0,7
2011 Q2	110,5	1,3	1,4	0,6	-0,5	1,4	3,3	1,0
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer								
2009	109,8	1,4	2,1	-0,3	2,5	1,8	1,2	2,5
2010	111,6	1,6	1,0	3,4	1,6	1,6	1,5	0,7
2010 Q3	111,6	1,5	1,1	3,4	1,8	1,8	1,6	0,0
2010 Q4	112,4	1,6	1,5	3,8	1,4	1,8	1,4	0,3
2011 Q1	113,4	2,3	3,7	4,1	3,7	2,3	2,0	1,1
2011 Q2	114,1	2,4	3,4	4,7	2,5	1,9	2,0	1,5
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen <sup>2)</sup>								
2009	99,9	-2,4	5,3	-8,3	0,5	-3,6	0,6	-0,2
2010	102,2	2,3	0,7	9,7	-0,4	3,1	-0,1	-0,1
2010 Q3	102,6	2,2	-0,6	8,2	-0,2	3,6	-0,4	-0,1
2010 Q4	102,7	1,7	0,7	7,3	0,5	2,1	-0,4	-0,5
2011 Q1	103,4	2,1	1,8	5,8	4,5	1,9	-0,9	0,3
2011 Q2	103,3	1,1	2,0	4,1	3,0	0,6	-1,3	0,5
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde								
2009	112,1	3,3	2,6	4,4	5,2	3,2	2,7	3,0
2010	113,0	0,8	0,5	0,5	1,7	0,8	0,8	0,5
2010 Q3	112,9	0,6	0,4	0,2	1,9	0,9	0,7	-0,1
2010 Q4	113,9	1,3	3,0	1,3	2,5	1,9	1,1	0,3
2011 Q1	114,6	1,9	1,5	1,8	3,3	2,8	1,5	1,0
2011 Q2	115,9	2,8	6,2	3,6	3,1	3,5	2,8	1,3
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde <sup>2)</sup>								
2009	102,2	-0,7	5,2	-4,3	2,7	-2,5	2,0	0,3
2010	103,7	1,5	1,4	6,6	-0,7	2,2	-0,7	-0,4
2010 Q3	103,9	1,2	0,0	4,7	-0,5	2,5	-1,2	-0,3
2010 Q4	104,2	1,4	1,8	4,9	1,1	2,0	-0,5	-0,6
2011 Q1	104,6	1,6	0,3	3,5	3,5	2,0	-1,2	0,2
2011 Q2	105,0	1,5	3,1	3,1	3,2	1,7	-0,2	0,2

 5. Arbeitskostenindizes<sup>3)</sup>

	Insgesamt (saison- bereinigt; Index: 2008 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige			Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>4)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Gewichte in % (2008)	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2009	102,7	2,8	2,5	2,9	3,0	3,5	2,5	2,6
2010	104,3	1,6	1,4	1,9	0,9	1,9	1,9	1,7
2010 Q3	104,4	1,2	1,0	1,5	0,3	1,7	1,6	1,5
2010 Q4	105,2	1,7	1,6	2,0	1,3	1,5	2,0	1,6
2011 Q1	106,4	2,7	2,3	3,4	2,4	2,2	2,8	1,7
2011 Q2	107,7	3,6	3,5	4,3	4,5	3,0	3,2	1,9

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Tabelle 4 in Abschnitt 5.1) und EZB-Berechnungen (Tabelle 5, Spalte 8 in Abschnitt 5.1).

- 1) Quotient aus dem Arbeitnehmerentgelt (in jeweiligen Preisen) je Arbeitnehmer und der Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen.
- 2) BIP insgesamt und Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen (Volumen) je Arbeitseinsatz (Erwerbstätige und geleistete Arbeitsstunden).
- 3) Indizes der 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.
- 4) Experimentelle Daten (weitere Einzelheiten finden sich unter [www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html)).

## 5.2 Produktion und Nachfrage

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

### 1. Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)								
	Insgesamt	Inländische Verwendung					Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen	Vorratsveränderungen <sup>2)</sup>	Zusammen	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<b>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</b>									
2007	9 035,0	8 899,4	5 056,5	1 808,0	1 959,4	75,4	135,6	3 748,3	3 612,7
2008	9 248,8	9 159,6	5 211,9	1 901,3	1 983,3	63,1	89,2	3 880,8	3 791,6
2009	8 940,5	8 824,3	5 141,4	1 988,2	1 737,8	-43,1	116,3	3 269,3	3 153,0
2010	9 175,8	9 053,1	5 280,5	2 014,6	1 742,8	15,2	122,7	3 748,8	3 626,0
2010 Q2	2 287,5	2 260,2	1 314,8	503,6	437,2	4,6	27,3	930,1	902,9
Q3	2 307,4	2 273,1	1 324,5	505,1	438,3	5,2	34,3	958,2	923,9
Q4	2 313,7	2 283,0	1 336,6	503,0	438,4	5,0	30,7	976,4	945,7
2011 Q1	2 342,8	2 322,0	1 349,3	508,9	450,5	13,2	20,8	1 013,8	993,0
Q2	2 355,6	2 331,0	1 354,8	509,2	451,8	15,1	24,6	1 023,1	998,5
<b>In % des BIP</b>									
2010	100,0	98,7	57,5	22,0	19,0	0,2	1,3	-	-
<b>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</b>									
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>									
2010 Q2	0,9	0,8	0,2	0,2	2,2	-	-	4,2	3,9
Q3	0,4	0,3	0,3	0,0	0,0	-	-	1,8	1,5
Q4	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,2	-	-	1,2	1,1
2011 Q1	0,8	0,9	0,2	0,4	1,8	-	-	1,4	1,6
Q2	0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	-	-	0,7	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>									
2007	3,0	2,8	1,7	2,2	4,7	-	-	6,6	6,1
2008	0,4	0,4	0,4	2,4	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,2	-3,6	-1,2	2,6	-12,0	-	-	-12,8	-11,7
2010	1,8	1,4	0,9	0,4	-0,8	-	-	10,1	9,3
2010 Q2	2,1	1,7	0,7	0,6	-0,4	-	-	12,1	11,2
Q3	2,1	1,8	1,1	0,2	0,7	-	-	11,1	10,7
Q4	1,9	1,8	1,2	-0,2	1,2	-	-	10,6	10,7
2011 Q1	2,4	2,1	0,9	0,7	3,8	-	-	8,8	8,3
Q2	1,6	1,3	0,5	0,3	1,7	-	-	5,3	4,5
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</b>									
2010 Q2	0,9	0,8	0,1	0,1	0,4	0,2	0,2	-	-
Q3	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-	-
Q4	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	-	-
2011 Q1	0,8	0,8	0,1	0,1	0,3	0,3	-0,1	-	-
Q2	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	-	-
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</b>									
2007	3,0	2,8	0,9	0,4	1,0	0,4	0,3	-	-
2008	0,4	0,4	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,2	-3,6	-0,7	0,5	-2,6	-0,9	-0,6	-	-
2010	1,8	1,4	0,5	0,1	-0,2	0,9	0,4	-	-
2010 Q2	2,1	1,7	0,4	0,1	-0,1	1,2	0,4	-	-
Q3	2,1	1,7	0,6	0,0	0,1	1,0	0,3	-	-
Q4	1,9	1,8	0,7	0,0	0,2	0,9	0,2	-	-
2011 Q1	2,4	2,1	0,5	0,2	0,7	0,7	0,3	-	-
Q2	1,6	1,2	0,3	0,1	0,3	0,5	0,4	-	-

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 Angaben in Abschnitt 3.1, Tabelle 1 in Abschnitt 7.1, Tabelle 3 in Abschnitt 7.2 sowie den Tabellen 1 und 3 in Abschnitt 7.5 überein.

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

**5.2 Produktion und Nachfrage**

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

**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 €)</i>							
2007	8 075,1	147,7	1 654,0	511,7	1 666,4	2 304,4	1 790,9	959,9
2008	8 302,9	143,1	1 653,9	527,3	1 725,6	2 381,1	1 871,8	945,9
2009	8 048,8	129,2	1 445,5	505,9	1 648,4	2 374,3	1 945,6	891,7
2010	8 236,6	138,6	1 530,6	486,8	1 690,5	2 409,7	1 980,5	939,2
2010 Q2	2 053,0	34,4	380,0	122,8	420,7	598,9	496,2	234,5
Q3	2 066,2	35,1	383,1	122,2	425,6	605,2	495,0	241,2
Q4	2 075,2	35,8	390,0	120,6	427,0	606,7	495,1	238,5
2011 Q1	2 100,8	36,7	397,2	125,2	431,6	611,8	498,3	242,0
Q2	2 112,6	36,6	400,2	125,6	434,4	614,2	501,6	243,0
	<i>In % der Wertschöpfung</i>							
2010	100,0	1,7	18,6	5,9	20,5	29,3	24,0	-
	<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>							
	<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>							
2010 Q2	0,8	-0,6	1,9	1,0	1,0	0,4	0,1	2,5
Q3	0,4	-0,9	0,8	-1,1	0,7	0,6	0,1	0,5
Q4	0,3	0,6	1,3	-1,3	0,0	0,3	0,1	0,0
2011 Q1	0,7	0,6	1,8	2,5	0,6	0,2	0,2	1,2
Q2	0,2	-0,2	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	-0,2
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2007	3,3	1,6	3,5	2,6	3,9	4,2	1,8	0,7
2008	0,6	1,3	-2,4	-1,6	1,4	1,6	2,0	-1,4
2009	-4,2	2,8	-13,1	-6,2	-5,3	-1,6	1,3	-3,9
2010	1,9	0,1	6,3	-4,1	2,4	1,0	0,9	1,3
2010 Q2	2,1	0,4	7,7	-3,8	2,7	0,7	1,0	1,9
Q3	2,0	-0,8	5,8	-3,1	3,1	1,2	0,8	2,2
Q4	2,0	0,0	6,3	-3,0	2,3	1,4	0,4	1,8
2011 Q1	2,2	-0,3	5,8	1,1	2,3	1,5	0,6	4,3
Q2	1,6	0,1	4,3	0,2	1,5	1,3	0,6	1,5
	<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>							
2010 Q2	0,8	0,0	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	-
Q3	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q4	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	-
2011 Q1	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-
Q2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-
	<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>							
2007	3,3	0,0	0,7	0,2	0,8	1,2	0,4	-
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,3	0,5	0,4	-
2009	-4,2	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
2010	1,9	0,0	1,1	-0,3	0,5	0,3	0,2	-
2010 Q2	2,1	0,0	1,4	-0,2	0,6	0,2	0,2	-
Q3	2,0	0,0	1,1	-0,2	0,6	0,4	0,2	-
Q4	2,0	0,0	1,1	-0,2	0,5	0,4	0,1	-
2011 Q1	2,2	0,0	1,1	0,1	0,5	0,4	0,1	-
Q2	1,6	0,0	0,8	0,0	0,3	0,4	0,1	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.



## 5.2 Produktion und Nachfrage

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

### 3. Industrieproduktion

	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe								Baugewerbe	
	Gewichte in % (2005)	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2005 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie					Energie			
				Verarbeitendes Gewerbe	Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter				
								Zusammen		Gebrauchsgüter		Verbrauchsgüter
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2
2008	-2,4	106,6	-1,6	-1,7	-1,8	-3,4	0,1	-1,9	-5,2	-1,3	0,2	-5,5
2009	-13,6	90,9	-14,8	-15,8	-16,0	-19,0	-20,8	-4,9	-17,3	-2,9	-5,3	-8,0
2010	4,3	97,7	7,5	7,9	7,9	10,1	9,4	3,3	2,6	3,4	3,8	-7,7
2010 Q3	3,9	98,3	7,1	7,7	7,8	9,4	10,2	3,1	3,8	3,0	1,6	-8,1
Q4	4,6	100,1	8,1	8,6	8,6	7,9	14,3	2,9	2,0	3,0	4,8	-9,2
2011 Q1	4,6	101,0	6,5	8,1	8,1	8,9	13,1	1,4	2,7	1,2	-2,3	-2,3
Q2	2,1	101,3	4,1	5,3	5,5	4,2	9,3	2,3	1,0	2,5	-5,4	-5,2
2011 Febr.	6,5	101,2	7,8	9,6	9,5	10,0	15,1	2,7	3,5	2,6	-2,8	3,3
März	3,5	101,2	5,7	6,9	7,1	7,5	11,5	1,0	2,5	0,7	-2,1	-5,3
April	3,7	101,4	5,2	6,6	6,8	5,2	10,5	3,9	4,7	3,7	-5,4	-2,5
Mai	3,2	101,6	4,3	5,9	6,0	4,4	10,7	2,6	1,2	2,7	-7,3	-1,0
Juni	-0,3	100,9	2,7	3,6	3,7	2,9	6,9	0,5	-2,6	1,0	-3,6	-11,3
Juli	4,0	101,8	4,2	5,1	5,3	4,0	11,9	-0,2	2,9	-0,6	-4,4	1,7
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>												
2011 Febr.	0,9	-	0,5	1,2	1,2	0,5	2,4	0,7	0,9	0,9	-1,3	-0,5
März	-0,3	-	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,7	0,2	-0,1	0,4	-0,3	-0,2
April	0,3	-	0,2	0,2	0,4	-0,1	0,8	0,7	0,9	0,4	-3,7	0,8
Mai	0,2	-	0,2	0,2	0,1	0,0	1,4	-0,2	-0,5	-0,1	0,3	0,1
Juni	-1,3	-	-0,7	-1,2	-0,7	-0,7	-1,6	-0,7	-2,5	-0,7	1,1	-1,1
Juli	1,8	-	0,9	0,8	0,9	0,6	3,3	-0,3	2,9	-0,7	-0,1	1,6

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

	Auftragseingang in der Industrie		Umsätze in der Industrie		Einzelhandelsumsätze (ohne Tankstellen)							Pkw-Neuzulassungen	
	Verarbeitendes Gewerbe <sup>1)</sup> (in jeweiligen Preisen)		Verarbeitendes Gewerbe (in jeweiligen Preisen)		In jeweiligen Preisen	In konstanten Preisen						Insgesamt (saisonbereinigt; in Tsd) <sup>2)</sup>	Insgesamt
	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2005 = 100)	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2005 = 100)	Insgesamt		Insgesamt	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2005 = 100)	Insgesamt	Nahrungsmittel, Getränke, Tabakwaren	Sonstige Waren			
					Textilien, Bekleidung, Schuhe					Haushaltsausstattung			
Gewichte in % (2005)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008	112,6	-5,9	116,9	1,8	1,7	103,4	-0,8	-1,8	-0,1	-1,8	-1,6	891	-7,8
2009	87,0	-22,7	95,4	-18,6	-2,9	101,4	-2,0	-1,7	-2,2	-1,8	-3,9	925	3,3
2010	102,2	17,4	104,8	10,2	1,4	102,5	1,1	0,5	1,7	2,6	0,6	843	-8,5
2010 Q3	105,3	16,3	105,6	10,1	2,1	102,8	1,7	0,4	2,9	5,6	1,1	798	-16,4
Q4	107,4	18,1	109,2	12,1	1,4	102,6	0,9	0,2	1,5	1,5	-0,2	850	-11,1
2011 Q1	111,5	18,5	113,8	14,3	1,0	102,6	0,3	-1,1	1,1	-0,2	1,7	862	-3,1
Q2	114,3	12,0	114,5	9,8	1,1	102,3	-0,2	-0,5	-0,1	1,7	-1,2	827	-1,8
2011 März	112,4	14,5	113,7	11,5	-0,2	102,1	-1,2	-1,8	-0,9	-3,1	-1,0	864	-4,5
April	112,0	11,7	115,4	9,7	2,8	102,7	1,5	1,5	1,4	4,5	1,7	829	-0,2
Mai	116,1	13,9	115,2	18,0	-0,3	101,8	-1,7	-2,9	-1,0	-0,7	-2,7	826	-1,1
Juni	114,8	10,6	112,9	2,6	0,8	102,4	-0,3	-0,2	-0,6	1,3	-2,6	827	-3,8
Juli	112,3	8,4	115,4	7,5	1,0	102,5	0,1	-2,3	1,6	2,3	1,3	816	2,2
Aug.	.	.	.	.	0,5	102,0	-0,9	-0,2	-1,3	.	.	819	6,1
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>													
2011 April	-	-0,4	-	1,5	0,7	-	0,6	0,7	0,4	2,3	0,9	-	-4,1
Mai	-	3,7	-	-0,2	-0,9	-	-0,9	-1,1	-0,7	-2,5	-1,6	-	-0,4
Juni	-	-1,1	-	-2,0	0,7	-	0,6	0,8	0,5	1,5	0,3	-	0,1
Juli	-	-2,1	-	2,2	0,0	-	0,1	-0,7	0,5	1,6	1,2	-	-1,3
Aug.	-	.	-	.	-0,3	-	-0,5	0,1	-0,6	.	.	-	0,4

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

1) Hierzu zählen Wirtschaftszweige, deren Arbeit im Wesentlichen auftragsbasiert ist; ihr Anteil am gesamten verarbeitenden Gewerbe belief sich im Jahr 2005 auf 61,2 %.

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

**5.2 Produktion und Nachfrage**

 (soweit nicht anders angegeben, Salden in %<sup>1)</sup>; saisonbereinigt)

**5. Branchen- und Verbraucherumfragen**

	Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>2)</sup> (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe					Vertrauensindikator für die Verbraucher					
		Vertrauensindikator für die Industrie				Kapazitätsauslastung <sup>3)</sup> (in %)	Insgesamt <sup>4)</sup>	Finanzlage in den nächsten 12 Monaten	Wirtschaftliche Lage in den nächsten 12 Monaten	Arbeitslosigkeit in den nächsten 12 Monaten	Ersparnisse in den nächsten 12 Monaten	
		Insgesamt <sup>4)</sup>	Auftragsbestand	Fertigwarenlager	Produktionserwartungen							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2007	109,4	5,8	7,2	4,4	14,6	84,8	-4,9	-2,3	-4,3	5,0	-8,0	
2008	93,7	-8,4	-13,3	10,8	-1,0	82,1	-18,1	-9,9	-25,3	23,5	-13,6	
2009	80,7	-28,7	-56,8	14,6	-14,8	70,9	-24,8	-7,0	-26,3	55,5	-10,3	
2010	100,9	-4,5	-24,6	0,6	11,6	76,9	-14,0	-5,2	-12,2	31,0	-7,6	
2010 Q3	102,3	-2,5	-18,4	0,3	11,3	77,6	-12,1	-5,5	-11,3	23,4	-8,2	
2010 Q4	105,7	2,7	-9,5	-0,8	16,8	79,1	-10,4	-5,4	-8,7	20,9	-6,6	
2011 Q1	107,4	6,5	-1,6	-2,0	19,0	80,9	-10,6	-6,0	-9,6	19,7	-7,0	
2011 Q2	105,7	4,3	-1,3	-0,9	13,4	81,3	-10,4	-6,6	-12,4	14,7	-7,9	
2011 Q3	98,8	-2,6	-8,5	4,5	5,3	.	-15,6	-7,3	-21,6	23,8	-9,6	
2011 April	106,1	5,6	0,1	-1,4	15,4	81,6	-11,6	-7,3	-14,4	16,6	-8,1	
2011 Mai	105,5	3,8	-2,7	-1,4	12,9	-	-9,9	-6,7	-11,6	13,9	-7,4	
2011 Juni	105,4	3,5	-1,4	0,1	12,0	-	-9,7	-5,8	-11,1	13,7	-8,2	
2011 Juli	103,0	0,9	-4,7	2,5	9,8	80,9	-11,2	-6,0	-14,2	16,1	-8,3	
2011 Aug.	98,4	-2,7	-9,0	5,0	5,9	-	-16,5	-7,2	-23,4	25,5	-10,0	
2011 Sept.	95,0	-5,9	-11,8	5,9	0,2	-	-19,1	-8,8	-27,2	29,8	-10,6	

	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
2007	0,1	-7,6	7,8	1,1	5,1	13,2	11,4	16,1	13,3	14,6	20,4
2008	-13,4	-20,7	-6,1	-10,0	-10,6	16,0	-3,5	0,6	-3,7	0,7	4,7
2009	-32,7	-42,2	-23,2	-15,5	-21,0	9,9	-15,7	-15,5	-20,4	-17,9	-8,3
2010	-28,4	-39,6	-17,2	-4,0	-6,1	7,4	1,5	5,0	2,5	4,2	8,3
2010 Q3	-28,1	-39,8	-16,4	-2,8	-4,7	7,0	3,4	6,9	4,8	8,3	7,6
2010 Q4	-26,2	-36,0	-16,3	0,8	1,3	7,4	8,5	9,0	6,8	8,4	11,9
2011 Q1	-25,2	-36,1	-14,3	-0,7	0,1	8,2	6,0	10,6	8,3	10,5	13,2
2011 Q2	-24,2	-32,2	-16,1	-2,3	-0,9	9,9	4,0	9,9	7,6	10,3	11,8
2011 Q3	-24,6	-32,6	-16,5	-7,4	-6,6	13,0	-2,5	3,9	0,7	4,3	6,6
2011 April	-24,3	-33,6	-15,1	-1,8	-2,0	9,0	5,5	10,3	7,4	10,2	13,4
2011 Mai	-24,7	-32,6	-16,8	-2,4	-1,3	10,6	4,7	9,3	6,9	10,0	11,0
2011 Juni	-23,5	-30,4	-16,5	-2,6	0,5	10,0	1,9	10,1	8,5	10,8	11,1
2011 Juli	-24,3	-31,3	-17,2	-3,6	-2,4	10,5	2,2	7,9	5,3	7,9	10,5
2011 Aug.	-23,4	-32,1	-14,6	-8,7	-7,3	13,7	-5,1	3,7	0,1	4,0	6,9
2011 Sept.	-26,0	-34,3	-17,7	-9,8	-10,2	14,7	-4,6	0,0	-3,2	0,9	2,5

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 2010.
- 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 %; saisonbereinigt)

### 1. Beschäftigung gemessen an der Zahl der Erwerbstätigen

	Gesamtwirtschaft		Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen					
	Insgesamt (in Mio)	Insgesamt	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 % (2010)	100,0	100,0	85,5	14,5	3,7	16,0	6,9	25,4	16,6	31,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	149,721	0,8	1,0	-0,3	-1,7	-0,1	-2,0	1,1	2,2	1,2
2009	146,947	-1,9	-1,8	-2,3	-2,4	-5,2	-6,7	-1,8	-2,2	1,5
2010	146,273	-0,5	-0,4	-0,7	-0,6	-3,1	-3,7	-0,6	1,1	1,1
2010 Q3	146,257	-0,1	0,0	-0,7	-0,1	-2,2	-2,9	-0,4	1,7	0,9
Q4	146,427	0,2	0,3	-0,4	-0,7	-1,0	-3,5	0,2	1,8	0,9
2011 Q1	146,548	0,3	0,4	-0,4	-2,0	0,1	-3,3	0,4	2,5	0,2
Q2	146,996	0,5	0,6	-0,4	-1,8	0,2	-2,7	0,9	2,6	0,1
	<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>									
2010 Q3	-0,026	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,2	-1,0	0,1	0,2	0,1
Q4	0,170	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-1,0	0,2	0,3	0,2
2011 Q1	0,121	0,1	0,1	0,2	-1,3	0,3	-0,9	0,1	1,1	-0,2
Q2	0,448	0,3	0,4	-0,3	-0,7	0,1	0,1	0,5	1,0	0,1

### 2. Beschäftigung gemessen an den geleisteten Arbeitsstunden

	Gesamtwirtschaft		Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen					
	Insgesamt (in Mio)	Insgesamt	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 % (2010)	100,0	100,0	80,5	19,5	4,8	16,0	7,7	27,0	16,1	28,6
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	239 003,1	0,7	1,1	-0,9	-2,0	-0,6	-1,8	0,9	2,4	1,8
2009	230 626,4	-3,5	-3,6	-3,1	-2,3	-9,2	-8,6	-3,0	-3,5	0,9
2010	231 449,8	0,4	0,4	0,2	-1,2	-0,3	-3,4	0,3	1,7	1,4
2010 Q3	57 927,6	0,8	0,9	0,4	-0,8	1,1	-2,6	0,6	2,5	1,2
Q4	57 922,6	0,5	0,6	0,2	-1,7	1,3	-4,1	0,4	1,9	1,1
2011 Q1	58 120,3	0,8	0,8	0,6	-0,5	2,2	-2,3	0,3	2,7	0,4
Q2	58 009,1	0,1	0,2	-0,3	-2,9	1,1	-2,9	-0,2	1,5	0,5
	<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>									
2010 Q3	-1,7	0,0	0,1	-0,3	-0,8	0,7	-1,2	-0,1	0,2	0,0
Q4	-4,9	0,0	-0,1	0,4	-0,2	0,1	-1,8	0,0	0,6	0,1
2011 Q1	197,7	0,3	0,4	0,2	-0,3	0,6	0,5	0,0	1,2	0,1
Q2	-111,2	-0,2	-0,1	-0,6	-1,7	-0,3	-0,4	0,0	-0,5	0,2

### 3. Arbeitsstunden je Erwerbstätigen

	Gesamtwirtschaft		Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen					
	Insgesamt (in Tsd)	Insgesamt	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	1,596	0,0	0,2	-0,6	-0,3	-0,5	0,3	-0,3	0,2	0,6
2009	1,569	-1,7	-1,9	-0,7	0,1	-4,2	-2,1	-1,2	-1,3	-0,5
2010	1,582	0,8	0,8	0,9	-0,6	2,9	0,4	0,9	0,7	0,3
2010 Q3	0,396	0,9	0,9	1,1	-0,6	3,3	0,3	1,0	0,8	0,2
Q4	0,396	0,3	0,3	0,6	-1,0	2,3	-0,6	0,1	0,1	0,2
2011 Q1	0,397	0,5	0,4	1,0	1,5	2,2	1,0	-0,1	0,3	0,2
Q2	0,395	-0,3	-0,4	0,0	-1,1	0,9	-0,2	-1,1	-1,1	0,3

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

1) Die Beschäftigungszahlen basieren auf dem ESVG 95.

### 5.3 Arbeitsmärkte

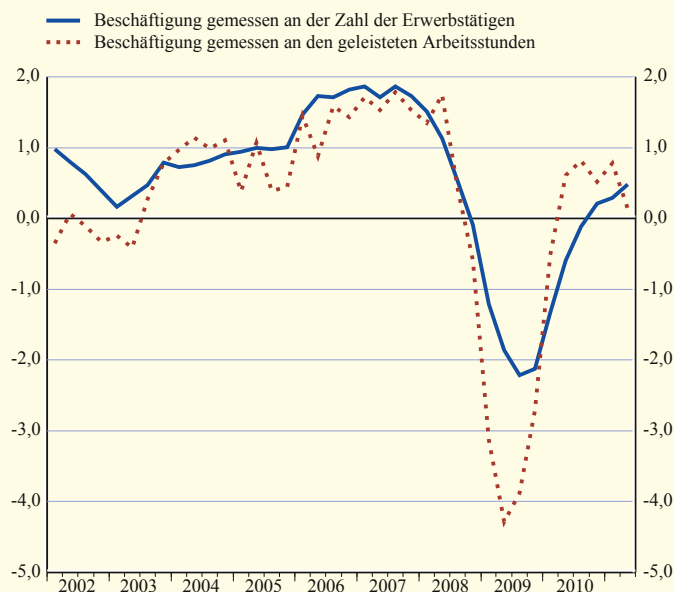
(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

#### 4. Arbeitslosigkeit und offene Stellen<sup>1)</sup>

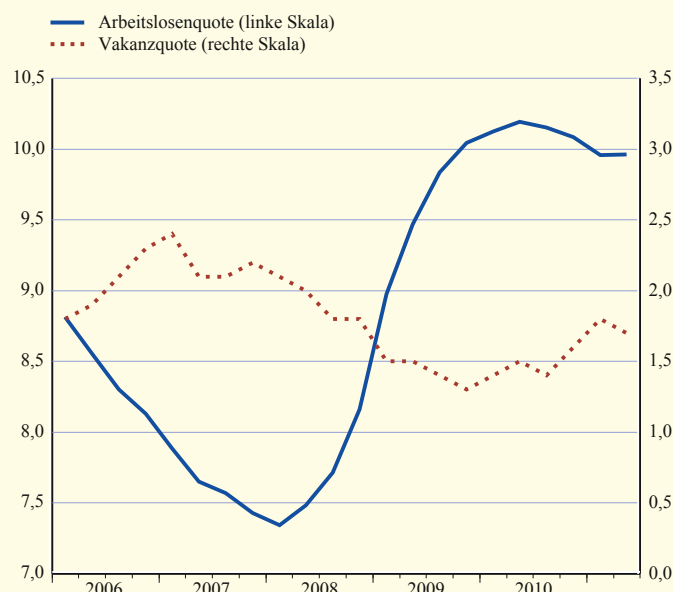
	Arbeitslosigkeit										Vakanz- quote <sup>2)</sup>
	Insgesamt		Nach Alter <sup>3)</sup>				Nach Geschlecht <sup>4)</sup>				
	Mio	In % der Erwerbs- personen	Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
			Mio	In % der Erwerbs- personen	Mio	In % der Erwerbs- personen	Mio	In % der Erwerbs- personen	Mio	In % der Erwerbs- personen	
Gewichte in % (2010)	100,0		79,5		20,5		53,9		46,1		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	11,818	7,6	9,211	6,7	2,608	15,5	5,838	6,8	5,981	8,7	2,2
2008	12,017	7,7	9,328	6,7	2,689	16,1	6,077	7,0	5,940	8,5	1,9
2009	15,033	9,6	11,754	8,4	3,279	20,2	8,120	9,4	6,913	9,8	1,4
2010	15,941	10,1	12,663	8,9	3,278	20,9	8,604	10,0	7,338	10,3	1,5
2010 Q2	16,029	10,2	12,714	9,0	3,315	21,1	8,682	10,1	7,347	10,4	1,5
Q3	15,963	10,2	12,717	9,0	3,246	20,9	8,583	10,0	7,380	10,4	1,4
Q4	15,861	10,1	12,651	8,9	3,211	20,7	8,493	9,9	7,369	10,4	1,6
2011 Q1	15,651	10,0	12,477	8,8	3,174	20,6	8,351	9,7	7,300	10,3	1,8
Q2	15,701	10,0	12,550	8,8	3,150	20,5	8,350	9,7	7,350	10,3	1,7
2011 März	15,624	9,9	12,440	8,8	3,183	20,6	8,331	9,7	7,292	10,2	-
April	15,657	9,9	12,507	8,8	3,150	20,4	8,335	9,7	7,321	10,3	-
Mai	15,719	10,0	12,558	8,8	3,161	20,5	8,368	9,7	7,351	10,3	-
Juni	15,726	10,0	12,586	8,8	3,140	20,5	8,347	9,7	7,379	10,3	-
Juli	15,777	10,0	12,634	8,9	3,143	20,5	8,358	9,7	7,419	10,3	-
Aug.	15,739	10,0	12,609	8,8	3,129	20,4	8,311	9,6	7,428	10,3	-

#### A28 Beschäftigung – Erwerbstätige und geleistete Arbeitsstunden

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



#### A29 Arbeitslosenquote und Vakanzquote<sup>2)</sup>



Quelle: Eurostat.

- 1) Die Arbeitslosenzahlen beziehen sich auf die Anzahl der Personen und wurden nach den Empfehlungen der IAO berechnet.
- 2) Industrie, Baugewerbe und Dienstleistungssektor (ohne private Haushalte mit Hauspersonal und extraterritoriale Organisationen und Körperschaften); nicht saisonbereinigt.
- 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- liche 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	
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,1	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7
2005	44,8	44,3	11,5	8,8	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,8	0,3	15,3	8,0	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,4	45,1	12,4	9,1	3,2	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,6
2008	45,1	44,8	12,2	9,3	2,8	13,3	0,3	15,3	8,1	4,5	2,2	0,2	0,3	41,1
2009	44,7	44,3	11,4	9,3	2,0	13,1	0,3	15,7	8,2	4,5	2,3	0,3	0,4	40,6
2010	44,6	44,3	11,3	9,1	2,1	13,3	0,3	15,6	8,1	4,5	2,3	0,3	0,3	40,5

### 2. Euro-Währungsgebiet – Ausgaben

	Ins- gesamt	Laufende Ausgaben								Vermögens- wirksame Ausgaben			Nach- richtlich: Primäraus- gaben <sup>3)</sup>	
		Zu- sammen	Arbeitnehmer- entgelte	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Laufende Übertra- gungen	Sozialaus- gaben	Subven- tionen	Gezahlt von EU-Institu- tionen	Investi- tionen	Vermö- gens- transfers	Gezahlt von EU-Institu- tionen		
														1
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,5	10,4	5,0	3,1	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,5	10,4	5,1	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,7	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,3	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,1	43,2	10,1	5,2	3,0	24,9	22,1	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,1
2009	51,0	46,7	10,8	5,6	2,8	27,4	24,3	1,9	0,5	4,3	2,8	1,4	0,0	48,2
2010	50,5	46,4	10,6	5,6	2,8	27,4	24,3	1,8	0,4	4,1	2,5	1,7	0,0	47,8

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

	Finanzierungssaldo					Primär- saldo	Konsumausgaben des Staates <sup>4)</sup>						Kollektiv- verbrauch	Individual- verbrauch
	Ins- gesamt	Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- siche- rung		Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelt	Vorleis- tungen	Sachtransfers über Markt- produzenten	Abschrei- bungen	Verkäufe (minus)		
2002	-2,6	-2,3	-0,5	-0,3	0,3	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	11,9
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,4	12,1
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	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,3	0,4	20,4	10,4	5,1	5,1	1,9	2,2	8,2	12,2
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,1	12,2
2007	-0,7	-1,2	0,0	-0,1	0,6	2,3	20,0	10,0	5,0	5,1	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,2	-0,2	-0,2	0,6	1,0	20,5	10,1	5,2	5,3	2,0	2,2	8,1	12,4
2009	-6,3	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,1	10,8	5,6	5,8	2,1	2,3	8,8	13,4
2010	-6,0	-4,9	-0,7	-0,3	-0,1	-3,2	21,9	10,6	5,6	5,8	2,0	2,3	8,6	13,3

### 4. Länder des Euro-Währungsgebiets – Finanzierungssaldo<sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	-0,3	0,3	2,5	0,1	-6,4	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,4	0,2	-0,9	-3,1	-0,1	-1,8	5,2
2008	-1,3	0,1	-2,8	-7,3	-9,8	-4,2	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,5	0,6	-0,9	-3,5	-1,8	-2,1	4,2
2009	-5,9	-3,0	-1,7	-14,3	-15,4	-11,1	-7,5	-5,4	-6,0	-0,9	-3,7	-5,5	-4,1	-10,1	-6,0	-8,0	-2,6
2010	-4,1	-3,3	0,1	-32,4	-10,5	-9,2	-7,0	-4,6	-5,3	-1,7	-3,6	-5,4	-4,6	-9,1	-5,6	-7,9	-2,5

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

- Die Daten beziehen sich auf die 17 Euro-Länder. Daten zu Einnahmen, Ausgaben und zum Finanzierungssaldo basieren auf dem ESGV 95. Einschließlich Transaktionen, die den EU-Haushalt betreffen (konsolidierte Angaben). Transaktionen zwischen den Mitgliedstaaten sind nicht konsolidiert.
- Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.
- Umfassen Gesamtausgaben abzüglich Zinsausgaben.
- Entsprechen Konsumausgaben (P.3) der öffentlichen Haushalte im ESGV 95.
- Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen und aus Swap- sowie Zinstermingeschäften.

**6.2 Verschuldung<sup>1)</sup>**  
 (in % des BIP)

**1. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldarten und Gläubigergruppen**

	Insgesamt	Schuldart				Gläubiger				Sonstige Gläubiger <sup>3)</sup>
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Inländische Gläubiger <sup>2)</sup>			Sonstige Sektoren	
						Zusammen	MFIs	Sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	68,1	2,8	12,4	4,0	48,9	42,4	20,8	11,2	10,4	25,7
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	41,0	19,6	10,8	10,6	26,9
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	40,2	19,8	11,3	9,1	28,8
2004	69,4	2,2	12,0	5,0	50,3	39,1	18,9	11,1	9,1	30,4
2005	70,3	2,4	12,1	4,7	51,1	37,4	18,1	11,2	8,0	32,9
2006	68,5	2,4	11,8	4,1	50,2	35,4	18,4	9,3	7,7	33,1
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7	33,1	17,1	8,6	7,4	33,1
2008	70,0	2,3	11,4	6,7	49,6	33,1	17,8	7,9	7,4	36,9
2009	79,5	2,5	12,5	8,6	56,0	37,1	20,6	8,9	7,6	42,4
2010	85,3	2,4	15,4	7,7	59,7	40,9	24,1	10,1	6,7	44,4

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

	Insgesamt	Schuldner <sup>4)</sup>				Ursprungslaufzeit			Restlaufzeit			Währung	
		Zentralstaaten	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabler Zinssatz	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Mitgliedstaats	Sonstige Währungen
2001	68,1	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,5	27,9	66,7	1,4
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,2
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,2	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,6	14,8	26,2	28,5	68,6	0,8
2005	70,3	57,8	6,7	5,2	0,5	7,9	62,4	4,6	14,9	25,6	29,8	69,3	1,0
2006	68,5	56,2	6,5	5,4	0,5	7,5	61,1	4,3	14,4	24,1	30,0	68,0	0,5
2007	66,3	53,5	6,2	5,2	1,4	7,1	59,2	4,3	15,0	23,4	27,8	65,9	0,4
2008	70,0	56,8	6,6	5,2	1,3	9,9	60,1	4,9	18,7	23,1	28,2	69,3	0,7
2009	79,5	64,5	7,6	5,7	1,7	11,8	67,7	5,0	21,0	26,6	31,9	78,7	0,8
2010	85,3	69,4	8,3	5,8	1,9	12,8	72,4	5,4	22,2	28,7	34,4	84,5	0,8

**3. Länder des Euro-Währungsgebiets**

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	84,2	64,9	3,7	25,0	105,4	36,1	63,9	103,6	58,3	6,7	62,0	45,3	60,7	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,6	66,3	4,6	44,4	110,7	39,8	67,7	106,3	48,3	13,6	61,5	58,2	63,8	71,6	21,9	27,8	34,1
2009	96,2	73,5	7,2	65,6	127,1	53,3	78,3	116,1	58,0	14,6	67,6	60,8	69,6	83,0	35,2	35,4	43,8
2010	96,8	83,2	6,6	96,2	142,8	60,1	81,7	119,0	60,8	18,4	68,0	62,7	72,3	93,0	38,0	41,0	48,4

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

- Die Daten beziehen sich auf die 17 Euro-Länder. Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert nach Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates. Verbindlichkeiten gegenüber öffentlichen Haushalten gebietsfremder Staaten sind nicht konsolidiert. Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert. Daten teilweise geschätzt.
- Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- Konsolidiert um Schuldverhältnisse innerhalb der öffentlichen Haushalte eines Mitgliedstaats.

## 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>	Bewertungs- effekte <sup>3)</sup>	Sonstige Volumens- änderungen <sup>4)</sup>	Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurz- fristige Wert- papiere	Lang- fristige Wert- papiere	Inlän- dische Gläu- biger <sup>5)</sup>	MFIs	Sonstige finanzielle Kapital- gesell- schaften	Sonstige Gläubiger <sup>6)</sup>
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	0,0	-0,5	0,0	2,1
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,8	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,4	-0,2	0,3	2,7
2005	3,3	3,0	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,3	-0,1	0,5	3,6
2006	1,7	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,3	1,5	-0,1	1,1	-1,3	1,8
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,1	-0,5	-0,3	-0,2	1,7
2008	5,3	5,1	0,1	0,0	0,1	0,5	2,6	2,0	0,7	1,1	-0,5	4,5
2009	7,2	7,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,8	2,9	2,2	0,8	4,3
2010	7,8	7,9	-0,1	0,0	0,0	3,3	-0,6	5,1	4,7	4,0	1,5	3,1

### 2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

	Schulden- stands- änderung	Finanzie- rungs- saldo <sup>7)</sup>	Deficit-Debt-Adjustments <sup>8)</sup>										Bewer- tungs- effekte	Wechsel- kurseffekte	Sonstige Volumens- änderungen	Sons- tige <sup>9)</sup>	
			Ins- gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)								Privati- sierungen					Kapital- zufüh- rungen
				Zu- sammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Wert- papiere <sup>10)</sup>	Aktien und sonstige Anteils- rechte									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14				
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1			
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1			
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1			
2005	3,3	-2,5	0,7	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1			
2006	1,7	-1,4	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3			
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1			
2008	5,3	-2,0	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0			
2009	7,2	-6,3	0,9	1,1	0,4	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0			
2010	7,8	-6,0	1,9	2,4	0,3	0,5	1,3	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,4			

Quelle: EZB.

- Die Daten beziehen sich auf die 17 Euro-Länder und sind teilweise geschätzt. Jährliche Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert in % des BIP: [Verschuldung (t) - Verschuldung (t-1)] / BIP (t). Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert.
- 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 Schuldenübernahmen.
- 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 sowie 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	Vermögens-wirksame Steuern	10	
2005	Q1	42,4	41,9	10,0	13,0	15,3	2,1	0,6	0,5	0,3	38,5
	Q2	44,5	43,9	11,6	13,2	15,1	2,2	1,1	0,6	0,3	40,1
	Q3	43,6	42,9	11,1	13,0	15,1	2,1	0,7	0,7	0,3	39,6
	Q4	48,4	47,6	13,3	14,2	16,1	2,2	0,8	0,8	0,3	43,9
2006	Q1	42,8	42,4	10,3	13,3	15,1	2,1	0,8	0,4	0,3	39,0
	Q2	45,6	45,1	12,2	13,5	15,1	2,2	1,3	0,5	0,3	41,1
	Q3	43,8	43,3	11,6	12,9	15,1	2,1	0,8	0,5	0,3	39,9
	Q4	48,7	48,1	14,0	14,3	15,8	2,2	0,9	0,6	0,3	44,4
2007	Q1	42,5	42,2	10,3	13,5	14,7	2,0	0,9	0,4	0,3	38,7
	Q2	45,8	45,4	12,7	13,5	15,0	2,2	1,4	0,4	0,3	41,4
	Q3	43,8	43,3	12,2	12,8	14,8	2,1	0,7	0,5	0,3	40,0
	Q4	49,0	48,4	14,4	14,2	15,7	2,3	1,0	0,6	0,3	44,6
2008	Q1	42,7	42,4	10,7	12,9	14,8	2,1	1,1	0,3	0,2	38,7
	Q2	45,3	44,9	12,6	12,8	15,0	2,2	1,5	0,4	0,3	40,7
	Q3	43,3	43,0	11,9	12,4	15,0	2,1	0,8	0,4	0,3	39,6
	Q4	48,5	48,0	13,6	13,7	16,3	2,3	1,1	0,5	0,3	43,9
2009	Q1	42,6	42,5	10,3	12,5	15,5	2,3	1,1	0,2	0,2	38,5
	Q2	44,8	44,2	11,5	12,6	15,6	2,3	1,4	0,6	0,5	40,2
	Q3	42,7	42,4	11,0	12,3	15,4	2,2	0,7	0,3	0,3	39,0
	Q4	48,2	47,4	12,7	13,9	16,4	2,4	0,9	0,8	0,5	43,5
2010	Q1	42,2	42,0	10,1	12,4	15,4	2,3	0,9	0,2	0,3	38,2
	Q2	44,7	44,2	11,5	12,9	15,3	2,4	1,3	0,5	0,3	40,0
	Q3	43,1	42,8	10,9	12,9	15,2	2,2	0,7	0,3	0,3	39,3
	Q4	48,0	47,3	12,7	13,8	16,4	2,5	1,0	0,7	0,3	43,2
2011	Q1	42,4	42,2	10,3	12,7	15,2	2,3	0,9	0,2	0,3	38,5

**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 Über-tragungen	Sozial-leistungen	Subven-tionen	Investitionen	Vermö-gens-transfers			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005	Q1	47,2	43,5	10,2	4,7	3,1	25,5	21,8	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
	Q2	46,3	43,0	10,2	5,0	3,2	24,7	21,4	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,3
	Q3	45,7	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,4	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,1	0,8
	Q4	49,9	45,1	11,1	5,8	2,7	25,4	21,8	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,2
2006	Q1	45,8	42,6	10,0	4,6	3,0	25,1	21,6	1,1	3,2	1,9	1,3	-3,0	0,0
	Q2	45,7	42,5	10,2	4,9	3,1	24,2	21,2	1,1	3,2	2,3	1,0	-0,1	3,0
	Q3	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,5	1,4
	Q4	49,8	44,4	10,7	5,8	2,7	25,2	21,5	1,4	5,4	3,2	2,2	-1,1	1,6
2007	Q1	44,7	41,5	9,8	4,5	2,9	24,3	20,9	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,8
	Q2	44,9	41,7	9,9	4,9	3,2	23,7	20,8	1,1	3,2	2,3	0,9	0,9	4,1
	Q3	44,6	41,2	9,5	4,8	3,0	24,0	20,8	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,1
	Q4	49,6	44,5	10,7	5,8	2,8	25,2	21,4	1,5	5,1	3,4	1,7	-0,7	2,1
2008	Q1	45,2	41,9	9,7	4,7	3,0	24,5	20,9	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,4	0,6
	Q2	45,7	42,3	10,1	5,0	3,2	24,0	20,9	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,4	2,8
	Q3	45,7	42,1	9,6	4,8	3,1	24,5	21,3	1,2	3,6	2,5	1,0	-2,3	0,8
	Q4	51,5	46,4	11,0	6,2	2,8	26,4	22,4	1,4	5,2	3,5	1,7	-3,1	-0,3
2009	Q1	49,1	45,7	10,5	5,3	2,9	26,9	23,0	1,3	3,5	2,2	1,2	-6,5	-3,6
	Q2	50,5	46,4	10,9	5,5	3,0	27,0	23,4	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,7	-2,7
	Q3	49,6	45,7	10,3	5,3	2,9	27,2	23,6	1,4	3,9	2,7	1,2	-6,8	-4,0
	Q4	54,4	49,0	11,6	6,5	2,6	28,4	24,1	1,5	5,4	3,4	1,9	-6,3	-3,7
2010	Q1	50,2	46,6	10,6	5,2	2,8	28,1	23,8	1,4	3,6	2,0	1,5	-8,0	-5,2
	Q2	49,3	45,9	10,7	5,5	2,9	26,8	23,3	1,3	3,4	2,4	1,2	-4,7	-1,8
	Q3	49,2	45,1	10,1	5,2	2,8	27,0	23,3	1,3	4,1	2,4	1,7	-6,2	-3,4
	Q4	53,2	48,0	11,2	6,4	2,7	27,8	23,8	1,5	5,2	3,1	2,1	-5,2	-2,5
2011	Q1	48,2	45,4	10,2	5,1	2,9	27,3	23,2	1,3	2,8	1,9	0,9	-5,8	-3,0

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

- Die Daten beziehen sich auf die 17 Euro-Länder. Die 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.
- 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>

		Schuldarten				
		Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere
		1	2	3	4	5
2008	Q2	67,5	2,2	11,4	4,9	49,0
	Q3	67,6	2,1	11,3	5,5	48,7
	Q4	70,0	2,3	11,4	6,7	49,6
2009	Q1	73,7	2,3	11,7	7,9	51,8
	Q2	76,8	2,4	12,1	8,4	53,9
	Q3	78,6	2,4	12,3	9,2	54,8
	Q4	79,5	2,5	12,5	8,6	56,0
2010	Q1	81,2	2,4	12,7	8,4	57,7
	Q2	82,5	2,4	13,2	8,1	58,8
	Q3	82,6	2,4	13,2	8,2	58,9
	Q4	85,3	2,4	15,4	7,7	59,7
2011	Q1	86,2	2,4	15,5	7,7	60,7

### 2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

		Schuldenstandsänderung	Finanzierungssaldo	Deficit-Debt-Adjustments								Nachrichtlich: Nettoverschuldung
				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
2008	Q2	3,8	-0,4	3,3	4,0	1,9	0,3	1,3	0,5	0,1	-0,7	3,7
	Q3	2,0	-2,3	-0,3	-0,7	-1,5	0,0	0,3	0,5	0,4	0,0	1,6
	Q4	9,1	-3,1	6,1	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,1	0,4	9,0
2009	Q1	12,8	-6,5	6,3	6,8	5,2	-0,1	1,0	0,8	-0,5	0,0	13,3
	Q2	9,1	-5,7	3,3	3,2	2,3	-0,6	0,3	1,2	-0,4	0,5	9,4
	Q3	4,9	-6,8	-2,0	-2,8	-3,2	0,6	0,0	-0,2	0,2	0,6	4,6
	Q4	2,3	-6,3	-3,9	-2,5	-2,7	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-1,2	2,6
2010	Q1	8,2	-8,0	0,2	0,8	0,9	0,0	-0,3	0,3	-0,3	-0,3	8,5
	Q2	7,6	-4,7	2,9	3,2	1,9	1,1	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	7,7
	Q3	3,0	-6,2	-3,2	-2,9	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-0,3	3,0
	Q4	12,4	-5,2	7,2	8,0	0,8	1,6	5,7	-0,1	0,0	-0,8	12,4
2011	Q1	7,1	-5,8	1,3	0,9	2,2	-0,6	-0,4	-0,3	-0,4	0,8	7,5

### A30 Defizit, Nettoneverschuldung und Veränderung der Verschuldung

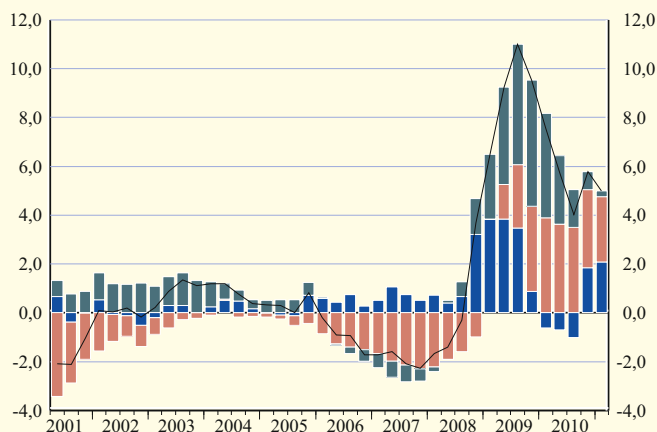
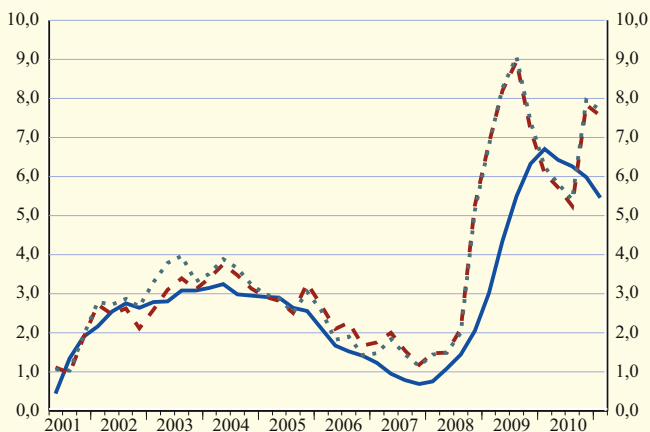
(gleitende Vierquartalsumme in % des BIP)

### A31 Maastricht-Verschuldung

(jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren)

— Defizit  
- - - Veränderung der Verschuldung  
... Nettoneverschuldung

■ Deficit-Debt-Adjustments  
■ Primärsaldo  
■ Wachstum/Zins-Differenzial  
— Veränderung der Schuldenquote



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

1) Die Daten beziehen sich auf die 17 Euro-Länder. Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert.

2) Die Bestandsdaten in Quartal t sind ausgedrückt in Prozent der Summe des BIP in Quartal t und den drei vorangegangenen Quartalen.



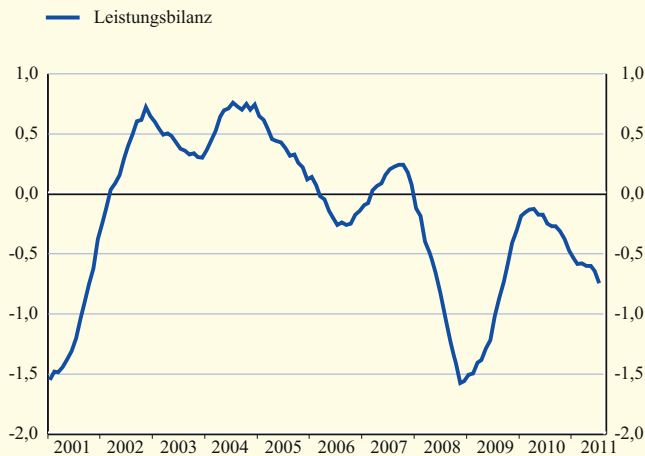
# AUSSENWIRTSCHAFT

## 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
2008	-142,4	-22,5	41,1	-63,3	-97,7	9,2	-133,2	141,5	-236,0	283,3	-82,9	180,5	-3,4	-8,3
2009	-25,7	37,5	33,8	-6,4	-90,6	6,6	-19,1	10,0	-109,4	270,7	37,2	-193,1	4,6	9,2
2010	-40,4	19,5	41,1	-0,5	-100,6	6,6	-33,8	46,6	-46,6	135,2	8,7	-40,6	-10,2	-12,8
2010 Q2	-18,6	3,3	11,7	-14,8	-18,8	1,7	-16,9	25,4	-29,8	93,7	1,9	-41,4	1,0	-8,5
Q3	-6,2	8,2	14,6	1,4	-30,4	1,0	-5,1	3,9	-30,8	-17,1	2,4	54,3	-5,0	1,3
Q4	2,2	6,4	10,4	1,7	-16,3	1,4	3,6	1,3	59,2	33,6	1,7	-91,7	-1,6	-4,9
2011 Q1	-30,9	-12,5	7,0	9,2	-34,6	3,0	-27,9	12,8	-11,5	133,3	-4,0	-93,9	-11,1	15,1
Q2	-28,3	-1,6	13,9	-20,1	-20,4	0,9	-27,4	26,9	-25,7	187,0	5,4	-144,2	4,3	0,5
2010 Juli	5,5	7,2	5,4	2,3	-9,4	1,4	6,9	0,4	-0,6	-25,1	-1,4	30,7	-3,1	-7,4
Aug.	-7,1	-3,8	4,0	2,5	-9,8	0,3	-6,8	2,3	-26,9	0,3	4,7	25,8	-1,6	4,6
Sept.	-4,6	4,8	5,2	-3,4	-11,2	-0,7	-5,2	1,2	-3,2	7,8	-1,0	-2,2	-0,2	4,1
Okt.	3,1	6,0	2,9	2,9	-8,7	-1,2	1,9	1,3	-9,0	12,3	-4,8	3,1	-0,2	-3,2
Nov.	-5,1	-0,5	3,4	-1,9	-6,1	0,6	-4,5	15,5	52,0	11,9	1,6	-50,0	0,0	-11,0
Dez.	4,2	0,9	4,1	0,8	-1,5	2,0	6,2	-15,6	16,3	9,4	5,0	-44,9	-1,3	9,3
2011 Jan.	-20,3	-14,3	2,7	0,3	-9,0	1,0	-19,2	14,4	15,4	-33,4	2,7	35,6	-5,9	4,8
Febr.	-10,2	-1,1	2,6	3,5	-15,1	2,2	-8,0	-1,0	-35,4	98,6	-3,2	-62,0	1,0	9,0
März	-0,5	2,9	1,7	5,4	-10,5	-0,1	-0,6	-0,7	8,5	68,1	-3,6	-67,6	-6,1	1,3
April	-6,5	-3,5	3,0	0,5	-6,5	0,1	-6,4	2,0	-27,8	47,8	0,7	-24,6	5,9	4,4
Mai	-18,7	1,0	4,7	-18,2	-6,2	0,5	-18,2	18,6	-3,8	55,8	1,7	-31,8	-3,1	-0,4
Juni	-3,1	0,9	6,2	-2,4	-7,8	0,4	-2,7	6,2	5,9	83,5	3,0	-87,7	1,5	-3,5
Juli	-3,2	3,3	5,2	-1,4	-10,3	0,5	-2,7	3,5	2,4	-18,4	-4,6	25,0	-0,9	-0,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>														
2011 Juli	-71,8	-3,4	45,7	-11,5	-102,6	5,4	-66,4	47,8	-5,6	343,5	2,2	-281,2	-11,0	18,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>														
2011 Juli	-0,8	0,0	0,5	-0,1	-1,1	0,1	-0,7	0,5	-0,1	3,7	0,0	-3,0	-0,1	0,2

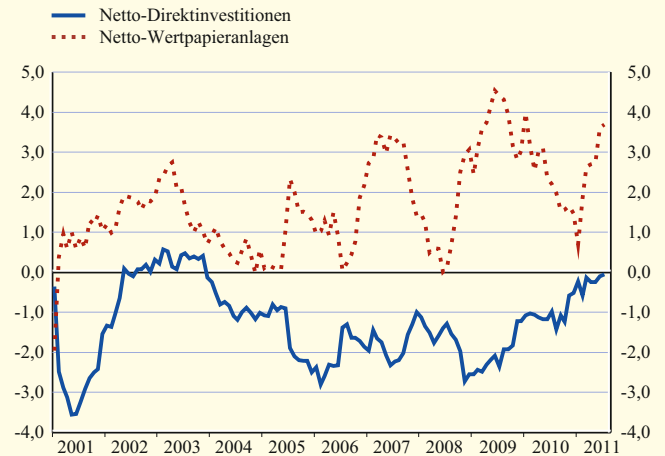
### A32 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Leistungsbilanz

(saisonbereinigt; über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP)



### A33 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen

(über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP)



Quelle: EZB.

1) Eine Erklärung der Vorzeichenregelung findet sich in den „Erläuterungen“.

## 7.2 Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen

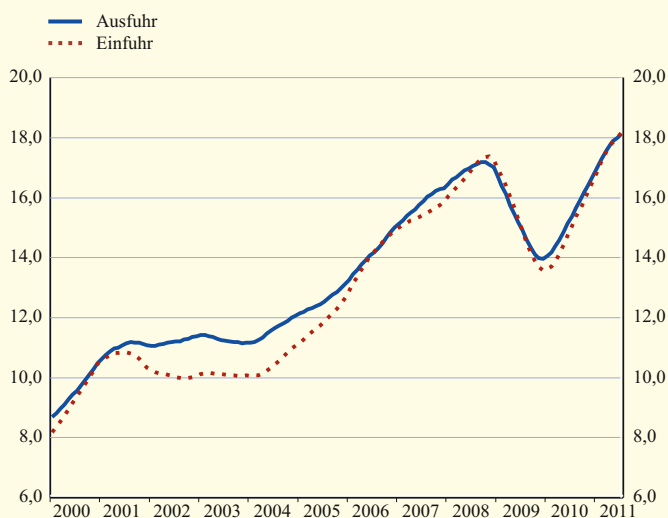
(in Mrd €; Transaktionen)

### 1. Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen – Gesamtübersicht

	Leistungsbilanz											Vermögensübertragungen			
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Erwerbs- und Vermögenseinkommen		Laufende Übertragungen			Einnahmen	Ausgaben	
	Einnahmen	Ausgaben	Saldo	Ausfuhr	Einfuhr	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen		Ausgaben			
										Heimatüberweisungen der Gastarbeiter	Heimatüberweisungen der Gastarbeiter	Einnahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2008	2 720,2	2 862,6	-142,4	1 590,2	1 612,8	514,4	473,3	524,3	587,6	91,2	6,9	188,9	21,5	24,5	15,2
2009	2 292,9	2 318,6	-25,7	1 303,6	1 266,0	473,9	440,2	421,5	427,9	93,9	6,4	184,5	22,5	20,6	14,0
2010	2 597,7	2 638,2	-40,4	1 564,1	1 544,6	516,1	474,9	430,2	430,7	87,3	6,3	188,0	22,0	22,3	15,7
2010 Q2	647,3	665,8	-18,6	388,7	385,4	128,9	117,2	110,8	125,5	18,9	1,7	37,7	5,2	4,8	3,1
Q3	661,2	667,3	-6,2	403,2	395,0	138,5	123,9	103,9	102,5	15,6	1,7	46,0	5,8	4,8	3,8
Q4	700,7	698,5	2,2	422,1	415,7	135,4	125,0	112,1	110,4	31,1	1,6	47,5	6,0	7,2	5,7
2011 Q1	680,5	711,5	-30,9	424,0	436,5	123,0	116,0	108,9	99,7	24,7	1,5	59,3	5,5	5,7	2,7
Q2	707,9	736,2	-28,3	438,4	440,0	131,8	117,9	119,1	139,2	18,6	.	39,1	.	3,8	2,9
2011 Mai	243,8	262,5	-18,7	151,4	150,3	44,8	40,1	40,6	58,8	7,1	.	13,3	.	1,4	0,9
Juni	239,5	242,6	-3,1	145,6	144,7	46,1	39,9	42,2	44,6	5,6	.	13,3	.	1,3	1,0
Juli	236,0	239,2	-3,2	147,8	144,4	47,2	41,9	35,8	37,2	5,3	.	15,6	.	1,4	1,0
	Saisonbereinigt														
2010 Q4	673,1	690,7	-17,6	408,7	409,6	131,8	121,2	109,3	112,8	23,3	.	47,1	.	.	.
2011 Q1	700,4	716,4	-15,9	431,8	437,9	134,0	121,4	111,5	109,0	23,0	.	48,0	.	.	.
Q2	705,0	723,1	-18,1	438,3	438,5	131,7	119,7	114,4	117,2	20,6	.	47,7	.	.	.
2011 Mai	237,0	242,6	-5,6	147,5	144,4	44,3	40,1	38,8	42,9	6,5	.	15,3	.	.	.
Juni	232,8	239,9	-7,1	143,9	143,4	43,9	39,3	38,7	40,3	6,3	.	16,9	.	.	.
Juli	232,2	245,2	-12,9	144,0	147,5	43,7	40,4	37,2	40,7	7,3	.	16,5	.	.	.
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen														
2011 Juli	2 750,7	2 820,0	-69,3	1 690,2	1 693,8	527,9	481,8	443,3	453,2	89,3	.	191,3	.	.	.
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP														
2011 Juli	29,5	30,3	-0,7	18,1	18,2	5,7	5,2	4,8	4,9	1,0	.	2,1	.	.	.

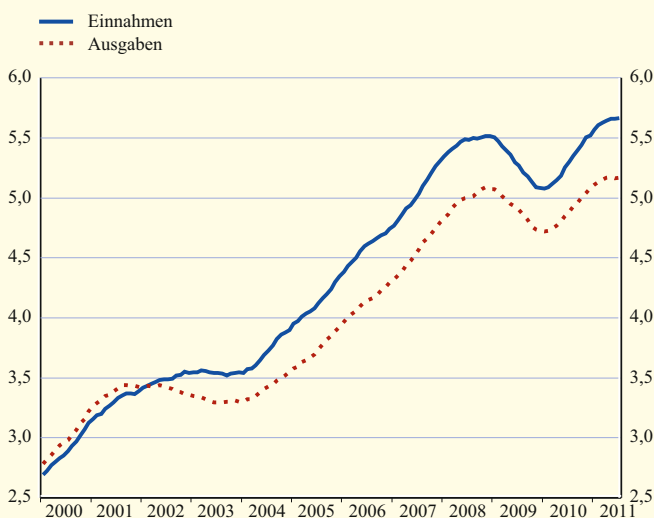
### A34 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Warenhandel

(saisonbereinigt; über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP)



### A35 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Dienstleistungen

(saisonbereinigt; über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP)



Quelle: EZB.

**7.2 Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen**  
(in Mrd €)

**2. Erwerbs- und Vermögenseinkommen**  
(Transaktionen)

	Erwerbs-einkommen		Vermögenseinkommen													
	Ein-nahmen	Ausgaben	Zusammen		Direktinvestitionen						Wertpapieranlagen				Übrige Vermögens-einkommen	
			Ein-nahmen	Ausgaben	Beteiligungskapital			Kredite			Aktien und Investmentzertifikate		Schuld-verschreibungen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Einnahmen	Ausgaben			Re-investierte Gewinne	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben			
			1	2										3	4	5
2008	21,1	13,1	503,2	574,5	141,1	-5,2	115,8	17,8	31,3	26,7	39,3	111,1	119,1	128,5	172,4	192,3
2009	21,9	13,8	399,6	414,1	145,6	16,2	98,6	12,0	24,9	24,2	27,4	77,2	98,7	120,8	102,9	93,4
2010	23,2	14,0	407,0	416,6	173,8	-3,0	117,2	17,6	22,8	20,1	29,9	86,1	97,7	122,8	82,8	70,6
2010 Q1	5,8	2,7	97,6	89,6	42,6	2,7	25,9	5,8	5,5	4,4	6,0	12,3	23,1	30,2	20,5	16,8
Q2	5,5	3,3	105,3	122,3	44,9	-8,9	28,7	-3,5	5,8	5,2	9,8	39,5	24,3	31,7	20,5	17,2
Q3	5,5	3,9	98,4	98,5	40,8	9,5	28,8	7,9	5,3	4,7	7,6	17,0	24,9	31,3	19,8	16,7
Q4	6,3	4,1	105,7	106,2	45,5	-6,3	33,7	7,4	6,3	5,8	6,6	17,4	25,4	29,6	22,0	19,8
2011 Q1	5,9	2,7	103,0	97,0	43,8	7,6	29,6	17,5	6,0	4,2	7,0	14,5	25,2	30,3	21,0	18,4

**3. Geografische Aufschlüsselung**  
(kumulierte Transaktionen)

	Ins-gesamt	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörnde EU-Mitgliedstaaten						Brasi-lien	Kana-da	China	Indien	Japan	Russ-land	Schweiz	Vere-inigte Staaten	Andere
		Ins-gesamt	Däne-mark	Schwe-den	Verein-igtes König-reich	Andere EU-Mitglied-staaten	EU-Insti-tutionen									
2010 Q2 bis 2011 Q1	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Einnahmen</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	2 689,7	888,8	49,4	83,0	415,8	280,3	60,4	49,5	36,1	125,4	38,6	57,3	98,5	202,7	353,3	839,6
Warenhandel	1 638,0	522,2	31,8	55,5	214,8	219,9	0,2	27,9	19,0	102,6	28,6	36,2	73,0	106,5	190,9	531,1
Dienstleistungen	525,8	165,1	10,6	14,0	104,7	29,5	6,4	8,4	7,9	16,3	7,4	12,9	16,9	53,1	77,3	160,5
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	435,7	140,0	6,4	11,9	86,1	27,3	8,3	12,9	8,3	6,0	2,3	7,3	8,0	35,0	79,4	136,3
Vermögenseinkommen	412,4	133,3	6,3	11,8	84,6	26,6	4,0	12,9	8,2	6,0	2,3	7,2	8,0	24,2	77,6	132,7
Laufende Übertragungen	90,3	61,4	0,6	1,5	10,2	3,6	45,5	0,3	0,8	0,4	0,3	0,9	0,6	8,0	5,7	11,7
<b>Vermögensübertragungen</b>	22,5	19,3	0,0	0,0	1,2	0,9	17,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	2,0
<b>Ausgaben</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	2 743,1	837,1	42,9	79,0	361,6	253,7	99,7	-	31,1	-	-	95,3	-	176,2	355,6	-
Warenhandel	1 632,6	450,6	28,2	49,1	168,2	205,0	0,0	27,8	13,5	210,9	25,0	52,5	114,5	89,4	137,9	510,6
Dienstleistungen	482,1	137,4	7,8	12,0	84,3	33,2	0,2	5,1	6,5	12,9	5,4	10,1	10,7	43,7	100,8	149,6
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	438,1	136,5	6,3	16,5	97,4	11,2	5,2	-	9,2	-	-	32,2	-	35,1	110,0	-
Vermögenseinkommen	424,0	128,5	6,2	16,4	96,0	4,7	5,2	-	9,1	-	-	32,0	-	34,7	109,0	-
Laufende Übertragungen	190,4	112,6	0,6	1,5	11,8	4,5	94,3	1,5	1,9	3,3	0,7	0,6	0,8	7,9	6,8	54,4
<b>Vermögensübertragungen</b>	15,3	2,1	0,0	0,1	1,1	0,3	0,6	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,5	1,4	10,3
<b>Saldo</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	-53,4	51,7	6,4	3,9	54,2	26,6	-39,4	-	5,0	-	-	-38,0	-	26,5	-2,3	-
Warenhandel	5,4	71,7	3,5	6,4	46,6	14,9	0,2	0,1	5,6	-108,2	3,6	-16,3	-41,5	17,0	52,9	20,4
Dienstleistungen	43,7	27,7	2,8	2,0	20,4	-3,7	6,2	3,3	1,4	3,4	2,0	2,8	6,2	9,4	-23,5	10,9
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-2,4	3,5	0,1	-4,6	-11,3	16,1	3,1	-	-0,9	-	-	-24,9	-	-0,1	-30,6	-
Vermögenseinkommen	-11,6	4,8	0,1	-4,6	-11,4	21,9	-1,2	-	-0,8	-	-	-24,8	-	-10,5	-31,4	-
Laufende Übertragungen	-100,1	-51,2	0,0	0,1	-1,6	-0,8	-48,9	-1,1	-1,1	-2,8	-0,5	0,3	-0,1	0,2	-1,1	-42,7
<b>Vermögensübertragungen</b>	7,2	17,2	0,0	-0,1	0,1	0,7	16,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-8,4

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			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanzderivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungsreserven
	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>														
2007	13 992,8	15 266,8	-1 274,0	154,9	169,0	-14,1	3 726,7	3 221,9	4 631,1	6 538,1	-28,9	5 316,7	5 506,8	347,2
2008	13 331,7	14 983,0	-1 651,3	144,1	162,0	-17,9	3 889,7	3 320,2	3 727,6	5 938,3	-29,8	5 370,1	5 724,4	374,2
2009	13 733,3	15 203,2	-1 469,9	153,6	170,0	-16,4	4 262,0	3 478,6	4 226,3	6 737,2	-45,4	4 830,9	4 987,5	459,6
2010 Q3	14 747,4	16 124,8	-1 377,4	161,8	177,0	-15,1	4 556,9	3 573,6	4 641,8	7 277,0	-55,4	5 051,8	5 274,3	552,2
Q4	15 167,6	16 355,1	-1 187,4	165,3	178,2	-12,9	4 698,0	3 723,2	4 839,7	7 369,5	-45,1	5 083,9	5 262,3	591,2
2011 Q1	15 093,2	16 316,5	-1 223,4	163,0	176,2	-13,2	4 668,4	3 720,6	4 805,8	7 463,7	-22,8	5 065,2	5 132,3	576,6
<b>Veränderung der Bestände</b>														
2006	1 545,9	1 845,3	-299,4	18,0	21,5	-3,5	363,3	284,6	485,1	889,8	0,6	691,2	670,9	5,7
2007	1 608,0	1 858,8	-250,9	17,8	20,6	-2,8	572,8	486,8	258,7	591,3	-8,1	763,3	780,7	21,4
2008	-661,1	-283,8	-377,3	-7,1	-3,1	-4,1	163,0	98,3	-903,5	-599,7	-0,9	53,3	217,6	27,0
2009	401,6	220,2	181,4	4,5	2,5	2,0	372,4	158,3	498,7	798,8	-15,6	-539,2	-737,0	85,4
2010 Q4	420,2	230,2	190,0	17,6	9,7	8,0	141,1	149,7	197,9	92,5	10,2	32,0	-12,0	39,0
2011 Q1	-74,5	-38,5	-36,0	-3,2	-1,7	-1,6	-29,5	-2,7	-34,0	94,1	22,3	-18,7	-130,0	-14,6
<b>Transaktionen</b>														
2007	1 940,3	1 943,2	-3,0	21,5	21,5	0,0	512,9	422,5	439,5	566,3	66,9	915,8	954,4	5,1
2008	406,6	548,1	-141,5	4,4	5,9	-1,5	328,8	92,8	-7,2	276,1	82,9	-1,2	179,3	3,4
2009	-166,8	-156,8	-10,0	-1,9	-1,8	-0,1	325,3	215,9	84,3	355,0	-37,2	-534,6	-727,7	-4,6
2010	429,4	475,9	-46,6	4,7	5,2	-0,5	141,0	94,4	138,0	273,1	-8,7	148,9	108,4	10,2
2010 Q4	39,8	41,0	-1,3	1,7	1,7	-0,1	-18,4	40,8	40,1	73,8	-1,7	18,2	-73,5	1,6
2011 Q1	166,2	178,9	-12,8	7,2	7,8	-0,6	65,9	54,4	23,9	157,1	4,0	61,3	-32,6	11,1
Q2	162,7	189,6	-26,9	6,9	8,0	-1,1	42,8	17,1	-14,9	172,2	-5,4	144,6	0,4	-4,3
2011 März	-28,0	-28,7	0,7	.	.	.	24,1	32,6	-19,0	49,0	3,6	-42,8	-110,3	6,1
April	149,7	151,7	-2,0	.	.	.	41,3	13,6	-5,0	42,8	-0,7	119,9	95,3	-5,9
Mai	132,8	151,4	-18,6	.	.	.	8,1	4,3	11,9	67,6	-1,7	111,3	79,5	3,1
Juni	-119,7	-113,5	-6,2	.	.	.	-6,7	-0,7	-21,8	61,7	-3,0	-86,7	-174,5	-1,5
Juli	-5,2	-1,8	-3,5	.	.	.	10,7	13,1	-5,9	-24,3	4,6	-15,5	9,5	0,9
<b>Sonstige Veränderungen</b>														
2006	-182,3	123,3	-305,6	-2,1	1,4	-3,6	-54,7	26,2	-35,2	183,4	0,0	-96,9	-86,3	4,4
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3
2008	-1 067,7	-831,9	-235,8	-11,5	-9,0	-2,5	-165,8	5,5	-896,3	-875,8	-83,8	54,5	38,3	23,7
2009	568,4	377,0	191,4	6,4	4,2	2,1	47,1	-57,6	414,4	443,9	21,6	-4,6	-9,3	89,9
<b>Sonstige wechselkursbedingte Veränderungen</b>														
2006	-333,9	-258,4	-75,5	-3,9	-3,0	-0,9	-63,5	-8,1	-149,7	-129,0	.	-106,8	-121,4	-13,9
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7
2008	-39,8	55,6	-95,3	-0,4	0,6	-1,0	-19,9	-9,6	6,7	47,9	.	-35,8	17,3	9,2
2009	-45,6	-50,1	4,5	-0,5	-0,6	0,1	-4,8	1,7	-28,5	-28,0	.	-9,8	-23,9	-2,5
<b>Sonstige preisbedingte Veränderungen</b>														
2006	292,1	322,6	-30,5	3,4	3,8	-0,4	44,6	19,5	230,1	303,1	0,0	.	.	17,4
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1 030,0	-1 024,1	-5,9	-11,1	-11,1	-0,1	-154,4	-95,1	-813,4	-929,1	-83,8	.	.	21,5
2009	608,2	502,4	105,8	6,8	5,6	1,2	138,1	44,6	402,5	457,8	21,6	.	.	46,0
<b>Sonstige anpassungsbedingte Veränderungen</b>														
2006	-140,5	59,1	-199,7	-1,6	0,7	-2,3	-35,8	14,7	-115,5	9,3	.	9,9	35,1	0,9
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3
2008	2,1	136,6	-134,5	0,0	1,5	-1,5	8,5	110,2	-89,7	5,4	.	90,4	21,0	-7,1
2009	5,9	-75,2	81,1	0,1	-0,8	0,9	-86,2	-103,9	40,4	14,1	.	5,2	14,6	46,4
<b>Veränderung der Bestände in %</b>														
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,1	10,6	13,6	13,7	.	20,5	18,8	0,3
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	2,9	3,6	-	.	.	.	8,9	2,9	-0,5	4,4	.	-0,1	3,3	1,0
2009	-1,3	-1,1	-	.	.	.	8,4	6,6	2,2	5,9	.	-10,0	-12,6	-1,2
2010 Q4	3,1	3,1	-	.	.	.	3,2	2,7	3,1	3,9	.	3,1	2,1	2,0
2011 Q1	2,7	2,8	-	.	.	.	3,5	4,1	2,1	4,8	.	2,6	-0,9	2,8
Q2	3,0	3,1	-	.	.	.	2,5	3,0	2,2	6,1	.	4,4	-1,1	2,3

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>														
2008	3 889,7	3 016,6	214,5	2 802,2	873,0	13,1	859,9	3 320,2	2 360,4	67,1	2 293,2	959,8	19,0	940,8
2009	4 262,0	3 291,0	228,5	3 062,4	971,1	14,7	956,4	3 478,6	2 531,3	78,2	2 453,1	947,3	18,5	928,8
2010 Q4	4 698,0	3 624,0	268,0	3 356,0	1 073,9	16,4	1 057,5	3 723,2	2 817,4	85,6	2 731,8	905,9	13,7	892,1
2011 Q1	4 668,4	3 606,6	262,8	3 343,8	1 061,8	15,7	1 046,1	3 720,6	2 815,2	86,3	2 728,9	905,4	11,0	894,4
<b>Transaktionen</b>														
2008	328,8	195,4	9,3	186,1	133,4	-0,3	133,7	92,8	57,7	-8,2	65,9	35,0	1,6	33,5
2009	325,3	234,1	18,2	215,9	91,1	2,4	88,8	215,9	216,4	8,6	207,8	-0,5	-0,6	0,1
2010	141,0	34,6	7,1	27,5	106,3	1,3	105,1	94,4	140,3	7,9	132,4	-45,9	-7,5	-38,4
2010 Q4	-18,4	-45,0	0,4	-45,4	26,6	0,3	26,3	40,8	-5,1	1,9	-7,0	45,9	-4,9	50,8
2011 Q1	65,9	57,9	4,0	53,9	8,0	-0,1	8,1	54,4	40,6	0,8	39,8	13,8	-1,5	15,3
2011 Q2	42,8	45,2	9,0	36,3	-2,5	-2,6	0,2	17,1	10,9	1,3	9,6	6,3	-0,1	6,4
2011 März	24,1	12,0	4,6	7,4	12,1	-0,1	12,1	32,6	26,5	-0,1	26,6	6,1	-0,8	7,0
2011 April	41,3	37,1	5,8	31,3	4,2	0,7	3,5	13,6	6,8	0,4	6,4	6,8	0,0	6,8
2011 Mai	8,1	2,9	1,5	1,3	5,2	0,4	4,8	4,3	3,6	0,5	3,1	0,6	0,4	0,2
2011 Juni	-6,7	5,2	1,6	3,6	-11,9	-3,7	-8,2	-0,7	0,4	0,3	0,1	-1,1	-0,5	-0,6
2011 Juli	10,7	9,7	-0,3	10,0	1,0	-1,6	2,6	13,1	17,0	0,8	16,2	-3,9	-0,2	-3,7
<b>Wachstumsraten</b>														
2008	8,9	6,6	4,1	6,9	17,9	-1,2	18,2	2,9	2,4	-13,1	2,8	4,3	8,5	4,2
2009	8,4	7,7	8,5	7,7	10,5	18,3	10,3	6,6	9,3	12,8	9,2	-0,1	-3,1	0,0
2010 Q4	3,2	1,0	3,1	0,9	10,9	8,6	10,9	2,7	5,5	10,1	5,4	-4,8	-40,4	-4,0
2011 Q1	3,5	2,1	1,8	2,2	8,2	6,2	8,2	4,1	4,3	9,2	4,1	3,6	-46,9	4,8
2011 Q2	2,5	2,5	5,5	2,3	2,4	-14,3	2,7	3,0	2,9	7,9	2,7	3,6	-39,3	4,4

#### A36 Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets

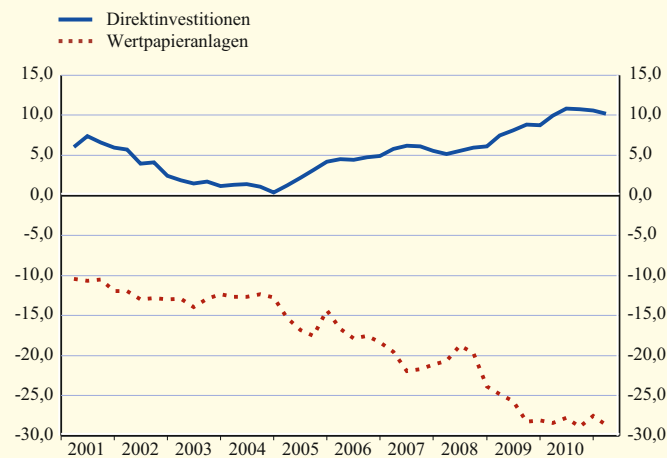
(Bestände am Ende des Berichtszeitraums; in % des BIP)



Quelle: EZB.

#### A37 Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets

(Bestände am Ende des Berichtszeitraums; in % des BIP)



## 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						
		1	2	3	Euro-system 4	5	Staat 6	Zusammen 7	MFIs 8	Euro-system 9	Nicht-MFIs 10	Staat 11	Zusammen 12	MFIs 13	Euro-system 14	Nicht-MFIs 15	Staat 16
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>																	
2008	3 727,6	1 128,6	68,4	3,0	1 060,2	27,1	2 164,2	964,8	20,3	1 199,4	18,6	434,8	358,1	61,7	76,7	1,3	
2009	4 226,3	1 488,7	76,2	3,4	1 412,5	34,4	2 339,5	917,5	17,1	1 422,0	36,5	398,1	327,3	44,9	70,8	2,0	
2010 Q4	4 839,7	1 908,9	93,3	3,6	1 815,6	47,6	2 529,7	806,7	15,6	1 723,0	77,0	401,2	314,8	41,7	86,3	0,2	
2011 Q1	4 805,8	1 854,2	90,0	3,1	1 764,2	44,8	2 536,6	769,6	17,1	1 767,0	97,9	415,0	323,8	40,0	91,2	0,9	
<b>Transaktionen</b>																	
2008	-7,2	-98,0	-35,7	0,6	-62,3	0,0	80,7	41,0	3,2	39,7	2,6	10,1	34,9	14,9	-24,8	0,4	
2009	84,3	46,8	-3,2	0,0	50,0	1,5	30,2	-98,3	-3,8	128,5	17,5	7,2	11,8	-12,8	-4,5	0,9	
2010	138,0	77,0	8,7	-0,2	68,3	1,2	104,7	-122,3	-1,2	227,0	51,4	-43,8	-56,4	-10,8	12,6	-1,9	
2010 Q4	40,1	38,8	3,2	0,0	35,6	-1,4	1,1	-96,1	-0,5	97,1	53,4	0,3	-13,0	-9,5	13,3	-0,3	
2011 Q1	23,9	-3,4	0,0	-0,4	-3,4	-1,8	4,3	-13,1	1,7	17,4	0,2	23,0	16,8	1,5	6,2	0,7	
2011 Q2	-14,9	13,8	0,2	-0,1	13,6	.	0,6	-22,6	1,7	23,2	.	-29,2	-34,7	4,2	5,5	.	
2011 März	-19,0	-1,5	1,3	-0,1	-2,8	.	-19,0	-15,9	0,4	-3,1	.	1,5	0,0	0,0	1,5	.	
2011 April	-5,0	13,6	3,6	0,0	9,9	.	-6,4	-11,0	0,2	4,6	.	-12,1	-15,9	-2,6	3,8	.	
2011 Mai	11,9	8,0	1,4	-0,1	6,6	.	9,4	-0,7	0,9	10,0	.	-5,5	-10,0	3,6	4,5	.	
2011 Juni	-21,8	-7,7	-4,9	0,0	-2,9	.	-2,4	-11,0	0,6	8,6	.	-11,6	-8,8	3,2	-2,8	.	
2011 Juli	-5,9	1,7	1,3	0,0	0,4	.	-6,2	-10,5	0,2	4,3	.	-1,3	-5,4	-3,9	4,1	.	
<b>Wachstumsraten</b>																	
2008	-0,5	-5,9	-27,6	24,6	-4,2	-0,1	3,6	4,2	20,1	3,1	15,4	2,7	11,9	41,1	-27,7	65,9	
2009	2,2	3,4	-5,1	-0,7	3,9	5,4	1,3	-10,0	-18,9	10,5	93,7	1,1	2,6	-22,1	-6,0	68,4	
2010 Q4	3,1	4,9	11,3	-5,2	4,5	3,5	4,3	-13,3	-6,8	15,2	121,3	-10,3	-16,0	-23,6	18,4	-91,3	
2011 Q1	2,1	2,2	-1,2	-16,4	2,4	-3,5	2,3	-15,0	2,4	12,7	124,5	0,1	-6,2	-8,5	31,5	65,4	
2011 Q2	2,2	3,5	5,9	-12,9	3,4	.	2,6	-14,2	17,7	11,9	.	-5,6	-11,8	7,9	19,8	.	

### 4. Wertpapieranlagen (Passiva)

	Insgesamt	Aktien und Investmentzertifikate				Schuldverschreibungen							
		Zusammen		MFIs		Anleihen			Geldmarktpapiere				
		1	2	3	4	Zusammen 5	MFIs 6	Nicht-MFIs 7	Staat 8	Zusammen 9	MFIs 10	Nicht-MFIs 11	Staat 12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>													
2008	5 938,3	2 185,3	616,9	1 568,4	3 372,6	1 198,8	2 173,8	1 426,8	380,4	62,0	318,4	269,9	
2009	6 737,2	2 751,8	686,6	2 065,1	3 460,8	1 132,1	2 328,7	1 477,1	524,6	67,7	456,9	422,3	
2010 Q4	7 369,5	3 175,0	657,5	2 517,5	3 718,0	1 148,3	2 569,7	1 676,1	476,5	81,5	395,0	354,9	
2011 Q1	7 463,7	3 234,6	650,0	2 584,7	3 715,6	1 089,1	2 626,5	1 749,2	513,5	113,7	399,7	362,9	
<b>Transaktionen</b>													
2008	276,1	-84,6	84,5	-169,1	177,8	6,8	171,0	154,3	182,9	-33,1	216,0	192,8	
2009	355,0	111,8	2,2	109,6	123,3	7,7	115,5	93,4	119,9	-13,5	133,3	155,5	
2010	273,1	124,6	-3,4	128,1	145,3	44,4	100,8	183,9	3,3	46,7	-43,4	-33,4	
2010 Q4	73,8	54,2	-7,0	61,1	44,1	25,3	18,8	33,3	-24,5	-1,9	-22,6	-16,7	
2011 Q1	157,1	90,5	7,2	83,3	15,9	29,7	-13,7	32,1	50,7	38,8	11,9	21,4	
2011 Q2	172,2	-38,6	-3,8	-34,8	180,4	47,4	133,0	.	30,4	39,2	-8,7	.	
2011 März	49,0	28,1	-1,8	29,9	12,2	-17,0	29,2	.	8,7	11,3	-2,5	.	
2011 April	42,8	-28,2	3,7	-31,9	71,4	13,4	57,9	.	-0,4	15,0	-15,3	.	
2011 Mai	67,6	-13,7	0,5	-14,2	49,5	16,2	33,3	.	31,9	21,6	10,3	.	
2011 Juni	61,7	3,3	-8,0	11,3	59,6	17,8	41,8	.	-1,1	2,5	-3,7	.	
2011 Juli	-24,3	6,7	-15,8	22,5	-29,2	3,3	-32,5	.	-1,7	-1,7	0,0	.	
<b>Wachstumsraten</b>													
2008	4,4	-3,7	14,9	-8,1	5,9	0,7	9,2	13,8	78,0	-24,7	218,2	269,4	
2009	5,9	4,8	0,4	6,6	3,6	0,7	5,3	6,6	31,8	-28,6	41,8	58,1	
2010 Q4	3,9	4,4	-0,5	6,0	4,1	3,8	4,3	12,2	0,7	73,3	-9,6	-8,1	
2011 Q1	4,8	6,9	2,8	8,1	2,5	5,4	1,2	8,4	9,5	64,2	-0,5	2,2	
2011 Q2	6,1	5,0	1,8	5,8	5,5	10,8	3,1	.	19,3	152,5	-2,2	.	

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	Eurosistem			MFIs (ohne Eurosistem)			Staat			Übrige Sektoren				
		Zusammen	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Aktiva	Zusammen	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	Bargeld und Einlagen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>															
2008	5 370,1	28,8	27,8	1,0	3 272,5	3 213,2	59,2	90,8	12,3	42,6	8,8	1 977,9	188,9	1 595,6	431,7
2009	4 830,9	30,2	29,8	0,4	2 835,9	2 805,4	30,5	109,2	8,4	63,6	11,4	1 855,6	192,4	1 478,8	398,1
2010 Q4	5 083,9	32,6	32,0	0,7	2 972,3	2 939,8	32,4	166,2	7,6	117,7	21,0	1 912,8	218,2	1 540,9	454,5
2011 Q1	5 065,2	35,3	35,1	0,2	2 962,1	2 921,9	40,2	151,1	7,6	103,0	15,0	1 916,8	225,7	1 538,8	451,3
<b>Transaktionen</b>															
2008	-1,2	-9,4	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	56,6	-0,3	48,3	-21,9
2009	-534,6	0,1	0,0	0,1	-421,7	-401,2	-20,5	10,7	-0,4	9,3	1,2	-123,7	1,0	-129,3	-50,8
2010	148,9	-2,9	-2,9	0,0	7,5	-1,3	8,8	39,5	-0,2	38,8	4,8	104,8	12,7	82,2	29,8
2010 Q4	18,2	6,1	6,0	0,1	-28,9	-28,4	-0,6	34,5	0,0	34,6	4,8	6,5	3,0	-1,3	-6,1
2011 Q1	61,3	3,6	3,6	0,0	61,9	53,8	8,1	-7,7	-0,1	-8,2	-4,2	3,5	6,2	-5,8	-3,7
2011 Q2	144,6	4,6	.	.	90,1	.	.	0,8	.	.	1,8	49,0	.	.	8,1
2011 März	-42,8	0,0	.	.	-37,8	.	.	-2,5	.	.	-2,2	-2,5	.	.	-5,5
2011 April	119,9	5,6	.	.	95,4	.	.	1,7	.	.	-0,3	17,2	.	.	4,5
2011 Mai	111,3	-1,5	.	.	86,5	.	.	-2,1	.	.	-0,4	28,4	.	.	3,5
2011 Juni	-86,7	0,6	.	.	-91,9	.	.	1,2	.	.	2,5	3,4	.	.	0,1
2011 Juli	-15,5	-0,1	.	.	-19,5	.	.	-5,3	.	.	-1,7	9,4	.	.	5,6
<b>Wachstumsraten</b>															
2008	-0,1	-26,2	-26,9	1,0	-1,3	-1,8	23,6	-6,0	-8,8	-12,3	-35,8	3,1	-0,2	3,2	-5,9
2009	-10,0	-0,3	-1,4	24,1	-12,8	-12,4	-36,9	11,2	-3,5	18,9	12,0	-6,5	0,5	-8,4	-13,1
2010 Q4	3,1	-13,1	-12,9	-9,9	0,3	0,0	27,7	35,4	-2,7	59,2	41,5	5,6	6,3	5,6	7,6
2011 Q1	2,6	26,4	27,4	-10,9	0,4	0,0	44,4	36,8	-2,8	65,0	68,2	3,6	10,5	3,1	4,8
2011 Q2	4,4	65,7	.	.	3,6	.	.	20,4	.	.	5,7	3,9	.	.	2,2

## 6. Übriger Kapitalverkehr (Passiva)

	Ins- gesamt	Eurosistem			MFIs (ohne Eurosistem)			Staat			Übrige Sektoren				
		Zusammen	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Passiva	Zusammen	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Passiva	Zusammen	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva	Zusammen	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>															
2008	5 724,4	482,9	482,6	0,3	3 762,9	3 708,8	54,1	62,3	0,0	58,0	4,3	1 416,3	178,2	1 059,7	178,4
2009	4 987,5	252,0	251,6	0,4	3 398,9	3 360,4	38,6	71,6	0,0	67,3	4,4	1 264,9	175,1	911,3	178,5
2010 Q4	5 262,3	268,9	265,8	3,0	3 506,2	3 460,6	45,5	152,6	0,0	145,9	6,6	1 334,6	192,6	1 000,9	141,1
2011 Q1	5 132,3	272,3	271,8	0,5	3 354,2	3 299,3	55,0	180,5	0,0	174,1	6,3	1 325,3	197,4	983,9	144,0
<b>Transaktionen</b>															
2008	179,3	281,0	280,9	0,1	-174,7	-186,0	11,3	9,3	0,0	10,6	-1,3	63,7	9,0	46,7	8,0
2009	-727,7	-233,1	-233,3	0,2	-353,2	-341,9	-11,4	12,5	0,0	12,4	0,1	-153,8	-5,5	-125,7	-22,6
2010	108,4	8,9	6,3	2,6	2,0	-4,0	6,0	65,6	0,0	65,0	0,6	31,8	11,3	3,3	17,2
2010 Q4	-73,5	17,3	16,0	1,3	-100,1	-102,9	2,8	47,0	0,0	46,8	0,2	-37,8	3,6	-36,0	-5,4
2011 Q1	-32,6	9,6	12,1	-2,6	-72,0	-82,9	10,8	27,9	0,0	28,7	-0,8	1,9	2,4	-4,7	4,2
2011 Q2	0,4	7,2	.	.	-10,8	.	.	12,2	.	.	.	-8,3	.	.	.
2011 März	-110,3	-2,1	.	.	-122,7	.	.	7,5	.	.	.	7,0	.	.	.
2011 April	95,3	0,6	.	.	103,7	.	.	-1,8	.	.	.	-7,1	.	.	.
2011 Mai	79,5	5,3	.	.	56,2	.	.	10,8	.	.	.	7,2	.	.	.
2011 Juni	-174,5	1,3	.	.	-170,7	.	.	3,2	.	.	.	-8,3	.	.	.
2011 Juli	9,5	14,2	.	.	-24,3	.	.	6,9	.	.	.	12,7	.	.	.
<b>Wachstumsraten</b>															
2008	3,3	141,1	141,2	.	-4,4	-4,7	18,2	17,7	.	22,5	-23,2	4,8	5,3	4,6	5,9
2009	-12,6	-48,0	-48,1	.	-9,4	-9,2	-20,3	19,8	.	21,0	1,9	-10,8	-3,4	-11,8	-11,8
2010 Q4	2,1	3,4	2,4	.	0,1	0,0	15,7	89,5	.	95,4	9,0	2,4	6,4	0,2	9,6
2011 Q1	-0,9	9,4	9,6	.	-4,8	-5,2	26,7	111,0	.	118,0	6,1	1,2	7,3	-1,0	7,1
2011 Q2	-1,1	12,6	.	.	-5,0	.	.	102,1	.	.	.	0,1	.	.	.

Quelle: EZB.



## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

### 7. Währungsreserven<sup>1)</sup>

	Währungsreserven													Nachrichtlich			
	Ins- gesamt	Monetäre Goldreserven		SZR- Bestän- de	Re- serven- posi- tion im IWF	Devisenreserven								Sons- tige Reser- ven	Sonstige Fremd- währungs- aktiva	Fest- stehende kurz- fristige Netto- abflüsse an Devisen- beständen	SZR- Zutei- lungen
		In Mrd €	Feinunzen (in Mio)			Zu- sammen	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere			Finanz- derivate					
							Bei Wäh- rungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Zu- sammen	Aktien und Invest- ment- zerti- fikate	Anlei- hen		Geld- markt- papiere				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
	<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>																
2007	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	44,3	-38,5	5,3
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010 Q3	552,2	332,3	346,994	53,3	15,3	151,3	7,9	15,7	127,2	0,5	106,9	19,8	0,4	0,0	26,2	-22,6	53,7
Q4	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 Q1	576,6	351,5	346,988	51,1	21,6	152,4	5,6	18,2	128,2	0,5	108,6	19,0	0,4	0,0	21,3	-24,5	52,6
2011 Juli	621,6	396,3	346,988	51,3	24,1	149,9	5,2	15,2	129,5	-	-	-	0,0	0,0	22,0	-20,7	52,8
Aug.	656,4	435,5	346,989	51,0	24,0	146,0	5,1	11,0	129,7	-	-	-	0,1	0,0	25,9	-21,1	52,5
	<b>Transaktionen</b>																
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	-	-	-
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2010 Q4	1,6	0,0	-	0,1	0,1	1,3	-0,4	-0,5	2,1	0,0	3,2	-1,1	0,1	0,0	-	-	-
2011 Q1	11,1	0,0	-	-1,2	6,2	6,1	-1,8	3,1	4,8	0,0	4,0	0,7	0,0	0,0	-	-	-
Q2	-4,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	<b>Wachstumsraten</b>																
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,6	1,7	67,7	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-
2010	2,0	0,0	-	-0,1	45,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2010 Q4	2,0	0,0	-	-0,1	45,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2011 Q1	2,8	0,0	-	-1,9	72,7	5,2	-44,7	68,6	3,9	-4,3	11,9	-28,0	-	-	-	-	-
Q2	2,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

### 8. Bruttoauslandsverschuldung

	Insgesamt	Nach Finanzinstrumenten					Nach Sektoren (ohne Direktinvestitionen)				
		Finanz- kredite, Bargeld und Einlagen	Geld- markt- papiere	Anleihen	Handels- kredite	Sonstige Verbind- lichkeiten	Direkt- investi- tionen: Kredite zwischen verbundenen Unter- nehmen	Staat	Eurosistem	MFIs (ohne Euro- system)	Übrige Sektoren
	<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>										
2007	9 991,0	5 144,6	240,5	2 996,3	172,6	189,6	1 247,3	1 235,4	202,1	5 228,6	2 077,6
2008	10 916,9	5 309,2	380,4	3 372,6	178,2	237,0	1 439,4	1 759,0	482,9	5 023,7	2 211,8
2009	10 413,3	4 590,5	524,6	3 460,8	175,1	221,8	1 440,4	1 971,0	252,0	4 598,7	2 151,1
2010 Q3	10 982,6	4 841,4	523,9	3 810,1	185,5	247,4	1 374,3	2 210,6	249,2	4 880,0	2 268,6
Q4	10 903,6	4 873,3	476,5	3 718,0	192,7	196,3	1 446,7	2 183,6	268,9	4 736,0	2 268,4
2011 Q1	10 808,7	4 729,1	513,5	3 715,6	197,5	205,8	1 447,3	2 292,6	272,3	4 557,1	2 239,4
	<b>Bestände in % des BIP</b>										
2007	110,5	56,9	2,7	33,1	1,9	2,1	13,8	13,7	2,2	57,8	23,0
2008	118,1	57,4	4,1	36,5	1,9	2,6	15,6	19,0	5,2	54,4	23,9
2009	116,5	51,4	5,9	38,7	2,0	2,5	16,1	22,1	2,8	51,4	24,1
2010 Q3	120,7	53,2	5,8	41,9	2,0	2,7	15,1	24,3	2,7	53,6	24,9
Q4	118,9	53,2	5,2	40,6	2,1	2,1	15,8	23,8	2,9	51,7	24,7
2011 Q1	116,8	51,1	5,6	40,2	2,1	2,2	15,6	24,8	2,9	49,3	24,2

Quelle: EZB.

1) Im Einklang mit der Verfahrensweise für Währungsreserven des Eurosystems beziehen sich die Angaben auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

## 9. Geografische Aufschlüsselung

	Ins- gesamt	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörende EU-Mitgliedstaaten					Kanada	China	Japan	Schweiz	Vereinigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Inter- natio- nale Orga- nisation- en	Andere Länder	
		Insgesamt	Däne- mark	Schwe- den	Vereinigte König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten									EU- Insti- tutionen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2009</b>	<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
<b>Direktinvestitionen</b>	783,5	116,5	2,3	-17,4	-125,6	257,6	-0,3	45,6	44,2	-28,9	129,7	-42,2	77,4	-0,3	441,4
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	4 262,0	1 428,3	34,5	123,7	988,9	281,1	0,0	119,6	48,3	77,7	423,5	784,3	540,9	0,0	839,4
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	3 291,0	1 073,8	29,1	79,8	735,3	229,5	0,0	95,2	39,1	58,9	349,5	559,7	484,7	0,0	630,1
Sonstige Anlagen	971,1	354,5	5,3	43,9	253,7	51,6	0,0	24,4	9,1	18,8	74,1	224,6	56,2	0,0	209,3
Im Euro-Währungsgebiet	3 478,6	1 311,8	32,2	141,1	1 114,5	23,6	0,3	73,9	4,1	106,6	293,9	826,4	463,5	0,4	398,0
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	2 531,3	1 077,5	22,7	124,7	922,7	7,2	0,3	61,0	1,1	85,5	201,0	613,4	245,4	0,2	246,4
Sonstige Anlagen	947,3	234,3	9,5	16,5	191,9	16,4	0,1	13,0	3,0	21,1	92,9	213,0	218,1	0,2	151,6
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	4 226,3	1 424,7	79,0	156,5	1 000,9	89,1	99,2	95,4	47,5	182,0	107,0	1 349,2	434,2	29,3	557,0
Aktien und Investment- zertifikate	1 488,7	296,8	8,8	28,8	245,3	13,2	0,6	28,6	45,3	85,7	92,4	469,0	193,3	1,5	275,9
Schuldverschreibungen	2 737,6	1 127,9	70,2	127,7	755,6	75,9	98,5	66,8	2,2	96,2	14,6	880,2	240,8	27,8	281,1
Anleihen	2 339,5	979,1	62,9	108,0	635,5	74,2	98,4	63,3	1,5	38,1	10,6	739,6	225,5	27,2	254,7
Geldmarktpapiere	398,1	148,8	7,3	19,6	120,0	1,7	0,1	3,5	0,7	58,1	4,0	140,7	15,4	0,6	26,3
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	-156,6	-107,3	49,4	6,8	-96,5	92,2	-159,3	0,3	-8,7	17,0	-118,6	-106,5	-12,4	14,1	165,6
<b>Aktiva</b>	4 830,9	2 246,0	108,6	85,4	1 847,6	187,9	16,5	26,8	31,6	95,0	238,8	687,3	591,7	61,3	852,4
Staat	109,2	23,3	0,1	5,4	6,8	0,2	10,6	0,0	3,1	0,2	0,2	3,5	1,9	27,3	49,7
MFIs	2 866,1	1 539,2	91,0	51,0	1 240,6	154,0	2,6	15,2	9,3	64,4	125,5	353,0	329,8	20,4	409,4
Übrige Sektoren	1 855,6	683,6	17,5	28,9	600,2	33,7	3,3	11,6	19,1	30,4	113,2	330,8	260,0	13,6	393,3
<b>Passiva</b>	4 987,5	2 353,3	59,2	78,5	1 944,1	95,6	175,8	26,6	40,3	78,0	357,4	793,8	604,1	47,2	686,8
Staat	71,6	29,4	0,1	0,4	4,4	0,0	24,5	0,1	0,1	0,5	0,2	22,1	0,3	16,9	2,2
MFIs	3 650,9	1 746,4	47,7	44,2	1 486,4	71,6	96,6	19,4	19,1	45,6	270,3	500,3	499,4	27,6	522,9
Übrige Sektoren	1 264,9	577,5	11,4	34,0	453,3	24,0	54,8	7,1	21,2	32,0	86,9	271,4	104,5	2,6	161,8
<b>2010 Q2 bis 2011 Q1</b>	<b>Kumulierte Transaktionen</b>														
<b>Direktinvestitionen</b>	12,8	31,6	-0,2	2,5	6,5	22,8	0,0	-19,2	6,2	-6,3	-23,7	-10,4	-8,8	-0,1	43,5
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	159,3	77,5	1,7	5,4	40,6	29,9	0,0	-0,1	6,0	-5,6	-12,2	3,5	21,5	0,0	68,8
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	76,6	53,4	1,5	4,3	19,6	28,1	0,0	-1,0	3,9	-4,6	-16,1	-9,2	3,1	0,0	47,1
Sonstige Anlagen	82,7	24,1	0,2	1,1	21,0	1,8	0,0	0,8	2,0	-1,0	3,9	12,7	18,4	0,0	21,7
Im Euro-Währungsgebiet	146,5	46,0	2,0	2,9	34,1	7,1	0,0	19,0	-0,2	0,6	11,5	13,9	30,3	0,1	25,3
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	115,0	34,4	0,9	6,2	25,1	2,1	0,0	22,2	0,4	1,9	0,2	16,0	22,8	0,0	17,2
Sonstige Anlagen	31,5	11,6	1,0	-3,4	9,0	5,0	0,0	-3,2	-0,6	-1,2	11,3	-2,0	7,5	0,1	8,1
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	97,6	-11,5	-1,1	6,3	-30,9	5,1	9,1	-3,9	7,8	-10,1	5,7	48,1	-20,6	0,3	81,7
Aktien und Investment- zertifikate	37,9	7,2	1,5	5,5	-1,1	1,1	0,1	4,8	7,3	-3,6	-1,0	11,7	-2,7	-0,5	14,7
Schuldverschreibungen	59,7	-18,7	-2,6	0,9	-29,8	4,0	9,0	-8,6	0,5	-6,6	6,6	36,5	-17,9	0,8	67,0
Anleihen	59,3	-0,9	-0,3	1,3	-13,8	3,1	8,7	-8,6	0,7	0,6	1,8	20,5	-15,3	1,3	59,3
Geldmarktpapiere	0,4	-17,8	-2,3	-0,5	-16,1	0,9	0,2	0,0	-0,1	-7,2	4,9	15,9	-2,6	-0,6	7,7
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	172,7	114,2	10,9	-6,4	112,7	9,8	-12,8	-4,4	5,2	6,0	49,1	13,4	61,2	-28,1	-44,0
<b>Aktiva</b>	128,7	53,1	3,9	16,5	18,5	13,4	0,7	-1,5	9,1	19,1	19,6	-1,1	23,9	-10,4	16,9
Staat	38,0	16,1	0,9	1,1	12,1	1,8	0,2	1,6	0,0	2,3	0,7	11,2	1,6	0,7	3,7
MFIs	21,5	-14,9	0,3	11,5	-37,9	11,7	-0,5	-3,5	6,6	11,7	9,8	4,2	11,6	-11,2	7,1
Übrige Sektoren	69,1	51,8	2,7	3,9	44,3	0,0	0,9	0,5	2,4	5,1	9,1	-16,5	10,6	0,0	6,1
<b>Passiva</b>	-44,1	-61,1	-6,9	23,0	-94,2	3,6	13,4	2,9	3,9	13,1	-29,5	-14,4	-37,3	17,6	60,8
Staat	89,1	42,5	0,0	0,0	39,7	0,0	2,7	0,1	0,0	-0,2	0,1	17,2	1,2	14,0	14,2
MFIs	-150,0	-119,9	-6,1	19,6	-141,4	2,7	5,4	1,5	0,9	12,4	-29,2	-11,0	-40,3	3,5	32,0
Übrige Sektoren	16,9	16,3	-0,8	3,3	7,6	0,9	5,3	1,3	3,0	0,8	-0,4	-20,6	1,8	0,1	14,6

Quelle: EZB.

## 7.4 Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz<sup>1)</sup>

(in Mrd €; Transaktionen)

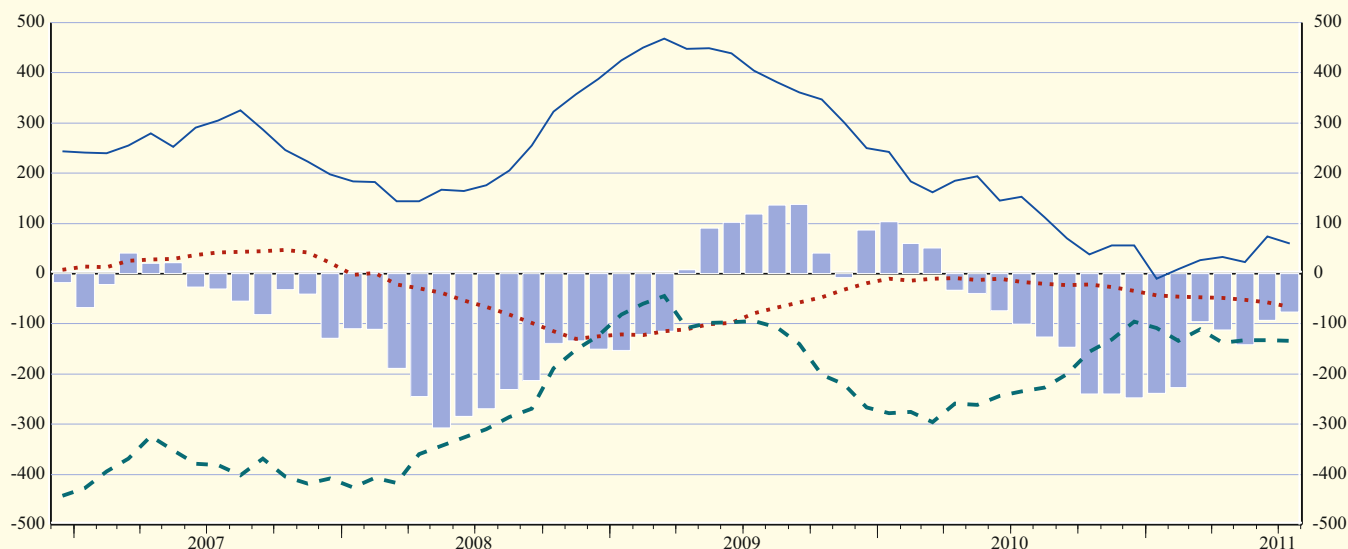
### Zahlungsbilanzposten zur Abbildung der Nettotransaktionen von MFIs

	Insgesamt	Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen	Transaktionen von Nicht-MFIs								Finanzderivate	Restposten
			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen				Übriger Kapitalverkehr			
			Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet	Forderungen		Verbindlichkeiten		Forderungen	Verbindlichkeiten		
					Aktien und Investmentzertifikate	Schuldverschreibungen	Aktien und Investmentzertifikate	Schuldverschreibungen				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	-150,2	-124,8	-320,1	99,3	62,1	-14,5	-169,3	387,7	-51,3	73,3	-82,8	-9,9
2009	86,1	-19,5	-304,6	207,9	-50,0	-124,0	109,7	249,3	113,1	-141,1	37,2	8,1
2010	-247,6	-34,5	-132,7	93,9	-68,1	-239,6	128,2	56,6	-143,5	97,4	8,7	-13,9
2010 Q2	-43,2	-16,9	-83,7	54,0	2,3	-41,0	16,3	76,9	-58,8	14,7	1,9	-8,9
Q3	-65,7	-5,3	-26,9	-5,1	-8,8	-44,1	24,0	-43,6	-11,4	52,1	2,3	1,0
Q4	-57,8	3,2	18,9	43,9	-35,6	-110,5	61,2	-4,3	-40,4	9,3	1,7	-5,1
2011 Q1	71,6	-27,9	-62,0	55,2	3,4	-23,6	83,3	-1,8	4,2	29,8	-4,0	15,1
Q2	-40,7	-27,4	-36,4	16,0	-13,6	-28,7	-34,8	124,3	-49,8	3,9	5,4	0,5
2010 Juli	-27,9	6,9	-11,7	11,1	3,3	-28,7	-6,1	-17,4	-4,1	27,6	-1,4	-7,5
Aug.	-9,1	-6,9	-8,7	-18,9	-4,2	0,4	23,3	-25,3	15,0	6,9	4,7	4,5
Sept.	-28,7	-5,3	-6,5	2,7	-7,9	-15,7	6,7	-0,9	-22,3	17,5	-1,0	4,1
Okt.	-80,7	1,7	6,4	-17,5	-15,1	-85,8	45,9	11,5	-21,1	1,5	-4,8	-3,4
Nov.	-10,7	-4,6	8,2	42,4	-9,5	-24,9	-19,4	29,0	-25,5	3,1	1,6	-11,1
Dez.	33,6	6,1	4,3	18,9	-11,0	0,2	34,8	-44,8	6,1	4,6	4,9	9,4
2011 Jan.	-18,0	-19,2	-25,3	37,0	5,0	-13,2	7,1	-39,8	-15,6	38,5	2,7	4,8
Febr.	-2,0	-8,0	-17,1	-15,4	-4,4	-12,0	46,4	11,3	14,8	-23,2	-3,2	9,0
März	91,6	-0,6	-19,5	33,6	2,8	1,6	29,9	26,7	5,0	14,5	-3,6	1,3
April	-58,4	-6,4	-34,8	13,2	-9,9	-8,3	-31,9	42,6	-18,9	-8,9	0,7	4,4
Mai	-19,9	-18,2	-6,2	3,3	-6,6	-14,5	-14,2	43,6	-26,4	18,0	1,7	-0,4
Juni	37,6	-2,7	4,5	-0,6	2,9	-5,8	11,3	38,1	-4,6	-5,1	3,0	-3,5
Juli	-11,4	-2,7	-12,5	12,4	-0,4	-8,4	22,5	-32,5	-4,0	19,6	-4,6	-0,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2011 Juli	-76,1	-66,9	-107,3	111,2	-58,3	-186,5	162,2	59,4	-97,5	87,1	2,2	18,2

## A38 Wichtige Zahlungsbilanzposten zur Abbildung der Entwicklung der Netto-Auslandstransaktionen der MFIs<sup>1)</sup>

(in Mrd €; über 12 Monate kumulierte Transaktionen)

- Abbildung der Netto-Auslandstransaktionen der MFIs insgesamt
- Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen
- Direktinvestitionen und Anlagen in Aktien und Investmentzertifikaten von Nicht-MFIs in Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets
- Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen von Nicht-MFIs in Form von Schuldverschreibungen



Quelle: EZB.

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

## 7.5 Warenhandel

 1. Werte und Volumen nach Warengruppen<sup>1)</sup>

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Ausfuhren	Einfuhren	Zusammen			Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorlei- stungsgüter	Investi- tions- güter	Konsum- güter		Vorlei- stungsgüter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2009	-18,0	-21,8	1 279,8	628,0	264,3	355,4	1 063,2	1 266,4	734,4	193,8	316,7	840,8	182,1
2010	20,1	22,8	1 533,8	765,6	309,2	420,1	1 270,1	1 549,3	947,8	227,9	348,1	1 018,5	247,2
2010 Q3	22,8	27,4	397,9	198,0	80,4	108,4	330,5	402,8	246,6	60,1	89,7	268,1	62,9
2010 Q4	22,2	25,9	404,4	202,1	83,3	109,6	333,2	407,3	254,0	58,6	89,4	265,7	66,4
2011 Q1	21,6	23,8	427,3	214,4	85,9	116,0	350,0	434,6	275,2	59,4	91,5	276,4	74,3
2011 Q2	12,7	12,3	428,4	214,9	86,1	115,8	349,8	434,9	278,8	57,9	89,5	274,2	76,7
2011 Febr.	22,4	26,1	142,5	71,4	28,9	38,6	117,4	144,8	91,2	19,5	30,5	92,4	22,9
2011 März	16,5	16,9	144,2	72,8	29,5	39,2	118,5	145,6	93,1	19,3	30,9	93,3	26,2
2011 April	14,5	17,5	143,9	72,0	28,2	39,2	115,9	146,7	94,0	20,1	29,7	91,6	26,9
2011 Mai	21,5	17,1	145,9	73,1	30,0	40,0	120,8	147,1	93,9	19,4	30,4	93,6	25,0
2011 Juni	3,1	3,4	138,6	69,7	27,9	36,6	113,0	141,1	90,9	18,4	29,4	89,0	24,7
2011 Juli	5,3	5,8	141,3				115,1	143,8				89,3	
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2009	-16,5	-13,7	119,5	114,9	119,0	128,0	116,0	109,6	101,0	115,7	136,3	110,9	101,7
2010	14,8	10,9	136,7	132,5	137,5	143,5	133,9	121,0	113,2	130,0	143,3	127,9	100,6
2010 Q3	16,0	12,9	140,1	135,2	142,7	145,8	137,6	122,7	114,8	133,5	143,9	131,3	101,1
2010 Q4	15,0	10,6	142,4	137,5	148,0	148,2	139,4	123,8	116,6	133,1	145,1	131,8	102,9
2011 Q1	13,5	7,5	146,0	141,1	149,1	152,3	143,0	124,9	117,6	132,0	144,5	133,2	96,9
2011 Q2	7,8	2,4	146,3	140,0	150,7	153,5	143,5	123,6	116,0	132,0	143,2	133,8	91,8
2011 Jan.	18,6	12,8	144,7	139,9	143,6	150,3	140,1	125,2	118,3	136,3	142,1	130,6	103,4
2011 Febr.	14,3	9,8	146,0	140,7	150,2	152,1	143,6	125,7	117,8	131,2	145,0	134,0	91,7
2011 März	9,0	1,3	147,2	142,8	153,4	154,4	145,1	123,8	116,8	128,6	146,5	134,9	95,7
2011 April	8,1	4,5	147,2	140,3	148,8	155,3	142,5	124,3	116,4	137,4	142,2	133,9	95,0
2011 Mai	16,4	7,5	149,6	143,2	157,5	158,8	148,6	126,6	118,5	134,4	146,8	138,0	89,7
2011 Juni	-0,1	-4,5	142,1	136,5	145,8	146,3	139,3	119,9	113,1	124,3	140,6	129,6	90,8

 2. Preise<sup>2)</sup>

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

	Industrielle Erzeugerpreise (fob) <sup>3)</sup>							Industrielle Einfuhrpreise (cif)						
	Insgesamt (Index: 2005 = 100)	Zusammen				Nachricht- lich: Gewerb- liche Er- zeugnisse	Insgesamt (Index: 2005 = 100)	Zusammen				Nachricht- lich: Gewerb- liche Er- zeugnisse		
		Vorlei- stungsgüter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie			Vorlei- stungsgüter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie			
Gewichte in %	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	101,5	-2,7	-4,0	0,5	0,5	-23,7	-2,6	100,1	-8,7	-4,8	1,8	1,0	-28,3	-2,6
2010	105,4	3,9	4,8	1,1	2,2	26,3	3,8	109,8	9,8	9,7	1,4	2,9	27,5	5,8
2010 Q4	106,6	5,1	7,1	2,0	2,9	21,5	5,0	112,4	11,5	13,2	2,3	5,5	25,8	7,9
2011 Q1	109,1	5,9	8,5	2,0	2,9	25,8	5,8	118,3	12,2	11,3	0,7	6,0	31,8	7,0
2011 Q2	110,2	4,1	6,0	0,8	1,8	22,0	4,0	118,8	7,5	3,9	-3,0	3,2	27,8	2,0
2011 März	109,7	5,7	8,3	1,6	2,8	26,3	5,6	119,7	11,8	9,8	-0,4	5,7	32,4	6,2
2011 April	110,3	5,0	7,1	1,1	2,6	25,1	4,9	120,0	9,7	6,9	-1,9	4,7	30,4	4,1
2011 Mai	110,2	4,0	5,9	0,8	1,6	22,0	3,9	118,5	7,1	2,4	-3,0	3,0	28,3	1,2
2011 Juni	110,0	3,4	5,1	0,6	1,2	18,9	3,3	117,8	5,9	2,6	-4,2	2,0	24,8	0,7
2011 Juli	110,4	4,0	5,2	0,8	1,7	25,9	3,9	119,0	7,4	3,5	-4,0	2,6	29,4	1,5
2011 Aug.	110,3	3,8	4,9	0,8	1,8	23,3	3,7	119,7	7,7	4,2	-2,7	2,8	26,0	2,3

Quelle: Eurostat.

- Warengruppen gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories. Im Unterschied zu den in Tabelle 2 ausgewiesenen Warengruppen enthalten die Vorleistungsgüter und Konsumgüter auch Agrar- und Energieprodukte.
- Warengruppen gemäß der Klassifikation nach industriellen Hauptgruppen. Im Unterschied zu den in Tabelle 1 ausgewiesenen Warengruppen enthalten die Vorleistungsgüter und Konsumgüter keine Energieprodukte, und landwirtschaftliche Erzeugnisse werden nicht erfasst. Verglichen mit den Daten in Tabelle 1, Spalte 7 und 12, weisen die gewerblichen Erzeugnisse eine andere Zusammensetzung auf. Die aufgeführten Daten sind Preisindizes, die die reinen Preisänderungen für einen Warenkorb abbilden und keine einfachen Quotienten der in Tabelle 1 gezeigten Wert- und Volumenangaben darstellen, die Veränderungen in der Zusammensetzung und Qualität der gehandelten Waren unterliegen. Diese Indizes unterscheiden sich von den BIP-Deflatoren für die Importe und Exporte (siehe Tabelle 3 in Abschnitt 5.1) im Wesentlichen dadurch, dass diese Deflatoren sämtliche Waren und Dienstleistungen sowie den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets umfassen.
- Die industriellen Erzeugerpreise beziehen sich auf direkte Transaktionen zwischen inländischen Herstellern und gebietsfremden Kunden. Im Unterschied zu den in Tabelle 1 ausgewiesenen Wert- und Volumenangaben werden Ausfuhren von Großhändlern und Re-Exporte nicht erfasst.

## 7.5 Warenhandel

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

### 3. Geografische Aufschlüsselung

	Ins- gesamt	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörige EU-Mitgliedstaaten				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>															
2009	1 279,8	27,3	41,5	175,3	174,6	50,1	78,9	34,8	152,4	284,4	69,0	28,6	92,0	54,3	29,4
2010	1 533,8	30,2	52,7	195,3	209,2	63,4	93,0	47,3	180,3	354,7	94,7	34,5	104,8	73,3	18,9
2010 Q1	352,3	7,0	11,9	46,3	47,6	13,6	21,3	10,5	41,3	81,4	21,8	8,0	24,9	16,7	5,7
Q2	379,2	7,4	13,3	48,0	51,3	15,3	22,9	11,4	45,1	88,3	23,5	8,7	25,6	18,5	5,4
Q3	397,9	7,6	13,5	50,5	54,2	17,2	24,1	12,1	47,7	91,7	23,9	8,9	26,8	19,0	4,0
Q4	404,4	8,2	14,0	50,6	56,1	17,3	24,7	13,2	46,2	93,3	25,4	9,0	27,5	19,1	3,7
2011 Q1	427,3	8,1	15,0	53,3	59,1	18,7	25,8	15,3	49,9	99,1	28,7	9,3	28,1	20,1	1,0
Q2	428,4	8,2	15,3	52,0	60,2	20,1	26,4	14,3	48,0	98,0	27,2	9,5	27,0	21,0	3,6
2011 Febr.	142,5	2,7	4,9	17,5	19,8	6,3	8,5	5,1	16,7	33,4	9,6	3,1	9,2	7,0	0,0
März	144,2	2,7	5,2	18,1	20,1	6,4	9,0	5,4	16,7	33,5	9,7	3,1	9,4	6,8	-1,0
April	143,9	2,7	5,0	16,9	19,8	6,4	8,9	4,9	16,2	32,3	8,8	3,2	9,2	7,0	3,3
Mai	145,9	2,8	5,3	18,0	20,5	7,1	9,3	4,8	16,3	33,7	9,5	3,2	9,1	7,3	-0,3
Juni	138,6	2,7	5,0	17,1	20,0	6,5	8,3	4,5	15,5	31,9	8,9	3,0	8,7	6,6	0,7
Juli	141,3	.	.	.	.	6,6	8,5	4,5	15,5	32,8	9,1	3,2	8,8	6,9	.
<i>In % der Ausfuhren insgesamt</i>															
2010	100,0	2,0	3,4	12,7	13,6	4,1	6,1	3,1	11,7	23,1	6,2	2,3	6,8	4,8	1,3
<b>Einfuhren (cif)</b>															
2009	1 266,4	27,1	38,2	127,1	161,9	84,3	65,2	26,5	116,2	380,1	157,7	44,0	94,8	59,5	-25,2
2010	1 549,3	27,6	47,8	149,3	197,1	111,2	74,3	30,9	129,5	494,3	209,0	51,2	118,8	75,0	-48,5
2010 Q1	353,1	6,6	10,4	35,0	44,9	25,7	17,1	7,3	29,3	110,7	46,0	11,8	26,9	16,6	-10,3
Q2	386,1	6,9	11,9	36,7	48,8	28,3	19,5	7,6	31,9	125,1	53,2	12,8	29,8	18,1	-14,5
Q3	402,8	7,1	12,6	38,3	50,6	27,6	19,2	7,8	34,2	130,8	55,9	13,4	29,6	19,4	-9,8
Q4	407,3	7,1	12,8	39,2	52,9	29,6	18,6	8,2	34,0	127,7	53,9	13,1	32,4	20,9	-13,9
2011 Q1	434,6	7,3	13,1	41,7	55,6	34,7	19,3	9,0	35,3	135,2	54,6	13,7	35,6	21,4	-17,4
Q2	434,9	7,4	13,3	41,2	56,3	34,5	19,9	8,8	34,0	138,5	55,9	12,7	30,7	21,8	-15,0
2011 Febr.	144,8	2,5	4,4	13,9	18,5	10,4	6,4	3,0	11,8	44,8	18,1	4,5	12,2	7,1	-3,6
März	145,6	2,5	4,6	14,0	18,9	13,0	6,5	3,0	11,7	46,3	18,7	4,8	11,2	7,2	-9,3
April	146,7	2,4	4,3	13,8	18,5	12,1	6,5	3,0	11,6	46,6	18,7	4,4	10,3	7,3	-5,0
Mai	147,1	2,6	4,7	13,9	19,0	12,6	6,8	3,0	11,4	46,4	18,7	4,3	9,8	7,4	-5,9
Juni	141,1	2,4	4,3	13,5	18,7	9,8	6,6	2,9	11,0	45,5	18,5	4,1	10,7	7,1	-4,1
Juli	143,8	.	.	.	.	11,6	6,7	2,8	10,7	45,9	18,2	4,3	9,6	7,6	.
<i>In % der Einfuhren insgesamt</i>															
2010	100,0	1,8	3,1	9,6	12,7	7,2	4,8	2,0	8,4	31,9	13,5	3,3	7,7	4,8	-3,1
<b>Saldo</b>															
2009	13,4	0,2	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,8	8,3	36,2	-95,7	-88,7	-15,4	-2,8	-5,2	54,6
2010	-15,5	2,6	5,0	46,0	12,1	-47,8	18,7	16,4	50,8	-139,6	-114,3	-16,6	-13,9	-1,7	67,3
2010 Q1	-0,8	0,4	1,5	11,3	2,7	-12,2	4,2	3,3	12,0	-29,3	-24,2	-3,8	-2,0	0,1	16,0
Q2	-6,9	0,5	1,3	11,2	2,6	-13,0	3,4	3,8	13,2	-36,8	-29,7	-4,2	-4,2	0,4	19,9
Q3	-4,9	0,6	0,9	12,1	3,6	-10,4	4,9	4,4	13,4	-39,1	-32,0	-4,6	-2,8	-0,4	13,8
Q4	-2,9	1,1	1,2	11,3	3,2	-12,2	6,2	5,0	12,2	-34,4	-28,5	-4,1	-5,0	-1,8	17,6
2011 Q1	-7,3	0,8	1,8	11,5	3,5	-16,0	6,5	6,4	14,5	-36,2	-25,9	-4,4	-7,6	-1,3	18,4
Q2	-6,5	0,8	2,1	10,7	4,0	-14,4	6,5	5,4	14,0	-40,5	-28,7	-3,2	-3,7	-0,8	18,6
2011 Febr.	-2,3	0,1	0,5	3,6	1,3	-4,1	2,1	2,1	4,9	-11,4	-8,5	-1,4	-3,0	-0,1	3,6
März	-1,4	0,3	0,6	4,2	1,2	-6,7	2,5	2,4	5,0	-12,8	-9,0	-1,7	-1,8	-0,3	8,3
April	-2,8	0,3	0,7	3,1	1,2	-5,7	2,3	1,9	4,6	-14,3	-9,8	-1,2	-1,1	-0,3	8,2
Mai	-1,2	0,1	0,6	4,1	1,4	-5,5	2,5	1,9	4,9	-12,6	-9,2	-1,0	-0,7	-0,1	5,6
Juni	-2,5	0,3	0,7	3,5	1,3	-3,3	1,6	1,7	4,5	-13,6	-9,7	-1,0	-1,9	-0,5	4,7
Juli	-2,5	.	.	.	.	-5,0	1,9	1,7	4,8	-13,1	-9,0	-1,1	-0,8	-0,7	.

Quelle: Eurostat.



# WECHSELKURSE

## 8.1 Effektive Wechselkurse<sup>1)</sup>

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Index: 1999 Q1 = 100)

	EWK-20						EWK-40	
	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
2008	110,4	109,9	108,2	105,1	115,4	104,1	117,9	107,1
2009	111,7	110,6	105,5	106,1	120,4	106,0	120,6	108,0
2010	104,6	103,0	99,3	98,4	109,6	98,0	112,3	99,3
2010 Q3	102,3	100,8	97,5	96,5	106,9	95,4	109,8	97,2
Q4	104,4	102,4	99,2	97,7	108,7	97,2	112,1	98,7
2011 Q1	103,7	101,5	98,3	96,9	107,0	96,4	111,6	97,9
Q2	106,4	104,2	100,3	99,5	109,4	99,2	114,5	100,5
Q3	104,6	102,1	98,4	-	-	-	113,3	99,0
2010 Sept.	102,5	100,8	97,7	-	-	-	110,0	97,2
Okt.	106,0	104,1	101,0	-	-	-	113,8	100,3
Nov.	104,7	102,7	99,5	-	-	-	112,5	99,0
Dez.	102,6	100,6	97,3	-	-	-	110,1	96,8
2011 Jan.	102,4	100,3	97,2	-	-	-	110,1	96,7
Febr.	103,4	101,1	98,2	-	-	-	111,4	97,6
März	105,2	103,1	99,6	-	-	-	113,2	99,4
April	107,0	104,9	101,1	-	-	-	115,0	101,1
Mai	106,0	103,8	99,8	-	-	-	114,1	100,1
Juni	106,1	104,0	100,0	-	-	-	114,4	100,3
Juli	105,2	102,7	99,0	-	-	-	113,4	99,1
Aug.	104,9	102,3	98,7	-	-	-	113,8	99,4
Sept.	103,8	101,1	97,4	-	-	-	112,8	98,4
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2011 Sept.	-1,1	-1,2	-1,3	-	-	-	-0,9	-1,0
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2011 Sept.	1,3	0,4	-0,3	-	-	-	2,6	1,2

### A39 Effektive Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index: 1999 Q1 = 100)

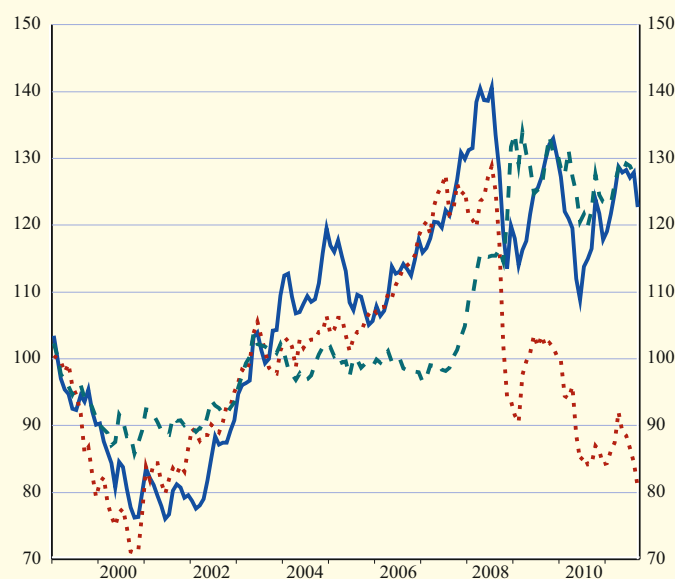
- Nominaler effektiver Wechselkurs, EWK-20
- ... Realer mit dem VPI deflationierter effektiver Wechselkurs, EWK-20



### A40 Bilaterale Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index: 1999 Q1 = 100)

- USD/EUR
- ... JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Quelle: EZB.

1) Eine Abgrenzung der Handelspartnergruppen und weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.





# ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

## 9.1 Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen in anderen EU-Mitgliedstaaten (soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Bulgarien	Tschechische Republik	Dänemark	Lettland	Litauen	Ungarn	Polen	Rumänien	Schweden	Vereinigtes Königreich
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>HVPI</b>										
2009	2,5	0,6	1,1	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011 Q1	4,5	1,9	2,6	3,8	3,2	4,3	3,6	7,5	1,3	4,1
Q2	3,4	1,8	2,9	4,6	4,7	3,9	4,0	8,3	1,7	4,4
2011 Juni	3,5	1,9	2,9	4,7	4,8	3,5	3,7	8,0	1,5	4,2
Juli	3,4	1,9	3,0	4,2	4,6	3,1	3,6	4,9	1,6	4,4
Aug.	3,1	2,1	2,4	4,6	4,4	3,5	4,0	4,3	1,6	4,5
<b>Finanzierungssaldo des Staates in % des BIP</b>										
2008	1,7	-2,7	3,2	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,7	-5,9	-2,7	-9,7	-9,5	-4,5	-7,3	-8,5	-0,7	-11,4
2010	-3,2	-4,7	-2,7	-7,7	-7,1	-4,2	-7,9	-6,4	0,0	-10,4
<b>Bruttoverschuldung des Staates in % des BIP</b>										
2008	13,7	30,0	34,5	19,7	15,6	72,3	47,1	13,4	38,8	54,4
2009	14,6	35,3	41,8	36,7	29,5	78,4	50,9	23,6	42,8	69,6
2010	16,2	38,5	43,6	44,7	38,2	80,2	55,0	30,8	39,8	80,0
<b>Renditen langfristiger Staatsanleihen in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>										
2011 März	5,38	4,05	3,29	6,49	5,15	7,29	6,27	7,31	3,35	3,78
April	5,33	4,05	3,42	6,47	5,12	7,05	6,14	7,30	3,30	3,78
Mai	5,39	3,89	3,13	6,36	5,05	7,11	6,06	7,26	3,01	3,49
Juni	5,39	3,77	2,96	5,87	5,05	7,22	5,88	7,09	2,89	3,09
Juli	5,36	3,79	3,02	5,67	5,05	7,35	5,81	7,30	2,75	2,88
Aug.	5,32	3,40	2,49	5,60	5,05	7,49	5,70	7,38	2,17	2,37
<b>Zinssatz für Dreimonatsgeld in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>										
2011 März	3,90	1,21	1,31	0,85	1,40	6,64	4,18	5,85	2,38	0,81
April	3,79	1,21	1,41	0,79	1,52	6,08	4,27	5,47	2,41	0,82
Mai	3,77	1,22	1,46	0,78	1,65	6,88	4,40	5,26	2,46	0,82
Juni	3,74	1,20	1,51	0,74	1,69	6,27	4,61	5,25	2,46	0,83
Juli	3,75	1,19	1,66	0,82	1,81	6,74	4,70	5,11	2,56	0,83
Aug.	3,74	1,19	1,60	0,83	1,86	7,12	4,72	5,60	2,58	0,86
<b>Reales BIP</b>										
2009	-5,5	-4,1	-5,2	-17,7	-14,7	-6,7	1,6	-7,1	-5,2	-4,9
2010	0,2	2,3	1,7	-0,3	1,3	1,2	3,8	-1,3	5,6	1,4
2010 Q4	3,7	2,7	2,6	3,0	4,6	2,4	3,9	0,2	7,2	1,5
2011 Q1	3,3	2,8	1,5	2,9	6,8	1,7	4,4	0,8	6,1	1,6
Q2	2,0	2,2	1,7	5,0	6,2	1,2	4,5	0,8	4,9	0,7
<b>Saldo aus Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen in % des BIP</b>										
2009	-7,6	-1,0	3,5	11,1	7,8	1,0	-2,2	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,5	-2,3	5,3	4,9	4,2	2,9	-2,8	-3,8	6,5	-3,0
2010 Q4	-7,2	-1,0	6,1	0,3	6,5	1,4	-3,4	-1,5	5,9	-2,8
2011 Q1	2,0	2,5	4,9	1,2	2,1	3,7	-1,7	-2,6	7,9	-2,9
Q2	1,5	-5,2	9,2	1,3	-2,2	4,1	-2,2	-6,3	6,7	.
<b>Bruttoauslandsverschuldung in % des BIP</b>										
2008	104,9	50,6	177,7	130,0	71,3	122,2	57,0	56,0	205,7	441,4
2009	107,9	53,2	189,8	156,5	87,2	142,3	59,6	69,0	210,7	416,6
2010 Q3	103,6	55,7	201,3	162,4	89,4	143,4	66,2	74,8	198,3	431,1
Q4	101,8	57,4	192,0	165,4	86,0	141,4	65,9	75,9	191,6	419,4
2011 Q1	98,5	56,9	187,1	158,1	84,7	135,1	67,8	73,5	187,1	417,5
<b>Lohnstückkosten</b>										
2009	12,7	3,5	4,7	-7,9	-2,8	1,9	2,2	-1,3	4,6	6,1
2010	0,8	0,6	-1,1	-10,2	-7,6	-1,1	4,8	0,8	-1,7	2,2
2010 Q4	-1,9	1,3	-0,9	1,8	-3,2	-2,0	5,7	-3,9	-1,7	1,1
2011 Q1	1,7	0,1	0,1	2,6	-1,5	0,9	2,7	-1,3	-2,9	0,0
Q2	5,3	0,2	-1,1	2,3	1,0	.	0,5	9,4	-0,7	.
<b>Standardisierte Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)</b>										
2009	6,8	6,7	6,0	17,2	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010	10,2	7,3	7,4	18,6	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011 Q1	11,1	6,9	7,6	16,2	16,5	11,0	9,3	7,1	7,7	7,7
Q2	11,3	6,9	7,3	16,2	15,6	10,9	9,5	7,4	7,5	7,9
2011 Juni	11,5	6,8	7,3	16,2	15,6	10,9	9,5	7,3	7,4	8,0
Juli	11,6	6,8	7,1	.	.	10,6	9,4	7,3	7,3	.
Aug.	11,7	6,7	7,1	.	.	10,3	9,4	7,3	7,4	.

Quellen: EZB, Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen sowie Eurostat), nationale Statistiken, Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.



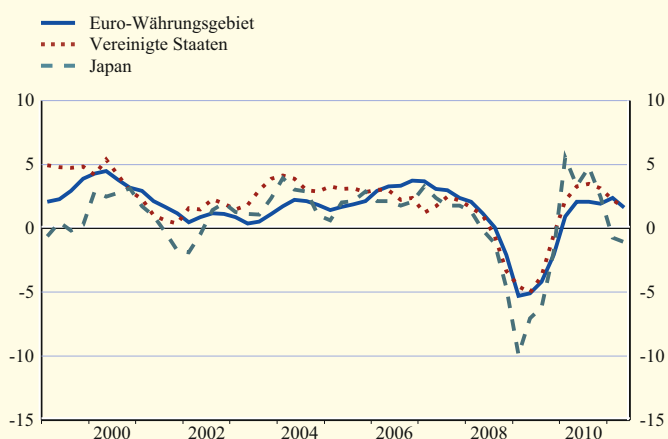
## 9.2 Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und Japan

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

	Verbraucherpreisindex	Lohnstückkosten <sup>1)</sup>	Reales BIP	Industrieproduktionsindex (verarbeitendes Gewerbe)	Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)	Weit gefasste Geldmenge <sup>2)</sup>	Zinssätze für dreimonatige Interbankeinlagen <sup>3)</sup>	Renditen zehnjähriger Nullkupon-Staatsanleihen; <sup>3)</sup> Stand am Ende des Berichtszeitraums	Wechselkurs <sup>4)</sup> in nationaler Währung je Euro	Finanzierungs-saldo 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
Vereinigte Staaten											
2007	2,9	2,5	1,9	3,1	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,9	48,5
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,6	57,0
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,5	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,6	69,4
2010	1,6	-2,0	3,0	5,9	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,7	78,2
2010 Q3	1,2	-1,5	3,5	7,2	9,6	2,5	0,39	2,69	1,2910	-10,3	76,2
Q4	1,3	-0,9	3,1	6,6	9,6	3,2	0,29	3,57	1,3583	-10,5	78,2
2011 Q1	2,1	1,3	2,2	6,6	8,9	4,5	0,31	3,76	1,3680	-9,9	79,1
Q2	3,4	1,9	1,6	4,4	9,1	5,5	0,26	3,46	1,4391	-10,2	79,0
Q3	.	.	.	.	.	.	0,30	2,18	1,4127	.	.
2011 Mai	3,6	.	.	4,0	9,1	5,3	0,26	3,33	1,4349	.	.
Juni	3,6	.	.	4,2	9,2	6,0	0,25	3,46	1,4388	.	.
Juli	3,6	.	.	3,9	9,1	8,2	0,25	3,08	1,4264	.	.
Aug.	3,8	.	.	4,2	9,1	10,3	0,29	2,51	1,4343	.	.
Sept.	.	.	.	.	.	.	0,35	2,18	1,3770	.	.
Japan											
2007	0,1	-2,3	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,2
2008	1,4	1,4	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,2	162,0
2009	-1,3	2,7	-6,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,7	180,4
2010	-0,7	-2,7	4,0	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	.	.
2010 Q3	-1,0	-3,4	4,8	14,0	5,0	2,7	0,24	1,03	110,68	.	.
Q4	-0,3	-1,3	2,5	6,0	5,0	2,5	0,19	1,18	112,10	.	.
2011 Q1	-0,5	1,1	-0,7	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
Q2	-0,4	.	-1,1	-6,9	4,6	2,8	0,20	1,18	117,41	.	.
Q3	.	.	.	.	.	.	0,19	1,04	109,77	.	.
2011 Mai	-0,4	.	.	-5,5	4,5	2,7	0,20	1,22	116,47	.	.
Juni	-0,4	.	.	-1,8	4,6	2,8	0,20	1,18	115,75	.	.
Juli	0,2	.	.	-3,0	4,7	3,0	0,20	1,09	113,26	.	.
Aug.	.	.	.	0,6	.	2,7	0,19	1,05	110,43	.	.
Sept.	.	.	.	.	.	.	0,19	1,04	105,75	.	.

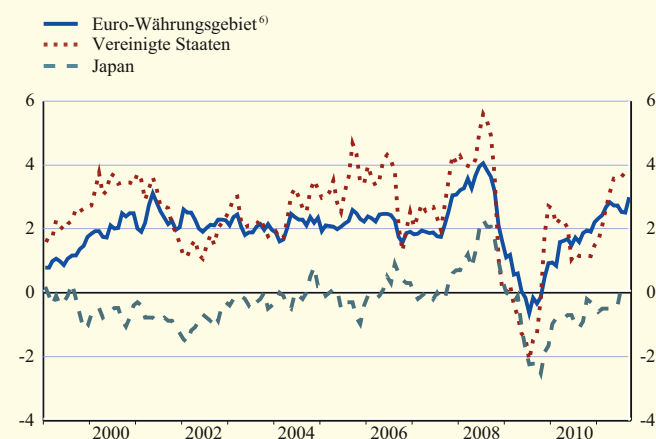
### A41 Reales Bruttoinlandsprodukt

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



### A42 Verbraucherpreisindizes

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Nationale Statistiken (Spalte 1, 2 (Vereinigte Staaten), 3, 4, 5 (Vereinigte Staaten), 6, 9 und 10); OECD (Spalte 2 (Japan)); Eurostat (Spalte 5 (Japan), Daten der Abbildungen zum Euro-Währungsgebiet); Thomson Reuters (Spalte 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 Interbankeinlagen 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“.



## ABBILDUNGSVERZEICHNIS

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 sonstige Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	S 14
A6	Kredite an private Haushalte	S 14
A7	Kredite an öffentliche Haushalte	S 16
A8	Kredite an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S 16
A9	Einlagen insgesamt, nach Sektoren (Finanzintermediäre)	S 17
A10	Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren (Finanzintermediäre)	S 17
A11	Einlagen insgesamt, nach Sektoren (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte)	S 18
A12	Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte)	S 18
A13	Einlagen öffentlicher Haushalte und Ansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S 19
A14	Wertpapierbestände der MFIs	S 20
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	Einlagenneugeschäft 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	Beschäftigung – Erwerbstätige und geleistete Arbeitsstunden	S 55
A29	Arbeitslosenquote und Vakanzquote	S 55
A30	Defizit, Nettoneuverschuldung und Veränderung der Verschuldung	S 60
A31	Maastricht-Verschuldung	S 60
A32	Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Leistungsbilanz	S 61
A33	Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen	S 61
A34	Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Warenhandel	S 62
A35	Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Dienstleistungen	S 62
A36	Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets	S 65
A37	Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets	S 65
A38	Wichtige Zahlungsbilanzposten zur Abbildung der Entwicklung der Netto-Auslandstransaktionen der MFIs	S 70
A39	Effektive Wechselkurse	S 73
A40	Bilaterale Wechselkurse	S 73
A41	Reales Bruttoinlandsprodukt	S 76
A42	Verbraucherpreisindizes	S 76





## TECHNISCHER HINWEIS

### ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

#### 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:

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### ABSCHNITT 1.3

#### BERECHNUNG VON ZINSSÄTZEN BESTIMMTER LÄNGERFRISTIGER REFINANZIERUNGSGESCHÄFTE AM ENDE DER LAUFZEIT

Der Zinssatz bestimmter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) entspricht dem durchschnittlichen Mindestbietungssatz aller Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) während der Laufzeit des Geschäfts. Bei einer Laufzeit des LRG von  $D$  Tagen und Mindestbietungssätzen der HRGs von  $R_{1,MRO}$  (während  $D_1$  Tagen),  $R_{2,MRO}$  (während  $D_2$  Tagen) usw. und  $R_{i,MRO}$  (während  $D_i$  Tagen), wobei  $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$  sei, wird der durchschnittliche Zinssatz ( $R_{LTRO}$ ) gemäß der oben stehenden Definition am Ende der Laufzeit wie folgt berechnet:

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

### ABSCHNITT 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:

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Entsprechend sind die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen  $F_t^Q$  für das mit dem Monat  $t$  endende Quartal definiert als:

$$e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

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:

$$f) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis für den Index (der nicht saisonbereinigten Reihen) dient derzeit Dezember 2008 = 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 „Monetary and financial statistics“ abrufbar.

Die Jahreswachstumsrate  $a_t$  für den Monat  $t$ , also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat  $t$ , lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$g) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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 h) 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 h) berechnet werden. Beispielsweise kann die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vormonat  $a_t^M$  wie folgt berechnet werden:

$$i) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

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 g) und h) 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:

$$j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Die Jahreswachstumsrate für die vier Quartale, die mit dem Monat  $t$  enden (d. h.  $a_t$ ), lässt sich mit Formel h) berechnen.

## SAISONBEREINIGUNG DER MONETÄREN STATISTIKEN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS<sup>1</sup>

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung anhand des Programms 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 auch 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 Be-

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 „Monetary and financial statistics“.

2 Ausführliche Informationen in: D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto und B. C. Chen, New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program, in: Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2, 1998, S. 127-152, sowie Time Series Staff, Bureau of the Census, X-12-ARIMA Reference Manual, Washington, D.C.

Für interne Zwecke wird auch der modellgestützte Ansatz von TRAMO-SEATS verwendet. Ausführliche Informationen über TRAMO-SEATS in: V. Gomez und A. Maravall, Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User, Working Paper Nr. 9628 der Banco de España, Madrid, 1996.

stands 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.

### ABSCHNITT 3.1 BIS 3.5

#### GLEICHHEIT VON MITTELVERWENDUNG UND MITTELAUFKOMMEN

In Abschnitt 3.1 richten sich die Angaben nach einer grundlegenden Bilanzgleichung. Bei den nichtfinanziellen Transaktionen 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 Forderungen 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 Abschnitten 3.1, 3.2 und 3.3 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 Selbstständigeinkommen“ wird nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Differenz zwischen Bruttowertschöpfung (Bruttoinlands-

produkt 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 Selbstständigeinkommen (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 Nettogrößen Nationaleinkommen, Einkommen- und Vermögensteuern (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung), Sozialbeiträge (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung), monetäre Sozialleistungen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) und sonstige laufende Transfers (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung).

Das Nettosparaufkommen wird für gebietsansässige Sektoren definiert und ergibt sich aus dem verfügbaren Nettoeinkommen zuzüglich der Nettoszunahme 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 Abschreibun-

<sup>3</sup> Daraus folgt, dass bei den saisonbereinigten Reihen der Index für die Basisperiode (also Dezember 2008) in der Regel vom Wert 100 abweicht, worin die Saisonfigur des betreffenden Monats zum Ausdruck kommt.

gen (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 den anhand des Vermögensbildungskontos und des Finanzierungskontos berechneten Salden.

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.

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.

Reinvermögensänderungen werden als Veränderungen des Reinvermögens durch Sparen und Vermögenstransfers zuzüglich sonstiger finanzieller Reinvermögensänderungen und sonstiger Änderungen des Sachvermögens ermittelt.

Das Reinvermögen der privaten Haushalte entspricht der Summe aus Sachvermögen und finanziellem Reinvermögen der privaten Haushalte.

#### ABSCHNITT 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:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis dient Dezember 2008, für den der Index gleich 100 gesetzt wird. Die Zuwachsrate  $a_t$  für den Monat  $t$ , also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat  $t$ , lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$l) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Bei der Berechnung der Wachstumsraten für Wertpapiere ohne Aktien wird dieselbe Methode wie für die Berechnung der Geldmengenaggregate angewandt; der einzige Unterschied besteht darin, dass ein „N“ anstelle eines „F“ verwendet wird, um zu verdeutlichen, dass der „Nettoabsatz“ für die Wertpapierstatistik und die analog berechneten „transaktionsbedingten Veränderungen“, die für die Geldmengenaggregate verwendet werden, mit verschiedenen Methoden ermittelt werden.

Die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t endende Quartal wird wie folgt berechnet:

$$n) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist  $I_t$  der Index der fiktiven Bestandsgrößen im Monat t. Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$o) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

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 und 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 anhand des Programms X-12-ARIMA. Die Saisonbereinigung für die Wertpapieremissionen insgesamt wird indirekt durch eine lineare Kombination der nach Sektoren und Laufzeiten gegliederten Komponenten durchgeführt.

Die Verfahren der Saisonbereinigung werden zunächst auf den Index der fiktiven Bestandsgrößen angewandt. Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf den Umlauf, aus dem der saisonbereinigte Nettoabsatz abgeleitet wird,

angewandt. Die Saisonfaktoren werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

Analog zu Formel l) und m) lässt sich die Wachstumsrate  $a_t$  für den Monat t, also die Veränderung in den zurückliegenden sechs Monaten bis zum Monat t, mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$p) a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### TABELLE I IN ABSCHNITT 5.1

#### SAISONBEREINIGUNG DES HARMONISIERTEN VERBRAUCHERPREISINDEX (HVPI)<sup>4</sup>

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung anhand des Programms X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite S80). 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.

4 Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Monetary and financial statistics“.



## TABELLE 2 IN ABSCHNITT 7.1

### SAISONBEREINIGUNG DER LEISTUNGSBILANZ

Der verwendete Ansatz beruht auf der multiplikativen Komponentenerlegung anhand der Programme X-12-ARIMA oder – je nach Position – TRAMO-SEATS. Die Ursprungswerte zum Warenhandel, zu den Dienstleistungen, den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und den laufenden Übertragungen werden um signifikante arbeitstägliche Effekte bereinigt. Beim Warenhandel und Dienstleistungsverkehr werden bei der arbeitstäglichen Bereinigung auch die nationalen Feiertage berücksichtigt. Die Saisonbereinigung der genannten Posten erfolgt anhand dieser vorbereinigten Reihen. Die Saisonbereinigung der gesamten Leistungsbilanz beruht auf der 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 Kalenderfaktoren) werden in halbjährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

## 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:

$$r) \quad a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Die Wachstumsrate für die jährlichen Reihen entspricht der Wachstumsrate im Schlussquartal des betreffenden Jahres.



## 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 in 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 (<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. Oktober 2011.

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich alle Zeitreihen, die Werte für das Jahr 2011 umfassen, über die gesamte Datenreihe hinweg auf die 17 Euro-Länder (d. h. das Euro-Währungsgebiet einschließlich Estlands). Bei den Zinssätzen, den monetären Statistiken, dem HVPI und den Währungsreserven (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.

Die Zusammensetzung des Euro-Währungsgebiets hat sich im Laufe der Jahre mehrmals geändert. Als der Euro 1999 eingeführt wurde, gehörten dem Euroraum die folgenden 11 Staaten an: Belgien, Deutschland, Irland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland. Im Jahr 2001 folgte Griechenland, womit sich die Zahl der Euro-Länder auf 12 erhöhte. Slowenien trat dem Eurogebiet 2007 bei (13 Euro-Länder); Zypern und Malta zogen 2008 nach (15 Euro-Länder), gefolgt von der Slowakei im Jahr 2009 (16 Euro-Länder).

Estland schließlich kam im Jahr 2011 hinzu, sodass nunmehr 17 Staaten dem Euro-Währungsgebiet angehören.

### DATENREIHEN ZUM EURO-WÄHRUNGSGBEIT IN EINER FESTEN ZUSAMMENSETZUNG

Aggregierte statistische Datenreihen für den Euroraum in einer festen Zusammensetzung lassen dessen tatsächliche Zusammensetzung im Referenzzeitraum der betreffenden Statistik unberücksichtigt. So werden die aggregierten Zeitreihen in allen Jahren für die derzeit 17 Euro-Länder berechnet, obgleich das Eurogebiet diese Zusammensetzung erst seit dem 1. Januar 2011 aufweist. Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die statistischen Zeitreihen im Monatsbericht der EZB auf den Euroraum in seiner aktuellen Zusammensetzung.

### DATENREIHEN ZUM EURO-WÄHRUNGSGBEIT IN SEINER JEWEILIGEN ZUSAMMENSETZUNG

Aggregierte statistische Zeitreihen für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung berücksichtigen dessen tatsächliche Zusammensetzung im Referenzzeitraum der Statistik. So beziehen sich die statistischen Zeitreihen für den Zeitraum bis Ende 2000 auf elf Euro-Länder, für den Zeitraum von 2001 bis Ende 2006 auf zwölf Euro-Länder und so fort. Bei diesem Ansatz umfasst jede einzelne statistische Zeitreihe die jeweilige Zusammensetzung des Euroraums.

Für den HVPI sowie die Geldmengenaggregate und ihre Gegenposten werden jährliche Änderungsraten anhand von Kettenindizes erstellt. Dabei werden die Zeitreihen der dem Euroraum beitretenden Länder im Index vom Dezember an die Zeitreihen des Eurogebiets geknüpft. Das heißt, dass sich bei Beitritt eines Landes im Januar die jährlichen Änderungsraten bis einschließlich Dezember des Vorjahres auf die vorherige Zusammensetzung des Euroraums und ab Januar auf das erweiterte Eurogebiet beziehen. Die prozentualen Veränderungen werden

anhand eines Kettenindex unter Berücksichtigung des Euroraums in seiner jeweiligen Zusammensetzung berechnet. Absolute Veränderungen der Geldmengenaggregate und ihrer Gegenposten (transaktionsbedingte Veränderungen) beziehen sich auf die tatsächliche Zusammensetzung des Eurogebiets im Referenzzeitraum der betreffenden Statistik.

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 für den Zeitraum vor 1999 ausgewiesenen Daten<sup>1</sup> 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, Lettland, Litauen, Ungarn, Polen, Rumänien, Schweden und das Vereinigte Königreich.

Die in den Tabellen verwendete Terminologie entspricht überwiegend internationalen Stan-

dards wie etwa dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 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. Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode beginnt allmonatlich jeweils am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (HRG), das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, auf der die monatliche Erörterung des geldpolitischen Kurses vorgesehen ist, und endet am Tag vor dem entsprechenden Abwicklungstag im Folgemonat. Jahres-/Quartalsangaben stellen die Durchschnittswerte der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres/Quartals dar.

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 Mindestreserve-

<sup>1</sup> Die in Abschnitt 2.1 bis 2.8 enthaltenen Angaben zur monetären Entwicklung in der Zeit vor Januar 1999 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) und im Statistical Data Warehouse (SDW) unter <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811> abrufbar.

basis ausgenommen. Sollte ein Kreditinstitut den Betrag seiner gegenüber den zuvor erwähnten Instituten bestehenden Verbindlichkeiten in Form von Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren 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 (Spalte 1 bis 5) und der Summe der liquiditätsabschöpfenden Faktoren (Spalte 6 bis 10). Das Basisgeld (Spalte 12) wird berechnet als Summe der Einlagefazilität (Spalte 6), des Banknotenumschlages (Spalte 8) und der Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten (Spalte 11).

## MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND SONSTIGE FINANZIELLE KAPITALGESELLSCHAFTEN

Kapitel 2 enthält die Bilanzstatistik der MFIs und sonstiger finanzieller Kapitalgesellschaften. Zu den sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften gehören Investmentfonds (mit Ausnahme der Geldmarktfonds, die zum MFI-Sektor zählen), Verbriefungszweckgesellschaften, Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen.

Abschnitt 2.1 zeigt die aggregierte Bilanz des MFI-Sektors, d. h. die Summe der harmonisierten Bilanzen aller im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs. Zu den MFIs zählen Zentralbanken, Kreditinstitute im Sinne des EU-Rechts, 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 der 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 im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs bei gebietsansässigen 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 an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ zugerechnet.

Abschnitt 2.4 enthält eine Aufschlüsselung der Kreditgewährung der im Eurogebiet ansässigen MFIs ohne Eurosystem (d. h. 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. In Abschnitt 2.7 werden ausgewählte, nach Währungen aufgeschlüsselte vierteljährliche Bilanzpositionen der MFIs dargestellt.

Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten außerdem auf transaktionsbedingten Veränderungen basierende Wachstumsraten, die als prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr ausgewiesen werden.

Seit dem 1. Januar 1999 wurden die statistischen Daten nach verschiedenen EZB-Verordnungen über die Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute erhoben und aufbereitet. Seit Juli 2010 erfolgt dies nach der Verordnung EZB/2008/32<sup>2</sup>. Einzelheiten zur Sektorengliederung sind in der dritten Ausgabe des „Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers“ (EZB, März 2007) zu finden.

Abschnitt 2.8 zeigt die Bestände und transaktionsbedingten Veränderungen in der Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet (ohne Geldmarktfonds, die in der MFI-Bilanzstatistik enthalten sind). Ein Investmentfonds ist eine Investmentgesellschaft, die von der Öffentlichkeit beschaffte Gelder in finanzielle und/oder nichtfinanzielle Vermögenswerte investiert. Ein vollständiges Verzeichnis der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet ist auf der Website der EZB abrufbar. Die Bilanz ist aggregiert, sodass unter den Aktiva der Investmentfonds deren Bestände an von anderen Investmentfonds begebenen Anteilen enthalten sind. Außerdem werden die von Investmentfonds emittierten Anteile in einer Aufgliederung nach Anlageschwerpunkten (Rentenfonds, Aktienfonds, Gemischte Fonds, Immobilienfonds, Hedgefonds und Sonstige Fonds) und nach Art (offene Fonds und geschlossene Fonds) ausgewiesen. In Abschnitt 2.9 sind weitere Einzelheiten zu den wichtigsten von Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet gehaltenen Vermögenswerten dargestellt. Dieser Abschnitt umfasst eine geografische Aufschlüsselung der Emittenten, deren Wertpapiere von Investmentfonds gehalten werden, sowie eine Aufgliederung der Emittenten nach Zugehörigkeit zu den Wirtschaftssektoren im Euroraum.

Seit Dezember 2008 werden auf der Grundlage der Verordnung EZB/2007/8<sup>3</sup> über die Statistik

2 ABl. L 15 vom 20.1.2009, S. 14.

3 ABl. L 211 vom 11.8.2007, S. 8.

über Aktiva und Passiva von Investmentfonds harmonisierte statistische Daten erfasst und aufbereitet. Weitere Informationen zu dieser Investmentfondsstatistik finden sich im „Manual on investment fund statistics“ (EZB, Mai 2009).

Abschnitt 2.10 zeigt die aggregierte Bilanz der im Euro-Währungsgebiet ansässigen finanziellen Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften – FMKGs (financial vehicle corporations – FVCs). FMKGs sind Einrichtungen, die gegründet werden, um Verbriefungsgeschäfte zu betreiben. Bei Verbriefungsgeschäften wird im Allgemeinen ein Vermögenswert oder ein Pool von Vermögenswerten auf eine FMKG übertragen, wobei diese Vermögenswerte in der Bilanz der FMKG als verbrieftete Kredite, Wertpapiere ohne Aktien oder sonstige verbrieftete Vermögenswerte ausgewiesen werden. Eine andere Möglichkeit besteht darin, das mit einem Vermögenswert oder einem Pool von Vermögenswerten verbundene Kreditrisiko mittels Kreditausfalls- waps, Garantien oder anderer Instrumente dieser Art auf eine FMKG zu übertragen. Die von der FMKG zum Schutz vor diesem Risiko gehaltene Sicherheit ist normalerweise eine bei einem MFI gehaltene oder in Wertpapieren ohne Aktien angelegte Einlage. FMKGs verbrieften vornehmlich Kredite, die ursprünglich aus dem MFI-Sektor stammen. Sie müssen solche Kredite in ihrer Bilanz ausweisen, auch wenn die jeweils geltenden Rechnungslegungsvorschriften es dem MFI ermöglichen, die Kredite auszubuchen. Angaben zu Krediten, die von FMKGs verbrieft werden, aber in der Bilanz des betreffenden MFI (und somit auch in der MFI-Statistik) verbleiben, werden gesondert aufgeführt. Diese vierteljährlichen Daten werden gemäß Verordnung EZB/2008/30<sup>4</sup> vom Dezember 2009 erhoben.

In Abschnitt 2.11 wird die aggregierte Bilanz der im Euro-Währungsgebiet ansässigen Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen dargestellt. Zu den Versicherungsgesellschaften gehören sowohl die Versicherungen als auch die Rückversicherer, während die Pensionskassen Organe umfassen, die bei ihrer Entscheidungsfindung ungebunden sind und über eine vollständige Rechnungsführung verfügen (d. h. rechtlich

selbstständige Pensionskassen). Dieser Abschnitt enthält außerdem eine geografische und sektorale Aufschlüsselung der Emittenten der von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen gehaltenen Wertpapiere ohne Aktien.

### **VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET**

Abschnitt 3.1 zeigt die Daten der vierteljährlichen integrierten Euroraum-Konten, 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 für das letzte verfügbare Quartal ausgewiesen.

Kurz zusammengefasst beinhaltet die Kontenabfolge (Transaktionskonten): 1) das Einkommensentstehungskonto, das zeigt, wie sich die Produktion in verschiedenen Einkommens-kategorien 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 gespart wird, 5) das Vermögensbildungskonto, aus dem hervorgeht, wie Sparen und Nettovermögenstransfers zur Sachvermögens-

4 ABI. L 15 vom 20.1.2009, S. 1.

bildung 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 „nichtfinanziellen Konten“ des Euro-Währungsgebiets (d. h. die 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 Veränderungen) bezüglich des Einkommens, der Ausgaben und der Vermögensänderung der privaten Haushalte sowie die Bestandsgrößen der finanziellen und nichtfinanziellen Vermögensbilanz genauer analysiert. Die sektorspezifischen Transaktionen und Salden sind so dargestellt, dass Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen der privaten Haushalte deutlicher zum Ausdruck kommen, ohne

dabei von der in Abschnitt 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 (Abschnitt 4.1 bis 4.4), bei der sich die gesamte Zeitreihe auf die 16 Euro-Länder 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 die Statistiken über börsennotierte Aktien (Abschnitt 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 (Abschnitt 4.6 bis 4.8) werden von der EZB auf der Grundlage der Daten von Wirtschaftsinformationsdiensten erstellt.

Die Statistiken über Wertpapieremissionen umfassen: a) Wertpapiere ohne Aktien (ohne Finanzderivate) sowie b) börsennotierte Aktien. Erstere sind in Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3 ausgewiesen, Letztere werden in Abschnitt 4.4 dargestellt. 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 a) einer längeren Laufzeit, b) fakultativen Laufzeiten, von denen eine mindestens länger als ein Jahr ist, oder c) 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. 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, aufgeschlüsselt nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen. Er präsentiert den Umlauf, Brutto- und Nettoabsatz der Wertpapiere ohne Aktien, aufgeschlüsselt nach: a) auf Euro lautenden Wertpapieren und auf alle Währungen lautenden Wertpapieren, b) Emissionen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Emissionen insgesamt sowie c) Wertpapieren insgesamt und langfristigen Wertpapieren. 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 saisonbereinigte auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsraten für die gesamten wie auch für die langfristigen Schuldverschreibungen. Die saisonbereinigten Daten 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 zusammen genommen ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

Abschnitt 4.3 enthält die saisonbereinigten und nicht 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“.



Die Spalten 1, 4, 6 und 8 von Tabelle 1 in Abschnitt 4.4 zeigen den Umlauf börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet, aufgliedert nach Emittentengruppen. Die monatlichen Angaben zur Emission börsennotierter Aktien durch nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften entsprechen den in Abschnitt 3.4 ausgewiesenen Quartalsangaben (finanzielle Vermögensbilanz; börsennotierte Aktien).

Die Spalten 3, 5, 7 und 9 von Tabelle 1 in Abschnitt 4.4 zeigen 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 nicht transaktionsbedingte Veränderungen werden bei der Berechnung der Jahreswachstumsraten nicht berücksichtigt.

Abschnitt 4.5 enthält Angaben zu den Zinssätzen, die die im Euroraum ansässigen MFIs für auf Euro lautende Einlagen von bzw. Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet berechnen. Die MFI-Zinssätze für den 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. Diese MFI-Zinsstatistik hat die zehn statistischen Übergangszeitreihen zu den Zinssätzen im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet ersetzt, die seit Januar 1999 im Monatsbericht veröffentlicht wurden.

In Abschnitt 4.6 sind die Geldmarktsätze für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan dargestellt. Für den Euro-

raum wird ein breites Spektrum an Geldmarktsätzen ausgewiesen, das von den Zinssätzen für Tagesgeld bis hin zum Zwölfmonatsgeld reicht. Für die Zeit vor Januar 1999 wurden für das Euro-Währungsgebiet synthetische Zinssätze anhand nationaler mit dem BIP gewichteter Sätze berechnet. Mit Ausnahme des Tagesgeldsatzes vor Januar 1999 handelt es sich bei den Monats-, Quartals- und Jahresangaben um Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Für Tagesgeld sind bis einschließlich Dezember 1998 die Zinssätze für Interbankeinlagen am Ende des Berichtszeitraums angegeben; ab Januar 1999 liegt der Durchschnittswert des Euro Overnight Index Average (EONIA) im jeweiligen Berichtszeitraum zugrunde. Die Zinsen für Ein-, Drei-, Sechs- und Zwölfmonatsgeld im Eurogebiet werden seit Januar 1999 nach den Euro Interbank Offered Rates (EURIBOR) berechnet, davor wurden sie – soweit verfügbar – nach den London Interbank Offered Rates (LIBOR) ermittelt. Bei den Vereinigten Staaten und Japan entspricht der Zinssatz für Dreimonatsgeld dem LIBOR.

Abschnitt 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>5</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 [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.

<sup>5</sup> L. E. Svensson, Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994, CEPR Discussion Papers, Nr. 1051, Centre for Economic Policy Research, London, 1994.

## 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 Arbeitskostenindizes, zur Verwendung des Bruttoinlandsprodukts, zur Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen, zur Industrieproduktion, zu den Einzelhandelsumsätzen, zu den Pkw-Neuzulassungen und zur Beschäftigung gemessen an den geleisteten Arbeitsstunden 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 Euroraums. 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 Verordnung (EG) Nr. 1165/98 des Rates vom 19. Mai 1998 über Konjunkturstatistiken<sup>6</sup>. Seit Januar 2009 wird die überarbeitete Systematik der Wirtschaftszweige (NACE Revision 2) gemäß Verordnung (EG) Nr. 1893/2006 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Dezember 2006 zur Aufstellung der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige NACE Revision 2 und zur Änderung der Ver-

ordnung (EWG) Nr. 3037/90 des Rates sowie einiger Verordnungen der EG über bestimmte Bereiche der Statistik<sup>7</sup> zur Erstellung von Konjunkturstatistiken angewandt. Die Aufschlüsselung nach dem Endverbrauch der Güter bei den industriellen Erzeugerpreisen und der Industrieproduktion entspricht der harmonisierten Untergliederung der Industrie ohne Baugewerbe (NACE Revision 2, Abschnitt B bis E) in die industriellen Hauptgruppen gemäß der Definition in Verordnung (EG) Nr. 656/2007 der Kommission vom 14. Juni 2007<sup>8</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 beiden in Tabelle 3 von Abschnitt 5.1 ausgewiesenen Preisindizes für Rohstoffe ohne Energie werden anhand derselben Rohstoffabdeckung, jedoch unter Verwendung zweier unterschiedlicher Gewichtungsverfahren erstellt: Ein Index basiert auf den entsprechenden Rohstoffimporten des Euro-Währungsgebiets (Spalte 2 bis 4), der andere auf der geschätzten Inlandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets bzw. der „Verwendung“ (Spalte 5 bis 7), wobei Angaben zu den Einfuhren, den Ausfuhren und der inländischen Erzeugung je Rohstoff berücksichtigt werden (der Einfachheit halber werden die Lagerbestände unter der Annahme, dass diese im Beobachtungszeitraum relativ stabil bleiben, außer Acht gelassen). Der importgewichtete Rohstoffpreisindex eignet sich zur Untersuchung der außenwirtschaftlichen Entwicklung, während der nach der Verwendung gewichtete Index speziell für die Analyse des von den internationalen Rohstoffpreisen ausgehenden Inflationsdrucks im Euro-Währungsgebiet genutzt werden kann. Der zuletzt genannte Preisindex beruht auf experimentellen Daten. Weitere Einzelheiten zur Erstellung der Rohstoffpreisindizes der EZB finden sich in Kasten 1 der Monatsberichts-ausgabe vom Dezember 2008.

<sup>6</sup> ABl. L 162 vom 5.6.1998, S. 1.

<sup>7</sup> ABl. L 393 vom 30.12.2006, S. 1.

<sup>8</sup> ABl. L 155 vom 15.6.2007, S. 3.

Die Arbeitskostenindizes (Tabelle 5 in Abschnitt 5.1) messen die Veränderungen der Arbeitskosten je geleistete 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>9</sup> und der Durchführungsverordnung (EG) Nr. 1216/2003 der Kommission vom 7. Juli 2003<sup>10</sup> festgelegt. Die Arbeitskostenindizes 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 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 3 in Abschnitt 5.1) sowie die Arbeitsmarktstatistik (Tabelle 1, 2 und 3 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) ohne Tankstellen. Die Pkw-Neuzulassungen umfassen sowohl private als auch geschäftlich genutzte Pkw.

Die qualitativen Daten aus Erhebungen bei Unternehmen und Verbrauchern (Tabelle 5 in Abschnitt 5.2) basieren auf den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Die Arbeitslosenquoten (Tabelle 4 in Abschnitt 5.3) werden entsprechend den Richtlinien der Internationalen Arbeitsorganisation ermittelt. Sie beziehen sich auf den Teil der Erwerbspersonen, die aktiv nach Arbeit suchen, und stützen sich auf harmonisierte Kriterien und Abgrenzungen. Die Schätzungen zur Gesamtzahl der Erwerbspersonen, auf denen die Arbeitslosenquote basiert, entsprechen nicht der Summe der in Abschnitt 5.3 aufgeführten Zahlen zu Beschäftigung und Arbeitslosigkeit.

## ÖFFENTLICHE FINANZEN

Die Abschnitte 6.1 bis 6.5 zeigen die Finanzlage der öffentlichen Haushalte (Staat) im Euro-Währungsgebiet. Die Angaben sind größtenteils konsolidiert und beruhen auf der Methodik des ESVG 95. Die jährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in den Abschnitten 6.1 bis 6.3 werden von der EZB auf der Grundlage der von den NZBen gelieferten harmonisierten Daten berechnet, die regelmäßig aktualisiert werden. Die Angaben zum Defizit und zur Verschuldung der Euro-Länder können daher von den Daten, die die Europäische Kommission im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit verwendet, abweichen. Die vierteljährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 6.4 und 6.5 werden von der

<sup>9</sup> ABl. L 69 vom 13.3.2003, S. 1.

<sup>10</sup> ABl. L 169 vom 8.7.2003, S. 37.

EZB auf der Grundlage der von Eurostat gelieferten Daten und nationaler Statistiken 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>11</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 Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union zum 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 der Verordnung (EG) Nr. 479/2009 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 nichtfinanzielle Transaktionen<sup>12</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 Verordnung (EG) Nr. 501/2004 und der Verordnung (EG) 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>13</sup> und der EZB-Leitlinie vom 31. Mai 2007 zur Änderung der Leitlinie EZB/2004/15 (EZB/2007/3)<sup>14</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 auf der Website der EZB verfügbaren Berichten der Task Force on Portfolio Investment Collection Systems (Juni 2002), der Task Force on Portfolio Investment Income (August 2003) und der Task Force on Foreign Direct Investment (März 2004) zu entnehmen. Darüber hinaus ist auf der Website des Ausschusses für die Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzstatistiken ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) ein Bericht der Task Force on Quality 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 und dem im April 2008 veröffentlichten ECB Statistics Quality Framework folgt, 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

11 ABl. L 172 vom 12.7.2000, S. 3.

12 ABl. L 179 vom 9.7.2002, S. 1.

13 ABl. L 354 vom 30.11.2004, S. 34.

14 ABl. L 159 vom 20.6.2007, S. 48.

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 der Veröffentlichung der Daten für den darauffolgenden 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 in Abschnitt 7.2 und Tabelle 9 in 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 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 Wirtschaftseinheit betrachtet wird (siehe auch Kasten 9 im Monatsbericht vom Dezember 2002, Kasten 5 im Monatsbericht vom Januar 2007 und Kasten 6 im Monatsbericht vom Januar 2008). Der Auslandsvermögensstatus wird zu jeweiligen Marktpreisen bewertet. Hiervon ausgenommen sind Direktinvestitionsbestände, bei denen nicht börsennotierte Aktien und übrige Anlagen (z. B. Finanzkredite und Einlagen) zum Buchwert ausgewiesen werden. Der vierteljährliche Auslandsvermögensstatus wird nach derselben 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 Vermögens-

werte 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 Wochenanweis des Eurosystems vergleichbar. Die Daten in Tabelle 7 entsprechen den Empfehlungen für das Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität. Die in den Währungsreserven des Eurosystems enthaltenen Aktivposten beziehen sich definitionsgemäß auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Vor dem Beitritt eines Landes zum Euroraum werden die Aktiva seiner nationalen Zentralbank unter Wertpapieranlagen (im Fall von Wertpapieren) oder unter dem übrigen Kapitalverkehr (wenn es sich um sonstige Aktiva handelt) ausgewiesen. Veränderungen der Goldbestände des Eurosystems (Spalte 3) sind auf Goldtransaktionen im Rahmen des Goldabkommens der Zentralbanken vom 26. September 1999, aktualisiert am 27. September 2009, 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.

In Tabelle 8 von Abschnitt 7.3 zur Bruttoauslandsverschuldung des Euro-Währungsgebiets wird der Bestand der tatsächlichen Verbindlichkeiten (anstelle der Eventualverbindlichkeiten) gegenüber Gebietsfremden mit Zahlung des Kapitalbetrags und/oder Zinszahlungen seitens des Schuldners zu einem oder mehreren in der Zukunft liegenden Zeitpunkten ausgewiesen. Tabelle 8 enthält eine nach Finanzinstrumenten und institutionellen Sektoren aufgegliederte Darstellung der Bruttoauslandsverschuldung.

Abschnitt 7.4 enthält eine monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets und zeigt die Transaktionen von Nicht-MFIs, die die Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets abbilden. Die Transaktionen von Nicht-MFIs enthalten Zahlungsbilanztransaktionen, für die keine sektorale Aufschlüsselung vorliegt. Sie betreffen die Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen (Spalte 2) sowie Finanzderivate (Spalte 11). Aktualisierte methodische Hinweise zur monetären Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets finden sich auf der Website der EZB in der Rubrik „Statistics“. (Siehe auch Kasten 1 im Monatsbericht vom Juni 2003.)

Abschnitt 7.5 enthält Angaben zum Außenhandel des Euro-Währungsgebiets, die auf Eurostat-Daten beruhen. Die Wertangaben und Volumenzindizes sind saison- und arbeitstäglich bereinigt. In Tabelle 1 von 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 3 in Abschnitt 7.5) weist die wichtigsten Handelspartner einzeln und in regionalen Gruppierungen 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.

Die in Tabelle 2 von Abschnitt 7.5 ausgewiesenen industriellen Einfuhrpreise und industriellen Erzeugerausfuhrpreise (bzw. die industriellen Erzeugerpreise des Auslandsmarktes) wurden durch Verordnung (EG) Nr. 1158/2005 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juli 2005 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1165/98 des Rates, der wichtigsten Rechtsgrundlage für die Erstellung von Konjunkturstatistiken, eingeführt. Der Einfuhrpreisindex für Industrieerzeugnisse erfasst alle industriellen Erzeugnisse, die gemäß Abschnitt B bis E der Statistischen Güterklassifikation in Verbindung mit den Wirtschaftszweigen in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (Statistical Classification of Products by Activity in the European Economic Community, CPA) aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets eingeführt wurden, sowie alle institutionellen Importsektoren außer privaten Haushalten, Regierungen und Organisationen ohne Erwerbszweck. Der Index zeigt die Preise einschließlich Kosten, Versicherung und Fracht (cif) ohne Berücksichtigung von Einfuhrzöllen und Steuern. Er bezieht sich auf die tatsächlichen Transaktionen in Euro zum Zeitpunkt der Übertragung des Eigentums an den Waren. Die industriellen Erzeugerausfuhrpreise umfassen alle Industrieerzeugnisse, die von Herstellern im Euro-Währungsgebiet gemäß Abschnitt B bis E der NACE Revision 2 direkt in ein Land außerhalb des Euroraums exportiert werden. Ausfuhren von Großhändlern sowie Re-Exporte werden nicht erfasst. Der Index bildet die Preise auf fob-Basis ab, berechnet in Euro an der Grenze des Euro-Währungsgebiets. Darin enthalten sind alle indirekten Steuern außer der Mehrwertsteuer und sonstigen abzugsfähigen Steuern. Die industriellen Einfuhrpreise und industriellen Erzeuger-

ausfuhrpreise sind nach industriellen Hauptgruppen gemäß der Definition in Verordnung (EG) Nr. 656/2007 der Kommission vom 14. Juni 2007 verfügbar. Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 11 in der Ausgabe des Monatsberichts vom Dezember 2008.

## 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 ausgewählter Handelspartner des Euro-Währungsgebiets berechnet werden. Eine positive Veränderung zeigt eine Aufwertung des Euro an. Die Gewichte beruhen auf dem mit diesen Handelspartnern in den Zeiträumen von 1995 bis 1997, 1998 bis 2000, 2001 bis 2003 und 2004 bis 2006 getätigten Handel mit gewerblichen Erzeugnissen und spiegeln auch Drittmarkteffekte wider. Die Indizes der effektiven Wechselkurse erhält man, indem die Indikatoren am Ende eines jeden Dreijahreszeitraums auf Basis jedes dieser vier Wägungsschemata verkettet werden. Die Basisperiode des sich daraus ergebenden EWK-Index ist das erste Quartal 1999. Die EWK-20-Gruppe der Handelspartner umfasst die zehn nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten sowie Australien, China, Hongkong, Japan, Kanada, Norwegen, die Schweiz, Singapur, Südkorea und die Vereinigten Staaten. Zur EWK-40-Gruppe zählen die EWK-20-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, der BIP-Deflatoren und der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe wie auch in der Gesamtwirtschaft berechnet.

Nähere Einzelheiten zur Berechnung der effektiven Wechselkurse finden sich im entsprechenden methodischen Hinweis 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, sodass die Angaben zum Saldo aus der Leistungsbilanz und den Vermögensübertragungen sowie zur Bruttoauslandsverschuldung Daten zu Zweckgesellschaften beinhalten. 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>



### 15. JANUAR 2009

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 21. Januar 2009 abzuwickelnden Geschäft – um 50 Basispunkte auf 2,00 % zu verringern. Er beschließt ferner im Einklang mit dem Beschluss vom 18. Dezember 2008, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 21. Januar 2009 auf 3,00 % bzw. 1,00 % festzusetzen.

### 5. FEBRUAR 2009

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,00 %, 3,00 % bzw. 1,00 % zu belassen.

### 5. MÄRZ 2009

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 11. März 2009 abzuwickelnden Geschäften – um 50 Basispunkte auf 1,50 % zu verringern. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 11. März 2009 auf 2,50 % bzw. 0,50 % festzusetzen.

Darüber hinaus beschließt der EZB-Rat, alle Hauptrefinanzierungsgeschäfte, Refinanzierungsgeschäfte mit Sonderlaufzeit sowie zusätzlichen und regelmäßigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte so lange wie nötig, in jedem Fall aber über das Jahresende 2009 hinaus, weiterhin als Mengentender mit vollständiger Zuteilung abzuwickeln. Er beschließt ferner, die zusätzlichen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte und die Refinanzierungsgeschäfte mit Sonderlaufzeit so lange wie nötig, in jedem Fall aber über das Jahresende 2009 hinaus, weiterhin im derzeitigen Rhythmus und mit dem aktuellen Laufzeitenprofil durchzuführen.

### 2. APRIL 2009

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit den am 8. April 2009 abzuwickelnden Geschäften – um 25 Basispunkte auf 1,25 % zu verringern. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 8. April 2009 auf 2,25 % bzw. 0,25 % festzusetzen.

### 7. MAI 2009

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit den am 13. Mai 2009 abzuwickelnden Geschäften – um 25 Basispunkte auf 1,00 % zu verringern. Er beschließt ferner, den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität mit Wirkung vom 13. Mai 2009 um 50 Basispunkte auf 1,75 % zu senken und den Zinssatz für die Einlagefazilität unverändert bei 0,25 % zu belassen. Darüber hinaus beschließt der EZB-Rat, seinen erweiterten Ansatz zur Unterstützung der Kreditvergabe weiterzuverfolgen. So beschließt er, dass das Eurosystem liquiditätszuführende längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von einem Jahr in Form von Mengentendern mit vollständiger Zuteilung durchführen wird. Außerdem beschließt er grundsätzlich, dass das Eurosystem auf Euro lautende gedeckte Schuldverschreibungen, die im Eurogebiet begeben wurden, ankaufen wird.

### 4. JUNI 2009

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen. Ferner legt der EZB-Rat die

<sup>1</sup> Die Chronik der geldpolitischen Maßnahmen, die das Eurosystem von 1999 bis 2008 ergriffen hat, findet sich im Jahresbericht der EZB für das jeweilige Jahr.

technischen Modalitäten für den Ankauf von auf Euro lautenden gedeckten Schuldverschreibungen, die im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, fest, den er am 7. Mai 2009 beschlossen hatte.

#### **2. JULI, 6. AUGUST, 3. SEPTEMBER, 8. OKTOBER UND 5. NOVEMBER 2009**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen.

#### **3. DEZEMBER 2009**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 13. April 2010 fest.

#### **14. JANUAR UND 4. FEBRUAR 2010**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen.

#### **4. MÄRZ 2010**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 12. Oktober 2010 fest. Unter anderem beschließt er, die regelmäßigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit dreimonatiger Laufzeit beginnend mit

dem Geschäft, das am 28. April 2010 zugeteilt wird, wieder als Zinstender durchzuführen.

#### **8. APRIL UND 6. MAI 2010**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen.

#### **10. MAI 2010**

Der EZB-Rat beschließt mehrere Maßnahmen, um den starken Spannungen an den Finanzmärkten entgegenzuwirken. Insbesondere beschließt er die Durchführung von Interventionen an den Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet (Programm für die Wertpapiermärkte) und die Abwicklung der regelmäßigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit im Mai und Juni 2010 als Mengentender mit Vollzuteilung.

#### **10. JUNI 2010**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen. Ferner beschließt er, die regelmäßigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit dreimonatiger Laufzeit, die im dritten Quartal 2010 zugeteilt werden, als Mengentender mit Vollzuteilung abzuwickeln.

#### **8. JULI UND 5. AUGUST 2010**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen.

**2. SEPTEMBER 2010**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 11. Januar 2011 fest. Insbesondere beschließt er, die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

**7. OKTOBER UND 4. NOVEMBER 2010**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen.

**2. DEZEMBER 2010**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 12. April 2011 fest. Insbesondere beschließt er, diese Geschäfte auch weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

**13. JANUAR UND 3. FEBRUAR 2011**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen.

**3. MÄRZ 2011**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 12. Juli 2011 fest. Insbesondere beschließt er, diese Geschäfte auch weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

**7. APRIL 2011**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 13. April 2011 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 1,25 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 13. April 2011 um jeweils 25 Basispunkte auf 2,00 % bzw. 0,50 % zu erhöhen.

**5. MAI 2011**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,25 %, 2,00 % bzw. 0,50 % zu belassen.

**9. JUNI 2011**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,25 %, 2,00 % bzw. 0,50 % zu belassen. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 11. Oktober 2011 fest. Insbesondere beschließt er, diese Geschäfte auch weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.



#### **7. JULI 2011**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 13. Juli 2011 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 1,50 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 13. Juli 2011 um jeweils 25 Basispunkte auf 2,25 % bzw. 0,75 % zu erhöhen.

#### **4. AUGUST 2011**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,50 %, 2,25 % bzw. 0,75 % zu belassen. Außerdem trifft er verschiedene Maßnahmen, um den erneuten Spannungen an einigen Finanzmärkten entgegenzuwirken. Insbesondere beschließt er, dass das Eurosystem ein zusätzliches liquiditätszuführendes längerfristiges Refinanzierungsgeschäft mit einer Laufzeit von rund sechs Monaten als Mengentender mit Vollzuteilung durchführen wird. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 17. Januar 2012 fest. Insbesondere beschließt er, diese Geschäfte auch weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung abzuwickeln.

#### **8. SEPTEMBER 2011**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,50 %, 2,25 % bzw. 0,75 % zu belassen.

#### **6. OKTOBER 2011**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und

die Einlagefazilität unverändert bei 1,50 %, 2,25 % bzw. 0,75 % zu belassen. Des Weiteren verständigt sich der EZB-Rat auf die Einzelheiten zu den Refinanzierungsgeschäften in der Zeit von Oktober 2011 bis zum 10. Juli 2012. So beschließt er insbesondere, zwei längerfristige Refinanzierungsgeschäfte durchzuführen, eines im Oktober 2011 mit einer Laufzeit von ungefähr 12 Monaten und ein weiteres im Dezember 2011 mit einer Laufzeit von rund 13 Monaten, und alle Refinanzierungsgeschäfte weiterhin als Mengentender mit vollständiger Zuteilung abzuwickeln. Ferner fasst der EZB-Rat den Beschluss, im November 2011 ein neues Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen einzuführen.



## PUBLIKATIONEN DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK

Die EZB erstellt eine Reihe von Publikationen, die Auskunft über ihre Kerntätigkeiten in den Bereichen Geldpolitik, Statistik, Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungssysteme, Finanzstabilität und Bankenaufsicht, internationale und europäische Zusammenarbeit sowie rechtliche Angelegenheiten geben. Zu diesen Publikationen gehören:

### SATZUNGSGEMÄSS VORGESCHRIEBENE PUBLIKATIONEN

- Jahresbericht
- Konvergenzbericht
- Monatsbericht

### FORSCHUNGSPAPIERE

- Legal Working Paper Series
- Occasional Paper Series
- Research Bulletin
- Working Paper Series

### SONSTIGE/THEMENSPEZIFISCHE PUBLIKATIONEN

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- Die Europäische Zentralbank – Geschichte, Rolle und Aufgaben
- The international role of the euro
- Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet („Allgemeine Regelungen“)
- Die Geldpolitik der EZB
- The payment system

Darüber hinaus veröffentlicht die EZB Broschüren und Informationsmaterial zu einer Vielzahl von Themenbereichen wie den Euro-Banknoten und -Münzen sowie Seminar- und Konferenzbände.

Ein vollständiges Verzeichnis der im PDF-Format verfügbaren Publikationen der EZB und des Europäischen Währungsinstituts (der Vorgängerinstitution der EZB von 1994 bis 1998) kann auf der Website der EZB unter [www.ecb.europa.eu/pub/](http://www.ecb.europa.eu/pub/) abgerufen werden. Ländercodes zeigen, in welchen Sprachen die jeweiligen Publikationen zur Verfügung stehen.

Soweit nicht anders angegeben, können Druckfassungen (sofern vorrätig) kostenlos über [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu) bezogen bzw. abonniert werden.





## 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 bzw. je geleistete Arbeitsstunde** (compensation per employee or per hour worked): Sämtliche Geld- oder 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 oder durch die geleisteten Gesamtarbeitsstunden der Arbeitnehmer.

**Arbeitsproduktivität** (labour productivity): Produktionsergebnis bei einem bestimmten Arbeitseinsatz. Die Arbeitsproduktivität lässt sich zwar auf verschiedene Arten berechnen, doch wird sie meist als (reales) BIP 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.

**Befristete Transaktion** (reverse transaction): Geschäft, bei dem die NZB im Rahmen einer Rückkaufsvereinbarung Vermögenswerte verkauft (Repogeschäft) oder kauft (Reverse Repo) oder gegen Überlassung von Sicherheiten Kredite gewährt.

**Breakeven-Inflationsrate** (break-even inflation rate): Renditeabstand zwischen einer nominalen Anleihe und einer inflationsindexierten Anleihe mit gleicher (oder möglichst ähnlicher) Laufzeit.

**Bruttoauslandsverschuldung** (gross external debt): Bestand der tatsächlichen Verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft (d. h. ohne Eventualverbindlichkeiten), für die zu einem zukünftigen Zeitpunkt Tilgungs- und/oder Zinszahlungen an ausländische Anleger zu leisten sind.



**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/Staat)** (deficit-debt adjustment – general government): Differenz zwischen dem öffentlichen Defizit und der Veränderung der öffentlichen Verschuldung.

**Defizit (öffentliche Haushalte/Staat)** (deficit – general government): Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte, d. h. die Differenz zwischen den Gesamteinnahmen und -ausgaben des Staates.

**Defizitquote (öffentliche Haushalte/Staat)** (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 126 Absatz 2 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union festgelegten fiskalpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

**Deflation** (deflation): Allgemeiner, anhaltender und sich selbst verstärkender Rückgang einer breiten Palette von Preisen, der aus einer Verringerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage resultiert und sich in den Erwartungen verfestigt.

**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“).

**Disinflation** (disinflation): Prozess rückläufiger Inflationsraten, der auch zu vorübergehend negativen Teuerungsraten führen kann.

**Dividendenwerte** (equities): Wertpapiere, die Eigentumsrechte an Kapitalgesellschaften repräsentieren, z. B. Aktien, die an Börsen gehandelt werden (börsennotierte Aktien), nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. Sie erbringen in der Regel Erträge in Form von Dividenden.

**Effektiver Wechselkurs (EWK) des Euro (nominal/real)** (effective exchange rate (EER) of the euro – nominal/real): Gewichtetes Mittel der bilateralen Euro-Wechselkurse gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets. Die effektiven Wechselkursindizes für den Euro werden gegenüber verschiedenen Gruppen von Handelspartnern berechnet: der EWK-20-Gruppe, die die zehn nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden

EU-Mitgliedstaaten sowie zehn Handelspartner außerhalb der EU umfasst, und der EWK-40-Gruppe, die sich aus der EWK-20-Gruppe und 20 weiteren Ländern zusammensetzt. Die zugrunde gelegten Gewichtungen spiegeln den Anteil der einzelnen Partnerländer am Handel des Euro-Währungsgebiets mit gewerblichen Erzeugnissen wider und berücksichtigen den Wettbewerb an Drittmärkten. Der reale effektive Wechselkurs ist ein nominaler effektiver Wechselkurs, deflationiert mit dem gewichteten Mittel von ausländischen Preisen oder Kosten im Verhältnis zu den entsprechenden inländischen Preisen und Kosten. Damit ist er ein Indikator für die preisliche und kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit.

**Einlagefazilität** (deposit facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die zugelassenen Geschäftspartnern die Möglichkeit bietet, auf eigene Initiative täglich fällige Einlagen bei der NZB ihres Landes zu einem im Voraus festgesetzten Zinssatz anzulegen. Dieser Zinssatz bildet im Allgemeinen die Untergrenze des Tagesgeldsatzes.

**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.

**Erweiterte Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe** (enhanced credit support): Von der EZB/vom Eurosystem während der Finanzkrise eingeleitete Sondermaßnahmen mit dem Ziel, die Finanzierungsbedingungen und Kreditströme über das Maß hinaus zu stützen, das durch Senkungen der EZB-Leitzinsen allein erreichbar gewesen wäre.

**EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate)**: Durchschnittszinssatz, zu dem ein als erstklassig eingestuftes Kreditinstitut bereit ist, einem anderen Kreditinstitut mit höchster Bonität Euro-Gelder zur Verfügung zu stellen. Der EURIBOR wird täglich anhand der Zinssätze ausgewählter Banken für Laufzeiten von bis zu zwölf Monaten berechnet.

**Eurosystem** (Eurosystem): Zentralbanksystem, das sich aus der EZB und den NZBen der EU-Mitgliedstaaten zusammensetzt, deren Währung der Euro ist.

**Euro-Währungsgebiet (Euroraum, Eurogebiet)** (euro area): Gebiet, das jene EU-Mitgliedstaaten umfasst, in denen der Euro gemäß dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union als gemeinsame Währung eingeführt wurde.

**Finanzielle Mantelkapitalgesellschaft/Verbriefungsgesellschaft (FMKG)** (financial vehicle corporation – FVC): Unternehmen, dessen Haupttätigkeit in der Durchführung von Verbriefungen besteht. Eine FMKG emittiert in der Regel marktfähige Wertpapiere, die öffentlich angeboten oder privat platziert werden. Manche FMKGs halten nur die verbrieften Vermögenswerte und begeben die Wertpapiere über andere Stellen, bei denen es sich häufig ebenfalls um FMKGs handelt.

**Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung** (financial accounts): Teil des Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (für das Euro-Währungsgebiet), der die Finanzpositionen (Bestände oder Bilanzen), die finanziellen Transaktionen und die sonstigen Veränderungen der verschiedenen institutionellen Sektoren einer Volkswirtschaft nach Art der Forderung und Verbindlichkeit ausweist.

**Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)** (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP): Messgröße für die Verbraucherpreisentwicklung, die von Eurostat ermittelt wird und für alle EU-Mitgliedstaaten harmonisiert ist.

**Hauptrefinanzierungsgeschäft (HRG)** (main refinancing operation – MRO): Regelmäßiges Offenmarktgeschäft, 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 der Optionen auf diesen Wert sowie 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- und Sachleistungen, einschließlich Sonderzahlungen) sowie die sonstigen Arbeitskosten (Sozialbeiträge und beschäftigungsbezogene Steuern 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. des Verbraucherpreisindex.

**Inflationsindexierte Staatsanleihen** (inflation-indexed government bonds): Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte, bei denen Kuponzahlungen und Kapitalbetrag an einen bestimmten Verbraucherpreisindex gekoppelt sind.

**Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds)** (investment funds (except money market funds)): Finanzinstitute, die beim Publikum beschaffte Gelder bündeln und in finanzielle und nichtfinanzielle Vermögenswerte investieren. Siehe auch MFIs.

**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 die gleiche 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. öffentlichen Haushalten und sonstigen 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/Staat)** (borrowing requirement – general government): Nettokreditaufnahme der öffentlichen Haushalte (Staat).

**Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten der MFIs** (MFI longer-term financial liabilities): Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren, Einlagen mit einer vereinbarten 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 operations – LTRO): Offenmarktgeschäft mit einer Laufzeit von mehr als einer Woche, das vom Eurosystem in Form einer befristeten Transaktion durchgeführt wird. Die regelmäßigen monatlichen Geschäfte haben eine Laufzeit von drei Monaten. Während der Finanzmarkturbulenzen, die im August 2007 begannen, wurden zusätzliche Kreditgeschäfte mit Laufzeiten von einer Mindestreserperiode bis zu einem Jahr durchgeführt, wobei die Häufigkeit dieser Operationen variierte.

**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 den geldpolitischen Kurs der EZB widerspiegeln. Hierbei handelt es sich um den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität.

**Liquiditätsabsorbierendes Geschäft** (liquidity-absorbing operation): Geschäft, durch welches das Eurosystem Liquidität abschöpft, um überschüssige Liquidität zu verringern oder eine Liquiditätsknappheit herbeizuführen. Diese Geschäfte können über die Begebung von Schuldverschreibungen oder mithilfe von Termineinlagen durchgeführt werden.

**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 (reales) BIP je Erwerbstätigen) 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): Tenderverfahren, bei dem der Zinssatz im Voraus von der Zentralbank festgelegt wird und die teilnehmenden Geschäftspartner den Geldbetrag bieten, für den sie zum vorgegebenen Zinssatz abschließen wollen.

**Mengentender mit Vollzuteilung** (fixed rate full-allotment tender procedure): Tenderverfahren, bei dem der Zinssatz von der Zentralbank vorab festgelegt wird (Festzins) und die Geschäftspartner den Geldbetrag bieten, den sie zu diesem Zinssatz aufnehmen wollen. Dabei wissen sie im Voraus, dass alle ihre Gebote zugeteilt werden (Vollzuteilung).

**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 des privaten Sektors) sowie der MFI-Bestand an von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapieren (Aktien und sonstigen Dividendenwerten sowie Schuldverschreibungen).

**MFIs (monetäre Finanzinstitute)** (MFIs – monetary financial institutions): Finanzinstitute, die in ihrer Gesamtheit 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, d. h. Fonds, die in kurzfristige und risikoarme Anlageformen, in der Regel mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr, investieren.

**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 von Instituten, während einer Erfüllungsperiode Mindestreserven bei der Zentralbank zu unterhalten. Die Erfüllung der Mindestreservepflicht bemisst sich anhand des tagesdurchschnittlichen Mindestreserveguthabens auf den Reservekonten innerhalb der 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.

**Offenmarktgeschäft** (open market operation): Auf Initiative der Zentralbank durchgeführtes Finanzmarktgeschäft. Zu den Offenmarktgeschäften zählen befristete Transaktionen, endgültige Käufe bzw. Verkäufe, Termineinlagen, die Begebung von Schuldverschreibungen und Devisenswapgeschäfte. Durch Offenmarktgeschäfte kann Liquidität zugeführt oder abgeschöpft werden.

**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 Erwerbzzweck, wie beispielsweise öffentliche Unternehmen, zählen nicht zum Staatssektor.

**Preisstabilität** (price stability): Gemäß der Definition des EZB-Rats ein Anstieg des HVPI für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Der EZB-Rat hat außerdem deutlich gemacht, dass er in seinem Streben nach Preisstabilität darauf abzielt, mittelfristig eine Preissteigerungsrate von unter, aber nahe 2 % beizubehalten.

**Referenzwert für das M3-Wachstum** (reference value for M3 growth): Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3, die als mit dem Ziel der Preisstabilität auf mittlere Frist vereinbar gilt.

**Schuldenquote (öffentliche Haushalte/Staat)** (debt-to-GDP ratio – general government): Verhältnis zwischen dem öffentlichen Schuldenstand und dem BIP zu Marktpreisen. Die Schuldenquote ist Gegenstand eines der in Artikel 126 Absatz 2 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union festgelegten fiskalpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

**Schuldenstand (öffentliche Haushalte/Staat)** (debt – general government): Bruttoschuldenstand (Bargeld und Einlagen, Kredite und Schuldverschreibungen) zum Nominalwert am Jahresende nach Konsolidierung innerhalb und zwischen den Teilsektoren des Staates.

**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.

**Sicherheiten** (collateral): Als Kreditrückzahlungsgarantie verpfändete bzw. anderweitig übertragene Vermögenswerte sowie im Rahmen von Rückkaufsvereinbarungen veräußerte Vermögenswerte. Für befristete Transaktionen des Eurosystems verwendete Sicherheiten müssen bestimmte Zulassungskriterien erfüllen.

**Spitzenrefinanzierungsfazilität** (marginal lending facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die zugelassenen Geschäftspartnern die Möglichkeit bietet, auf eigene Initiative von der NZB ihres Landes in Form einer befristeten Transaktion einen Übernachtskredit zu einem im Voraus festgelegten Zinssatz zu erhalten. Der Zinssatz für im Rahmen der Spitzenrefinanzierungsfazilität gewährte Kredite bildet im Allgemeinen die Obergrenze des Tagesgeldsatzes.

**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 im Geschäft mit Unternehmen sowie 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.

**Verbriefung** (securitisation): Transaktion, bei der ein Vermögenswert oder ein Pool von Cashflow erzeugenden Vermögenswerten, bei denen es sich häufig um Buchkredite (Hypothekarkredite, Verbraucherkredite usw.) handelt, vom Originator (in der Regel einem Kreditinstitut) auf eine finanzielle Mantelkapitalgesellschaft (FMKG) übertragen wird. Die FMKG wandelt die Vermögenswerte dann in marktfähige Wertpapiere um, indem sie festverzinsliche Wertpapiere emittiert, deren Tilgungs- und Zinszahlungen durch den vom Forderungspool erzeugten Cashflow bedient werden.

**Vermögensbildungskonten** (capital accounts): Teil des Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (für das Euro-Währungsgebiet), der die Veränderung des Reinvermögens durch Sparen und Nettovermögenstransfers sowie die Sachvermögensbildung umfasst.

**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 an private Haushalte sowie Kredite, Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen (aufgrund der unmittelbaren Pensionsverpflichtungen der Arbeitgeber gegenüber ihren Arbeitnehmern) nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, bewertet zu Marktpreisen am Periodenende.

**Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen** (insurance corporations and pension funds): Sektor, der laut ESVG 95 alle finanziellen Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften umfasst, die in ihrer Hauptfunktion als Folge der Zusammenfassung von Versicherungsrisiken finanzielle Mittlertätigkeiten ausüben.

**Volatilität** (volatility): Schwankungsgrad einer Variablen.

**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 die 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 Ländern des Euro-Währungsgebiets 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 Gebietsfremder in Wertpapieren von Ansässigen im Euroraum (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 der übrigen Welt über einen bestimmten Zeitraum.

**Zinsstrukturkurve** (yield curve): Grafische Darstellung des Verhältnisses von Zinssatz bzw. Rendite und Restlaufzeit von hinreichend homogenen Schuldverschreibungen mit unterschiedlichen Fälligkeiten zu einem gegebenen Zeitpunkt. Die Steigung der Zinsstrukturkurve lässt sich als die Differenz zwischen den Zinssätzen für zwei ausgewählte Restlaufzeiten berechnen.

**Zinstender** (variable rate tender): Tenderverfahren, bei dem die Geschäftspartner Betrag sowie Zinssatz des Geschäfts bieten, das sie mit der Zentralbank tätigen wollen.

ISSN 1561-0292



9 771561 029007