



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

MONATSBERICHT 05 | 2012

01 | 2012

02 | 2012

03 | 2012

04 | 2012

**05 | 2012**

06 | 2012

07 | 2012

08 | 2012

09 | 2012

10 | 2012

11 | 2012

12 | 2012

MONATSBERICHT  
MAI

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM



## MONATSBERICHT MAI 2012

Auf allen  
Veröffentlichungen  
der EZB ist im  
Jahr 2012 ein  
Ausschnitt der  
50-€-Banknote  
abgebildet.

© Europäische Zentralbank, 2012

**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 2. Mai 2012.*

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



# INHALT

## EDITORIAL

### WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	20
Preise und Kosten	59
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	71

#### Kästen:

1 Neuere Entwicklungen am US-Wohnimmobilienmarkt	11
2 Zusammenhang zwischen Basisgeld, weit gefasster Geldmenge und Risiken für die Preisstabilität	21
3 Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das erste Quartal 2012	31
4 Ergebnisse der Umfrage über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln: Oktober 2011 bis März 2012	49
5 Die integrierten Sektorkonten des Euro-Währungsgebiets für das vierte Quartal 2011	53
6 Jüngste Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet	63
7 Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB für das zweite Quartal 2012	65
8 Lagerbestände – theoretische Überlegungen und jüngste Entwicklung	72
9 Identifikation zyklischer Signale aus Konjunkturindikatoren für das Euro-Währungsgebiet	78

## 5 AUFSÄTZE

Fiskalpakt für eine stärkere Wirtschafts- und Währungsunion	85
Vergleich der jüngsten Finanzkrise in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet mit den Erfahrungen Japans in den 1990er-Jahren	103

## 71 STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS SI

## ANHANG

Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	I
Publikationen der Europäischen Zentralbank	V
Glossar	VII

## 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 vom 3. Mai 2012, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Die Inflationsrate dürfte im laufenden Jahr über der 2 %-Marke bleiben. Der EZB-Rat geht allerdings davon aus, dass sich die Preise über die geldpolitisch relevante Frist weiterhin im Einklang mit Preisstabilität entwickeln. In Übereinstimmung hiermit ist die Grunddynamik der monetären Expansion nach wie vor verhalten. Die verfügbaren Indikatoren für das erste Quartal signalisieren weiterhin eine Stabilisierung der Wirtschaftstätigkeit auf niedrigem Niveau. Aktuelle Umfrageindikatoren für das Euro-Währungsgebiet betonen die herrschende Unsicherheit. Im Jahresverlauf wird mit einer allmählichen Konjunkturerholung gerechnet. Zugleich ist der wirtschaftliche Ausblick nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet.

Die Inflationserwartungen für die Wirtschaft im Eurogebiet bleiben fest auf einem Niveau verankert, das mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang steht, die Preissteigerung auf mittlere Sicht unter, aber nahe 2 % zu halten. In den vergangenen Monaten hat das Eurosystem sowohl konventionelle geldpolitische Maßnahmen als auch Sondermaßnahmen durchgeführt. Diese Kombination geldpolitischer Maßnahmen war dem finanziellen Umfeld wie auch der Transmission der Geldpolitik förderlich. Die weiteren Entwicklungen werden genau beobachtet, wobei zu beachten ist, dass alle geldpolitischen Sondermaßnahmen vorübergehender Natur sind und der EZB-Rat weiterhin uneingeschränkt in der Lage ist, durch entschlossenes und rechtzeitiges Handeln mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten.

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so signalisieren die verfügbaren Indikatoren für das erste Quartal weiterhin eine Stabilisierung der Wirtschaftstätigkeit auf niedrigem Niveau. Die jüngsten Signale aus Umfragedaten für das Euro-Währungsgebiet betonen die herrschende Unsicherheit. Zugleich gibt es Anzeichen dafür, dass die weltweite Erholung voranschreitet. Über die kurze Frist hinaus betrachtet rechnet der EZB-

Rat weiterhin damit, dass sich die Wirtschaft im Euroraum im Verlauf dieses Jahres allmählich erholt. Diese Entwicklung wird von der Auslandsnachfrage, den sehr niedrigen kurzfristigen Zinssätzen im Eurogebiet und von sämtlichen Maßnahmen gestützt, die zur Förderung der ordnungsgemäßen Funktionsfähigkeit der Wirtschaft im Euroraum ergriffen wurden. Allerdings wird erwartet, dass die zugrunde liegende Wachstumsdynamik durch noch bestehende Spannungen an einigen Staatsanleihemärkten im Euroraum und deren Einfluss auf die Kreditvergabebedingungen, den Prozess der Bilanzanpassungen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor sowie die hohe Arbeitslosigkeit weiterhin gedämpft wird.

Diese wirtschaftlichen Aussichten sind nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet, die sich insbesondere aus einer Verstärkung der Spannungen an den Staatsanleihemärkten des Eurogebiets und deren möglichem Übergreifen auf die Realwirtschaft des Euroraums sowie weiteren Steigerungen der Rohstoffpreise ergeben.

Die jährliche HVPI-Teuerungsrate für das Eurogebiet belief sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im April 2012 auf 2,6 % nach 2,7 % in den vorangegangenen vier Monaten. Die Inflationsrate dürfte im laufenden Jahr über der 2 %-Marke bleiben, was vor allem auf den Anstieg der Energiepreise und die Erhöhungen indirekter Steuern zurückzuführen ist. Auf der Grundlage der aktuellen Preise der Terminkontrakte für Rohstoffe sollten die jährlichen Preissteigerungsraten Anfang 2013 wieder auf unter 2 % zurückgehen. In diesem Zusammenhang wird der EZB-Rat ein besonderes Augenmerk darauf legen, ob sich höhere Energiepreise in Löhnen, Gewinnen und der allgemeinen Preissetzung niederschlagen. Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich der zugrunde liegende Preisdruck vor dem Hintergrund eines verhaltenen Wachstums im Euroraum und angesichts fest verankerter langfristiger Inflationserwartungen allerdings weiterhin in Grenzen halten.

Die Risiken in Bezug auf die Aussichten für die HVPI-Teuerungsrate in den kommenden Jah-

ren werden nach wie vor als weitgehend ausgewogen erachtet. Aufwärtsrisiken bestehen im Zusammenhang mit unerwartet hohen Rohstoffpreisen und der Anhebung indirekter Steuern, während sich Abwärtsrisiken aus einer hinter den Erwartungen zurückbleibenden Konjunktur-entwicklung ergeben.

Die monetäre Analyse deutet darauf hin, dass die Grunddynamik der monetären Expansion nach wie vor verhalten ist, wobei in den letzten Monaten etwas höhere Zuwachsraten verzeichnet wurden. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 stieg von 2,8 % im Februar 2012 auf 3,2 % im März. Seit Januar war eine Erhöhung der Einlagenbasis der Banken zu beobachten.

Die jährlichen Wachstumsraten der Buchkreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen) beliefen sich im März auf 0,5 % bzw. 1,7 % und waren somit etwas niedriger als im Februar. Das Volumen der an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte ausgereichten MFI-Buchkredite blieb gegenüber dem Vormonat praktisch unverändert.

Die bis März verfügbaren Daten zur Geldmenge und zur Kreditvergabe bestätigen, dass sich die finanzielle Lage weitgehend stabilisiert hat und somit – wie durch die Maßnahmen des Eurosystems beabsichtigt – eine abrupte und ungeordnete Anpassung der Bilanzen der Kreditinstitute abgewendet werden konnte. In diesem Zusammenhang deuten die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft vom April darauf hin, dass die Banken im Eurogebiet ihre Richtlinien sowohl für die Vergabe von Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften als auch für die Ausreichung von Darlehen an private Haushalte im ersten Quartal 2012 per saldo deutlich weniger stark verschärften als Ende 2011, was unter anderem auf die verbesserten Refinanzierungsbedingungen der Banken zurückzuführen war. Aus der Umfrage geht auch hervor, dass die Kreditnachfrage angesichts der schwachen Wirtschaftstätigkeit und des anhaltenden Prozesses der Bilanzanpassungen im nichtfinanziellen Sek-

tor im ersten Quartal 2012 verhalten blieb. Es wird dauern, bis sich die stützende Wirkung der Sondermaßnahmen des Eurosystems vollständig entfaltet und sich positiv im Kreditwachstum niederschlägt, wenn sich die Nachfrage erholt. In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass das zweite längerfristige Refinanzierungsgeschäft mit dreijähriger Laufzeit erst am 1. März 2012 abgewickelt wurde.

Mit Blick auf die Zukunft ist es wichtig, dass die Banken ihre Widerstandsfähigkeit – auch durch die Einbehaltung von Gewinnen – weiter erhöhen. Die Solidität der Bankbilanzen wird von wesentlicher Bedeutung sein, wenn es darum geht, sowohl eine angemessene Bereitstellung von Krediten an die Wirtschaft als auch die Normalisierung aller Finanzierungskanäle zu unterstützen.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass sich der wirtschaftlichen Analyse zufolge die Preise auf mittlere Sicht nach wie vor im Einklang mit Preisstabilität entwickeln dürften. Die Gegenprüfung anhand der Signale aus der monetären Analyse bestätigt dieses Bild.

Die Gewährleistung tragfähiger öffentlicher Finanzen und eines nachhaltigen Wachstums im Euro-Währungsgebiet ist von größter Bedeutung. Im Jahr 2011 erzielten die meisten Länder des Euroraums bei der Haushaltskonsolidierung gute Fortschritte. Die notwendigen umfassenden fiskalpolitischen Anpassungen dämpfen zwar auf kurze Sicht das Wirtschaftswachstum, ihre erfolgreiche Umsetzung wird aber zur Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und somit zur Verringerung der Risikoprämien für Staatsanleihen beitragen. Ein gestärktes Vertrauen in die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen dürfte auch der Wirtschaftstätigkeit im privaten Sektor zuträglich sein und somit private Investitionen und das mittelfristige Wachstum stützen.

Neben der Haushaltskonsolidierung müssen zugleich auch das Wachstum sowie das Wachstumspotenzial im Eurogebiet durch entschlossene Strukturreformen verbessert werden. In diesem Zusammenhang ist die Förderung der

unternehmerischen Tätigkeit, der Gründung neuer Unternehmen und der Schaffung von Arbeitsplätzen von entscheidender Bedeutung. Politische Maßnahmen zur Stärkung des Wettbewerbs auf den Gütermärkten und zur Steigerung der Anpassungsfähigkeit der Unternehmen in Bezug auf Löhne und Beschäftigung werden die Innovationstätigkeit beleben, die Schaffung von Arbeitsplätzen begünstigen und die längerfristigen Wachstumsaussichten verbessern. Reformen in diesen Bereichen sind insbesondere für Länder wichtig, die erhebliche Einbußen bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit hinnehmen mussten und ihre Produktivität steigern sowie ihre Handelsbilanzen verbessern müssen.

Was den Anpassungsprozess im Euroraum betrifft, so haben die Erfahrungen in anderen großen Währungsräumen gezeigt, dass regionale Unterschiede in den wirtschaftlichen Entwicklungen eine normale Erscheinung sind. Allerdings haben sich im vergangenen Jahrzehnt in mehreren Euro-Ländern erhebliche Ungleichgewichte herausgebildet, die nun einen Korrekturprozess durchlaufen.

Der geldpolitische Kurs der EZB muss auf das Euro-Währungsgebiet fokussiert sein. Das vorrangige Ziel der Geldpolitik der EZB besteht nach wie vor darin, mittelfristig Preisstabilität im Euroraum zu gewährleisten. Das ist der beste Beitrag, den die Geldpolitik zur Unterstützung des Wirtschaftswachstums und zur Schaffung von Arbeitsplätzen im Eurogebiet leisten kann.

Es ist Aufgabe der nationalen Regierungen, Divergenzen zwischen einzelnen Euro-Ländern zu begegnen. Sie müssen entschlossen politische Maßnahmen ergreifen, um größere Ungleichgewichte und Anfälligkeiten auf den Gebieten der Haushalts-, Finanz- und Strukturpolitik zu beseitigen. Der EZB-Rat stellt fest, dass in vielen Ländern Fortschritte erzielt werden, aber einige Regierungen müssen ehrgeiziger sein. Es liegt in unserem gemeinsamen Interesse, für solide Finanzierungssalden, Finanzstabilität und Wettbewerbsfähigkeit in allen Ländern des Euro-Währungsgebiets zu sorgen.

Die vorliegende Ausgabe des Monatsberichts enthält zwei Aufsätze. Im ersten Aufsatz wird ein Überblick über die wesentlichen Elemente des Fiskalpakts, der Teil des neuen Vertrags über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion ist, geboten und eine Bewertung vorgenommen. Im zweiten Aufsatz wird die jüngste Finanzkrise in den Vereinigten Staaten und im Euroraum mit den Erfahrungen Japans in den 1990er-Jahren verglichen.



# WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

## I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die Weltwirtschaft lässt weiterhin Anzeichen einer moderaten Wachstumsbelebung erkennen, und die aus Branchenumfragen gewonnenen Indikatoren verbleiben im expansiven Bereich. Die Inflation hat sich in den letzten Monaten weltweit abgeschwächt, was zum Teil auf eine rückläufige Jahresänderungsrate der in den Verbraucherpreisindizes abgebildeten Energiekomponente zurückzuführen ist.

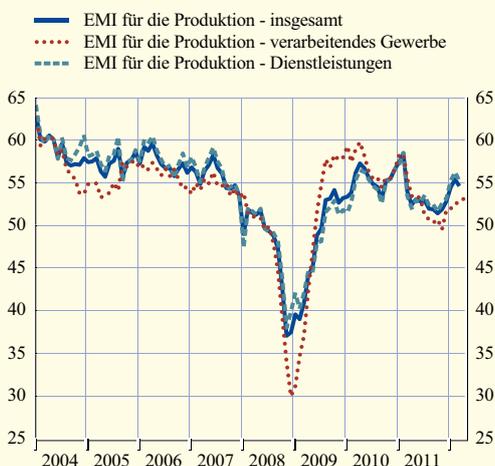
### I.1 WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN

Die Weltwirtschaft lässt weiterhin Anzeichen einer moderaten Wachstumsbelebung erkennen. Nachdem in den ersten Monaten des laufenden Jahres, teilweise aufgrund temporärer Faktoren, eine Reihe sehr positiver Daten veröffentlicht wurde, fielen die Meldungen in jüngster Zeit uneinheitlich aus. In einigen Industrieländern gehen von den schwachen Arbeits- und Wohnimmobilienmärkten sowie der Notwendigkeit weiterer Bilanzsanierungen im öffentlichen und privaten Sektor weiterhin Wachstumshemmnisse aus. Wenngleich bei den Bilanzkorrekturen Fortschritte erzielt werden, verharrt die Verschuldung der privaten Haushalte in einer Reihe führender Industrienationen auf einem hohen Niveau. In den Schwellenländern hat sich das Wachstum ebenfalls etwas verlangsamt. Gleichwohl lagen die Wachstumsraten dort insgesamt deutlich über jenen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften, womit sie wesentlich zum weltweiten Wirtschaftswachstum beitrugen.

Die jüngsten Umfragewerte stehen mit der Einschätzung in Einklang, dass sich die Weltwirtschaft allmählich erholt. Obgleich sich der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im ersten Quartal 2012 leicht auf 54,7 Punkte abschwächte, blieb er damit deutlich über seinem Stand von 52,0 Punkten im Schlussquartal 2011 und auch etwas oberhalb seines seit 1999 verzeichneten Durchschnittswerts. Der Rückgang des EMI für die Produktion insgesamt war auf die Abschwächung des Teilindex für die Produktion im Dienstleistungssektor zurückzuführen. Im April erhöhte sich der EMI-Teilindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe auf 53,1 Punkte nach 52,7 Punkten im Vormonat.

Abbildung 1 Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion

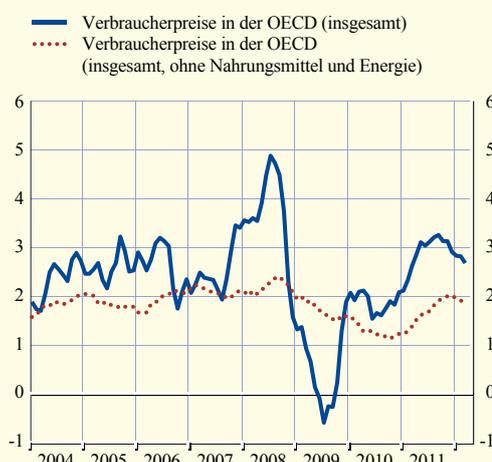
(Diffusionsindex; saisonbereinigt; Monatswerte)



Quelle: Markit.

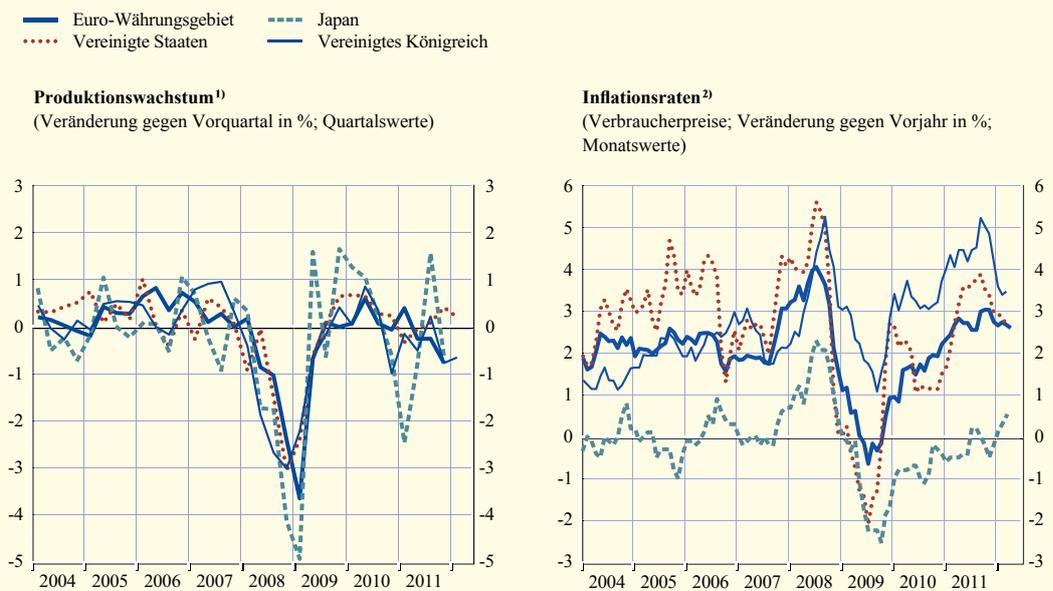
Abbildung 2 Internationale Preisentwicklung

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: OECD.

Abbildung 3 Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern



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

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

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

Die globale Inflation hat sich in den letzten Monaten abgeschwächt, und in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hält sich die Teuerung nach wie vor in Grenzen. Die für die OECD-Länder ausgewiesene jährliche Inflationsrate ging von 2,8 % im Februar auf 2,7 % im März zurück, womit sich die allmähliche Verlangsamung des Preisauftriebs gegenüber seinem Höchststand von 3,3 % im September 2011 fortsetzte. Ursächlich hierfür waren zum Teil Basiseffekte im Zusammenhang mit der Jahresänderungsrate der in den Verbraucherindizes enthaltenen Energiekomponente. Die jährliche Teuerungsrate ohne Nahrungsmittel und Energie blieb im März mit 1,9 % gegenüber den vorangegangenen Monaten unverändert. In den Schwellenländern sind die Teuerungsraten zuletzt zwar gesunken, doch herrscht hier aufgrund knapperer Kapazitätsreserven ein erhöhter Inflationsdruck.

### VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten schwächte sich das Wirtschaftswachstum zu Beginn des laufenden Jahres ab. Der vorläufigen Schätzung des Bureau of Economic Analysis zufolge erhöhte sich das reale BIP im ersten Quartal 2012 gegenüber dem Vorjahr um 2,2 % (0,5 % im Quartalsvergleich) nach 3 % im vorangegangenen Dreimonatszeitraum. Haupttriebfeder waren die privaten Konsumausgaben; ihr Wachstum legte von 2,1 % auf 2,9 % zu und wurde teilweise durch eine Rückführung der privaten Sparquote finanziert. Dämpfend wirkte in erster Linie die Abschwächung der privaten Anlageinvestitionen, die vor allem den Bereich der gewerblichen Bauten betraf; gleichzeitig wurden die Staatsausgaben weiter gedrosselt. Von den Vorratsinvestitionen ging ein weitaus schwächerer Wachstumsimpuls aus als noch im Vorquartal, und der Beitrag der Nettoausfuhr lag bei nahe null, da sich sowohl das Export- als auch das Importwachstum beschleunigte (auf 5,4 % bzw. 4,3 %). Vor dem Hintergrund der günstigen Witterungsbedingungen legten die Wohnungsbauinvestitionen im vierten aufeinanderfolgenden Quartal zu (19,1 %). Obschon am Wohnimmobilienmarkt einige

Anzeichen einer Stabilisierung zu erkennen sind, entwickelt er sich insgesamt weiterhin schwach (siehe Kasten 1).

Die jährliche am VPI gemessene Teuerungsrate verlangsamte sich im März weiter auf 2,7 %, womit sie sich gegenüber ihrem Höchststand von 3,9 % im September 2011 um mehr als einen Prozentpunkt verringerte. Hinter dieser Abschwächung verbarg sich der anhaltende Rückgang der Jahresänderungsrate der Energiepreise (welcher teilweise Basiseffekten geschuldet ist) und – in einem geringeren Ausmaß – der Nahrungsmittelpreise. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet erhöhte sich die jährliche Teuerung auf der Verbraucherstufe im März leicht auf 2,3 %, verglichen mit 2,2 % im Vormonat. Die Wohnungskosten, die sich gegenüber ihren 2010 verbuchten negativen Vorjahresraten erholt haben, weisen in jüngster Zeit stabilere Jahressteigerungsraten von knapp 2 % auf.

Am 25. April 2012 erklärte der Offenmarktausschuss der Federal Reserve, dass die US-Wirtschaft moderat gewachsen sei und sich die Arbeitsmarktlage in den letzten Monaten verbessert habe. Der Ausschuss beschloss, den Zielzinssatz für Tagesgeld in einem Korridor von 0 % bis 0,25 % zu belassen. Des Weiteren geht er davon aus, dass die wirtschaftlichen Bedingungen mindestens bis zum Jahresende 2014 ein außergewöhnlich niedriges Niveau des Tagesgeldsatzes rechtfertigen dürften.

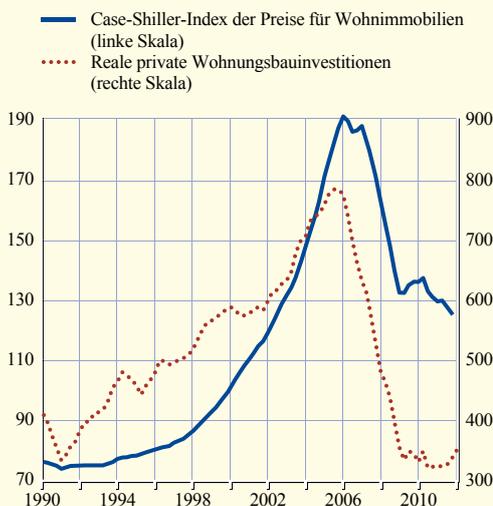
Kasten 1

NEUERE ENTWICKLUNGEN AM US-WOHNIMMOBILIENMARKT

Der US-Wohnimmobilienmarkt erlebte in den letzten Jahren den stärksten Einbruch seit dem Zweiten Weltkrieg. Die am Case-Shiller-Index gemessenen Preise für Wohnimmobilien sanken gegenüber ihrem 2006 verzeichneten Spitzenwert um mehr als 30 % (siehe Abbildung A). Bezogen auf das BIP liegen die Wohnungsbauinvestitionen nun bei unter 2,5 %, verglichen mit rund 6 % während des 2005 erreichten Höchststands. In jüngerer Zeit gab es allerdings einige Anzeichen dafür, dass die Flaute am US-Wohnimmobilienmarkt allmählich ihren Tiefpunkt erreicht. Bei Hausverkäufen, Baubeginnen und Baugenehmigungen hat eine Erholung eingesetzt, allerdings ausgehend von einem historisch niedrigen Niveau. Zudem leisten die Wohnungsbauinvestitionen in den Vereinigten Staaten, die 2006 komplett eingebrochen waren, seit dem zweiten Quartal 2011 wieder einen positiven Wachstumsbeitrag. Der Rückgang der Wohnimmobilienpreise hat sich verlangsamt, und die Immobilien-Futures lassen darauf schließen, dass sich die Hauspreise möglicherweise einem Tiefpunkt nähern. Allerdings müs-

Abbildung A Preise für Wohneigentum und private Wohnungsbauinvestitionen

(Index: Q1 2000 = 100, saisonbereinigte Angaben; in MRD USD, verkettet (2005), saisonbereinigt und auf Jahreswert hochgerechnet; Quartalswerte)



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Standard & Poor's, Fiserv und MacroMarkets LLC.  
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2011.

sen im Rahmen der Anpassung am US-Wohnimmobilienmarkt noch eine Reihe wachstumshemmender Hindernisse überwunden werden. Im vorliegenden Kasten wird zunächst kurz erläutert, warum ein Aufschwung am Wohnimmobilienmarkt für das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten von Bedeutung ist. Danach werden die wichtigsten Angebots- und Nachfragefaktoren untersucht, die einer kräftigen Belebung des Wohnimmobilienmarkts im Weg stehen. Abschließend enthält der Kasten eine Übersicht der zur Stützung des US-Wohnimmobilienmarkts ergriffenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen.

### Die Bedeutung des Wohnimmobilienmarkts für die wirtschaftliche Erholung in den Vereinigten Staaten

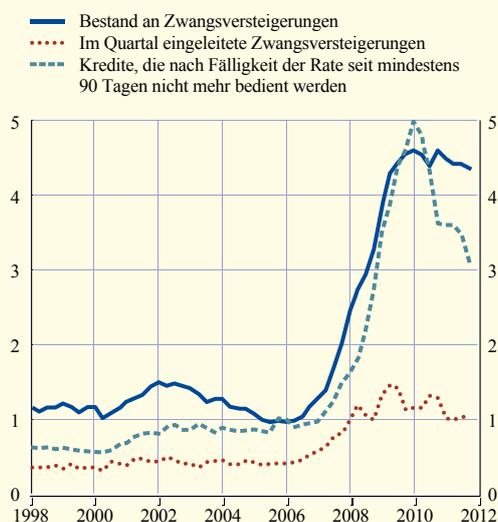
Die Flaute am Wohnimmobilienmarkt steht dem Wirtschaftsaufschwung in den Vereinigten Staaten in mehrfacher Hinsicht im Weg. Erstens hat sich der drastische Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen direkt in der Wirtschaftsleistung niedergeschlagen. Da die Investitionen im Wohnungsbau deutlich zyklischer verlaufen als die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, tragen sie üblicherweise stärker zum Wachstum des BIP als zu dessen Höhe bei. Der Beitrag der Wohnungsbauinvestitionen, der in den Frühphasen vorangegangener Aufschwünge in den USA jeweils von großer Bedeutung war, blieb bislang gemäßigt. Zweitens hängen viele Arbeitsstellen von der Wohnungswirtschaft ab, und zwar sowohl im Wohnungsbau direkt als auch in den Industriezweigen, die ergänzende Produkte wie beispielsweise Haushaltsgegenstände herstellen, oder den mit der Wohnungswirtschaft in Verbindung stehenden Berufen und fachmännischen Dienstleistungen. Drittens wirkt sich das infolge der rückläufigen Hauspreise sinkende Immobilienvermögen negativ auf die privaten Konsumausgaben aus, da die privaten Haushalte ihrem Immobilienvermögen einen geringeren Wert beimessen, was ihre Einstellung zu aktuellem und künftigen Konsum beeinflussen könnte.

#### Angebotsfaktoren

Die anhaltende Schwäche der US-Wohnimmobilienpreise spiegelt die weiterhin unausgewogene Angebots- und Nachfragesituation am Wohnungsmarkt wider. Maßgeblich behindert werden eine Erholung der Hauspreise und ein stärkeres Wiederanziehen des Wohnungsbaus in den Vereinigten Staaten durch das Überangebot an Wohnimmobilien. Der Bestand an Wohnimmobilien liegt derzeit auf historisch hohem Niveau; freie Wohnungen machten 2011 rund 14 % des Gesamtbestands aus, wobei dieser Prozentsatz seit dem 2008 erreichten Höchststand kaum zurückgegangen ist. Erhöht wurde das Wohnungsangebot am Markt auch durch Zwangsversteigerungen infolge der Zahlungsunfähigkeit der Schuldner, die weiterhin einen Abwärtsdruck auf die Preise ausüben. Hauptgründe für die Zwangsversteigerungen sind vor allem die Einkommensverschlechterung der privaten

Abbildung B Notleidende Kredite und Zwangsversteigerungen

(in % der Anzahl der ausstehenden Hypotheken insgesamt, saisonbereinigte Quartalswerte)



Quelle: Mortgage Bankers Association.  
Anmerkung: Die Angaben zum Bestand an Zwangsversteigerungen sind nicht saisonbereinigt. Die letzten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2011.

Haushalte und der Preisverfall bei Wohnimmobilien. Im Jahr 2011 wies eines von vier hypothekarisch belasteten Einfamilienhäusern einen negativen Vermögenswert auf, d. h. die Hypothekenschuld war größer als der Immobilienwert. Dies schränkt die Möglichkeiten eines Immobilienbesitzers ein, einen Verkauf oder eine Refinanzierung vorzunehmen, was wiederum zu einem Zahlungsausfall führen kann. Der Prozentsatz der in einem Quartal neu eingeleiteten Zwangsversteigerungen blieb 2011 weitgehend stabil und lag bei rund 1 % aller Wohnungsbaukredite (siehe Abbildung B). Zudem ging der Anteil der notleidenden Kredite (also der Kredite, die mindestens 90 Tage lang nicht bedient wurden) – an dem sich die Wahrscheinlichkeit künftiger neuer Zwangsversteigerungen gut ablesen lässt – gegenüber seinem Anfang 2010 erreichten Höchststand (5,0 %) zurück, war aber Ende 2011 mit 3,1 % immer noch stark erhöht.

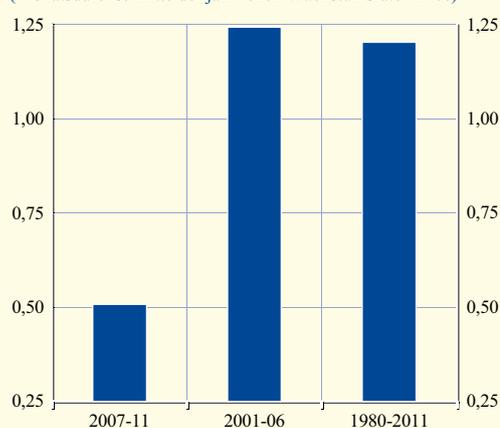
### Nachfragefaktoren

Eingetrübt wird die Nachfrage nach Wohnimmobilien im Wesentlichen durch die anhaltend schwachen Aussichten sowohl für die Beschäftigung als auch das Einkommenswachstum. Die Arbeitslosenquote in den Vereinigten Staaten lag im März 2012 bei 8,2 % und somit deutlich über dem vor der Krise im Jahresdurchschnitt 2007 verzeichneten Wert von 4,6 %. Trotz des zuletzt beschleunigten Beschäftigungswachstums bleibt der US-Arbeitsmarkt strukturell schwach. Der Anteil der Langzeitarbeitslosen (d. h. der länger als sechs Monate von Arbeitslosigkeit Betroffenen) an der Arbeitslosigkeit insgesamt lag im März 2012 auf dem erhöhten Niveau von rund 43 % und war somit etwa doppelt so hoch wie nach der Rezession von 2001. Zugleich müssen die in Beschäftigung befindlichen Personen einen Abbau der Kaufkraft ihrer Einkommen hinnehmen, da die Inflation stärker steigt als die Einkommen. So meldet das US Bureau for Labor Statistics, dass die Zuwachsrate des realen durchschnittlichen Stundenlohns in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres negativ war und im März -0,6 % betrug.

Auch die Haushaltsgründungen bleiben von der Schwäche am US-Arbeitsmarkt und den ungünstigen Einkommensaussichten nicht unberührt, was wiederum die Nachfrage nach Wohneigentum eintrübt. Viele Schulabgänger, die keine Arbeitsstelle finden, wohnen weiterhin bei ihren Eltern, anstatt einen neuen Haushalt zu gründen, und auch Menschen, die ihren Arbeitsplatz verlieren, tendieren dazu, zu ihren Verwandten zurückzuziehen. Infolgedessen liegt die jährliche Wachstumsrate der Haushaltsgründungen in den Vereinigten Staaten seit 2007 bei durchschnittlich rund 0,5 % und somit deutlich unter dem Jahresdurchschnitt von 1,2 % für die Zeit seit 1980 (siehe Abbildung C). Dieser Wert liegt auch unter der Rate für das Bevölkerungswachstum, einschließlich der üblicherweise mit der Gründung neuer Haushalte verbundenen Alterskohorte. Das Tempo der Haushaltsgründungen dürfte wieder anziehen, sobald sich die Beschäftigungs- und Einkommensaussichten weiter aufhellen.

Abbildung C Anzahl der privaten Haushalte

(Monatsdurchschnitte der jährlichen Wachstumsraten in %)



Quellen: Census Bureau und Haver Analytics.  
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf Dezember 2011.

Ein weiterer die Nachfrage beeinträchtigender Faktor ist die Verfügbarkeit von Hypothekarkrediten. Trotz der in den USA historisch niedrigen Hypothekenzinsen ist der breite Zugang zu neuen Hypothekendarlehen zu annehmbaren Konditionen nach wie vor begrenzt. Angesichts sinkender Wohnimmobilienpreise sind die Banken weniger geneigt, Mittel auszuleihen, da die Sicherheiten an Wert verlieren. Dementsprechend verschärfen sich die Richtlinien für mit Wohnimmobilien besicherte Hypothekarkredite im Verlauf der Krise merklich und wurden seither auch nicht wesentlich gelockert. Beispielsweise bestehen Beschränkungen in Form höherer Gebühren, strengerer Dokumentationsanforderungen, höherer Anzahlungen und strikterer Bewertungsstandards. Darüber hinaus haben die Aussichten auf weiter sinkende Wohnimmobilienpreise (und damit einhergehend ein geringerer Sicherheitswert) potenzielle Käufer abgeschreckt. Aufgrund der insgesamt schwachen Nachfrage lag die Vergabe von Hypothekarkrediten zum Hauskauf 2011 bei rund 25 % des Ende 2003 verzeichneten Höchststands, während der Umfang der beantragten Hypothekarkredite zum Hauskauf bei rund einem Drittel des Höchststands von 2005 lag.

### **Wirtschaftspolitische Maßnahmen und Überlegungen**

Der Teufelskreis aus sinkenden Wohnimmobilienpreisen, die zu Zwangsversteigerungen und einem Überangebot am Markt führen, welches wiederum die Hauspreise drückt, veranlasste die US-Behörden dazu, verschiedene Maßnahmen zu ergreifen, um diese Spirale zu stoppen.

Im September 2008 wurden die staatlich geförderten Unternehmen Fannie Mae und Freddie Mac – die zusammen rund 60 % der ausstehenden Hypotheken halten und eine wichtige Rolle bei der Stützung eines liquiden Hypothekenmarkts spielen – unter staatliche Aufsicht gestellt und erhielten angesichts ihrer sich verschlechternden Solvenz eine Kapitalspritze. In den Jahren 2009 und 2010 stellte die Regierung ein Steuercréditprogramm für Hauskäufer bereit, in dessen Rahmen Erstkäufern von Wohneigentum vorübergehend finanzielle Unterstützung gewährt wurde und das so den Verkauf von Wohnimmobilien ankurbeln sollte. Das 2009 aufgelegte Programm zur Herbeiführung von Hypothekenmodifizierungen (Home Affordable Modification Program – HAMP) zielte darauf ab, die Konditionen von Hypothekarkrediten für Kreditnehmer, die in Zahlungsschwierigkeiten geraten sind oder zu geraten drohen, so zu ändern, dass die monatlichen Hypothekenzahlungen auf ein finanziell tragbares Niveau gesenkt werden. Ferner war das Refinanzierungsprogramm zur leichteren Finanzierung von Wohneigentum (Home Affordable Refinancing Program – HARP) darauf ausgerichtet, die monatlichen Hypothekenzahlungen für nicht in Zahlungsschwierigkeiten geratene private Haushalte zu verringern, indem diesen eine Unterstützung bei der Refinanzierung gewährt wurde, die es ihnen ermöglichte, von den niedrigen Zinsen zu profitieren. Sowohl HAMP als auch HARP gelten als nur begrenzt erfolgreich, da die Programme in geringerem Maße als erwartet genutzt wurden. Daher wurden beide Programme in den letzten Monaten ausgeweitet, um ihren Anwendungsbereich zu vergrößern.<sup>1</sup> Anfang 2012 hat die US-Regierung sowohl für Anleger als auch für die staatlich geförderten Unternehmen verstärkt Anreize dahingehend gesetzt, den Kapitalbetrag bei Krediten für Kreditnehmer, deren Hypothekenschuld den Wert ihres Wohneigentums deutlich übersteigt, zu verringern. Dadurch sollen weitere Zwangsversteigerungen vermieden und die Anpassung am Immobilienmarkt beschleunigt werden.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Weitere Einzelheiten zu den Programmen finden sich unter [www.makinghomeaffordable.gov](http://www.makinghomeaffordable.gov).

<sup>2</sup> Eine aktuelle Diskussion zu den Maßnahmen in Bezug auf den Wohnimmobilienmarkt in den USA findet sich in: US Federal Reserve System, *The US Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations*, Januar 2012. Siehe auch IWF, *World Economic Outlook*, Kapitel 3, April 2012, wo unter Bezug auf andere Fallstudien darauf hingewiesen wird, dass gezielte Umschuldungsmaßnahmen für private Haushalte, zu denen auch die Abschreibung eines Teils des Beleihungswerts gehört, sich als wirtschaftlich sehr vorteilhaft erweisen können und zugleich die öffentliche Hand nur relativ gering belasten.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die vor der Krise entstandenen enormen Ungleichgewichte am Markt für Wohnimmobilien in den Vereinigten Staaten einer anschließenden wirtschaftlichen Erholung im Weg gestanden haben; trotz der zahlreichen von den US-Behörden ergriffenen Maßnahmen ist der Wohnimmobilienmarkt weiterhin schwach, und der Anpassungsprozess kommt nur zögerlich in Gang. Dennoch geht aus den jüngsten Angaben hervor, dass sich der Immobilienmarkt allmählich stabilisiert und die aufgestaute Nachfrage nach Wohneigentum bei einer fortgesetzten Aufhellung am US-Arbeitsmarkt letztlich zu einem stärkeren Aufschwung beitragen dürfte. Die neuerlichen wirtschaftspolitischen Maßnahmen in Bezug auf den Wohnimmobiliensektor können die Anpassung und die nachfolgende Erholung beschleunigen.

## JAPAN

In Japan waren nach der Stagnation des Schlussquartals 2011 insgesamt weiterhin verhaltene Anzeichen einer Erholung zu erkennen. Trotz der in jüngster Zeit teilweise schwachen Ergebnisse zeigten die aus Branchenumfragen gewonnenen Indikatoren im ersten Quartal 2012 im Allgemeinen eine Verbesserung an, wobei die Lage von den Umfrageteilnehmern aus dem verarbeitenden Gewerbe jedoch etwas anders eingeschätzt wird als in den anderen Sektoren. Die Industrieproduktion erholte sich nach dem Rückgang des Vormonats im März wieder, sodass die Quartalswachstumsrate im ersten Vierteljahr 2012 einen Stand von 1,1 % erreichte. Nach einer eher verhaltenen Belegung zu Jahresbeginn blieb die Warenausfuhr im März in realer Betrachtung unverändert, sodass der Durchschnitt des ersten Vierteljahres 2012 etwa dem des Vorquartals entsprach. Trotz einer Erholung im März blieb die reale Wareneinfuhr im Durchschnitt des ersten Jahresviertels unter dem Stand des Vorquartals. Der private Verbrauch hat sich in den letzten Monaten gefestigt, und die öffentlichen Investitionen scheinen im Zuge der Wiederaufbaumaßnahmen an Fahrt zu gewinnen.

Die am VPI gemessene jährliche Teuerungsrate erhöhte sich im März leicht auf 0,5 % (nach 0,3 % im Vormonat), was zu einem großen Teil anziehenden Energiepreisen sowie einigen technischen Faktoren geschuldet war. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise ohne frische Nahrungsmittel beschleunigte sich von 0,1 % im Februar auf 0,2 % im März. Die jährliche VPI-Teuerungsrate ohne Nahrungsmittel und Energie verharrte unterdessen bei -0,5 %. Auf ihrer letzten geldpolitischen Sitzung am 27. April 2012 beschloss die Bank von Japan, den Zielzinssatz für unbesichertes Tagesgeld unverändert bei rund 0 % bis 0,1 % zu belassen. Ferner kündigte sie an, ihr Programm zum Ankauf von Wertpapieren per saldo um etwa 5 Billionen JPY auszuweiten und einige Änderungen an dessen Zusammensetzung vorzunehmen, darunter eine Erhöhung der Ankäufe japanischer Staatsanleihen um 10 Billionen JPY, eine Aufstockung des Erwerbs börsengehandelter Fonds und japanischer Real Estate Investment Trusts (REITs) um insgesamt 210 Mrd JPY und eine Senkung der Obergrenze des ausstehenden Betrags aus den liquiditätszuführenden Geschäften, die sie in Form von Mengentendern und gegen die Stellung von Sicherheiten aus einem Sicherheitenpool getätigt hatte, um rund 5 Billionen JPY. Außerdem beschloss die Bank von Japan, die Restlaufzeit der im Rahmen des Ankaufprogramms zugelassenen japanischen Staatsanleihen von „ein bis zwei Jahre“ auf „ein bis drei Jahre“ zu verlängern. Der Zeitrahmen für die Umsetzung des Programms wurde um sechs Monate bis Ende Juni 2013 ausgedehnt.

## VEREINIGTES KÖNIGREICH

Im Vereinigten Königreich blieb die wirtschaftliche Aktivität verhalten. Das reale BIP sank im ersten Quartal 2012 um 0,2 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum, was überwiegend einem Konjunkturerbruch im Baugewerbe geschuldet war. Allerdings fielen die Ergebnisse der Branchenumfragen im ersten Jahresviertel 2012 verhältnismäßig positiv aus, während bei den Indi-

katoren der Industrieproduktion und des Verbrauchervertrauens Anzeichen von Schwäche zu erkennen waren. Wenngleich sich am Arbeitsmarkt eine Stabilisierung abzuzeichnen begann, war die Lage angesichts der recht hohen Arbeitslosenquote (durchschnittlich 8,3 % im Dreimonatszeitraum bis Februar) und des nur schleppend verlaufenden Beschäftigungswachstums weiterhin schwierig. In der näheren Zukunft dürfte die wirtschaftliche Erholung nur allmählich an Fahrt gewinnen, da die Binnennachfrage nach wie vor durch die restriktiven Kreditbedingungen, die laufenden Bilanzanpassungen der privaten Haushalte und die beträchtliche Straffung der Finanzpolitik in Mitleidenschaft gezogen werden dürfte.

Die jährliche VPI-Teuerungsrate zog von 3,4 % im Februar auf 3,5 % im März an, während sie ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel gerechnet unverändert bei 2,9 % blieb. Auf kurze Sicht dürfte sich der Preisauftrieb weiter leicht verringern. Längerfristig betrachtet werden die schwachen Konjunkturaussichten und die vorhandenen Überschusskapazitäten möglicherweise zu einem weiteren Nachlassen des Inflationsdrucks beitragen. Der geldpolitische Ausschuss der Bank of England beschloss auf seiner Sitzung am 5. April, den auf die Reserven der Geschäftsbanken zahlbaren Leitzins bei 0,5 % zu belassen und den Bestand an Vermögenswerten, die über die Ausgabe von Zentralbankreserven finanziert werden, bei insgesamt 325 Mrd GBP zu halten.

## CHINA

In China verlangsamte sich das jährliche Wachstum des realen BIP im ersten Quartal 2012 auf 8,1 % (verglichen mit 8,9 % im Vorquartal), womit sich die Einschätzung bestätigt, dass die chinesische Wirtschaft weiter auf eine weiche Landung zusteuert. Zwar kam es im März zu einer Belebung der Exporte, doch insgesamt blieben die außenwirtschaftlichen Bedingungen in den ersten Monaten des Jahres ungünstig. Das Wachstum der Binnennachfrage verlangsamte sich allmählich weiter. Auch die Industrieproduktion weitete sich im März etwas weniger stark aus, wenngleich ihr Wachstum im Vorjahresvergleich mit 11,9 % robust blieb. Die jährliche VPI-Inflation erhöhte sich im März leicht auf 3,6 % nach 3,2 % im Februar, was einem vorübergehenden Anstieg der Nahrungsmittelpreise zuzuschreiben war. Dennoch blieb die Teuerung damit erstmals seit Oktober 2010 zwei aufeinanderfolgende Monate lang unter dem Zielwert der Behörden von 4 %. Die inländischen Liquiditätsbedingungen entspannten sich im März mit der Beschleunigung des Kredit- und Geldmengenwachstums auf Vorjahresraten von 15,7 % bzw. 13,4 %. Die Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar ist in den letzten Monaten zu einem Stillstand gekommen. Um größere Wechselkursänderungen in beide Richtungen zu ermöglichen, weiteten die Währungsbehörden die Bandbreite für die tägliche Schwankung des CNY/USD-Wechselkurses von 0,5 % auf 1 % aus.

## 1.2 ROHSTOFFMÄRKTE

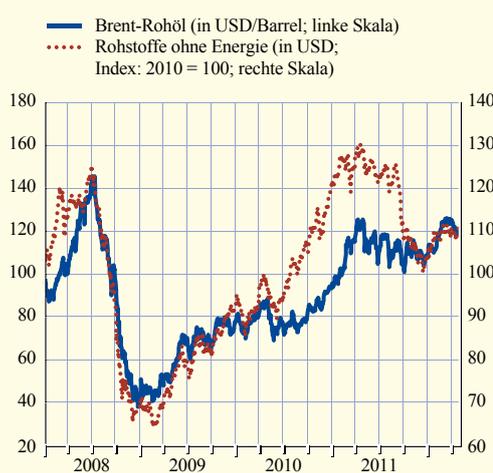
Die Ölnotierungen waren im April rückläufig. Am 2. Mai kostete Rohöl der Sorte Brent 119,5 USD je Barrel und damit 3 % weniger als Anfang April, aber immer noch 11,1 % mehr als zu Jahresbeginn (siehe Abbildung 4). Mittelfristig rechnen die Marktteilnehmer mit fallenden Ölpreisen, wie aus den Terminkontrakten zur Lieferung im Dezember 2013 hervorgeht, die mit 109,2 USD je Barrel gehandelt werden.

Im jüngsten Ölpreistrückgang spiegelt sich eine Kombination von Faktoren wider. Zum einen zeigen sich einige Marktteilnehmer hinsichtlich der globalen Konjunkturaussichten besorgt, da die jüngsten gesamtwirtschaftlichen Datenveröffentlichungen in mehreren großen Volkswirtschaften uneinheitlich ausgefallen sind. Darüber hinaus zeichnete sich im ersten Quartal 2012 dem jüngsten Ölmarktbericht der Internationalen Energieagentur zufolge erstmals seit mehr als zwei Jahren eine

Entspannung der Fundamentaldaten ab. Verantwortlich hierfür war in erster Linie die kräftige Ausweitung der OPEC-Fördermenge sowie die relativ verhaltene Nachfrage, während die Zahlen in den Nicht-OPEC-Staaten durchwachsener ausfielen. Außerdem scheinen auch Marktspekulationen über eine mögliche Freigabe strategischer Ölreserven sowie die Zusicherungen Saudi-Arabiens, das Ölangebot stabil zu halten, die Marktteilnehmer in ihrer Zuversicht bestärkt zu haben, dass es den Öllieferanten gelingen wird, eine künftige Verringerung des iranischen Ölangebots reibungslos aufzufangen.

In aggregierter Betrachtung blieben die Notierungen für sonstige Rohstoffe (ohne Öl) im April weitgehend stabil. Während die Metallpreise vor allem durch Befürchtungen im Zusammenhang mit dem globalen Wirtschaftswachstum gedämpft wurden, legten die Nahrungsmittelpreise, angetrieben von einem weiteren starken angebotsseitigen Preisauftrieb bei Ölsaaten und Ölen, insgesamt zu. Die Preise für Getreideerzeugnisse sowie Getränke, Zucker und Tabakwaren waren indessen weiter rückläufig. Der Gesamtindex der (in US-Dollar gerechneten) Rohstoffpreise ohne Energie lag gegen Ende April rund 6,5 % über seinem Stand zu Jahresbeginn.

Abbildung 4 Wichtige Entwicklungen bei den Rohstoffpreisen



Quellen: Bloomberg und HWWI.

### 1.3 WECHSELKURSE

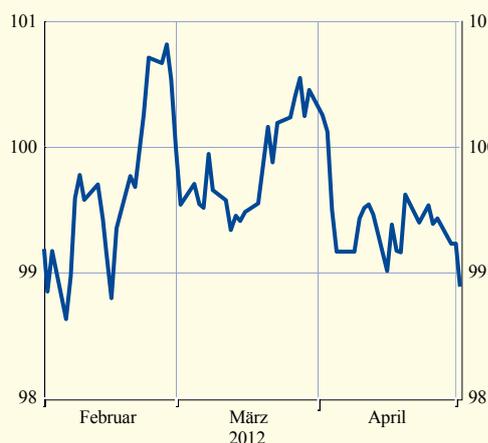
Von Ende Januar bis Anfang Mai 2012 blieb der effektive Wechselkurs des Euro vor dem Hintergrund einer kontinuierlich nachlassenden Volatilität im Großen und Ganzen unverändert. Am 2. Mai 2012 lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 20 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets nahe dem Niveau von Ende Januar und 4,4 % unter dem Durchschnittswert des vergangenen Jahres (siehe Abbildung 5).

Was die bilateralen Wechselkurse anbelangt, so war der Euro in den letzten drei Monaten gegenüber den wichtigen Währungen weitgehend stabil. Gegenüber dem US-Dollar wertete die Gemeinschaftswährung im Zeitraum vom 31. Januar 2012 bis zum 2. Mai 2012 um 0,3 % ab; unterdessen kam es jedoch zu Wechselkursschwankungen, in denen Veränderungen der Marktstimmung infolge der Entwicklung an einigen Staatsanleihemärkten des Euroraums zum Ausdruck kamen. In Relation zum Schweizer Franken und zum chinesischen Renminbi schwächte sich der Euro ebenfalls leicht ab. Gegenüber dem Pfund Sterling büßte er im selben Zeitraum stärker an Wert ein (-2,8 %), während er in Relation zum japanischen Yen kräftig aufwertete (4,7 %), wozu auch die Bestrebungen der japanischen Behörden beitrugen, die Aufwertung ihrer Landeswährung zu begrenzen. Im Verhältnis zu anderen europäischen Währungen verbuchte der Euro im Beobachtungszeitraum insgesamt Kursverluste (siehe Tabelle 1), so insbesondere gegenüber der tschechischen Krone, dem polnischen Zloty und dem ungarischen Forint. Die anhand der Preise für Devisenoptionen gemessene Marktvolatilität ist seit Ende Januar weiter zurückgegangen und liegt für die meisten Währungspaare derzeit unter dem langfristigen Durchschnitt.

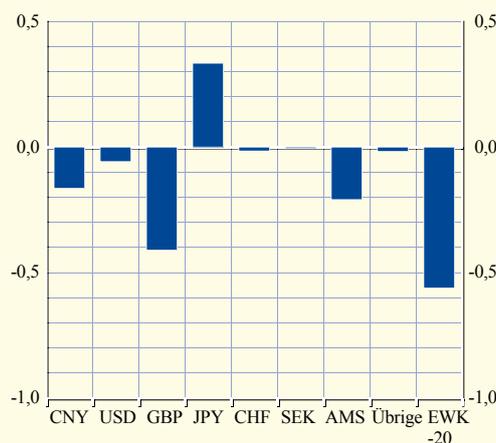
Abbildung 5 Effektiver Wechselkurs des Euro (EWK-20) und seine Zusammensetzung <sup>1)</sup>

(Tageswerte)

Index: Q1 1999 = 100



Beiträge zur Veränderung des effektiven Wechselkurses (EWK-20) <sup>2)</sup>  
31. Januar 2012 bis 2. Mai 2012 (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 31. Januar bis zum 2. Mai 2012 blieben die am WKM II teilnehmenden Währungen gegenüber dem Euro weitgehend stabil und wurden zu oder nahe bei ihrem jeweiligen Leitkurs gehandelt. Der

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 2. Mai 2012	Aufwertung (+)/Abwertung (-) des Euro, Stand: 2. Mai 2012		
			Seit		Gegenüber Jahresdurchschnitt 2011
			31. Januar 2012	3. Januar 2011	
Chinesischer Renminbi Yuan	18,8	8,240	-0,9	-6,3	-8,4
US-Dollar	16,9	1,313	-0,3	-1,6	-5,7
Pfund Sterling	14,9	0,812	-2,8	-5,7	-2,3
Japanischer Yen	7,2	105,3	4,7	-3,1	-5,1
Schweizer Franken	6,5	1,202	-0,2	-3,6	-2,5
Polnischer Zloty	6,2	4,169	-1,3	5,3	1,2
Tschechische Krone	5,0	24,90	-1,1	-0,7	1,3
Schwedische Krone	4,7	8,888	-0,1	-0,5	-1,6
Koreanischer Won	3,9	1 484	0,4	-1,1	-3,7
Ungarischer Forint	3,2	283,5	-3,5	1,8	1,5
NEWK <sup>2)</sup>		98,9	-0,6	-2,7	-4,4

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).

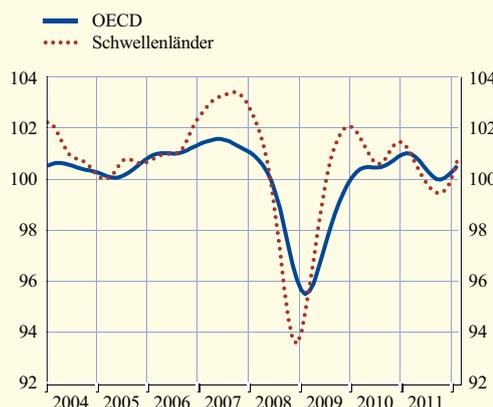
lettische Lats notierte innerhalb der einseitig festgelegten Schwankungsbreite von +/- 1 % auf der starken Seite des Kursbandes.

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

Für die nähere Zukunft deuten die Vorlaufindikatoren auf eine weitere Verbesserung der Wachstumsdynamik hin. Der Frühindikator der OECD, der konjunkturelle Wendepunkte gemessen am Trend zu antizipieren sucht, hat sich in den letzten Monaten allmählich weiter erhöht. Im Februar lag der Indikator für die OECD-Länder über seinem langfristigen Durchschnitt, was vor allem den recht hohen Werten für die Vereinigten Staaten und Japan zuzuschreiben war. Auch die von den Indikatoren für die Schwellenländer ausgehenden Signale fielen positiver aus als im Vormonat. Wenngleich die weltwirtschaftlichen Aussichten mit Unsicherheit behaftet sind, bleiben die Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld des Eurogebiets weitgehend ausgewogen. Abwärtsrisiken bestehen vor allem im Zusammenhang mit den Ungleichgewichten, die noch in mehreren führenden Volkswirtschaften zu beobachten sind, und mit einem Anstieg der Rohstoffpreise. Aufwärtsrisiken ergeben sich daraus, dass die Konjunkturerholung robuster verlaufen könnte als derzeit angenommen.

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

Trotz eines erheblichen Zuflusses bei der weit gefassten Geldmenge im ersten Quartal 2012 blieb das zugrunde liegende Geldmengen- und Kreditwachstum im März verhalten. Was die Gegenposten anbelangt, so stockten die MFIs im Euro-Währungsgebiet ihre wichtigsten Aktiva im ersten Jahresviertel durch den Erwerb von Wertpapieren erheblich auf, während sich der jährliche Anstieg der Buchkredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor etwas verlangsamte. Die Einschätzung, dass der Druck auf die Banken zur Verringerung ihres Fremdkapitalanteils nachgelassen und sich das Risiko eines abrupten und ungeordneten Fremdkapitalabbaus somit deutlich verringert hat, wird durch die Entwicklungen in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres bestätigt. Gleichzeitig dürften die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit dreijähriger Laufzeit ihre förderliche Wirkung auf die Buchkreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor erst in einiger Zeit vollständig entfalten. Dabei spielen mehrere Faktoren eine Rolle, wie beispielsweise eine Belebung der Kreditnachfrage und unablässige Bemühungen zur Umsetzung der erforderlichen Bilanzanpassungen im Euro-Währungsgebiet.

#### WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 im Eurogebiet stieg im März 2012 weiter auf 3,2 % an, verglichen mit 2,8 % im Februar (siehe Abbildung 7). Damit war das dritte Mal in Folge eine deutliche Ausweitung der weit gefassten Geldmenge gegenüber dem Vormonat zu beobachten (0,6 % im März), sodass sich die auf Jahresrate hochgerechnete Dreimonatsrate auf 7,8 % erhöhte. Der Beitrag der über zentrale Kontrahenten abgewickelten besicherten Interbankgeschäfte war im März negativ und dämpfte die monatliche Zunahme von M3 leicht (um 0,2 Prozentpunkte). Um den Einfluss solcher Transaktionen bereinigt stieg die Jahreswachstumsrate von M3 im Berichtsmonat aufgrund von Basiseffekten jedoch in vergleichbarem Umfang und belief sich im März auf 2,9 % nach 2,5 % im Februar.

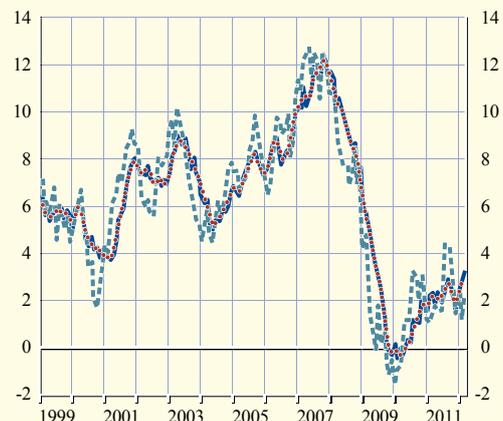
Die Beschleunigung des Geldmengenwachstums war über alle Komponenten und Sektoren hinweg zu beobachten. Bei den drei Hauptkomponenten wurden beträchtliche monatliche Zuflüsse registriert. In sektoraler Betrachtung war festzustellen, dass die höheren Einlagenbestände der privaten Haushalte nach wie vor zum M3-Wachstum beitrugen. Die Zunahme der Einlagen privater Haushalte spiegelt die Bemühungen der Kreditinstitute wider, durch eine attraktive Verzinsung kurzfristiger Termineinlagen eine stabile Finanzierung über Einlagen sicherzustellen.

Bei den Gegenposten war die im März beobachtete Beschleunigung des Geldmengenwachstums weiterhin auf den Erwerb von Staatsanleihen seitens der MFIs sowie auf einen Abbau längerfristiger finanzieller Verbindlichkeiten zurückzuführen. Die jährliche Zuwachsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor (bereinigt um den Einfluss von Kreditabsatz und Kre-

Abbildung 7 M3-Wachstum

(Veränderung in %, saison- und kalenderbereinigt)

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



Quelle: EZB.

ditverbriefungen) war indessen nach wie vor schwach und belief sich unverändert auf 1,2 %. Die monatlichen Kreditströme der MFIs an den nichtfinanziellen privaten Sektor waren leicht positiv. Dahinter verbargen sich jedoch Nettotilgungen von MFI-Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets steuerten im März negativ zum Jahreswachstum von M3 bei, nachdem sie in den vorangegangenen zwölf Monaten positive Beiträge geleistet hatten.

Insgesamt deuten die bis März verfügbaren Daten nach wie vor darauf hin, dass der Druck auf die Banken zur Verringerung ihres Fremdkapitalanteils – insbesondere im Zusammenhang mit Finanzierungsengpässen – durch die beiden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit jeweils dreijähriger Laufzeit erheblich gemindert wurde. Allerdings wird es eine Weile dauern, bis sich die Wirkung dieser Maßnahmen in einer höheren MFI-Kreditvergabe an den privaten Sektor niederschlägt. Hierzu bedarf es zudem einer Erholung der Kreditnachfrage und weiterer Bemühungen zur Umsetzung der erforderlichen Bilanzanpassungen im Eurogebiet.

Aufgrund der Mittel, die Ende Februar im Rahmen des zweiten LRG mit dreijähriger Laufzeit aufgenommen wurden, kam es im März den dritten Monat in Folge zu einer beträchtlichen Ausweitung der wichtigsten von MFIs im Euroraum gehaltenen Aktiva. Diese äußerte sich in erster Linie in einer Zunahme der Forderungen gegenüber Gebietsfremden sowie dem erneuten Ankauf von staatlichen Wertpapieren und MFI-Schuldverschreibungen. Zugleich drosselten die MFIs aufgrund der überschüssigen Zentralbankliquidität deutlich die Vergabe von Inter-MFI-Krediten. In Kasten 2 wird der Zusammenhang zwischen Zentralbankliquidität, weit gefasster Geldmenge, Kreditvergabe und Inflation erörtert.

## Kasten 2

### ZUSAMMENHANG ZWISCHEN BASISGELD, WEIT GEFASSTER GELDMENGE UND RISIKEN FÜR DIE PREISSTABILITÄT

Mittel- bis längerfristig betrachtet entwickeln sich Inflation und weit gefasste Geldmengenaggregate im Gleichlauf miteinander. Dieser Zusammenhang besteht sowohl im Zeitverlauf als auch über Länder und geldpolitische Systeme hinweg: Es handelt sich um ein Merkmal, das in der Tiefenstruktur der Wirtschaft fest verankert ist. Empirische Evidenz zeigt diese Beziehung auch für das Euro-Währungsgebiet: Sie bildet die Grundlage für die besondere Rolle der weit gefassten Geldmenge in der geldpolitischen Strategie der EZB.

Als Reaktion auf die Finanzkrise haben alle wichtigen Zentralbanken geldpolitische Sondermaßnahmen ergriffen. So erhöhte sich nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 das Volumen der geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems, der Bank of England und des Federal Reserve System (siehe Abbildung A). Im Hinblick auf den Zeitpunkt und Umfang der Ausweitung waren jedoch Unterschiede festzustellen, die sich aus den Besonderheiten der geldpolitischen Handlungsrahmen der einzelnen Zentralbanken und der unterschiedlichen Beurteilung der wirtschaftlichen Auswirkungen der Finanzmarktspannungen ergaben. Im Euroraum nahm das Volumen der geldpolitischen Geschäfte im zweiten Halbjahr 2011 spürbar zu, was in erster Linie einer höheren Nachfrage bei den liquiditätszuführenden Geschäften des Eurosystems geschuldet war. Besonders deutlich wurde dies bei den zwei längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (LRGs) mit einer Laufzeit von jeweils drei Jahren, die im Dezember 2011 bzw. im Februar 2012

durchgeführt wurden. Im vorliegenden Kasten soll untersucht werden, ob die merklich gestiegene Liquiditätsversorgung durch das Eurosystem Auswirkungen auf das Wachstum der weit gefassten Geldmenge und der Kreditvergabe hat und so letztendlich zu einem höheren Risiko für die Preisstabilität auf mittlere bis lange Sicht führen kann.

Der Kasten ist in zwei Abschnitte gegliedert, die sich mit den folgenden zentralen Fragestellungen befassen:

- Führt ein beträchtlicher Anstieg der Zentralbankliquidität zwangsläufig zu einem raschen Wachstum der weit gefassten Geldmenge und der Kreditvergabe?
- Kann ein beträchtlicher Anstieg der Zentralbankliquidität zu Inflationsdruck führen, ohne dass es zu einer entsprechenden Zunahme der weit gefassten Geldmenge und der Kreditvergabe kommt?

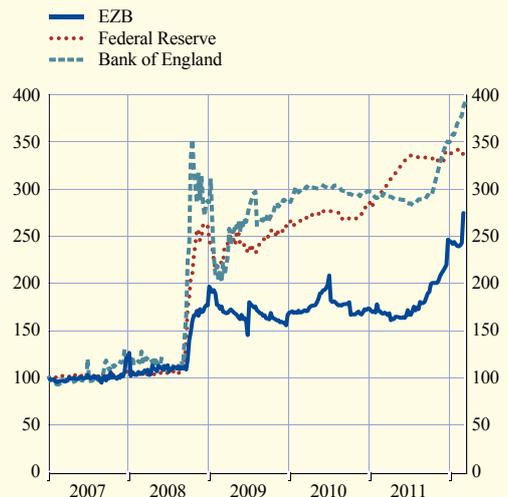
### a) Führt ein beträchtlicher Anstieg der Zentralbankliquidität zwangsläufig zu einem raschen Wachstum der weit gefassten Geldmenge und der Kreditvergabe?

Die deutlich gestiegene Kreditvergabe des Eurosystems an Kreditinstitute des Eurogebiets spiegelt sich in einer erheblichen Zunahme des Basisgelds wider (siehe Abbildung B). Zum Basisgeld zählen erstens der Bargeldumlauf, zweitens die Einlagen, die die Kreditinstitute beim Eurosystem unterhalten müssen, um ihre Mindestreservepflicht zu erfüllen (Mindestreserven), und drittens die Bestände hochliquider Einlagen der Kreditinstitute beim Eurosystem, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen (Überschussreserven und Inanspruchnahme der Einlagefazilität); diese können als Überschussliquidität bezeichnet werden. Die Zunahme des Basisgelds ist in erster Linie auf eine Ausweitung dieser von einigen Kreditinstituten im Euroraum gehaltenen Überschussliquidität zurückzuführen.

Eine hohe Überschussliquidität allein zieht nicht zwangsläufig ein verstärktes Wachstum der MFI-Kredite an den privaten Sektor nach

**Abbildung A Bilanzausweitung des Eurosystems, der Bank of England und des Federal Reserve System**

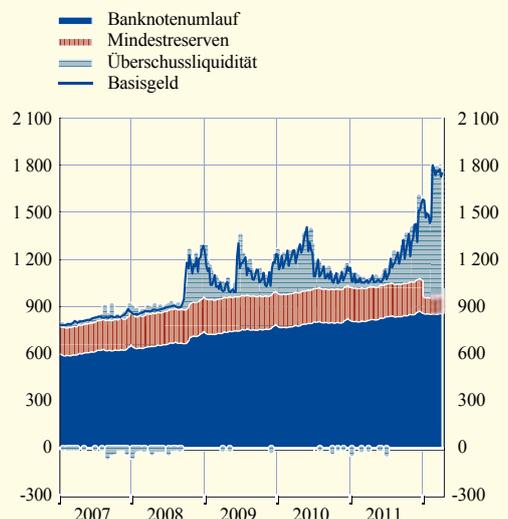
(Index: Januar 2007 = 100)



Quellen: Federal Reserve System, Bank of England und EZB.  
Anmerkung: Die verwendete bilanzielle Messgröße basiert auf der Darstellung in Abbildung 9 in: EZB, Auswirkungen und Rücknahme der Sondermaßnahmen der EZB, Monatsbericht Juli 2011.

**Abbildung B Basisgeld im Euro-Währungsgebiet**

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

sich. Wären die Kreditinstitute durch die Höhe ihrer Zentralbankguthaben in ihrer Fähigkeit zur Kreditvergabe eingeschränkt, würde eine Lockerung dieser Beschränkung automatisch zu einem Anstieg des Kreditangebots führen. Als einziger Anbieter von Zentralbankguthaben im Euroraum stellt das Eurosystem dem Bankensystem jedoch stets die zur Erfüllung des aggregierten Mindestreserve-Solls erforderliche Liquidität zur Verfügung. Das Mindestreserve-Soll der EZB ist vergangenheitsorientiert und richtet sich nach den in der vorangegangenen Erfüllungsperiode beobachteten Beständen an mindestreservepflichtigen Einlagen (und anderen Verbindlichkeiten der Kreditinstitute). Es wird also festgelegt, nachdem die Banken die Kreditnachfrage ihrer Kunden befriedigt haben.<sup>1</sup>

Angesichts der gegenwärtigen Störungen an den Geldmärkten stellt das Eurosystem jedem Geschäftspartner über Mengentender mit Vollzuteilung Zentralbankguthaben elastisch gegen entsprechende Sicherheiten zur Verfügung. Dadurch ist sichergestellt, dass jeder Geschäftspartner seine Mindestreservepflicht erfüllen und einen gegebenenfalls darüber hinausgehenden Liquiditätsbedarf befriedigen kann. Ist eine normale Funktionsfähigkeit des Interbankenmarkts gegeben, so stellt das Eurosystem stets die auf aggregierter Ebene erforderlichen Zentralbankguthaben zur Verfügung. Die Verteilung im Bankensystem erfolgt dann anlassbezogen über den Handel unter den Banken. Das Eurosystem erfüllt demnach immer die aggregierte Nachfrage nach Zentralbankguthaben und ist bestrebt, die Finanzierungsbedingungen in der Wirtschaft durch Steuerung der kurzfristigen Zinssätze zu beeinflussen.<sup>2</sup>

Die Bestände an Zentralbankreserven führen also nicht per se zu einer Einschränkung des Kreditangebots im Bankensystem insgesamt. Das Wachstum der Bankkredite wird letztlich durch eine Reihe von Faktoren bestimmt, die die Kreditnachfrage beeinflussen oder im Zusammenhang mit dem Kreditangebot stehen. Zu den nachfrageseitigen Faktoren zählen die Kreditkosten und die Einkommensaussichten. Als angebotsseitige Einflussgrößen sind die risikobereinigte Rendite der Kreditvergabe, die Eigenkapitalposition der Bank, die Risikobereitschaft der Bank, die Finanzierungskosten und das Liquiditätsrisiko (einschließlich des Prolongationsrisikos) zu nennen. Mit dem Liquiditätsrisiko wird das Risiko bezeichnet, dass ein Kreditinstitut nicht über ausreichende finanzielle Mittel verfügt, um seinen Verpflichtungen bei Fälligkeit nachzukommen, oder diese Mittel nur zu überhöhten Kosten beschaffen kann. Die Vergabe von Buchkrediten trägt zum Liquiditätsrisiko bei, da nach ihrer Auszahlung Zahlungsverpflichtungen in Bezug auf den Kunden entstehen können.

Ist das wirtschaftliche Umfeld von Finanzmarktspannungen geprägt, versorgen sich einige Banken, die Schwierigkeiten beim Marktzugang haben, mit zusätzlichen Zentralbankguthaben, um sicherzustellen, dass sie Zahlungsverpflichtungen erfüllen können, die sich beispielsweise aus bevorstehenden umfangreichen Anleiheitilgungen ergeben. Käme die Zentralbank dieser Nachfrage nicht nach, bestünde für viele Kreditinstitute ein starker Anreiz, ihre Kreditvergabe so schnell wie möglich zu drosseln und andere Vermögenswerte abzustoßen. Bei diesen Banken dürfte die Liquiditätsversorgung durch das Eurosystem dazu beitragen, dass es nicht zu einem

1 Die Verbindlichkeiten der Kreditinstitute, die der Mindestreservepflicht unterliegen, decken sich weitgehend mit den Verbindlichkeiten in der weit gefassten Geldmenge M3 und umfassen täglich fällige Einlagen, Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren, Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu zwei Jahren und MFI-Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren.

2 Siehe auch EZB, Das Geldangebot – Verhalten der Banken und Auswirkungen auf die monetäre Analyse, Monatsbericht Oktober 2011.

stärkeren Rückgang der Kreditvergabe kommt und wieder reguläre Kreditangebotsbedingungen hergestellt werden.

Im Eurogebiet konzentrieren sich die Zentralbankguthaben im gegenwärtigen Umfeld bei einer Gruppe von Banken, die mehr Zahlungszuflüsse als -abflüsse verbuchen. Abbildung C zeigt auf der y-Achse für einen repräsentativen Zeitraum Mitte März 2012 den Prozentsatz der insgesamt beim Eurosystem aufgenommenen Mittel, die von den betreffenden Geschäftspartnern wieder in Form von Einlagen beim Eurosystem angelegt wurden. Auf der x-Achse wird diesem Prozentsatz der kumulierte Anteil der entsprechenden Geschäftspartner an der gesamten Inanspruchnahme der Einlagefazilität und der liquiditätsabsorbierenden Geschäfte gegenübergestellt. Hieraus wird ersichtlich, dass die Kreditinstitute, die in großem Umfang auf die Einlagefazilität und die liquiditätsabschöpfenden Geschäfte zurückgreifen, die dabei eingesetzten Mittel im Großen und Ganzen nicht durch Kreditaufnahmen beim Eurosystem erworben haben. So entfielen nahezu 40 % der gesamten Inanspruchnahme der Einlagefazilität und der liquiditätsabsorbierenden Geschäfte auf Geschäftspartner, die beim Eurosystem keine Mittel aufgenommen hatten. Dieses Ergebnis deutet darauf hin, dass sich die Kreditinstitute in zwei Gruppen unterteilen lassen, von denen die eine auf die Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems zurückgreift, während die andere in der Folge die überschüssige Zentralbankliquidität hält.

Gesamtwirtschaftlich betrachtet können die Kreditinstitute die überschüssige Zentralbankliquidität nicht abbauen, da sie als Banken die bei der Zentralbank gehaltenen Einlagen nicht als Kredite an den geldhaltenden Sektor vergeben können. Durch die Kreditvergabe an den privaten Sektor verringert sich die überschüssige Zentralbankliquidität der einzelnen Kreditinstitute nicht automatisch. Zwar würde die Gewährung von Buchkrediten an die Wirtschaft grundsätzlich die Bildung mindestreservepflichtiger Einlagen mit sich bringen, allerdings wäre ein solcher Ansatz zur Verringerung der überschüssigen Zentralbankliquidität äußerst langwierig.<sup>3</sup> Vor allem führen Überschussreserven an sich nicht zu einer Veränderung der Kreditnachfrage oder der Risikotragfähigkeit der Banken im Hinblick auf die Kreditvergabe. Darüber hinaus war das Liquiditätsrisiko für Kreditinstitute mit überschüssiger Zentralbankliquidität zunächst kein Faktor, der Einschränkungen bei ihrer Entscheidung hinsichtlich der Kreditvergabe an die Wirtschaft bedeutet hätte.

Insgesamt ist im gegenwärtigen Umfeld eine Ausweitung des Basisgelds zwar notwendig, um eine drastische Verringerung der weit gefassten Geldmengenaggregate zu verhindern, sie führt jedoch nicht automatisch zu einer Ausweitung der Geldbestände über das Maß hinaus, das ohne

**Abbildung C Kumulierte Verteilung von Einlagen in der Einlagefazilität und in liquiditätsabschöpfenden Geschäften**

(in %; Mitte März 2012)

x-Achse: Kumulierter Anteil an der Einlagefazilität und an den liquiditätsabschöpfenden Geschäften  
y-Achse: Anteil an der gesamten Kreditaufnahme beim Eurosystem, der vom kreditaufnehmenden Geschäftspartner in der Einlagefazilität und in liquiditätsabschöpfenden Geschäften angelegt wurde

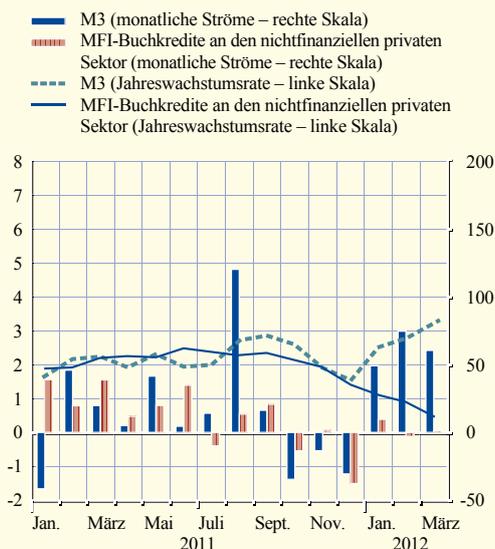


Quelle: EZB-Berechnungen.

<sup>3</sup> Die Verringerung der überschüssigen Zentralbankliquidität verläuft deshalb so langsam, weil ein Anstieg der Einlagen um 100 € eine Zunahme des Mindestreserve-Solls um 1 € zur Folge hat (da der Mindestreservesatz derzeit bei 1 % liegt).

**Abbildung D Geldmenge M3 und Kreditvergabe der MFIs an den nichtfinanziellen privaten Sektor im Euro-Währungsgebiet**

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



Quelle: EZB.

Banken, die über Zentralbankguthaben verfügen, die sie wegen der nur geringen risikobereinigten Rendite eigentlich nicht halten wollen, versuchen unter Umständen, renditestärkere Anlagen zu erwerben, auch über die Gewährung von Krediten. Daraus ergeben sich zwei miteinander verbundene Effekte. Zum einen führt die Nachfrage nach Vermögenswerten zu einer Stabilisierung ihrer Bewertung und zu besseren Finanzierungsbedingungen für die Emittenten. Zum anderen profitieren alle Marktteilnehmer tendenziell von der besseren Bewertung ihrer Portfolios und dem günstigeren Risikoumfeld.

Werden auf diesem Wege Vermögenswerte erworben, so schlägt sich dies in der weit gefassten Geldmenge und den Kreditaggregaten nieder. Dies ist dann der Fall, wenn Banken die vom geldhaltenden Sektor erworbenen Vermögenswerte bezahlen oder an diesen Sektor Kredite vergeben, oder aber wenn Staaten die durch die Emission von Wertpapieren erwirtschafteten Mittel ausgeben. Darüber hinaus wirken sich Portfolioumschichtungen auf die relativen Renditen und Vermögenspreise und somit auch auf die Geldmengenentwicklung aus. Gleichzeitig könnten sie teilweise die Konsum- und Investitionsentscheidungen und damit auch das Ausgabeverhalten beeinflussen. Sollten solche allgemeineren Effekte zum Tragen kommen, wären sie im Rahmen der geldpolitischen Zwei-Säulen-Strategie der EZB gut zu erfassen.

Die Kernaussagen des vorliegenden Kastens lassen sich gut anhand der beiden Phasen veranschaulichen, in denen in Japan ein deutlicher Überschuss an Zentralbankliquidität zu verzeichnen war (2001 bis Mitte 2006 und zuletzt seit März 2011). Der Übergang der Bank von Japan zu einer Politik der geldpolitischen Lockerung im Jahr 2001 brachte eine starke Zunahme der Überschussreserven mit sich (siehe Abbildung E).<sup>4</sup> Durch diesen Anstieg und die damit einhergehende Rücknahme

Liquiditätsspannungen gegeben wäre. Die deutliche Ausweitung des Basisgelds im Anschluss an die beiden LRGs mit dreijähriger Laufzeit trug entscheidend dazu bei, den drastischen Rückgang der weit gefassten Geldmenge und der Kreditvergabe im Euro-Währungsgebiet zu unterbrechen, der sich im Schlussquartal 2011 vollzog (siehe Abbildung D). Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge und insbesondere der Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor ist indessen nach wie vor gering und deutet somit nicht auf eine übermäßige monetäre Expansion hin.

**b) Kann ein beträchtlicher Anstieg der Zentralbankliquidität zu Inflationsdruck führen, ohne dass es zu einer entsprechenden Zunahme der weit gefassten Geldmenge und der Kreditvergabe kommt?**

<sup>4</sup> Eine Beschreibung des wirtschaftlichen Umfelds, das letztendlich die Notwendigkeit eines Übergangs zu dieser geldpolitischen Lockerung hervorrief, findet sich in dem in dieser Ausgabe des Monatsberichts enthaltenen Aufsatz mit dem Titel „Vergleich der jüngsten Finanzkrise in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet mit den Erfahrungen Japans in den 1990er-Jahren“.

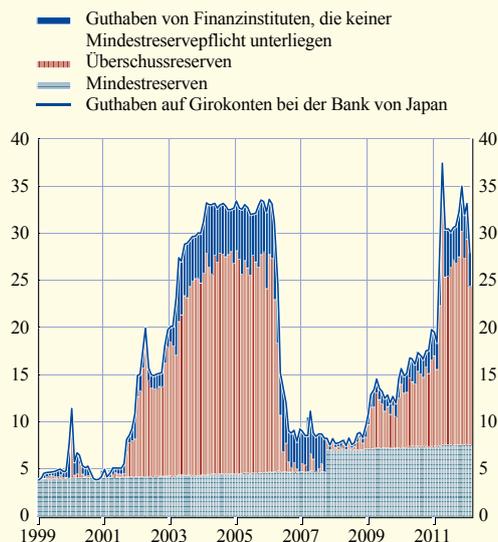
der japanischen Leitzinsen auf null wurde die Verlangsamung des Wachstums der weit gefassten Geldmenge aufgehalten. Trotz der im Jahr 2001 gestiegenen Überschussreserven zog weder das Wachstum der weit gefassten Geldmenge noch die Inflation wesentlich an; beide Raten blieben auf einem sehr niedrigen Niveau (siehe Abbildung F). 2006 konnte die japanische Zentralbank die beträchtlichen Mengen an überschüssiger Zentralbankliquidität innerhalb weniger Monate wieder abschöpfen und erneut ausgeglichene Liquiditätsbedingungen herstellen, indem sie ihre kurzfristigen liquiditätszuführenden Geschäfte nicht verlängerte. Nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers wurden die japanischen Banken abermals mit Zentralbankreserven ausgestattet, die über die erforderliche Mindestmenge hinausgingen. Die zweite von sehr hohen Überschussreserven im japanischen Bankensystem geprägte Phase setzte hingegen erst nach dem Erdbeben im März 2011 ein. Auch in diesem Fall sind bislang keine Anzeichen einer wesentlichen Zunahme des Wachstums der weit gefassten Geldmenge und der Teuerungsraten erkennbar. Während die erste Phase speziell auf Japan beschränkt blieb, sind gegenwärtig in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften Überschüsse bei den Zentralbankreserven zu beobachten. So gesehen sollten aus der ersten Phase überschüssiger Zentralbankliquidität in Japan nur mit Vorbehalt Schlussfolgerungen für die gegenwärtige Situation in Japan und anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften gezogen werden.

### Schlussbemerkungen

Der beträchtliche Anstieg der überschüssigen Zentralbankliquidität im Euro-Währungsgebiet war notwendig, um dem kontraktiven Effekt erhöhter Liquiditätsspannungen auf die Bilanzen der Banken entgegenzuwirken, welcher andernfalls möglicherweise zu abrupten Verkäufen von Vermögenswerten und einer Drosselung der Kreditvergabe mit potenziell schwerwiegenden Folgen für die Realwirtschaft geführt hätte.

Abbildung E Guthaben auf Girokonten bei der Bank von Japan

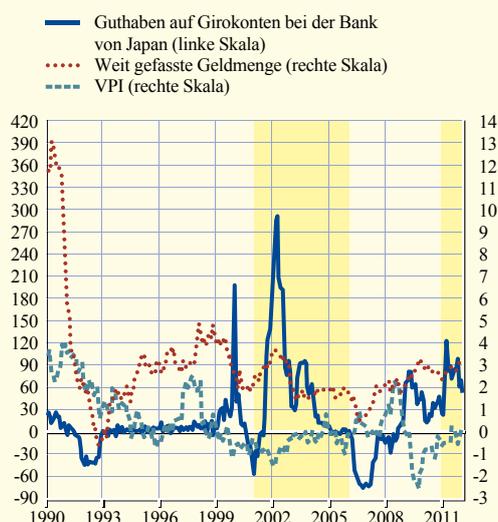
(in Billionen JPY)



Quellen: BIZ und EZB-Schätzungen.

Abbildung F Guthaben auf Girokonten bei der Bank von Japan, weit gefasste Geldmenge und VPI-Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: BIZ.

Anmerkung: Die Phasen überschüssiger Zentralbankreserven sind durch Schattierungen kenntlich gemacht. Bis zur Einstellung der Zeitreihe Ende 2007 setzte sich die weit gefasste Geldmenge aus M2 und Einlagenzertifikaten zusammen, danach bezieht sie sich auf M2.

Grundsätzlich könnten sich die Bemühungen der Banken zum Abbau unerwünschter Überschussliquidität (was auf aggregierter Ebene naturgemäß nicht gelingen kann) förderlich auf die Vermögenspreise und die Kreditvergabe auswirken. In einem Umfeld, das von einer Stabilisierung der Wirtschaftstätigkeit auf niedrigem Niveau geprägt ist, dürfte sich dies jedoch kaum in einem Anstieg der Verbraucherpreise niederschlagen. Auf jeden Fall würden etwaige Anzeichen eines sich verstärkenden Inflationsdrucks durch ein rascheres Geldmengen- und Kreditwachstum antizipiert. Mit ihrer Zwei-Säulen-Strategie ist die EZB gut aufgestellt, um solche Entwicklungen zu identifizieren und entsprechende Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Sie wird weiterhin das volle Spektrum der ihr zur Verfügung stehenden geldpolitischen Standard- und Sondermaßnahmen einsetzen, um sicherzustellen, dass ihre Geldpolitik mit der Gewährleistung von Preisstabilität auf mittlere Sicht im Euro-Währungsgebiet vereinbar ist.

### HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 stieg im März erneut an, was auf umfangreiche Zuflüsse bei allen Hauptkomponenten zurückzuführen war. Am stärksten war der monatliche Zufluss bei M1. Darin spiegelten sich Portfolioumschichtungen sowie die Verlagerung von Mitteln vom Zentralstaat eines Euro-Landes in den entsprechenden geldhaltenden Sektor wider. Bei den sonstigen kurzfristigen Einlagen (M2-M1) waren weiterhin positive monatliche Ströme zu verzeichnen. Grund hierfür waren vor allem Portfolioüberlegungen im Zusammenhang mit Bemühungen der Kreditinstitute, durch attraktive Zinsen eine stabile Finanzierung über Einlagen zu erreichen.

Die jährliche Zuwachsrate von M1 erhöhte sich im März weiter auf 2,7 %, verglichen mit 2,5 % im Vormonat. Darin kam vor allem zum Ausdruck, dass die nichtmonetären Finanzinstitute ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (SFIs) Gelder aus Repogeschäften in täglich fällige Einlagen umschichteten. Ferner stockten die öffentlichen Haushalte (ohne Zentralstaat) in einem Mitgliedstaat des Euroraums ihre täglich fälligen Einlagen auf, weil sie von Übertragungen des Zentralstaats profitierten.

Die Jahreswachstumsrate der sonstigen kurzfristigen Einlagen erhöhte sich auf 3,3 % im März nach 3,1 % im Februar, da die Zwölfmonatsraten beider Teilkomponenten erneut leicht zulegten. In einigen Ländern profitieren die sonstigen kurzfristigen Einlagen wie bereits seit dem Jahreswechsel weiterhin davon, dass die privaten Haushalte Mittel in höher verzinsliche monetäre Instrumente verlagerten.

Die Jahresänderungsrate der marktfähigen Finanzinstrumente (M3-M2) erhöhte sich im März deutlich auf 5,1 % nach 2,8 % im Februar. Dahinter verbargen sich gegenläufige Entwicklungen der einzelnen Komponenten: Während bei den Geldmarktfondsanteilen und den kurzfristigen MFI-Schuldverschreibungen (d. h. den Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren) starke monatliche Zuflüsse zu verbuchen waren, kam es bei den Repogeschäften zu erheblichen Mittelabflüssen, die fast zur Hälfte auf über zentrale Kontrahenten abgewickelte trilaterale Repogeschäfte zurückzuführen waren. Bei den kurzfristigen MFI-Schuldverschreibungen wurden im März hingegen starke monatliche Mittelzuflüsse verzeichnet, die Substitutionseffekten im Zusammenhang mit längerfristigen MFI-Schuldverschreibungen sowie einer gestiegenen Nachfrage der Investmentfonds nach solchen Wertpapieren geschuldet waren. Letztere ergaben sich jedoch zum Teil aus der neuen eurosystemweiten Geldmarktfondsdefinition, deren Einführung die Zahl der Investmentfonds (d. h. der zum geldhaltenden Sektor zählender Fonds) erhöhte, die kurzfristige Anleihen erwarben.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Einzelheiten zur geänderten Definition von Geldmarktfonds finden sich in EZB, Neue statistische Definition der Geldmarktfonds des Euro-Währungsgebiets, Kasten 1, Monatsbericht April 2012.

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 März auf 2,8 %, verglichen mit 2,5 % im Vormonat. Grund für den monatlichen Mittelzufluss war, dass die Zuflüsse bei den privaten Haushalten und den sonstigen öffentlichen Haushalten den Abzug von Einlagen nichtmonetärer Finanzinstitute mehr als ausglich. Dementsprechend erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der M3-Einlagen privater Haushalte und sonstiger öffentlicher Haushalte im März auf 2,2 % (gegenüber 2,0 % im Februar) bzw. 15,0 % (gegenüber 9,0 % im Februar). Die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gehaltenen M3-Einlagen blieben praktisch unverändert, weshalb ihre Jahreswachstumsrate gegenüber Februar (0,4 %) auf 0,0 % sank.

### HAUPTGEGENPOSTEN ZU M3

Bei den Gegenposten zu M3 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum im März auf 1,8 % nach 1,4 % im Februar (siehe Tabelle 2). Dies war fast ausschließlich auf eine Ausweitung der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte zurückzuführen, deren jährliche Zuwachsrate sich von 5,6 % im Februar auf 7,3 % im März erhöhte. Die Wachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor blieb weitgehend unverändert bei 0,5 %.

Die jährliche Zuwachsrate der Ausleihungen an öffentliche Haushalte war nach wie vor durch den umfangreichen monatlichen Nettoerwerb von Staatsanleihen des Euroraums durch MFIs (ohne Eurosystem) bestimmt. Um saisonale Einflüsse bereinigt wurden im März Papiere im Gesamtwert von 38 Mrd € erworben (nach 47 Mrd € im Februar und 57 Mrd € im Januar). Allerdings wurden die Mittelströme im März teilweise durch die Teilnahme der MFIs im Euroraum an einer Transaktion zur Umschuldung der Hellenischen Republik gedämpft. Diese Transaktion wirkte sich negativ auf

**Tabelle 2 Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen**

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % von M3 <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2011 Q2	2011 Q3	2011 Q4	2012 Q1	2012 Febr.	2012 März
<b>M1</b>	<b>49,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
Bargeldumlauf	8,6	4,2	4,5	6,2	6,1	6,2	5,5
Täglich fällige Einlagen	40,5	1,1	0,8	1,0	1,4	1,7	2,1
<b>M2 – M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)</b>	<b>39,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	19,3	2,3	3,1	2,0	3,5	4,0	4,1
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	20,0	4,5	3,7	2,5	2,1	2,3	2,4
<b>M2</b>	<b>88,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>
<b>M3 – M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)</b>	<b>11,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>5,1</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>		<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>
Kredite an öffentliche Haushalte		6,4	5,2	1,4	5,1	5,6	7,3
Buchkredite an öffentliche Haushalte		10,7	7,0	-2,2	-4,7	-5,0	-4,4
Kredite an den privaten Sektor		2,3	1,8	1,4	0,6	0,4	0,5
Buchkredite an den privaten Sektor		2,6	2,5	2,1	0,9	0,8	0,6
Buchkredite an den privaten Sektor (um Absatz und Verbriefungen bereinigt) <sup>2)</sup>		2,9	2,7	2,3	1,3	1,2	1,2
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>		<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,0</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.

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

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2011 Q2	2011 Q3	2011 Q4	2012 Q1	2012 Febr.	2012 März
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>	<b>42,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>
<i>Um Absatz und Verbriefungen bereinigt<sup>2)</sup></i>	-	1,9	2,3	2,1	0,9	0,7	0,5
Bis zu 1 Jahr	24,2	1,5	4,1	3,8	0,5	0,1	-0,4
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	18,1	-2,8	-2,8	-2,5	-2,9	-3,2	-2,8
Mehr als 5 Jahre	57,8	2,2	2,1	2,3	2,0	2,0	1,7
<b>Private Haushalte<sup>3)</sup></b>	<b>46,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>
<i>Um Absatz und Verbriefungen bereinigt<sup>2)</sup></i>	-	3,0	2,7	2,3	1,9	1,8	1,7
Konsumentenkredite <sup>4)</sup>	11,9	-1,0	-2,0	-2,0	-1,8	-1,8	-2,0
Wohnungsbaukredite <sup>4)</sup>	72,3	4,4	4,0	3,0	1,8	1,8	1,1
Sonstige Kredite	15,8	2,0	2,4	1,8	0,9	0,8	0,7
<b>Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen</b>	<b>0,8</b>	<b>3,2</b>	<b>7,0</b>	<b>4,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>-8,3</b>	<b>-0,3</b>
<b>Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute</b>	<b>10,3</b>	<b>6,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</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 Mittelflüsse bei den von den MFIs gehaltenen staatlichen Schuldverschreibungen aus, da ein Teil der griechischen Staatsschuldverschreibungen gegen Schuldverschreibungen der zum SFI-Sektor zählenden Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) umgetauscht wurde. Die Stabilisierung des jährlichen Wachstums der Kreditvergabe an den privaten Sektor im März spiegelte einen geringfügigen Mittelzufluss wider. Dabei wurden die monatlichen Zuflüsse in Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen weitgehend durch Nettotilgungen bei Buchkrediten an den privaten Sektor sowie Mittelabflüsse bei den Wertpapieren ohne Aktien ausgeglichen.

Die jährliche Zuwachsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor (bereinigt um den Einfluss von Kreditabsatz und Kreditverbriefungen) belief sich im März unverändert auf 1,2 %. Dabei waren allerdings moderate monatliche Nettotilgungen (im Umfang von 7 Mrd €) zu verbuchen, die vor allem Buchkredite an SFIs betrafen, während es bei den Buchkrediten an den nichtfinanziellen privaten Sektor zu einem geringfügigen Mittelzufluss kam.

Die um Absatz und Verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften schwächte sich im März weiter ab (auf 0,5 % nach 0,7 % im Februar), da der monatliche Kreditfluss leicht negativ war. Der moderate Mittelabfluss im März betraf in erster Linie die kurzfristigen Buchkredite (d. h. mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr), während sich die Kreditströme bei den mittel- bis längerfristigen Ausleihungen auf nahezu null beliefen. Die um Absatz und Verbriefungen bereinigte jährliche Wachstumsrate der MFI-Buchkredite an die privaten Haushalte fiel etwas niedriger aus als im Vormonat (1,7 % im März gegenüber 1,8 % im Februar). Unter dem Strich war bei dieser Kreditart ein monatlicher Zufluss zu verbuchen, da die leicht positiven Mittelströme bei den Wohnungsbaukrediten nur teilweise durch einige geringfügige Abflüsse bei den Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten ausgeglichen wurden.

Hauptverantwortlich für die Entwicklung der MFI-Buchkredite an private Haushalte waren im Berichtsmonat abermals die Wohnungsbaukredite. Allerdings hat sich die jährliche Zunahme dieser

Kredite (1,1 % im März) aufgrund der geringeren Vergabe von Hypothekarkrediten sowie der gesunkenen Verbriefungsaktivität seit dem Sommer 2011 erheblich verlangsamt. Was die weitere Entwicklung angeht, so laufen die in einigen Mitgliedstaaten eingeführten staatlichen Hilfsprogramme zur Unterstützung der nationalen Immobilienmärkte allmählich aus. Sie dürften daher der Nachfrage nach Hypothekarkrediten künftig weniger Auftrieb verleihen. Die Jahreswachstumsrate der Konsumentenkredite blieb indessen deutlich negativ (-2,0 % im März).

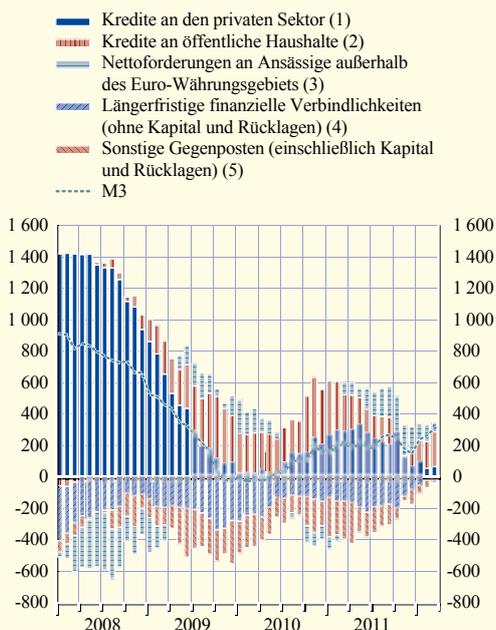
Die anhaltend schwache MFI-Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor dürfte zu einem großen Teil auf die verhaltene Kreditnachfrage zurückzuführen sein, die mit der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus sowie der hohen Unsicherheit in Zusammenhang steht (siehe auch Kasten 3). Außerdem belastet der Anpassungsbedarf, der sich durch die vergangene Beschleunigung des Buchkreditwachstums ergeben hat, sowohl das Angebot als auch die Nachfrage nach solchen Ausleihungen. Auf der Nachfrageseite lässt sich dies an dem hohen Verschuldungsgrad sowohl der privaten Haushalte als auch des Unternehmenssektors ablesen, der es diesen Sektoren erschwert, weitere Kredite aufzunehmen. Auf der Angebotsseite hat das vergangene exzessive Buchkreditwachstum bei den Banken zu einem gestiegenen Kapitalbedarf zur Deckung möglicher Verluste geführt. In Verbindung mit den höheren Eigenkapitalanforderungen nach Basel III dürfte dies die Verfügbarkeit von Buchkrediten für die Wirtschaft geschmälert haben. Da diese Effekte in den einzelnen Euro-Ländern unterschiedlich stark zum Tragen kommen, entwickelt sich die Kreditdynamik weiterhin sehr uneinheitlich. Indessen haben die LRGs mit dreijähriger Laufzeit durch eine deutliche Lockerung der Finanzierungsbedingungen der MFIs im Euroraum dazu beigetragen, das Risiko eines ungeordneten Fremdkapitalabbaus zu verringern.

Was die übrigen Gegenposten zu M3 betrifft, so verlangsamte sich das Jahreswachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im März deutlich weiter auf -1,0 %, verglichen mit 0,4 % im Vormonat, und trug so zum Anstieg von M3 bei. Diese Wachstumsabschwächung war auf einen beträchtlichen monatlichen Rückgang der langfristigen MFI-Schuldverschreibungen (auf konsolidierter Basis) und längerfristigen Termineinlagen zurückzuführen (in beiden Fällen um etwas weniger als 30 Mrd €). Ausschlaggebend für die Abnahme der langfristigen MFI-Schuldverschreibungen waren in erster Linie merklich gestiegene Bestände solcher Instrumente bei den MFIs selbst. Der Erwerb erfolgte dabei teilweise im Rahmen von Programmen mehrerer Kreditinstitute zum Rückkauf von Schuldverschreibungen. Dadurch verbesserte sich die Eigenkapitalposition der Banken, da die Schuldtitel zu Preisen unter dem entsprechenden Tilgungswert erworben wurden. Die Ankäufe könnten auch zur Schaffung von Sicherheiten (mit staatlicher Garantie) für die Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems erfolgt sein. Die beträchtlichen Abflüsse bei den längerfristigen Einlagen standen unter anderem mit einer Rückabwicklung vorausgegangener Verbriefungsgeschäfte in Zusammenhang, bei denen die Buchkredite nicht aus den Bankbilanzen ausgegliedert wurden. Zudem dürfte sich hier auch die Umschichtung von Mitteln des geldhaltenden Sektors in liquidere M3-Einlagen, die eine vergleichbare Verzinsung aufweisen, bemerkbar gemacht haben. Bei Kapital und Rücklagen wurden deutliche Zuflüsse verbucht. Verantwortlich hierfür waren die anhaltenden Bemühungen der Banken, ihr hartes Kernkapital an die Anforderungen der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) und die Vorgaben von Basel III anzupassen, sowie der allgemeine Rekapitalisierungsbedarf. Zugleich sank der Bestand an Kapital und Rücklagen im Zusammenhang mit der Teilnahme von MFIs des Euroraums an der Umschuldung der Hellenischen Republik.

Bei den Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets wurden im März geringfügige Abflüsse in Höhe von 1 Mrd € verbucht, nachdem im Februar ein moderater Zufluss und im Januar ein deutlicher Abfluss verzeichnet worden war. Auf Jahressicht verrin-

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.

geraten sich die Nettoforderungen von MFIs im Euroraum an Gebietsfremde im März um 18 Mrd €. In den zwölf Monaten bis Februar waren sie hingegen um 107 Mrd € angestiegen. Im März leisteten sie also einen negativen Beitrag zum Jahreswachstum von M3, während im Zeitraum von März 2011 bis Februar 2012 noch ein positiver Wachstumsimpuls von ihnen ausgegangen war. Ausschlaggebend für den in den vergangenen Monaten beobachteten Einbruch der jährlichen Zuflüsse bei den Nettoforderungen von MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets waren Basiseffekte sowie der Umstand, dass der geldhaltende Sektor des Eurogebiets vor dem Hintergrund der erhöhten Spannungen an den Staatsanleihemärkten im zweiten Halbjahr 2011 Mittel in Anlagen außerhalb des Euroraums verlagerte.

Insgesamt blieb die Grunddynamik der Geldmenge und der Kreditvergabe im März verhalten, wobei das kurzfristige Wachstum der weit gefassten Geldmenge anzog, während sich die Kreditvergabe weiterhin gedämpft entwickelte. Dies hing unter anderem damit zusammen, dass die LRGs mit einer Laufzeit von drei Jahren ihre Wirkung auf die Geldmenge M3 fast zeitgleich entfalteten, während sich ein positiver Beitrag

auf das Kreditwachstum erst mit einer gewissen Verzögerung einstellt und vor allem eine stärkere Nachfrage sowie kontinuierliche Bemühungen zur Umsetzung der erforderlichen Bilanzanpassungen im Euroraum erfordert. Zugleich bestätigen die bis März verfügbaren Daten, dass der Druck auf die Banken zur Verringerung ihres Fremdkapitalanteils nachgelassen und sich das Risiko eines plötzlichen und ungeordneten Fremdkapitalabbaus deutlich verringert hat.

### Kasten 3

#### ERGEBNISSE DER UMFRAGE ZUM KREDITGESCHÄFT IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET FÜR DAS ERSTE QUARTAL 2012

Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet für das erste Quartal 2012 zusammengefasst, die vom Eurosystem im Zeitraum vom 23. März bis zum 5. April 2012 durchgeführt wurde.<sup>1</sup> Insgesamt meldeten die Banken im Euroraum im Vergleich zum vierten Quartal 2011 per saldo eine deutlich geringere Verschärfung ihrer Kreditrichtlinien, als die Umfrageteilnehmer noch drei Monate zuvor

<sup>1</sup> Stichtag der Erhebung war der 5. April 2012. Eine ausführliche Analyse der Ergebnisse wurde am 25. April 2012 auf der Website der EZB veröffentlicht.

sowohl für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften als auch für Darlehen an private Haushalte erwartet hatten. Was die Kreditnachfrage betraf, so meldeten sie einen kräftigen Rückgang der Nettonachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte. Während die Lockerung der Kreditrichtlinien in erster Linie den besseren Zugang der Banken zu Finanzierungsmitteln widerspiegelt, ist die stark rückläufige Kreditnachfrage vor allem auf einen deutlich niedrigeren Finanzierungsbedarf der Unternehmen für Anlageinvestitionen sowie auf die schlechteren Aussichten für den Wohnungsmarkt und das sinkende Verbrauchervertrauen zurückzuführen. Die Umfrageteilnehmer rechnen per saldo abermals mit einer geringeren Verschärfung der Richtlinien für Unternehmenskredite sowie Wohnungsbaukredite an private Haushalte. Die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten wird sich den Erwartungen zufolge im zweiten Quartal 2012 ins Positive kehren, während sich die per saldo rückläufige Nachfrage nach Krediten an private Haushalte erheblich abschwächen dürfte.

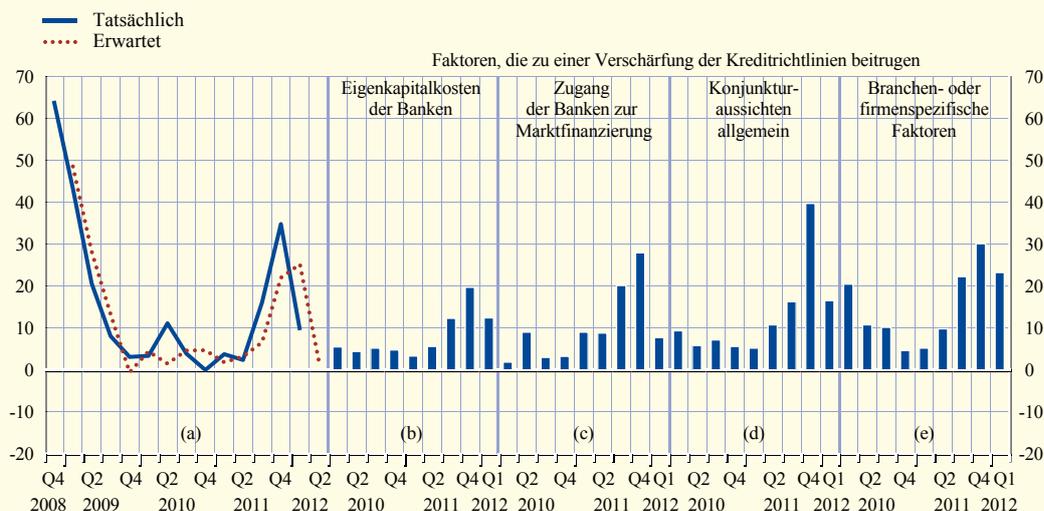
### Kredite (inklusive Kreditlinien) an Unternehmen

**Kreditrichtlinien:** Im ersten Quartal 2012 sank der prozentuale Saldo<sup>2</sup> der Banken, die eine Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten (inklusive Kreditlinien) meldeten, auf 9 %, verglichen mit 35 % im vorangegangenen Vierteljahr (siehe Abbildung A). Damit wurde eine deutlich geringere Verschärfung verzeichnet, als die Umfrageteilnehmer drei Monate zuvor erwartet hatten (25 %). Per saldo wurden die Richtlinien bei allen

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 „realisierten“ 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.

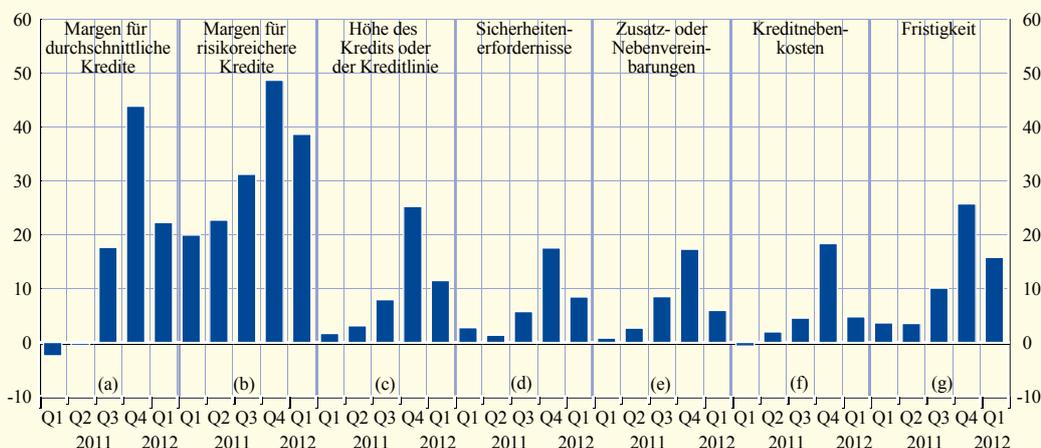
Laufzeiten, sowohl für kurzfristige Kredite (3 % gegenüber 24 % im Vorquartal) als auch für langfristige Ausleihungen (15 % gegenüber 42 %) weniger stark verschärft. Darüber hinaus betraf die insgesamt geringere Verschärfung der Richtlinien sowohl die Vergabe von Krediten an kleine und mittlere Unternehmen (KMUs; 1 % nach 28 %) als auch die Kreditgewährung an große Firmen (17 % nach 44 %).

Was die zugrunde liegenden Faktoren betrifft, so ist die allgemeine Entwicklung der Kreditrichtlinien vor allem auf einen geringeren Druck zurückzuführen, der von den Finanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen, insbesondere im Hinblick auf den Zugang der Banken zu Finanzierungsmitteln (8 % nach 28 % im Vorquartal) sowie ihre Liquiditätsposition (2 % nach 27 %), ausging. Diese Entwicklungen bestätigen, dass sich die beiden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit dreijähriger Laufzeit sehr positiv auf die Finanzierungsbedingungen der Banken ausgewirkt haben. Ferner trug die allgemeine Risikoeinschätzung weniger stark zu einer Verschärfung der Kreditrichtlinien bei als im vorangegangenen Quartal. Während dies in erheblichem Maße auch auf die Erwartungen hinsichtlich der Konjunkturaussichten zutraf (17 % nach 40 %), nahm der Anteil der branchenspezifischen Risiken (23 % nach 30 %) sowie des sicherheitsbezogenen Risikos (11 % nach 19 %) weniger stark ab. Die Wirkung anderer Faktoren, wie die Konkurrenz durch andere Banken und durch Nichtbanken, blieb den Angaben zufolge verglichen mit dem Schlussquartal 2011 weitgehend neutral.

Die von den befragten Banken im Eurogebiet gemeldete Entwicklung der Kreditkonditionen spiegelt im Allgemeinen die deutlich geringere Verschärfung der Kreditrichtlinien im ersten Jahresviertel 2012 wider (siehe Abbildung B). Bei den durchschnittlichen Darlehen wurden die Margen deutlich weniger ausgeweitet (22 % gegenüber 44 %), wohingegen die Margen für risikoreichere Ausleihungen weiterhin hoch waren (39 % nach 49 %). Dies weist auf eine gewisse risikobedingte Preisdifferenzierung bei den Banken hin. Auch die anderen Konditionen (z. B. Kreditnebenkosten, Höhe und Laufzeit der Kredite sowie Sicherheitenerfordernisse) wurden insgesamt weniger stark verschärft.

**Abbildung B Veränderungen der Konditionen für die Gewährung von Krediten an Unternehmen (inklusive Kreditlinien)**

(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.

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 zweiten Quartal 2012 nochmals etwas weniger stark verschärft werden (2 %). Von einer weiteren leichten Verschärfung werden den Erwartungen zufolge eher Großunternehmen (8 %) als KMUs (2 %) sowie in erster Linie langfristige Kredite betroffen sein.

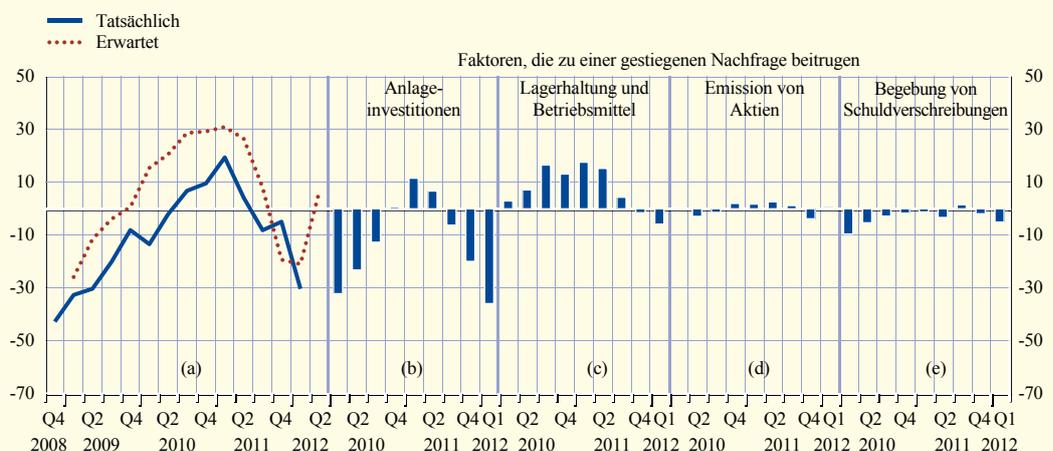
**Kreditnachfrage:** Die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten sank im ersten Quartal 2012 drastisch (-30 % gegenüber -5 %) und auch stärker als im vorangegangenen Jahresviertel erwartet (-21 %). Anscheinend waren dabei Großunternehmen stärker betroffen als KMUs (-26 % bzw. -23 %), sodass sich die Ergebnisse des vierten Quartals 2011 umkehrten. Die Nachfrage sowohl nach langfristigen als auch nach kurzfristigen Krediten ging im ersten Quartal 2012 deutlich zurück, und zwar von 0 % auf -31 % bzw. von -4 % auf -19 %.

Den Umfrageteilnehmern zufolge war der Nachfrageeinbruch in erster Linie auf den kräftig gesunkenen Finanzierungsbedarf der Unternehmen für Anlageinvestitionen (-36 % gegenüber 20 % im Schlussquartal 2011; siehe Abbildung C), eine rückläufige Finanzierung von Fusionen und Übernahmen (-17 % gegenüber -18 %), einen geringfügig negativen Beitrag des Finanzierungsbedarfs für Lagerhaltung und Betriebsmittel (-6 % nach -1 %) sowie einen moderaten Nachfragerückgang aufgrund der höheren Verfügbarkeit von Innenfinanzierungsmitteln zurückzuführen.

Für das zweite Vierteljahr 2012 erwarten die Banken indes eine steigende Nachfrage nach Unternehmenskrediten (per saldo 7 %), wobei dies auf KMUs in etwas stärkerem Maße zutreffen dürfte als auf Großunternehmen (7 % bzw. 3 %). Was die Laufzeiten angeht, so wird davon ausgegangen, dass sich diese Entwicklung bei kurzfristigen Ausleihungen stärker bemerkbar machen wird als bei langfristigen Krediten (7 % bzw. -1 %).

**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 „realisierten“ 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.

## Wohnungsbaukredite an private Haushalte

**Kreditrichtlinien:** Im ersten Quartal 2012 ging der prozentuale Anteil der Banken, die eine Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte meldeten, per saldo stärker zurück als im Vorquartal erwartet (17 % nach 29 % im letzten Vierteljahr 2011; siehe Abbildung D). Ausschlaggebend hierfür war den teilnehmenden Banken zufolge ein geringerer Druck, der von den Finanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen ausging, was dem positiven Einfluss der beiden LRGs mit dreijähriger Laufzeit auf die Finanzierungsbedingungen der Banken geschuldet sein dürfte. So meldeten per saldo lediglich 8 % der Umfrageteilnehmer, dass der von diesen Faktoren ausgehende Druck zur Verschärfung der Kreditrichtlinien beigetragen habe, verglichen mit 30 % im Vorquartal. Zudem spielte auch die günstigere Risikoeinschätzung der Banken hinsichtlich der allgemeinen Konjunkturaussichten (12 % nach 16 %) sowie im Hinblick auf die künftige Entwicklung am Wohnungsmarkt (9 % nach 15 %) eine Rolle.

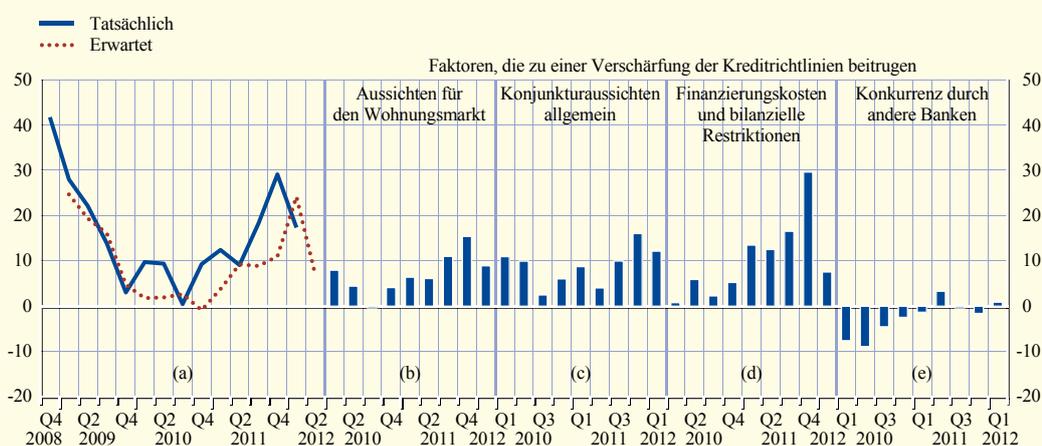
Die insgesamt weniger stark verschärften Richtlinien für Wohnungsbaukredite schlugen sich allerdings in einer per saldo nur leicht geringeren Verschärfung der preislichen Konditionen nieder, insbesondere bei den Margen für durchschnittliche Kredite (24 % nach 29 %), während die Ausweitung der Margen für risikoreichere Darlehen auf erhöhtem Niveau blieb (32 % nach 33 %).

Für das zweite Quartal 2012 rechnen die Banken per saldo mit einer etwas geringeren Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte (7 %).

**Kreditnachfrage:** Parallel zur rückläufigen Nettokreditnachfrage der Unternehmen meldeten die Umfrageteilnehmer auch eine deutlich sinkende Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten (-43 % nach -27 %; siehe Abbildung E). Ursächlich hierfür schien in erster Linie die anhaltende Eintrübung der Aussichten für den Wohnungsmarkt (-31 % gegenüber -27 %) und des Verbrauchervertrauens (-37 % nach -34 %) zu sein.

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

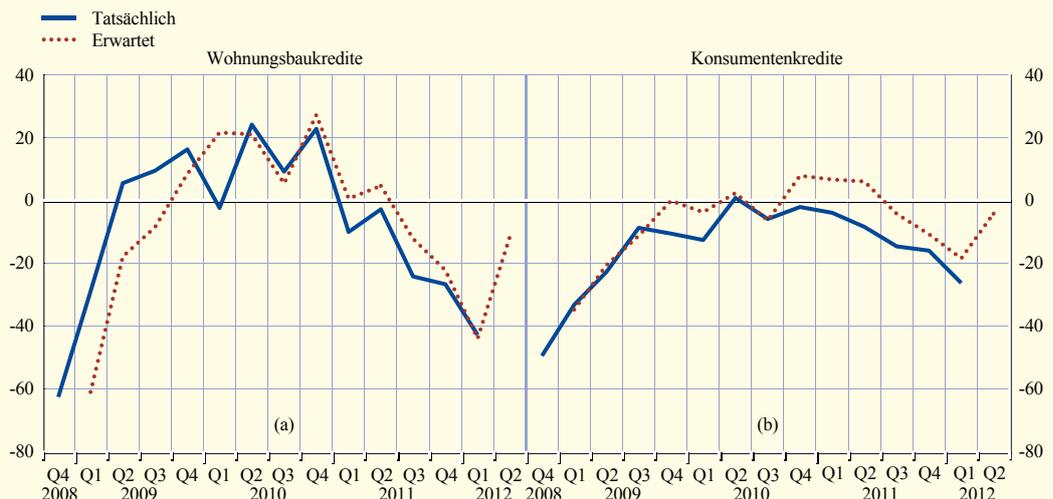
(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung A.

**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 „realisierten“ 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.

Für das zweite Jahresviertel 2012 rechnen die Banken mit einem weiteren, wenngleich langsameren Rückgang der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten (per saldo -12 %).

### Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte

**Kreditrichtlinien:** Für das erste Quartal 2012 meldeten die Banken im Euro-Währungsgebiet per saldo eine geringere Verschärfung der Kreditrichtlinien (5 % nach 13 %; siehe Abbildung F). Maßgeblich hierfür waren vor allem die Finanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen sowie die bessere Risikoeinschätzung im Hinblick auf die Konjunkturaussichten und die Kreditwürdigkeit der Haushalte. Wie bei den Wohnungsbaukrediten schlug sich die insgesamt geringere Verschärfung nicht in günstigeren preislichen Konditionen nieder. Der prozentuale Saldo der Banken, die eine anhaltende Ausweitung ihrer Margen meldeten, lag in etwa auf dem Niveau vom Vorquartal, während der Beitrag der nichtpreislichen Konditionen weitgehend neutral blieb.

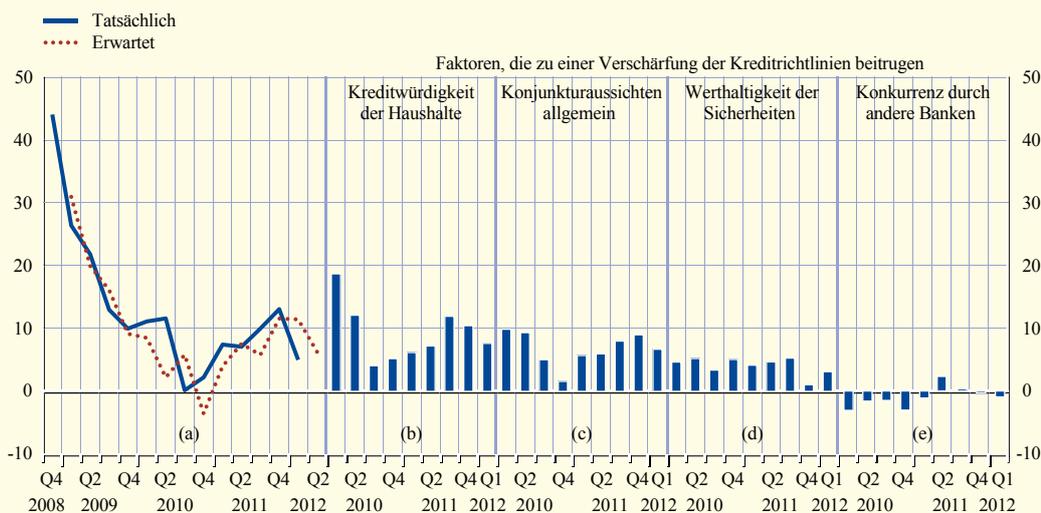
Für das zweite Quartal 2012 rechnen per saldo 6 % der Banken mit einer erneuten Verschärfung der Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte.

**Kreditnachfrage:** Den Banken zufolge hat sich die Nettonachfrage nach Konsumentenkrediten im Berichtsquartal erneut abgeschwächt (per saldo -26 % nach -16 % im Vorquartal; siehe Abbildung E). Ursächlich hierfür waren vor allem die negativen Auswirkungen, die von der Innenfinanzierung der privaten Haushalte (über höhere Ersparnisse), den gesunkenen Ausgaben für Gebrauchsgüter sowie einem weiteren Vertrauensverlust bei den Verbrauchern auf die Kreditnachfrage ausgingen.

Mit Blick auf die Zukunft erwarten die Banken, dass sich der Rückgang der Nettonachfrage nach Konsumentenkrediten im zweiten Jahresviertel 2012 verlangsamen wird (per saldo -4 %).

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

(prozentualer Saldo)



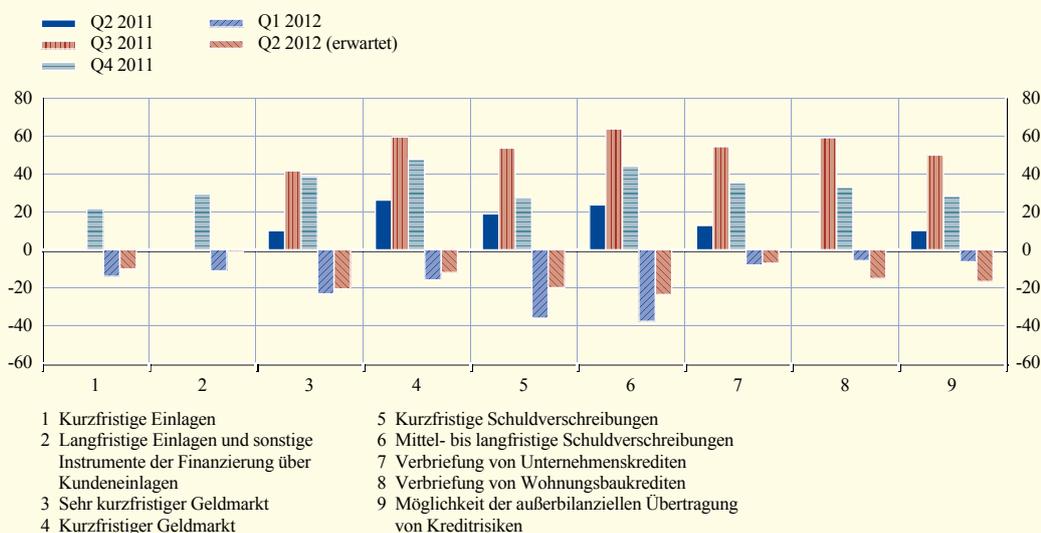
Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung A.

### Zusatzfragen zu den Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen

Wie in den vorhergehenden Erhebungen enthielt auch die Umfrage vom April 2012 eine Zusatzfrage, mit deren Hilfe festgestellt werden sollte, inwieweit sich die Finanzmarktspannungen auf

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.

den Zugang der Banken zur Finanzierung über Kundeneinlagen und zu großvolumiger Finanzierung im ersten Quartal 2012 ausgewirkt haben und sich auch im zweiten Jahresviertel 2012 noch auswirken könnten.

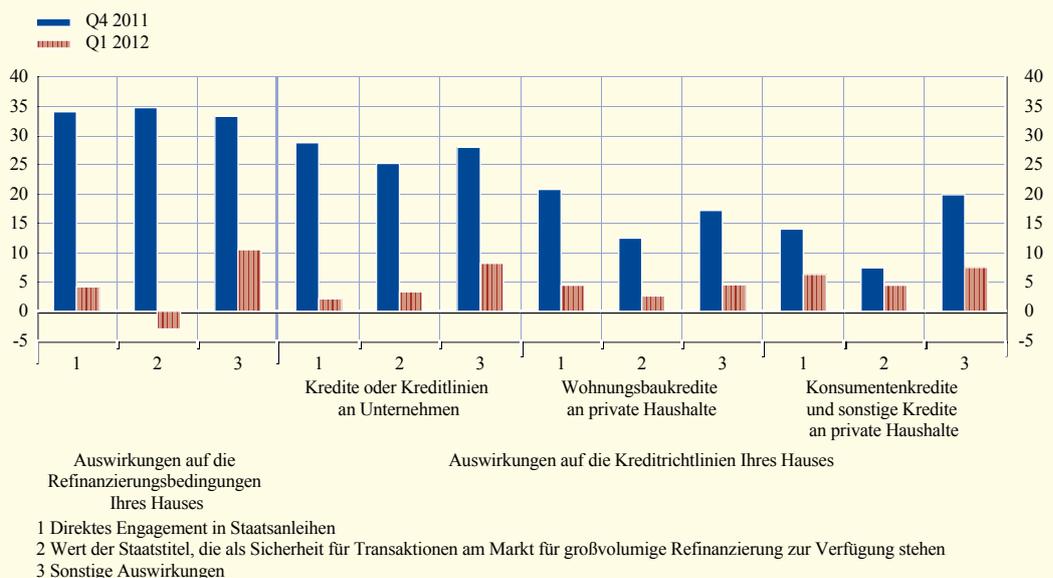
Insgesamt meldeten die Banken im Eurogebiet über alle Kategorien hinweg einen deutlich besseren Zugang zur Finanzierung über Kundeneinlagen und zu großvolumiger Finanzierung, insbesondere jedoch mit Blick auf die Geldmärkte und Schuldverschreibungen (siehe Abbildung G). Zudem scheinen sich auch die Bedingungen für Verbriefungsgeschäfte im ersten Jahresviertel 2012 spürbar verbessert zu haben, und zwar sowohl in Bezug auf True-Sale-Verbriefungen als auch auf die Möglichkeit der außerbilanziellen Übertragung von Kreditrisiken (synthetische Verbriefungen). Hinsichtlich des Zugangs zur kurzfristigen wie auch langfristigen Finanzierung über Kundeneinlagen meldeten die Banken im Durchschnitt eine leichte Verbesserung im ersten Quartal 2012, wenngleich diese geringer ausfiel als bei ihrem Zugang zu großvolumiger Finanzierung. Für das zweite Quartal des laufenden Jahres rechnen die Banken im Euro-Währungsgebiet mit einer weiteren, wenn auch moderateren Verbesserung der Bedingungen für den Zugang zu großvolumiger Finanzierung und mit einer lediglich marginalen Verbesserung, was die Kundeneinlagen betrifft.

### Zusatzfragen zu den Auswirkungen der Staatsschuldenkrise auf die Refinanzierungsbedingungen und Kreditrichtlinien der Banken

Die Umfrage vom April 2012 enthielt zum zweiten Mal eine Zusatzfrage, um festzustellen, inwieweit sich die Staatsschuldenkrise auf die Refinanzierungsbedingungen und Kreditrichtlinien der

**Abbildung H Auswirkungen der Staatsschuldenkrise auf die Refinanzierungsbedingungen und die Kreditrichtlinien der Banken**

(prozentualer Saldo der Banken, die Auswirkungen auf die Refinanzierungsbedingungen oder auf die Verschärfung der Kreditrichtlinien meldeten)



Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „trug spürbar zur Verschlechterung der Refinanzierungsbedingungen/Verschärfung der Kreditrichtlinien bei“ und „trug etwas zur Verschlechterung der Refinanzierungsbedingungen/Verschärfung der Kreditrichtlinien bei“ und der Summe der Angaben unter „trug etwas zur Lockerung der Refinanzierungsbedingungen/Lockerung der Kreditrichtlinien bei“ und „trug spürbar zur Lockerung der Refinanzierungsbedingungen/Lockerung der Kreditrichtlinien bei“ dar.

Banken auswirkt. Im Durchschnitt berichteten per saldo nur 4 % der befragten Banken im Euro-Raum – verglichen mit 34 % im Schlussquartal 2011 –, dass sich die Finanzierungsbedingungen durch die Staatsschuldenkrise aufgrund direkter Engagements in Staatsschuldtiteln, eines geringeren Sicherheitenwerts von Staatsanleihen oder anderer Effekte verschlechtert haben. Tatsächlich wurde im ersten Quartal 2012 sogar ein höherer Wert der Sicherheiten als Grund für verbesserte Refinanzierungsbedingungen genannt. Per saldo wiesen ähnlich viele Banken darauf hin, dass die Krise Auswirkungen auf die Verschärfung ihrer Kreditrichtlinien hatte; der Anteil lag sowohl bei den Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften als auch bei den Ausleihungen an private Haushalte im Durchschnitt bei rund 5 % (siehe Abbildung H). Dies legt nahe, dass die Banken trotz der im Zuge der jüngsten beiden LRGs mit dreijähriger Laufzeit deutlich verminderten Auswirkungen der Staatsschuldenkrise nicht in der Lage waren, ihre Kreditvergabepolitik vollständig vor den verbleibenden bilanziellen Restriktionen und Liquiditätsbeschränkungen im Zusammenhang mit den Spannungen an den Staatsanleihemärkten abzusichern.

## 2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen belief sich im Februar 2012 auf 4,3 % nach 4 % im Vormonat. Da die Situation an den Märkten nicht mehr so unsicher war wie Ende des vergangenen Jahres, konnten sämtliche Emittenten in den ersten beiden Monaten des Jahres 2012 in allen Laufzeitenbereichen verstärkt Schuldtitel begeben. Gleichzeitig ging die jährliche Zuwachsrate der Begebung börsennotierter Aktien leicht auf 1,6 % zurück.

### SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich von 4 % im Januar 2012 auf 4,3 % im Februar (siehe Tabelle 4). Diese Gesamtentwicklung wurde in erster Linie durch ein stärkeres Wachstum der Emission langfristiger Schuldtitel

Tabelle 4 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet

Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €) 2012 Februar	Jahreswachstumsraten <sup>1)</sup>					
		2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3	2011 Q4	2012 Jan.	2012 Febr.
<b>Schuldverschreibungen:</b>	<b>16 753</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>
MFIs	5 606	0,6	1,1	1,9	3,3	4,3	4,5
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	3 296	1,8	0,7	-0,3	-1,1	-0,6	0,0
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	883	6,2	4,1	4,9	5,0	6,2	6,6
Öffentliche Haushalte	6 968	7,3	6,9	6,6	4,9	5,7	6,1
<i>Darunter:</i>							
Zentralstaaten	6 314	6,7	6,1	5,9	4,2	4,8	4,8
Sonstige öffentliche Haushalte	654	13,0	15,8	14,6	13,2	15,4	19,9
<b>Börsennotierte Aktien:</b>	<b>4 291</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>
MFIs	399	6,4	7,4	12,4	10,2	11,6	11,9
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	311	3,4	4,2	5,0	5,2	4,0	3,1
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	3 580	0,6	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3

Quelle: EZB.

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

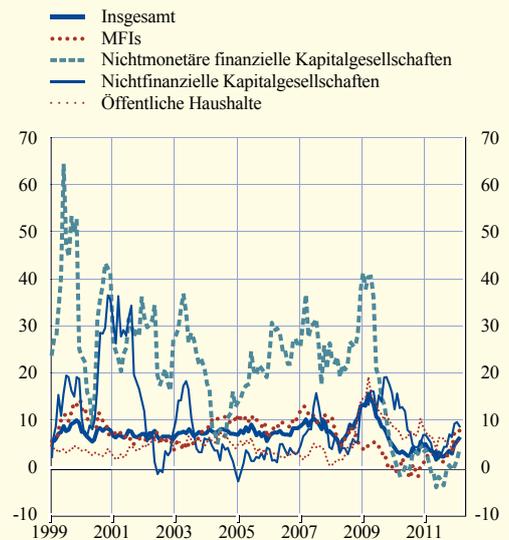
bestimmt. Zudem setzte sich die Beschleunigung bei den kurzfristigen Papieren, die im Dezember 2011 begonnen hatte, im Januar und Februar 2012 fort. Seit Ende 2011 ist im MFI-Sektor eine besonders rege Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen zu verzeichnen.

Eine Betrachtung der kurzfristigen Trends anhand der saisonbereinigten annualisierten Sechsmonatsrate des Absatzes von Schuldverschreibungen lässt in den meisten Sektoren auf eine verstärkte Emissionstätigkeit schließen. Die einzige Ausnahme bildeten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, deren Begebung von Schuldtiteln etwas langsamer zunahm (siehe Abbildung 9). Vor allem die Emissionstätigkeit der MFIs scheint sich weiterhin rasch beschleunigt zu haben (insbesondere seit Mitte 2011). Die höheren Emissionsraten dürften bis zu einem gewissen Grad damit zusammenhängen, dass sich die Marktstimmung aufgrund der beiden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, die das Eurosystem Ende Dezember 2011 sowie im Februar 2012 durchführte, verbesserte und auch die Unsicherheit vor diesem Hintergrund nachließ.

Im Vorjahrsvergleich beschleunigte sich die Emission von Schuldverschreibungen im Februar 2012 über alle Sektoren hinweg. Im Finanzsektor erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der von MFIs begebenen Schuldtitel geringfügig und lag im Februar bei 4,5 %, verglichen mit 4,3 % im Vormonat. Die Emission von Schuldtiteln durch öffentliche Haushalte legt seit November 2011 zu; so beschleunigte sich das jährliche Wachstum der Emission von Staatsschuldverschreibungen von 5,7 % im Januar auf 6,1 % im Februar. Die Zwölfmonatsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen schließlich stieg im Februar weiter auf 6,6 % (nach 6,1 % im Vormonat) und setzte damit ihren im April 2011 begonnenen Aufwärtstrend fort. Wie bereits 2008 und 2009 wollten die Emittenten aus dem Unternehmenssektor vermutlich die bessere Stimmung an den Finanzmärkten ausnutzen, um die verschärften Richtlinien für Bankkredite zu umgehen und stattdessen auf marktbasierte Finanzierungsmöglichkeiten zurückzugreifen.

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

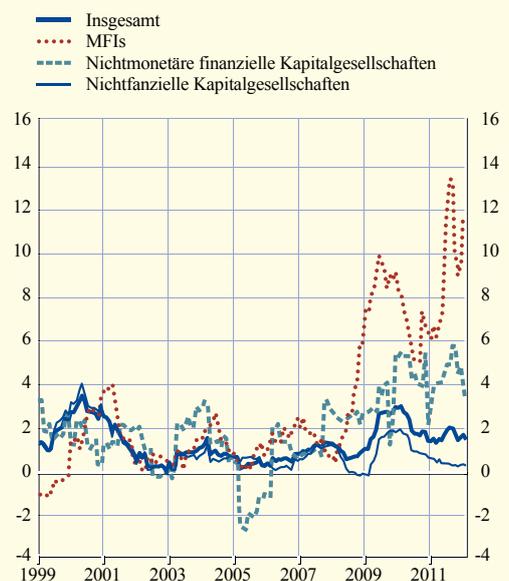
(auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsraten; saisonbereinigt)



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.

Nach Angaben von Marktteilnehmern konzentrierte sich die Emissionstätigkeit im Januar und Februar 2012 auf die hohen und mittleren Ratingbereiche, was möglicherweise mit den dort vergleichsweise günstigen Finanzierungsbedingungen zusammenhing, während die Begebung im Hochzinssegment gering blieb. Im November 2011 wurden erneut MFI-Schuldverschreibungen mit staatlicher Garantie begeben, und im Dezember 2011 sowie im Februar 2012 war eine besonders rege Emission solcher Titel zu verzeichnen.

### BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

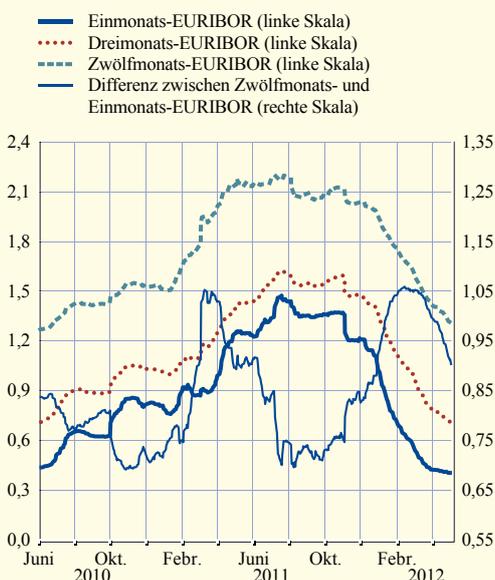
Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien sank geringfügig von 1,7 % im Januar auf 1,6 % im Februar 2012. Dabei stieg die entsprechende Rate der von MFIs emittierten Papiere leicht an, und zwar von 11,6 % auf 11,9 % (siehe Abbildung 10), was auf die nachlassenden Spannungen an den Finanzmärkten und die Notwendigkeit einer weiteren Konsolidierung der Eigenkapitalpositionen der Banken zurückzuführen war. Bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften hingegen gab die Rate erneut nach und belief sich auf 3,0 %, während sie bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften weitgehend unverändert bei rund 0,3 % lag.

### 2.3 GELDMARKTSÄTZE

Die Geldmarktsätze waren im Zeitraum von Anfang April bis Anfang Mai 2012 rückläufig. In der vierten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres, die am 11. April begann, wies der EONIA mit einem Stand von rund 10 Basispunkten über dem Zinssatz für die Einlagefazilität weiterhin ein niedriges Niveau auf. Der entsprechende Spread spiegelt die große Menge an Überschussliquidität wider, die nach dem zweiten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft (LRG) mit dreijähriger Laufzeit, das am 1. März abgewickelt wurde, am Interbankengeldmarkt vorhanden war.

Abbildung 11 Geldmarktsätze

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



Quellen: EZB und Thomson Reuters.

Die Zinsen am unbesicherten Geldmarkt waren im Zeitraum von Anfang April bis Anfang Mai 2012 rückläufig. Die EURIBOR-Zinssätze für Einmonats-, Dreimonats-, Sechsmo- und Zwölfmonatsgeld lagen am 2. Mai bei 0,40 %, 0,70 %, 0,99 % bzw. 1,30 % und damit 2, 7, 8 bzw. 10 Basispunkte unter ihrem Stand vom 3. April. Außerdem verringerte sich der Abstand zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR – der eine Messgröße für den Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt darstellt – leicht, und zwar auf 90 Basispunkte am 2. Mai (siehe Abbildung 11).

Der Dreimonats-EONIA-Swapsatz lag am 2. Mai bei 0,31 % und somit 5 Basispunkte unter seinem Stand vom 3. April. Der entsprechende Zinssatz am unbesicherten Markt gab um 7 Basispunkte nach und belief sich zuletzt auf 0,70 %. Infolgedessen verkleinerte sich der Spread zwischen dem unbesicherten Dreimonats-

EURIBOR und dem Dreimonats-EONIA-Swap-satz um 2 Basispunkte auf nunmehr 39 Basispunkte.

Die aus den Preisen für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni, September und Dezember 2012 sowie im März 2013 abgeleiteten Zinssätze beliefen sich am 2. Mai auf 0,59 %, 0,55 %, 0,55 % bzw. 0,55 % und lagen damit 9, 14, 19 bzw. 23 Basispunkte unter ihrem Stand vom 3. April.

Vom 3. April bis zum Ende der dritten Erfüllungsperiode am 10. April blieb der EONIA vor dem Hintergrund eines höheren Liquiditätsüberschusses stabil und bewegte sich um den Wert von 0,35 %. Am letzten Tag der Reserveperiode notierte er bei 0,347 %. Zu Beginn der vierten Mindestreserve-Erfüllungsperiode veränderte sich der EONIA ebenfalls kaum und schwankte weiterhin um 0,35 %. Am 2. Mai belief er sich auf 0,343 %.

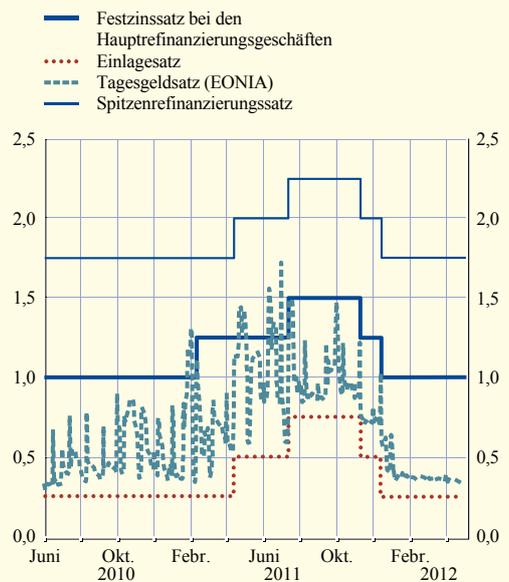
Das Eurosystem führte im Berichtszeitraum eine Reihe von Refinanzierungsgeschäften durch. Bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften der vierten Reserveerfüllungsperiode 2012 am 10., 17., 24. und 30. April teilte das Eurosystem 55,4 Mrd €, 51,8 Mrd €, 46,4 Mrd € bzw. 34,4 Mrd € zu. Darüber hinaus fanden im April zwei LRGs als Mengentender mit Vollzuteilung sowie am 10. April ein Refinanzierungsgeschäft mit einer Sonderlaufzeit von einer Erfüllungsperiode (bei dem 11,4 Mrd € bereitgestellt wurden) statt. Am 25. April wurde zudem ein dreimonatiges LRG durchgeführt, bei dem 21,3 Mrd € zugeteilt wurden. Die rückläufigen Zuteilungsbeträge bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften sind der Ausstattung des Bankensektors mit umfangreicher längerfristiger Liquidität, insbesondere mit einer Laufzeit von drei Jahren, und der Senkung des Mindestreservesatzes von 2 % auf 1 % mit Wirkung vom Beginn des Jahres 2012 zuzuschreiben. Die dreijährigen Geschäfte und die Senkung des Mindestreserve-Solls führten automatisch dazu, dass die Nachfrage der Banken nach kurzfristiger Liquidität zurückging (siehe hierzu auch Kasten 2).

Am 10., 17., 24. und 30. April führte das Eurosystem zudem jeweils ein einwöchiges liquiditätsabsorbierendes Geschäft als Zinstender mit einem Höchstbietungssatz von 1,00 % durch. Mithilfe dieser Operationen wurde die über das Programm für die Wertpapiermärkte zugeführte Liquidität vollständig abgeschöpft.

Auch die vierte Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres, die am 11. April begann, war von einer hohen Überschussliquidität gekennzeichnet. So lag die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität am 2. Mai bei 762,9 Mrd €.

Abbildung 12 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p. a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Thomson Reuters.

## 2.4 ANLEIHEMÄRKTE

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen mit AAA-Rating gingen vom 3. April bis zum 2. Mai um rund 10 Basispunkte zurück, während sie in den Vereinigten Staaten im selben Zeitraum um etwa 30 Basispunkte nachgaben. Im Euro-Währungsgebiet erhöhten sich die Renditeabstände der meisten Länder gegenüber deutschen Bundesanleihen, oder sie blieben weitgehend unverändert. Insgesamt verringerten sich die Renditen für Emittenten mit AAA-Rating, was einer Flucht in liquidere Anlagen geschuldet sein dürfte. Lediglich in Frankreich blieben sie größtenteils stabil. Die Unsicherheit über die künftige Entwicklung an den Anleihemärkten ging im Eurogebiet – gemessen an der impliziten Volatilität – erneut zurück, wenngleich das aktuelle Niveau nach wie vor über dem historischen Standard liegt. Marktbasierte Indikatoren deuten darauf hin, dass die Inflationserwartungen weiterhin vollständig mit Preisstabilität vereinbar sind.

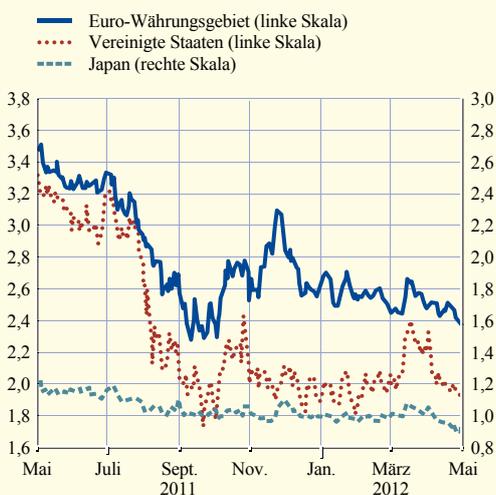
Vom 3. April bis zum 2. Mai 2012 gingen die Renditen langfristiger Staatsanleihen des Eurogebiets mit AAA-Rating um rund 10 Basispunkte auf etwa 2,4 % zurück. In den Vereinigten Staaten hingegen gaben die Renditen langfristiger Staatsanleihen im selben Zeitraum um rund 30 Basispunkte auf etwa 1,9 % nach. Damit wurde der in der ersten Märzhälfte verzeichnete Anstieg fast vollständig aufgezehrt. Im April wiesen die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euroraum lediglich geringfügige tägliche Schwankungen auf, während die entsprechenden Renditen in den USA in den ersten 20 Tagen des Monats sanken und sich dann verfestigten (siehe Abbildung 13). Insgesamt entwickelten sich die Renditen langfristiger Anleihen in den Vereinigten Staaten im Einklang mit den gemischten Konjunkturmeldungen und der Neubewertung der wirtschaftlichen Wachstumsaussichten. Die Renditen langfristiger Staatsanleihen des Eurogebiets mit AAA-Rating reagierten hingegen

weitaus weniger stark auf die zunehmende Besorgnis über das Wirtschaftswachstum bzw. die erneut aufkommenden finanziellen und politischen Spannungen in einigen Euro-Ländern. Durch die entsprechenden Veränderungen der Renditen in den beiden Wirtschaftsräumen erhöhte sich der Abstand zwischen den Nominalzinsen zehnjähriger Staatsanleihen in den USA und im Euroraum über den Berichtszeitraum hinweg und lag am 2. Mai bei rund 40 Basispunkten. In Japan gingen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen unterdessen um etwa 10 Basispunkte zurück und beliefen sich zuletzt auf 0,9 %.

Im Euro-Währungsgebiet ließ die Unsicherheit der Anleger bezüglich der kurzfristigen Entwicklung an den Anleihemärkten – gemessen an der aus Optionen abgeleiteten Volatilität – im Beobachtungszeitraum geringfügig nach. In den Vereinigten Staaten wurde unterdessen ein etwas stärkerer Rückgang von rund 1,1 Prozentpunkten verzeichnet. Die implizite Volatilität an den Anleihemärkten ist in beiden Wirtschaftsräumen gegenüber den Höchstständen vom November

Abbildung 13 Renditen langfristiger Staatsanleihen

(in % p. a.; Tageswerte)



Quellen: EuroMTS, EZB, Bloomberg und Thomson Reuters.  
Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegende Restlaufzeit. Die Anleiherendite für das Euro-Währungsgebiet bezieht sich auf Angaben, die der EZB zu Anleihen mit AAA-Rating vorliegen; diese Daten umfassen auch französische Anleihen.

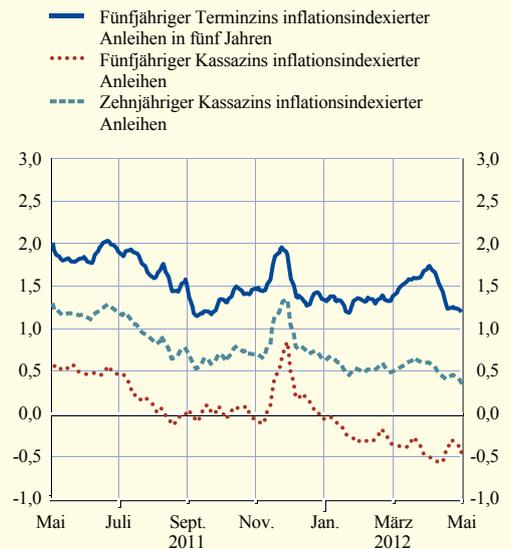
2011 deutlich zurückgegangen, wobei sie im historischen Vergleich noch immer hoch ist. Während sie im Eurogebiet derzeit den unmittelbar vor der Insolvenz von Lehman Brothers verzeichneten Werten weitgehend entspricht, liegt sie in den Vereinigten Staaten rund 4 Prozentpunkte darunter. Das gleiche Muster lässt sich bei der impliziten Volatilität an den Aktienmärkten beobachten, was darauf hindeutet, dass sich die Bedenken der Marktteilnehmer derzeit stärker auf die Entwicklungen im Euroraum konzentrieren. Im Einklang mit der jüngsten Zunahme der Risikoaversion unter den Anlegern hat die Nachfrage nach sicheren Anlagen (näherungsweise ermittelt durch die nach wie vor hohen Liquiditätsprämien für zehnjährige deutsche Bundesanleihen im Vergleich zu jenen für Agency Bonds) im Berichtszeitraum deutlich zugelegt und den höchsten Stand seit Mai 2009 erreicht. Dies lässt darauf schließen, dass sich die Stimmung an den Anleihemärkten insgesamt wohl erneut merklich verschlechtert hat.

Im Beobachtungszeitraum erhöhten sich die Renditeabstände zehnjähriger Staatsanleihen aus Italien, Frankreich und Spanien gegenüber deutschen Bundesanleihen um 20 bis 40 Basispunkte, während sie im Fall Österreichs, Belgiens, Irlands und der Niederlande weitgehend stabil blieben. In Griechenland und Portugal verringerten sich die Spreads hingegen um rund 150 Basispunkte und in Finnland um 10 Basispunkte. Mit Ausnahme Frankreichs waren die Renditen langfristiger Anleihen der Euro-Länder mit AAA-Rating rückläufig, was auch mit einem erneuten Anstieg der Liquiditätsprämien angesichts von Marktspannungen in einigen Ländern des Euroraums zusammenhängen könnte.

Die Renditen fünfjähriger inflationsindexierter Staatsanleihen des Eurogebiets stiegen im Berichtszeitraum um etwa 10 Basispunkte auf -0,4 %, während die Renditen zehnjähriger inflationsindexierter Anleihen um rund 20 Basispunkte auf 0,4 % am 2. Mai sanken (siehe Abbildung 14). Die impliziten Termin-Breakeven-Inflationsraten im Euroraum (fünfjährige Terminzinsen in fünf Jahren) spiegelten die gegenläufige Entwicklung der fünf- und zehnjährigen nominalen und realen Kassazinsen wider und erhöhten sich im Berichtszeitraum um ungefähr 30 Basispunkte auf 2,3 % (siehe Abbildung 15). Der Großteil dieses Anstiegs war jedoch technischen Faktoren, nämlich der Fälligkeit einer inflationsindexierten Anleihe und deren Ersetzung durch eine Neuemission, zuzuschreiben. So blieb der inflationsindexierte Swapsatz für denselben Laufzeitbereich mit 2,4 % im gleichen Zeitraum weitgehend unverändert, was ein indirekter Beleg dafür ist, dass es im Berichtszeitraum zu keiner größeren Veränderung der Inflationserwartungen kam. Berücksichtigt man neben der am Markt herrschenden Volatilität und den Verzerrungen durch die hohen Liquiditätsprämien auch die Inflationsrisikoprämien, so weisen die marktbasieren Indikatoren insgesamt darauf hin, dass die Inflationserwartungen weiterhin vollständig mit Preisstabilität vereinbar sind.

**Abbildung 14 Nullkuponrenditen inflationsindexierter Anleihen im Euro-Währungsgebiet**

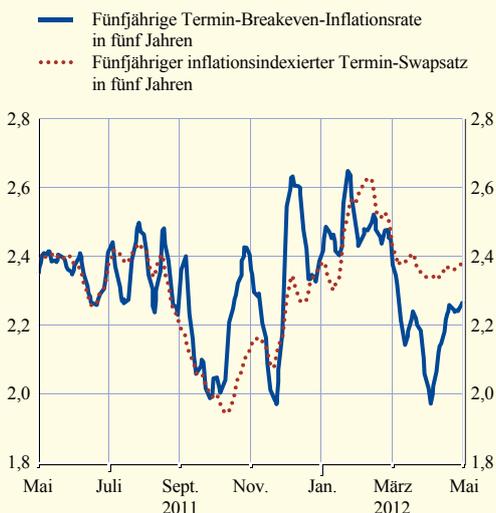
(in % p. a.; gleitender Fünftagesdurchschnitt der Tageswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Seit Ende August 2011 werden die realen Zinssätze als BIP-gewichteter Durchschnitt der separaten realen Zinssätze französischer und deutscher Anleihen ermittelt. Bis dahin erfolgte die Berechnung der realen Zinssätze durch Schätzung einer kombinierten realen Zinsstrukturkurve für Frankreich und Deutschland.

**Abbildung 15 Nullkupon-Breakeven-Inflationsraten und inflationsindexierte Swapsätze im Euro-Währungsgebiet**

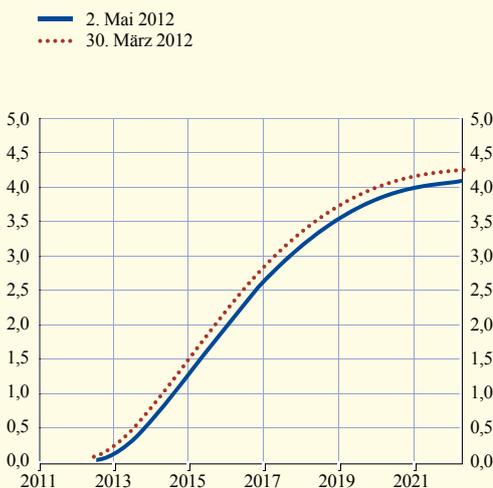
(in % p. a.; gleitender Fünftagesdurchschnitt der Tageswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Seit Ende August 2011 werden die Breakeven-Inflationsraten als BIP-gewichteter Durchschnitt separat geschätzter Breakeven-Inflationsraten für Frankreich und Deutschland ermittelt. Bis dahin erfolgte die Berechnung der Breakeven-Inflationsraten anhand eines Vergleichs der auf Grundlage von Staatsanleihen mit AAA-Rating ermittelten nominalen Zinsstrukturkurve des Euro-Währungsgebiets mit einer kombinierten realen Zinsstrukturkurve, die auf inflationsindexierten französischen und deutschen Staatsanleihen basiert.

**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 Terminzinskurve, 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 Terminzinskurven 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.

Das allgemeine Verlaufsmuster der Renditen langfristiger Staatsanleihen mit AAA-Rating im Euro-Raum lässt sich in Veränderungen der Zinserwartungen (und der damit verbundenen Risikoprämien) für unterschiedliche Laufzeithorizonte aufgliedern (siehe Abbildung 16). Die Zinsstruktur der Terminzinsen am 2. Mai war weitgehend mit jener von Ende März vergleichbar.

Die Renditeaufschläge auf Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gegenüber dem EMU-AAA-Government-Bond-Index von Merrill Lynch verringerten sich vom 3. April bis zum 2. Mai bei Emittenten mit einem mittleren Rating um 2 bis 13 Basispunkte, während sie bei einem Rating von AAA und BBB um rund 6 Basispunkte anzogen. Die Renditeaufschläge von Investment-Grade-Anleihen finanzieller Unternehmen gaben im selben Zeitraum im Bereich eines Ratings von AAA und AA um 8 bzw. 13 Basispunkte nach. Im Bereich der Ratings A und BBB- legten sie indessen um rund 10 bzw. 60 Basispunkte zu.

## 2.5 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

Bei Redaktionsschluss dieser Ausgabe des Monatsberichts lagen noch keine neuen Daten zu den Kredit- und Einlagenzinsen vor. Die MFI-Einlagenzinsen gingen im Februar 2012 geringfügig zurück. Gleichzeitig gaben auch die Zinssätze für kurzfristige Kredite in den meisten Kredit- und Laufzeitkategorien nach, während sich die MFI-Zinsen für langfristige Ausleihungen unterschiedlicher entwickelten.

Die MFI-Zinsen für kurzfristige Einlagen gingen im Februar geringfügig zurück. Die Zinssätze für Einlagen privater Haushalte mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr und für Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften sanken jeweils um rund 3 Basispunkte (siehe Abbildung 17).

Auch die meisten kurzfristigen Kreditzinsen der MFIs gaben nach, wenngleich unterschiedlich stark. So verringerten sich beispielsweise die Zinssätze für Überziehungskredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften um 4 Basispunkte. Ein deutlicherer Rückgang wurde bei den MFI-Zinsen für kleine Unternehmensdarlehen (d. h. Kredite von bis zu 1 Mio €), die im Februar um 10 Basispunkte auf 4,3 % sanken, und bei den Großkrediten (d. h. Ausleihungen von mehr als 1 Mio €), die um 15 Basispunkte auf 2,6 % nachgaben, verzeichnet. Somit wuchs der Zinsabstand zwischen den Großkrediten der MFIs, die vermutlich an große Unternehmen ausgereicht werden, und den kleinen Krediten, die wohl eher von kleineren Firmen in Anspruch genommen werden, weiter an und erreichte im Berichtsmonat mit 160 Basispunkten ein Rekordniveau. Im selben Zeitraum gingen die MFI-Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte lediglich um 5 Basispunkte zurück, während jene für Konsumentenkredite sogar um 10 Basispunkte anstiegen. Infolgedessen und angesichts der Tatsache, dass sich der EURIBOR im Februar um 14 Basispunkte verringerte, vergrößerte sich die Zinsdifferenz gegenüber kurzfristigen Wohnungsbaukrediten an private Haushalte von 237 Basispunkten im Januar auf 246 Basispunkte im Berichtsmonat. Der Spread gegenüber kurzfristigen Großkrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieb hingegen weitgehend gleich (siehe Abbildung 18).

Über einen längeren Zeitraum hinweg betrachtet haben sich die Kreditzinsen der Banken während des letzten abgeschlossenen Zyklus einer geldpolitischen Lockerung (von Oktober 2008 bis März 2010) deutlich an die Marktzinsen angepasst. Die MFI-Kreditzinsen hatten über weite Strecken des Jahres 2011 leicht zugelegt, was vor allem auf die insgesamt höheren Kreditrisiken und die schlechteren Finanzierungsbedingungen für Banken zurückzuführen war, die sich vor dem Hintergrund akuter Spannungen an den Refinanzierungsmärkten der Banken und der erheblichen Notwendigkeit zum Fremdkapitalabbau ergaben. In jüngerer Zeit sind Anzeichen einer Entspannung erkennbar, worin sich die Senkung der EZB-Leitzinsen im November und Dezember 2011 sowie die Liquidität, die dem Bankensystem durch die beiden LRGs mit dreijähriger Laufzeit bereitgestellt wurde, widerspiegeln dürfte.

Was die längeren Laufzeiten betrifft, wurde das von der jüngsten Entwicklung der langfristigen MFI-Kreditzinsen gezeichnete Gesamtbild vermutlich durch eine gewisse Volatilität in einigen Zeitreihen ver-

**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



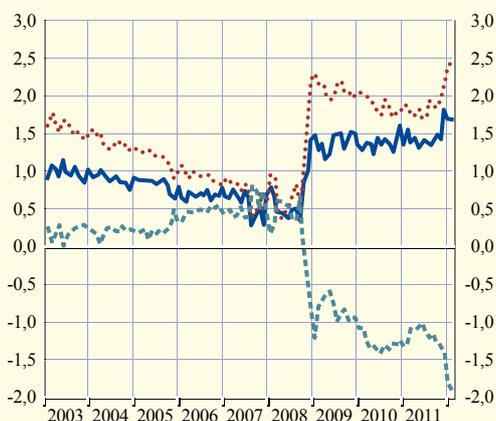
Quelle: EZB.

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



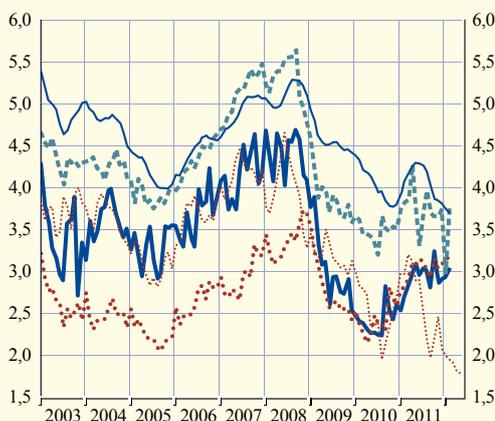
Quelle: EZB.

Anmerkung: Bei den Krediten errechnen sich die Abstände aus dem Kreditzins abzüglich des Geldmarktsatzes für Dreimonatsgeld und bei den Einlagen 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.

**Abbildung 19 Langfristzinsen der MFI 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.

zert. So beliefen sich die Zinsen für Großkredite an Unternehmen mit einer anfänglichen Zinsbindungsfrist von mehr als fünf Jahren im Februar auf 3,7 %, was gegenüber Januar einen kräftigen Wiederanstieg, im Vergleich zu den vorangegangenen Monaten jedoch kaum eine Veränderung bedeutete. Zugleich erhöhten sich die MFI-Zinssätze für Kleinkredite nur geringfügig, nämlich um 5 Basispunkte. Bei den privaten Haushalten hingegen verringerten sich die Zinsen für Wohnungsbaukredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf und bis zu zehn Jahren leicht um etwa 5 Basispunkte (siehe Abbildung 19).

Bis Februar 2012 hatten sich die Abstände zwischen den langfristigen Kreditzinsen und den Renditen siebenjähriger Staatsanleihen mit AAA-Rating tendenziell ausgeweitet, was zum Teil dadurch bedingt war, dass die Renditen von Staatstiteln mit Bestnote im Zuge einer Flucht in sichere Anlagen unter Abwärtsdruck geraten waren. Im Februar lag die Differenz zwischen den Langfristzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte (mit einer Laufzeit von mehr als zehn Jahren) und den Renditen siebenjähriger Staatsanleihen mit AAA-Rating weitgehend unverändert bei 200 Basispunkten. Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften vergrößerte sich der entsprechende Spread für kleine Kredite um rund 10 Basispunkte auf 226 Basispunkte.

Legt man einen längeren Betrachtungszeitraum zugrunde, so war bei den Zinsen für langfristige Kredite an private Haushalte sowie für langfristige Kleinkredite an Unternehmen im Allgemeinen eine

eher unvollständige und zögerliche Anpassung zu beobachten, wohingegen sich die Zinssätze für langfristige Großkredite an Unternehmen stärker im Einklang mit den Renditen langfristiger Staatsanleihen mit AAA-Rating entwickelten. Ähnlich wie bei der Anpassung der kurzfristigen Bankkreditzinsen an die Marktsätze könnten die historischen Regelmäßigkeiten zwischen den langfristigen Kreditzinsen und den Renditen laufzeitäquivalenter Staatsanleihen mit AAA-Rating in jüngster Zeit durch die Spannungen im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise im Eurogebiet und die Anfälligkeit der Banken im gemeinsamen Währungsraum verzerrt worden sein.

## 2.6 AKTIENMÄRKTE

Von Ende März bis zum 2. Mai 2012 gaben die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet um 6,5 % und in den Vereinigten Staaten um 0,5 % nach. Die Kursverluste in den beiden Wirtschaftsräumen ergaben sich vor dem Hintergrund von Datenveröffentlichungen, die auf eine gewisse Verschlechterung der kurzfristigen konjunkturellen Aussichten sowie auf eine erneute Zunahme der weltweiten wirtschaftlichen und finanziellen Unsicherheit hindeuteten. Mit verantwortlich für die Entwicklung der Notierungen im Euroraum waren die leicht gestiegenen Finanzmarktspannungen im Eurogebiet und Bedenken hinsichtlich der finanzpolitischen Lage und der politischen Unsicherheit in einer Reihe von Euro-Ländern. Im Euroraum verbuchten die Finanzwerte ein viel größeres Minus als der Gesamtindex, während der rückläufige Gesamtindex in den USA nahezu in gleichem Maß durch Verluste im finanziellen und im nichtfinanziellen Sektor bedingt war. Die an der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit an den Aktienmärkten erhöhte sich im Eurogebiet und erreichte ein Niveau, das zuletzt zu Beginn des laufenden Jahres verzeichnet worden war.

Abbildung 20 Aktienindizes

(Index: 1. Mai 2011 = 100; Tageswerte)



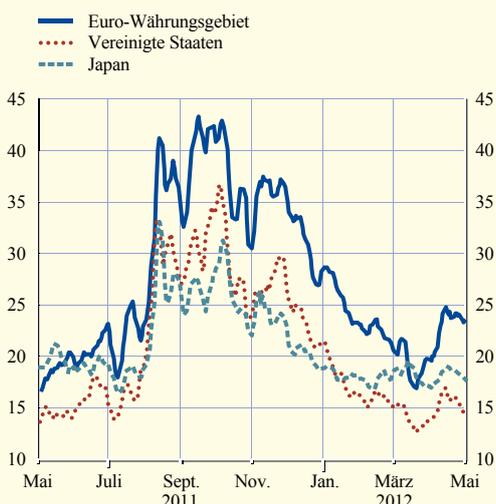
Quelle: Thomson Reuters.  
Anmerkung: Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet, Standard-&-Poor's-500-Index für die Vereinigten Staaten und Nikkei-225-Index für Japan.

Im Euroraum gaben die Notierungen von Ende März bis zum 2. Mai 2012 gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index um 6,5 % nach, während der Standard-&-Poor's-500-Index in den Vereinigten Staaten im selben Zeitraum um 0,5 % zurückging (siehe Abbildung 20). In Japan verzeichneten die Aktienkurse, gemessen am Nikkei 225, unterdessen ein Minus von 7,0 %.

In den beiden großen Wirtschaftsräumen wiesen die Aktienkurse im April einen uneinheitlichen Verlauf auf. Bis zum 10. April gingen die Notierungen beiderseits des Atlantiks zurück. Danach stabilisierten sie sich im Eurogebiet, während sie in den Vereinigten Staaten insbesondere in der letzten Aprilwoche zulegten. Die unterschiedliche Entwicklung in der zweiten Monathälfte ist unter anderem erneuten Bedenken hinsichtlich der finanzpolitischen Lage und der politischen Unsicherheit in einigen Euro-Ländern zuzuschreiben. Ein weiterer Grund für die im Vergleich zu den USA deutlich schlechtere Entwicklung des

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.

Finanzsektors im Euroraum könnten die Auswirkungen sein, die im Zuge der Überprüfung des Ratings zahlreicher europäischer Banken durch eine Ratingagentur erwartet wurden.

Der Rückgang der Aktienkurse im April und Anfang Mai war im gesamten Eurogebiet zu beobachten, wobei in den meisten Ländern sowohl im finanziellen als auch im nichtfinanziellen Sektor Verluste verbucht wurden. Im Euroraum insgesamt liefen die Teilindizes für Finanzwerte tendenziell der Entwicklung des Gesamtindex voraus. Sie gaben im Berichtszeitraum um rund 10 % nach. In den Vereinigten Staaten hingegen war eine weitaus größere Übereinstimmung zwischen der Entwicklung der finanziellen und der nichtfinanziellen Teilindizes zu beobachten, wobei Verluste von rund 1,5 % bzw. 0,5 % verzeichnet wurden.

Die an der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit an den Aktienmärkten erhöhte sich im Euroraum bis zum 20. April, stabilisierte sich danach aber tendenziell und lag am 2. Mai bei 23 %. In den Vereinigten Staaten hingegen blieb

die implizite Volatilität an den Aktienmärkten im Berichtszeitraum mit rund 15 % weitgehend stabil. Allerdings waren im Gegensatz zum Eurogebiet in der zweiten Aprilhälfte der Tendenz nach starke Ausschläge zu beobachten. In beiden Wirtschaftsräumen liegt die Unsicherheit an den Aktienmärkten derzeit auf einem mit Anfang 2012 vergleichbaren Niveau (siehe Abbildung 21). Die im Euroraum rückläufigen Aktienerträge sind vor dem Hintergrund einer steigenden impliziten Volatilität des marktbreiten Aktienindex zu sehen. Eine derartig starke Korrelation der Entwicklung von Aktienerträgen und Risikoeinschätzung war in der jüngsten Zeit nicht die Norm, da auch Veränderungen der Risikoaversion eine entscheidende Rolle spielten. So weisen die seit Mitte 2011 beobachteten Veränderungen der weltweiten Risikoaversion (näherungsweise anhand der Differenz zwischen dem VIX-Index und der tatsächlichen Volatilität des US-Gesamtindex ermittelt) und der Risikoeinschätzung in den beiden Wirtschaftsräumen eine im Wesentlichen vergleichbare Beziehung zur Entwicklung der Aktienerträge auf.

#### Kasten 4

##### ERGEBNISSE DER UMFRAGE ÜBER DEN ZUGANG KLEINER UND MITTLERER UNTERNEHMEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET ZU FINANZMITTELN: OKTOBER 2011 BIS MÄRZ 2012

Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse der sechsten Umfrage über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen (KMUs) im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln vorgestellt.<sup>1</sup> Die Befragung wurde vom 29. Februar bis zum 29. März 2012 unter Mitwirkung von

<sup>1</sup> Ein umfassender Bericht, detaillierte statistische Tabellen und zusätzliche Aufschlüsselungen wurden am 27. April 2012 auf der Website der EZB im Abschnitt „Statistics“ unter „Monetary and financial statistics/Surveys/Access to finance of SMEs“ veröffentlicht.

7 511 Firmen durchgeführt, von denen 6 969 (d. h. 93 %) über weniger als 250 Mitarbeiter verfügten (und somit zu den KMUs zählen). Dieser Kasten gibt hauptsächlich Aufschluss über die in den sechs der Umfrage vorangegangenen Monaten (d. h. von Oktober 2011 bis März 2012) eingetretene Entwicklung der Finanzlage, des Finanzierungsbedarfs und des Zugangs zu Finanzmitteln von gebietsansässigen KMUs im Vergleich zu Großunternehmen.<sup>2</sup>

### Finanzlage der KMUs hat sich im Erhebungszeitraum verschlechtert

Im Zeitraum von Oktober 2011 bis März 2012, der von einer konjunkturellen Abschwächung im Euro-Währungsgebiet gegenüber den vorangegangenen sechs Monaten gekennzeichnet war, verschlechterte sich die Finanzlage der gebietsansässigen KMUs. Insgesamt stellte die Kundenakquise für die meisten KMUs der Umfrage zufolge das größte Problem dar (27 % gegenüber 23 % in der vorherigen Umfragerunde). Im Hinblick auf den Zugang zu Finanzmitteln war der Prozentsatz der KMUs im Euroraum, die darin das größte Problem sahen, weitgehend unverändert. Er belief sich auf 17 % gegenüber 16 % in der vorherigen Umfragerunde und blieb damit unter dem in der zweiten Jahreshälfte 2009 verzeichneten Höchststand von 19 %. Von Großunternehmen wurde dieser Faktor hingegen weniger häufig genannt. Im Vergleich zu den Großunternehmen war die Finanzlage der KMUs weiterhin angespannt.

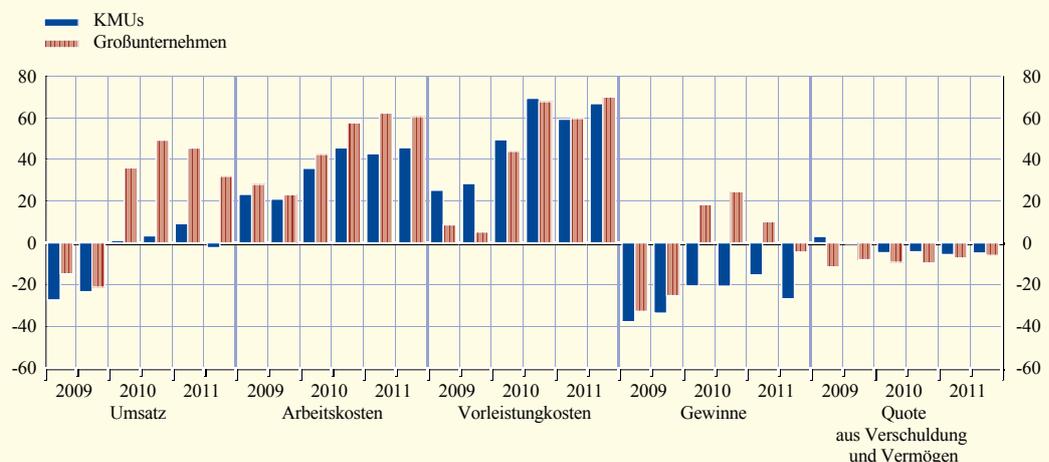
Im Erhebungszeitraum meldeten per saldo<sup>3</sup> 2 % der KMUs im Euroraum einen Umsatzrückgang. Gegenüber dem vorangegangenen Sechsenmonatszeitraum, als die KMUs im Ergebnis einen Umsatzanstieg gemeldet hatten (9 %; siehe Abbildung A), war dies eine Verschlechterung. Außerdem gab insgesamt ein höherer Prozentsatz der KMUs im Euroraum (27 %) als im vorherigen Erhebungszeitraum (15 %) einen Rückgang ihrer Gewinne und eine Erhöhung der Arbeits-

2 Die vorherige Umfrage bezog sich auf den Zeitraum von April bis September 2011.

3 Der prozentuale Saldo bezieht sich auf die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die einen Anstieg melden, und dem Anteil der Unternehmen, die einen Rückgang angeben.

### Abbildung A Indikatoren der Finanzlage von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung in den vergangenen sechs Monaten; prozentualer Saldo der Umfrageteilnehmer)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von KMUs zu Finanzmitteln.

Anmerkung: Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die einen Anstieg des betreffenden Faktors melden, und dem Anteil der Unternehmen, die einen Rückgang angeben.

und sonstigen Vorleistungskosten an (46 % bzw. 67 % gegenüber 43 % bzw. 59 % in der vorangegangenen Umfragerunde), was wahrscheinlich vor allem auf die Energieverteuerung zurückzuführen war. Auch die Großunternehmen meldeten erstmals seit der zweiten Hälfte des Jahres 2009 per saldo einen Gewinnrückgang (4 %, verglichen mit einem Nettoanstieg von 10 % im vorherigen Erhebungszeitraum). Allerdings war der prozentuale Saldo viel geringer als bei den KMUs. Außerdem war der Umfrage zufolge bei den Großunternehmen weiterhin im Ergebnis eine Umsatzsteigerung zu verzeichnen, die allerdings prozentual gesehen geringer ausfiel als im vorangegangenen Sechsmonatszeitraum (per saldo 32 % gegenüber 45 %).

Die KMUs im Euro-Währungsgebiet meldeten einen erneuten geringfügigen Rückgang ihrer Quote aus Verschuldung und Vermögen (5 %, verglichen mit 6 % in der vorherigen Umfragerunde). Maßgeblich hierfür war der nach wie vor erforderliche Fremdkapitalabbau der KMUs angesichts der hohen Verschuldung, aber auch die geringere Verfügbarkeit von Fremdkapital im Erhebungszeitraum. Auch die Verschuldung der Großunternehmen ging weiter zurück (per saldo 6 % der Großunternehmen gaben dies an, verglichen mit 7 % in der vorherigen Umfragerunde), ähnlich wie es bei den KMUs der Fall war.

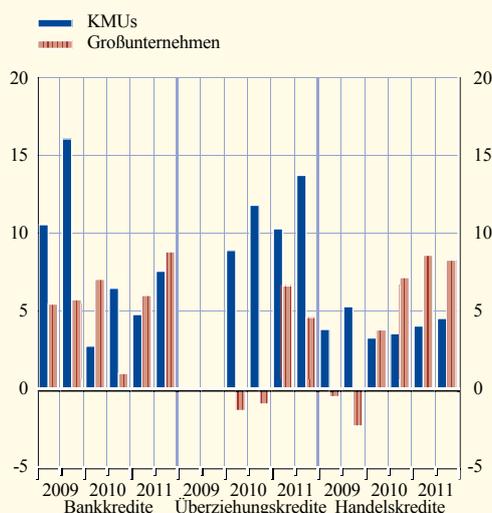
### Außenfinanzierungsbedarf der KMUs im Euro-Währungsgebiet hat sich leicht erhöht

Der Bedarf an Bankkrediten und Überziehungskrediten der KMUs im Euroraum erhöhte sich im Vergleich zum vorherigen Sechsmonatszeitraum leicht (8 % bzw. 14 % gegenüber 5 % bzw. 10 %), was möglicherweise auf niedrigere Gewinne zurückzuführen ist, während der Bedarf an

Handelskrediten weitgehend gleich blieb (5 %, verglichen mit 4 %; siehe Abbildung B). Während die KMUs insgesamt einen höheren Bedarf an externen Finanzmitteln meldeten, spiegelt sich dies nicht im Finanzierungsbedarf der KMUs für Anlageinvestitionen oder für Lagerhaltung und Betriebskapital wider, der ähnlich ausfiel wie im vorherigen Sechsmonatszeitraum (jeweils 11 % im Vergleich zu 12 %). Der von den KMUs genannte erhöhte Außenfinanzierungsbedarf kann außer auf geringere Innenfinanzierungsmittel (per saldo 7 %, verglichen mit 6 % im vorangegangenen Erhebungszeitraum) auch auf Vorsorgemotive zurückzuführen sein, insbesondere da die Umfrageperiode von Oktober 2011 bis März 2012 teilweise durch große Unsicherheit bezüglich der Verfügbarkeit von (Bank-) Finanzierungsquellen geprägt war. Aufgrund der starken Abhängigkeit der KMUs von Bankkrediten war dies möglicherweise für sie besonders relevant.

Abbildung B Außenfinanzierungsbedarf von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung in den vergangenen sechs Monaten; prozentualer Saldo der Umfrageteilnehmer)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von KMUs zu Finanzmitteln.  
Anmerkung: Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die einen Anstieg des Finanzierungsbedarfs melden, und dem Anteil der Unternehmen, die einen Rückgang angeben. Angaben zu Überziehungskrediten (die auch Kreditlinien und Kreditkarten umfassen) liegen für die ersten beiden Umfragerunden nicht vor.

Auch die Großunternehmen meldeten insgesamt einen erhöhten Bedarf an Bankkrediten (9 % gegenüber 6 %), nicht aber an Überzie-

hungskrediten und Handelskrediten (5 % bzw. 8 %, verglichen mit 7 % bzw. 9 %).

### Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln hat sich von Oktober 2011 bis März 2012 verschlechtert

Von Oktober 2011 bis März 2012 kam es den KMUs zufolge zu einer weiteren Verschlechterung der Verfügbarkeit von Bankkrediten (20 % per saldo gegenüber 14 % in der vorherigen Umfragerunde; siehe Abbildung C), die jedoch unter dem 2009 verzeichneten Niveau (rund 30 %) liegt. Im Hinblick auf andere externe Finanzierungsquellen gaben die KMUs ebenfalls eine weitere Verschlechterung der Verfügbarkeit von Überziehungskrediten sowie von Handelskrediten an.

Die Konditionen von Finanzierungskrediten für Bankdarlehen boten ein gemischtes Bild. Zwar war der prozentuale Saldo der KMUs, die einen Anstieg der Zinssätze meldeten, weiterhin hoch (42 %), ging aber im Vergleich zum vorherigen Sechsmonatszeitraum (54 %) deutlich zurück. Was die nichtpreislichen Konditionen betraf, die sich im Allgemeinen weniger stark verschlechterten, meldeten die KMUs unter anderem per saldo einen weiteren, wenn auch moderaten Anstieg der Sicherheitserfordernisse (36 %, verglichen mit 33 %).

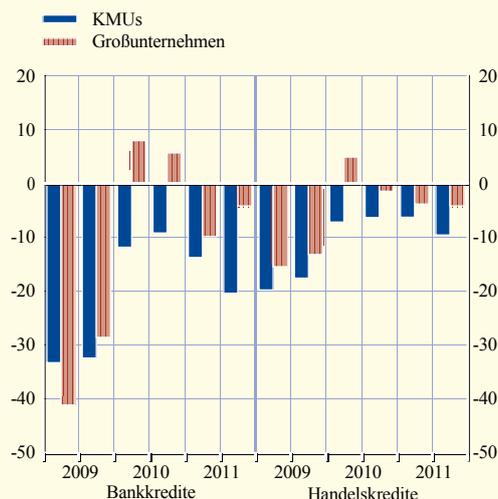
Die Verfügbarkeit von Bankkrediten hat sich mit per saldo 4 % gegenüber 10 % für Großunternehmen deutlich weniger stark verschlechtert als im vorangegangenen Erhebungszeitraum. Dies könnte auf einen niedrigeren Risikogehalt von Bankkrediten an Großunternehmen und/oder auf eine stärkere Verhandlungsposition von Großunternehmen zurückzuführen sein.

### Höhere Ablehnungsquote bei von KMUs gestellten Anträgen auf Bankkredite

Betrachtet man die tatsächliche Gewährung der von KMUs beantragten Bankkredite im Zeitraum von Oktober 2011 bis März 2012, so meldeten 13 % der KMUs, dass ihre Anträge abgelehnt wurden (gegenüber 10 % in der vorherigen Umfragerunde; siehe Abbildung D). Dies ist der höchste Prozentsatz seit dem in der zweiten Hälfte des Jahres 2009 verzeichneten Spitzenwert von 18 % und spiegelt somit die für KMUs im Erhebungszeitraum bestehenden Einschränkungen beim Zugang zu Bankkrediten wider. Zugleich gaben 62 % der KMUs (praktisch unverändert gegenüber 63 % in der vorangegangenen Umfragerunde) an, dass sie den gewünschten Kreditbetrag in voller Höhe erhalten hatten (verglichen mit dem Tiefstand von 56 % in der zweiten Hälfte des Jahres 2009). Dagegen ging der Prozentsatz der nur zum Teil bewilligten Kredite auf 16 % zurück, verglichen mit 18 % in der vorherigen Umfragerunde; dies war der niedrigste Prozentsatz seit Beginn dieser Umfrage im Jahr 2009. Diese Entwicklung ist möglicherweise darauf zurückzuführen, dass die Banken eine sehr vorsichtige Kreditvergabepolitik verfolgten, insbesondere bei

### Abbildung C Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln für Unternehmen im Euro-Währungsgebiet

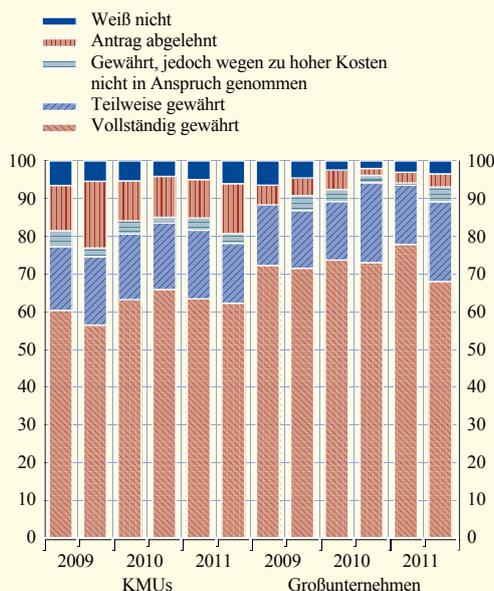
(Veränderung in den vergangenen sechs Monaten; prozentualer Saldo der Unternehmen, die Außenfinanzierungsmittel beantragten)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von KMUs zu Finanzmitteln.  
Anmerkung: Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die einen Anstieg der Verfügbarkeit melden, und dem Anteil der Unternehmen, die einen Rückgang angeben.

### Abbildung D Gewährung der von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet beantragten Kredite

(in den vergangenen sechs Monaten; in % der Unternehmen, die Bankkredite beantragten)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von KMUs zu Finanzmitteln.

risikoreicheren Krediten, und Kreditanträge – möglicherweise aufgrund fehlender Sicherheiten – nur teilweise akzeptierten. Für Überziehungskredite meldeten die KMUs ebenfalls einen Anstieg der Ablehnungsquote (auf 14 % gegenüber 10 % in der vorangegangenen Umfragerunde).

Bei Großunternehmen war die Ablehnungsquote für Bankkredite nach wie vor niedriger und blieb mit 3 % stabil. Allerdings sank in diesem Bereich die Erfolgsquote bei beantragten Bankkrediten deutlich, und zwar von 78 % auf 68 %; sie lag damit auf dem niedrigsten Wert seit Beginn dieser Umfrage im Jahr 2009. Dagegen erhöhte sich der Prozentsatz der Kreditanträge, denen nur teilweise entsprochen wurde (21 % gegenüber 16 % in der vorherigen Umfragerunde). Dies bestätigt tendenziell auch, dass die Banken Kreditanträge möglicherweise kritischer prüfen mit dem Ziel, stärker zwischen ihnen zu differenzieren.

### Kasten 5

#### Die integrierten Sektorkonten des Euro-Währungsgebiets für das vierte Quartal 2011<sup>1</sup>

Die integrierten Sektorkonten für das vierte Quartal 2011, die am 30. April 2012 veröffentlicht wurden, liefern umfassende Informationen zu Einkommen, Ausgaben, Finanzierung und Portfolioentscheidungen der institutionellen Sektoren des Euro-Währungsgebiets. Im Schlussquartal 2011 wurde die kontinuierliche sektorale Umverteilung der Finanzierungsüberschüsse und -defizite, die während der wirtschaftlichen Erholung beobachtet worden war, durch die konjunkturelle Abschwächung unterbrochen. Die Finanzierungsdefizite der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die zuvor allmählich gestiegen waren, stabilisierten sich, da die Investitionen durch den Lagerabbau gedämpft wurden. Die Sparquote der privaten Haushalte, die sich zuvor nahe den vor der Krise verzeichneten Tiefständen befunden hatte, erholte sich leicht und drückte somit auf die Konsumausgaben. Indessen kam der kräftige Defizitabbau der öffentlichen Haushalte zum Stillstand. Gleichzeitig kehrte sich der Fehlbetrag in der Leistungsbilanz und im Vermögensbildungskonto des Eurogebiets (in saisonbereinigter Rechnung) in einen Überschuss um. Das Nettovermögen der privaten Haushalte war im Berichtsquartal erstmals seit zwei Jahren im Vorjahresvergleich rückläufig, wohingegen die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihren Verschuldungsgrad weiter verringerten.

<sup>1</sup> Detaillierte Daten können auf der Website der EZB unter <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181> abgerufen werden.

## Einkommen und Finanzierungssalden im Euro-Währungsgebiet

Die Jahreswachstumsrate des nominal verfügbaren Einkommens (brutto) im Euro-Währungsgebiet brach im vierten Quartal 2011 abrupt um die Hälfte ein, und zwar auf 1,5 % (siehe Abbildung A).

Da das Einkommen im Euroraum aber noch immer rascher stieg als die Konsumausgaben insgesamt (in denen sich auch das schwache Wachstum der staatlichen Konsumausgaben niederschlug), setzte sich das Wachstum der Bruttoersparnis im Berichtsquartal fort, wenngleich in gemäßigerem Tempo. Während die öffentlichen Haushalte den Abbau ihrer Ersparnisse erneut drosselten (allerdings weniger stark als in den vorangegangenen Jahresvierteln), verstärkten die privaten Haushalte ihre Spartätigkeit. Die einbehaltenen Gewinne der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften brachen im letzten Jahresviertel 2011 ein (-9,7 % gegenüber dem Vorjahr), während die der finanziellen Kapitalgesellschaften zulegten. Das Wachstum der Anlageinvestitionen schwächte sich im Schlussquartal 2011 weiter auf 1,8 % ab, wofür vorrangig eine schwächere Investitionstätigkeit der Unternehmen (und zwar sowohl der nichtfinanziellen als auch der finanziellen Kapitalgesellschaften) verantwortlich war, und auch die Investitionen des Staatssektors waren weiter rückläufig. Darüber hinaus verlangsamte sich der Lageraufbau wie bereits seit Mitte 2011 erneut, sodass die Lagerbestände zuletzt insgesamt leicht abgebaut wurden. Dadurch leisteten die Vorratsveränderungen im letzten Jahresviertel 2011 mit -0,4 Prozentpunkten einen negativen Beitrag zum jährlichen Wachstum des nominalen BIP, verglichen mit +0,2 Prozentpunkten im vorangegangenen Dreimonatszeitraum.<sup>2</sup> Infolgedessen kam es im Berichtsquartal zu einer abrupten Verlangsamung der Bruttoanlageinvestitionen, die in einer leicht negativen Jahresänderungsrate von -0,2 % zum Ausdruck kam.

Da die Gesamtersparnis kräftiger zulegte als die Gesamtinvestitionen, verbesserte sich der Finanzierungssaldo des Euro-Währungsgebiets abermals, und das Defizit kehrte sich in einen Überschuss um (auf Basis gleitender Vierquartalsummen ergab sich allerdings nach wie vor ein Defizit, und zwar in Höhe von 0,3 % des BIP). Entsprechend war auch in der Leistungsbilanz in saisonbereinigter Rechnung ein Umschwung von einem Defizit in einen Überschuss zu beobachten. Diese Entwicklung war überwiegend auf einen verbesserten Außenbeitrag zurückzuführen. In sektoraler Betrachtung waren vor allem der steigende Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte und der geringfügige Defizitabbau der öffentlichen Haushalte ausschlaggebend. Der Finanzierungsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften blieb stabil, da sie ihre rückläufige Spartätigkeit durch geringere Investitionen ausglich (siehe Abbildung B).

<sup>2</sup> Siehe Kasten 8.

Abbildung A Verfügbares Einkommen (brutto) im Euro-Währungsgebiet – Beiträge der Sektoren

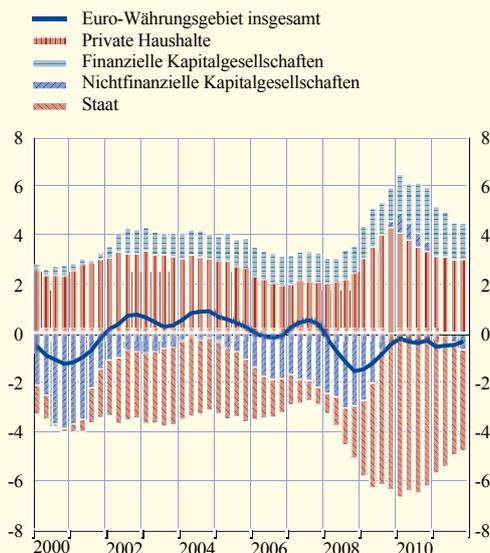
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB.

Abbildung B Finanzierungssalden im Euro-Währungsgebiet

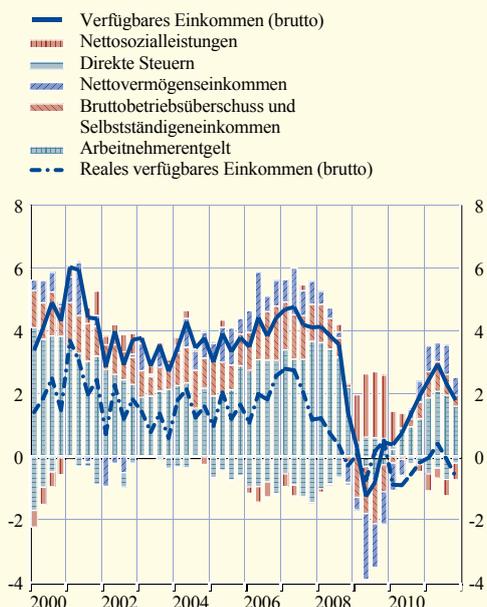
(in % des BIP; gleitende Vierquartalsummen)



Quellen: Eurostat und EZB.

Abbildung C Nominales verfügbares Einkommen der privaten Haushalte (brutto)

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB.

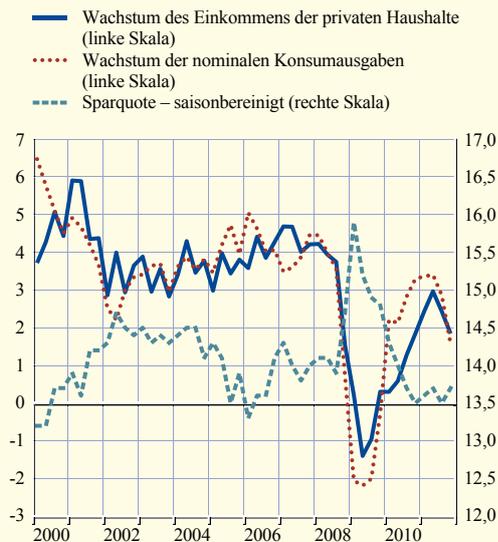
Auf der Finanzierungsseite stagnierten die grenzüberschreitenden Transaktionen. Die Interbankeinlagen gingen zurück, und gebietsfremde Anleger stießen vor dem Hintergrund einer erneuten Präferenz für heimische Wertpapiere Schuldverschreibungen aus dem Euro-Raum ab.

### Entwicklung der institutionellen Sektoren

Das jährliche Wachstum des nominal verfügbaren Einkommens der *privaten Haushalte* sank im vierten Quartal 2011 erneut (auf 1,8 %). Grund hierfür war die schwächere Zunahme des Arbeitnehmerentgelts, des Bruttobetriebsüberschusses, des Selbstständigeneinkommens und auch des Nettovermögenseinkommens, obwohl die fiskalische Bremse (die auf staatlichen Transferleistungen basierenden Einkommensströme der privaten Haushalte, d. h. Sozialleistungen (netto) und Steuerzahlungen) weniger stark zum Tragen kam. Angesichts der starken rohstoffpreisbedingten Teuerung war das Realeinkommen der privaten Haushalte das zweite Quartal in Folge deutlich rückläufig; im Berichtsquartal lag es 0,6 % unter dem entsprechenden Vorjahrsstand (siehe Abbildung C). Die privaten Konsumausgaben gaben noch stärker nach, da die Haushalte ihre Spartätigkeit angesichts einer erneut aufgekommenen Unsicherheit, Haushaltskürzungen, schlechter Beschäftigungsaussichten in einigen Ländern, sinkender Aktienkurse und niedrigerer Immobilienpreisen verstärkten. Infolgedessen erholte sich ihre Sparquote saisonbereinigt leicht und belief sich auf 13,7 % (siehe Abbildung D). Vor dem Hintergrund verhaltener Kapitalanlagen bauten die privaten Haushalte ihren Finanzierungsüberschuss aus und nutzten ihn zur Schuldentrückzahlung, sodass die Wachstumsrate der Finanzierung des Sektors etwas weiter nachgab. Die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte verlangsamte sich abermals. Dabei kam es zu Portfolioumschichtungen weg von über Intermediäre vertriebenen Produkten (Einlagen, versicherungstechnischen Rückstellungen) und Aktien hin zu Schuldverschreibungen, und zwar bevorzugt zu Papieren von Finanzinstituten in

**Abbildung D Einkommen, Konsumausgaben und Sparquote der privaten Haushalte**

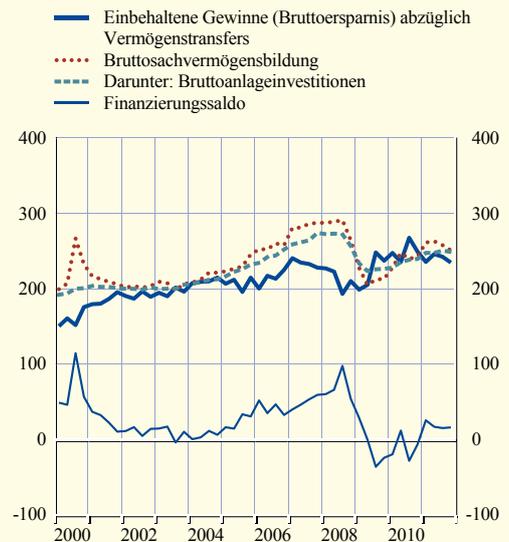
(Veränderung gegen Vorjahr in %; in % des verfügbaren Einkommens (brutto); gleitende Vierquartalsummen)



Quellen: Eurostat und EZB.

**Abbildung E Ersparnis, Kapitalanlagen und Finanzierungssaldo der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften**

(in Mrd €; saisonbereinigt)



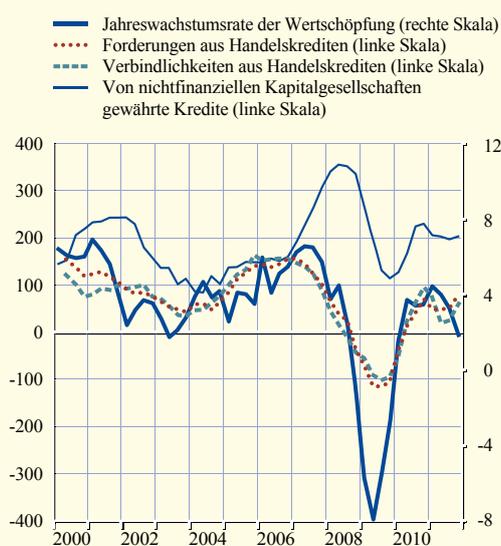
Quellen: Eurostat und EZB.  
Anmerkung: Saisonbereinigung durch die EZB.

einigen der Länder mit finanziellen Spannungen. Das Nettovermögen des Sektors sank erstmals seit zwei Jahren im Vorjahrsvergleich, da die Nettoersparnis durch Bewertungsverluste bei den Aktiva mehr als aufgezehrt wurde. Indessen blieb der Verschuldungsgrad (Quote aus Verschuldung und Vermögen) der privaten Haushalte mit 14,5 % auf einem Rekordhoch.

Bei den *nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften* verlangsamte sich das Wachstum des Bruttoertragsüberschusses im Schlussquartal 2011 erneut deutlich und kam im Vorjahrsvergleich zum Stillstand, da sich die Wertschöpfung stärker abschwächte als die Lohnentwicklung. Da die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zudem ihre Dividendenausschüttungen aufstockten und die Körperschaftssteuerbelastung zunahm, brachen ihre Ersparnisse (d. h. ihre einbehaltenen Gewinne) gegenüber dem Vorjahr um 9,7 % ein, allerdings ausgehend von einem hohen Niveau. Gleichwohl ist das Finanzierungsdefizit des Sektors in den vergangenen Quartalen relativ stabil geblieben, da sich durch die schwächere Ausweitung der Anlageinvestitionen und den merklichen Umschwung von Lageraufbau in Lagerabbau auch die Investitionsausgaben erheblich verlangsamt haben (siehe Abbildung E). Die Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften erwies sich vor dem Hintergrund des einsetzenden Lagerabbaus auf konsolidierter Basis weiterhin als widerstandsfähig, da die schwache Gewährung von Bankkrediten, insbesondere kurzfristiger Darlehen, erneut durch marktbasiertere Finanzierungsmöglichkeiten aufgefangen werden konnte. Die bereits großzügigen Liquiditätspuffer des Sektors wurden weiter aufgestockt (auf 2,7 Billionen €). Durch die gleichzeitige Beschleunigung der sektorinternen Kreditvergabe (Handelskredite und Kredite von anderen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die bei nicht konsolidierter Betrachtung zusammen 40 % der Verschuldung des Sektors ausmachen) konnten die erneut auftretenden Beschränkungen bei der Bankkreditvergabe abermals abgefedert werden (siehe Abbildung F). Der allmähliche Abbau des Fremdkapitalanteils der nichtfinanziellen Kapi-

### Abbildung F Kreditgewährung sowie Forderungen und Verbindlichkeiten aus Handelskrediten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

(gleitende Vierquartalsummen in Mrd €; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Die Forderungen und Verbindlichkeiten aus Handelskrediten wurden von der EZB auf der Grundlage von Teilmeldungen geschätzt.

knapp 1 % (nominal, ohne Vermögenstransfers) gedämpft. Der Staatssektor legte erneut eine rege Emissionstätigkeit an den Tag. Banken und Gebietsfremde trennten sich von Staatsschuldverschreibungen, teilweise im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte des Eurosystems, während die nichtfinanziellen Sektoren und die sonstigen Finanzinstituten per saldo als Käufer von Staatsschuldtiteln auftraten.

Das verfügbare Einkommen der *finanziellen Kapitalgesellschaften* stieg, da per saldo hohe Dividendeneinnahmen erzielt wurden und die Wertschöpfung sowie die Nettozinserträge weiter zunahmen. Trotz umfangreicher einbehaltener Gewinne (35 Mrd € bis 40 Mrd € pro Quartal), Aktienemissionen und einer Umkehr früherer Bewertungsverluste bei den gehaltenen Anteilsrechten verringerte sich das zum Marktwert ermittelte Nettogeldvermögen der finanziellen Kapitalgesellschaften (eine aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ermittelte Eigenkapitalquote) aufgrund von Bewertungsverlusten bei den gehaltenen Schuldverschreibungen und Verbindlichkeiten (begebenen Schuldverschreibungen und versicherungstechnischen Rückstellungen, die beide zum Marktwert erfasst werden). Dabei fiel das Nettogeldvermögen weiterhin deutlich höher aus als die ausgesprochen niedrige Marktbewertung der Anteilsrechte des Sektors. Bewertungsverluste bei Schuldverschreibungen von in Bedrängnis geratenen Staaten wurden teilweise durch Gewinne bei anderen Schuldverschreibungen im Bestand und bei Fremdwährungsaktiva ausgeglichen. Angesichts des Drucks zum Abbau des Fremdfinanzierungsanteils hielten sich die Bilanzzugänge bei den finanziellen Kapitalgesellschaften in konsolidierter Rechnung im Berichtsquartal weiterhin in Grenzen, während die Banken ihre Interbankeinlagen abbauten.

talgesellschaften, der seit Mitte 2009 zu beobachten war, setzte sich im Berichtsquartal nach einer kurzen Unterbrechung fort.

Im *Staatssektor* kam der verhältnismäßig zügige Defizitabbau, der zu Jahresbeginn 2010 eingesetzt hatte, im vierten Quartal 2011 in saisonbereinigter Betrachtung zum Stillstand (auf Basis gleitender Vierquartalsummen ging das Staatsdefizit indessen auf 4,1 % des BIP zurück, gegenüber 4,6 % im dritten Jahresviertel und einem Höchststand von 6,7 % im ersten Quartal 2010). Dies hing in erster Linie damit zusammen, dass die staatlichen Einnahmen (Mehrwertsteuer sowie direkte Besteuerung privater Haushalte und finanzieller Kapitalgesellschaften) wegen der Effekte der automatischen Stabilisatoren in der sich abschwächenden Volkswirtschaft rückläufig waren. Das jährliche Wachstum der Gesamtausgaben blieb aufgrund der Auswirkungen der umfangreichen nachhaltigen Konsolidierungsmaßnahmen (darunter ein jährliches Wachstum der Arbeitnehmerentgelte im öffentlichen Dienst von annähernd null) trotz deutlich gestiegener Zinsausgaben (um mehr als 10 % gegenüber dem Vorjahr) mit

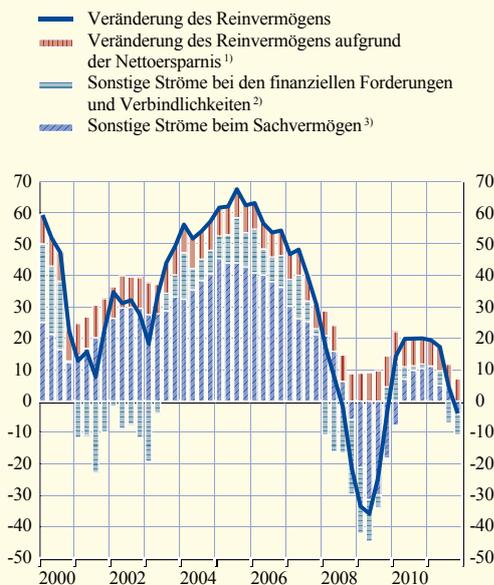
## Entwicklung der Vermögensbilanz

Das Reinvermögen der privaten Haushalte war im vierten Quartal 2011 erstmals seit zwei Jahren im Vorjahrsvergleich rückläufig. Es sank um 4,0 % des Haushaltseinkommens, nach einer Zunahme um 4,7 % im dritten und um 20,1 % im letzten Jahresviertel 2010. Der positive Einfluss der Nettoersparnis der privaten Haushalte (7,2 % des Einkommens) wurde von Bewertungsverlusten (11,2 % ihres Einkommens) mehr als aufgezehrt, die erneut das Geldvermögen und im Berichtsquartal auch das Sachvermögen (vor allem Wohnimmobilien) betrafen (siehe Abbildung E).

Die finanziellen Kapitalgesellschaften konnten einen Großteil der beträchtlichen Bewertungsverluste, die sie in den vergangenen Quartalen vor allem bei den Anteilsrechten (börsennotierten Aktien, nicht börsennotierten Aktien und Investmentzertifikaten, Letztere wiederum vorwiegend in Anteilsrechten angelegt) erlitten hatten, wieder wettmachen. Bewertungsgewinne (und andere Effekte wie Neuzuordnungen), die sich aus der Aufwertung von auf Fremdwährung lautenden Vermögenswerten (Einlagen, Krediten und gehaltenen Schuldverschreibungen) ergaben, wurden weitgehend durch Bewertungsverluste bei Schuldverschreibungen (in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen allesamt zum Marktwert erfasst) aufgezehrt, die wiederum durch den kräftigen Anstieg der Staatsanleiherenditen bedingt waren.

**Abbildung G Veränderung des Reinvermögens der privaten Haushalte**

(gleitende Vierquartalsummen; in % des verfügbaren Einkommens (brutto))

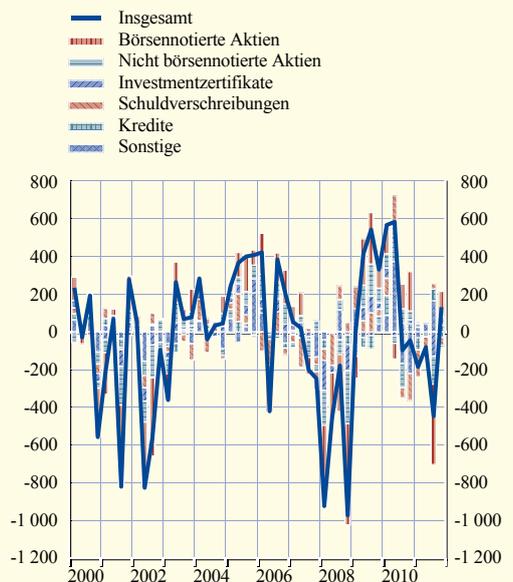


Quellen: Eurostat und EZB.  
Anmerkung: Bei den Angaben zum Sachvermögen handelt es sich um Schätzungen der EZB.

- 1) Umfasst die Nettoersparnis, Nettoeinnahmen aus Vermögens-transfers und die Differenz zwischen den nichtfinanziellen und den finanziellen Konten.
- 2) In erster Linie Bewertungsgewinne und -verluste bei Anteilsrechten.
- 3) In erster Linie Bewertungsgewinne und -verluste bei Gebäuden und Grundstücken.

**Abbildung H Bewertungsgewinne und -verluste beim Geldvermögen der finanziellen Kapitalgesellschaften**

(vierteljährliche Veränderung; in Mrd €)



Quellen: Eurostat und EZB.  
Anmerkung: „Insgesamt“ bezieht sich auf „sonstige wirtschaftliche Stromgrößen“ (insbesondere realisierte und nicht realisierte Bewertungsgewinne und -verluste einschließlich Abschreibungen von Krediten).

### 3 PREISE UND KOSTEN

Die jährliche HVPI-Teuerungsrate für das Eurogebiet belief sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im April 2012 auf 2,6 % nach 2,7 % in den vorangegangenen vier Monaten. Die Inflationsraten dürften im laufenden Jahr über der 2 %-Marke bleiben, was vor allem auf den Anstieg der Energiepreise und die Erhöhungen indirekter Steuern zurückzuführen ist. Auf der Grundlage der aktuellen Preise der Terminkontrakte für Rohstoffe sollten die jährlichen Preissteigerungsraten Anfang 2013 wieder auf unter 2 % zurückgehen. In diesem Zusammenhang wird besonderes Augenmerk darauf gelegt werden, ob sich höhere Energiepreise in Löhnen, Gewinnen und der allgemeinen Preissetzung niederschlagen. Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich der zugrunde liegende Preisdruck vor dem Hintergrund eines verhaltenen Wachstums im Euroraum und angesichts fest verankerter langfristiger Inflationserwartungen allerdings weiterhin in Grenzen halten. Die Risiken in Bezug auf die Aussichten für die HVPI-Teuerungsraten in den kommenden Jahren werden nach wie vor als weitgehend ausgewogen betrachtet.

#### 3.1 VERBRAUCHERPREISE

Die HVPI-Gesamtteuerungsrate belief sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im April 2012 auf 2,6 % nach 2,7 % in den vorangegangenen vier Monaten (siehe Tabelle 5). Gestiegene Ölpreise und die in einigen Ländern vorgenommene Anhebung der Verbrauchsteuern auf Kraftstoffe sowie die Auswirkungen der vorangegangenen Euro-Abwertung treiben die Energiepreise weiter in die Höhe, wodurch die von dieser Komponente ausgehenden negativen Basiseffekte weitgehend ausgeglichen werden.

Im März 2012, dem letzten Monat, für den offizielle Datenaufschlüsselungen verfügbar sind, blieb die Gesamtinflation unverändert, denn die die niedrigeren Jahresänderungsraten der Preise für Energie und verarbeitete Nahrungsmittel wurden durch eine höhere Steigerungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie kompensiert. Die Vorjahresraten der Komponenten unverarbeitete Nahrungsmittel und Dienstleistungen wiesen keine Änderungen auf.

Eine genauere Betrachtung der wichtigsten HVPI-Komponenten ergibt, dass sich der Preisauftrieb bei Energie von 9,5 % im Februar auf 8,5 % im März verlangsamte. Dieser Rückgang war die Folge eines starken abwärtsgerichteten Basiseffekts, der den monatlichen Anstieg der Energiepreise um 1,6 % mehr als ausglich. Insbesondere die Jahressteigerungsraten der Preise für flüssige Brennstoffe

Tabelle 5 Preisentwicklung

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

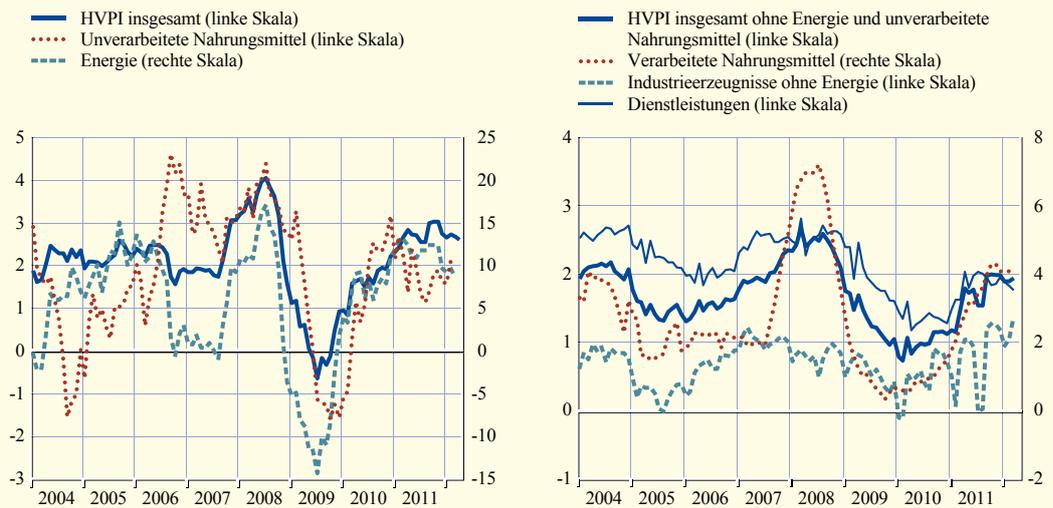
	2010	2011	2011 Nov.	2011 Dez.	2012 Jan.	2012 Febr.	2012 März	2012 April
<b>HVPI und seine Komponenten</b>								
Gesamtindex <sup>1)</sup>	1,6	2,7	3,0	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6
Energie	7,4	11,9	12,3	9,7	9,2	9,5	8,5	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,3	1,8	1,9	1,6	1,6	2,2	2,2	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	0,9	3,3	4,3	4,1	4,1	4,1	3,9	.
Industrieerzeugnisse ohne Energie	0,5	0,8	1,3	1,2	0,9	1,0	1,4	.
Dienstleistungen	1,4	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	.
<b>Weitere Preisindikatoren</b>								
Industrielle Erzeugerpreise	2,9	5,9	5,4	4,3	3,8	3,6	.	.
Ölpreise (in €/Barrel)	60,7	79,7	81,4	81,7	86,2	89,7	94,2	91,4
Rohstoffpreise ohne Energie	44,6	12,2	-1,9	-6,7	-4,6	-7,5	-5,4	-3,9

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

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im April 2012 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

Abbildung 22 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtigste Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

sowie für Kraft- und Schmierstoffe für private Verkehrsmittel gingen im März zurück, während jene für Gas und Strom weitgehend unverändert blieben.

Die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel lag im März mit 2,2 % auf dem Stand des Vormonats, während die entsprechende Rate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel auf 3,9 % zurückging, nachdem sie zuvor drei Monate lang 4,1 % betragen hatte. Diese Abwärtsbewegung war hauptsächlich auf niedrigere Jahresänderungsraten der Preise für Brot und Getreideerzeugnisse sowie für Milch, Käse und Eier zurückzuführen, da sich die Tabakpreise kräftiger erhöhten.

Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet, die rund 30 % des HVPI-Warenkorbs ausmachen, erhöhte sich die jährliche Inflationsrate nach dem HVPI im März 2012 leicht auf 1,6 %. Die HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie, die überwiegend von binnenwirtschaftlichen Faktoren wie Löhnen, Gewinnaufschlägen und indirekten Steuern geprägt wird, bezieht sich im Wesentlichen auf die beiden Komponenten Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen.

Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie stieg von 1,0 % im Februar auf 1,4 % im März. Maßgeblich hierfür war vor allem eine höhere Steigerungsrate der Preise für Bekleidung nach dem Ende des Winterschlussverkaufs. Der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen blieb mit 1,8 % allerdings stabil, da den rückläufigen Jahresänderungsraten der Preise für Freizeit- und persönliche Dienstleistungen sowie für sonstige Dienstleistungen höhere Jahresänderungsraten der Preise für Kommunikations- und Transportdienstleistungen gegenüberstanden.

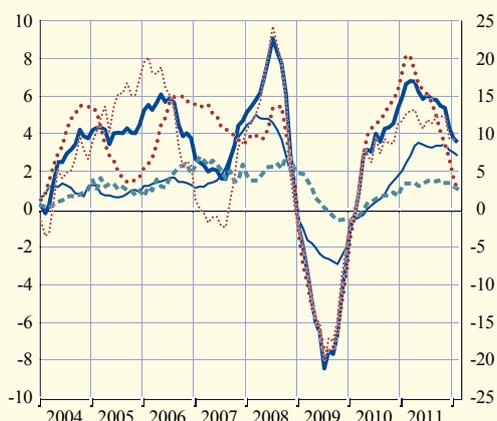
### 3.2 INDUSTRIELLE ERZEUGERPREISE

Seit der Veröffentlichung des Monatsberichts vom April 2012 liegen für das Eurogebiet insgesamt keine neuen Angaben zu den Preisen für Industrieerzeugnisse vor. Anhand der verfüg-

Abbildung 23 Industrielle Erzeugerpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

- Gesamtindustrie ohne Baugewerbe (linke Skala)
- ... Vorleistungsgüter (linke Skala)
- Investitionsgüter (linke Skala)
- Konsumgüter (linke Skala)
- ... Energie (rechte Skala)

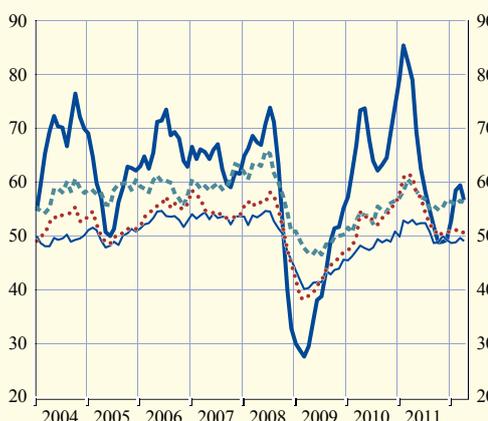


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung 24 Umfragen zu Input- und Outputpreisen der Erzeuger

(Diffusionsindizes; Monatswerte)

- Verarbeitendes Gewerbe; Inputpreise
- ... Verarbeitendes Gewerbe; Outputpreise
- Dienstleistungen; Inputpreise
- Dienstleistungen; Outputpreise



Quelle: Markt.

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

baren Länderangaben ist davon auszugehen, dass die Erzeugerpreise (ohne Baugewerbe) im Euroraum im März 2012 weiter gesunken sind. Die Steigerungsrate der industriellen Erzeugerpreise ging nach 3,8 % im Januar auf 3,6 % im Februar zurück. Ohne Baugewerbe und Energie gerechnet verringerte sich die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise von 2,0 % im Januar auf 1,7 % im Februar. In den nachgelagerten Stufen der Produktionskette sank die Vorjahresrate der Verbraucherpreise für Nahrungsmittel von 3,9 % im Januar auf 3,7 % im Folgemonat. Die Jahresänderungsrate der Preise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel, die in Bezug auf die Entwicklung der im HVPI erfassten Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie tendenziell Vorlaufeigenschaften besitzt, war im Februar gegenüber den in historischer Betrachtung erhöhten Ständen von Ende 2011 ebenfalls rückläufig und betrug 1,3 %. Zusammen mit der schwächeren Dynamik der Importpreise deutet diese Abnahme darauf hin, dass sich der zugrunde liegende Inflationsdruck auf der Verbraucherstufe auf kurze Sicht abschwächt.

Der Blick auf den Einkaufsmanagerindex zeigt, dass die In- und Outputpreise im April infolge der schwachen Nachfrage leicht sanken. Im verarbeitenden Gewerbe war der Vorleistungspreisindex trotz des jüngsten Anstiegs der Rohstoffpreise mit 56,2 Punkten im April nach 57,5 Punkten im Vormonat erstmals seit Oktober 2011 rückläufig. Der Verkaufspreisindex sank im selben Zeitraum erneut, und zwar von 50,1 Zählern auf 49,5 Zähler. Sowohl die Vorleistungs- als auch die Verkaufspreise liegen derzeit geringfügig unter ihren langfristigen Durchschnittswerten. Was die Verkaufspreiserwartungen anbelangt, so fiel der aus der Umfrage der Europäischen Kommission gewonnene Index für die Gesamtindustrie ebenfalls leicht. Diese Entwicklung stützt die Auffassung, dass der Preisdruck am Ende der Produktionskette zwar nachlässt, aber in den vorgelagerten Stufen vor allem wegen der jüngsten Ölpreiserhöhungen wieder auftritt.

### 3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Bis zum Sommer 2011 stiegen die Arbeitskostenindikatoren im Euro-Währungsgebiet im Einklang mit der gleichzeitigen Verbesserung der Arbeitsmarktlage allmählich an (siehe Abbildung 25 und Tabelle 6). Im weiteren Jahresverlauf ließ die Entwicklung des Lohnwachstums Anzeichen einer Stabilisierung erkennen.

Die für Februar verfügbaren vorläufigen Angaben zu den Tariflöhnen im Euroraum bestätigen die Annahme, dass die Lohnentwicklung im Eurogebiet 2012 moderater verlaufen dürfte als 2011. Die Arbeitskosten pro Stunde im Euroraum waren im vierten Quartal 2011 leicht rückläufig, was vornehmlich der Entwicklung in der Industrie und im Baugewerbe zuzuschreiben war. Die nicht lohnbezogenen Kosten nahmen weiterhin rascher zu als die Lohn- und Gehaltsbestandteile der Arbeitskosten pro Stunde im Euroraum.

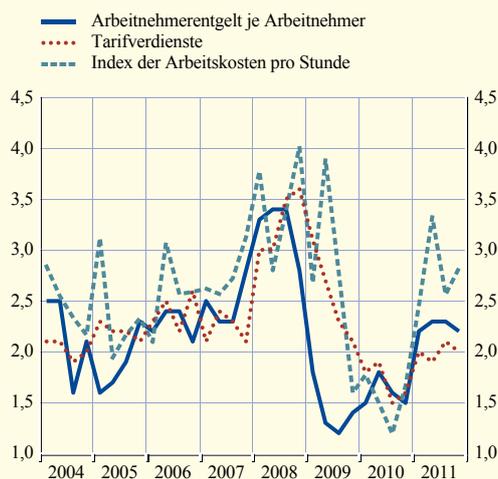
Andere Lohnindikatoren, z. B. das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, stabilisierten sich gegen Ende 2011 auf einem etwas höheren Niveau als im Jahr zuvor. Dementsprechend kehrte sich der Zuwachs bei den Lohnstückkosten 2011 wieder ins Positive; maßgeblich hierfür war vor allem die Arbeitsproduktivität, die sich wesentlich langsamer erhöhte als das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer. Mit Blick auf die Zukunft lassen die jüngsten Umfragen auf eine weitere Abnahme der Produktivität in den kommenden Quartalen schließen, was den Anstieg der Lohnstückkosten noch beschleunigen könnte. Angesichts der recht schwachen Wachstumsaussichten und der anhaltenden Flaute am Arbeitsmarkt dürfte sich der Arbeitskostendruck auf mittlere Sicht weiter in Grenzen halten.

### 3.4 PREISE FÜR WOHNHEIGENTUM IM EURORAUM

Im vierten Quartal 2011 gingen die Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet im Vorjahresvergleich um 0,2 % zurück, nachdem sie im zweiten und dritten Jahresviertel um rund 1 % gestiegen

Abbildung 25 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Tabelle 6 Arbeitskostenindikatoren

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

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

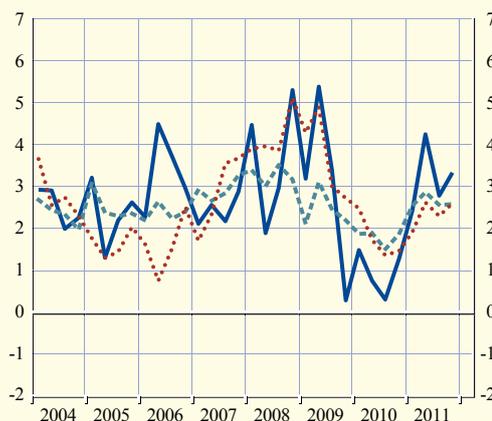
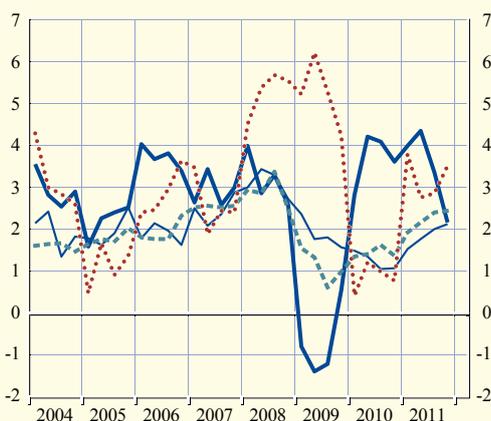
Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Abbildung 26 Entwicklung der Arbeitskosten nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)

— Industrie ohne Baugewerbe – AE/A  
 ..... Baugewerbe – AE/A  
 - - - Marktbestimmte Dienstleistungen – AE/A  
 — Dienstleistungen – AE/A

— Industrie ohne Baugewerbe – AKI  
 ..... Baugewerbe – AKI  
 - - - Marktbestimmte Dienstleistungen – AKI  
 — Dienstleistungen – AKI



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

waren. Eine detailliertere Analyse der jüngsten Preisentwicklung bei Wohnimmobilien findet sich in Kasten 6.

#### Kasten 6

#### JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER PREISE FÜR WOHNHEIGENTUM IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

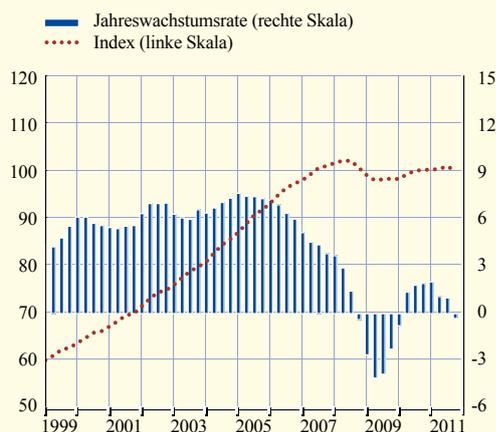
Im vierten Quartal 2011 gingen die Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr um 0,2 % zurück, nachdem sie im zweiten und dritten Jahresviertel jeweils um rund 1 % gestiegen waren (siehe Abbildung)<sup>1</sup>. Die jüngsten Angaben bestätigen, dass sich der Preisaufrtrieb bei Wohnimmobilien weiter abgeschwächt hat; zwischen dem dritten Quartal 2009 und dem ersten Quartal 2011 war hier eine Erholung eingetreten. Im Jahresdurchschnitt 2011 erhöhten sich die Preise für Wohneigentum im Euroraum um 1,0 % und somit etwas weniger stark als 2010 (1,1 %).

Durch die merkbliche Abweichung der Wohnimmobilienpreise von den Fundamentaldaten, die sich in der Zeit vor der Krise in einigen Ländern aufgebaut hat, wird die Preisentwicklung in diesem Bereich noch immer gehemmt. Die neuerliche Verlangsamung des Anstiegs der Preise für Wohneigentum im Eurogebiet ergibt sich auch aus dem Zusammenspiel verschiedener Faktoren, die ganz allgemein auf den Wohnungsmarkt einwirken. Die Bankkreditzinsen liegen auf niedrigem Niveau, doch zugleich wurden die Bedingungen für die Vergabe von Bankkrediten in der zweiten Jahreshälfte 2011 verschärft. Außerdem nahm die Arbeitslosigkeit gegen Ende 2011

<sup>1</sup> Seit 2010 berechnet die EZB ihren Preisindikator für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet in vierteljährlichem Rhythmus. Die Quartalswerte für Italien werden aus halbjährlichen Erhebungen (u. a. auf der Grundlage vierteljährlicher Indikatoren) gewonnen. Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Die jüngste Entwicklung an den Wohnimmobilienmärkten im Euro-Währungsgebiet, Kasten 4, Monatsbericht Dezember 2010.

## (Nominale) Preise für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet

(Index: 2007 = 100; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Zur Berechnung des nominalen Index siehe Fußnote 1.

wieder zu, und damit auch die Unsicherheit bezüglich der Einkommen der privaten Haushalte und der Erschwinglichkeit von Wohnimmobilien. Gleichzeitig dürften die in einigen Finanzmarktsegmenten des Euroraums beobachteten Spannungen aufgrund der unsicheren Ertragsaussichten bei finanziellen Vermögenswerten die Nachfrage nach Sachwerten in einigen Euro-Ländern gestützt haben.

Hinter der jüngsten Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet insgesamt verbergen sich nach wie vor äußerst unterschiedliche Entwicklungen auf Länderebene (siehe Tabelle). So kam es beispielsweise im Verlauf des vergangenen Jahres in Frankreich zu einem beträchtlichen Rückgang der Jahreswachstumsrate der Preise für Wohnimmobilien, nämlich von 7,0 % im ersten Vierteljahr auf 3,9 % im Schlussquartal. Auch in Finnland sank diese Rate kräftig und lag im

vierten Quartal bei 1,0 %. In einigen Ländern wie Irland, Spanien und den Niederlanden waren die Vorjahrsraten Anfang 2011 negativ und rutschten bis Ende des Jahres sogar noch tiefer in den

## (Nominale) Preise für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Gewicht (in %)	2010		2011		2010				2011					
		2010	2011	H1	H2	H1	H2	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Belgien <sup>1)</sup>	3,8	5,4	3,1	4,9	5,9	3,3	-	3,8	5,9	5,9	5,9	3,1	3,5	3,9	2,1
Deutschland <sup>2)</sup>	26,7	0,5	2,6	-0,4	1,5	2,7	2,5	-1,5	0,7	1,4	1,5	3,1	2,3	2,7	2,3
Estland <sup>3)</sup>	0,2	0,1	9,9	-4,5	5,1	6,4	13,4	-8,1	-0,6	6,2	4,0	2,2	10,7	14,4	12,4
Irland <sup>2)</sup>	1,8	-13,1	-13,2	-14,9	-11,2	-11,8	-14,7	-16,6	-13,0	-11,3	-11,0	-11,1	-12,4	-13,5	-15,8
Griechenland <sup>3)</sup>	2,6	-4,7	-5,1	-3,2	-6,1	-5,1	-5,1	-1,8	-4,7	-5,2	-7,0	-5,4	-4,9	-4,3	-5,9
Spanien <sup>2)</sup>	11,7	-2,0	-7,4	-1,9	-2,0	-5,5	-9,3	-2,9	-0,9	-2,2	-1,9	-4,1	-6,8	-7,4	-11,2
Frankreich <sup>1)</sup>	21,3	5,1	6,0	3,2	7,0	7,0	5,0	1,2	5,3	6,5	7,6	7,0	7,1	6,2	3,9
Italien <sup>2)</sup>	17,0	0,1	0,7	-0,2	0,4	0,9	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Zypern <sup>2)</sup>	0,2	-2,5	-	-0,5	-4,3	-4,9	-	0,0	-1,1	-2,5	-6,2	-5,0	-4,8	-5,5	-
Luxemburg <sup>3)</sup>	0,4	4,5	-	3,5	5,4	4,0	-	2,6	4,4	5,7	5,1	2,4	5,7	1,9	-
Malta <sup>2)</sup>	0,1	1,1	1,3	2,4	-0,2	-1,3	-	4,5	0,5	1,5	-2,0	-2,6	0,0	1,8	6,2
Niederlande <sup>1)</sup>	6,4	-2,0	-2,3	-3,2	-0,8	-1,6	-3,0	-4,3	-2,0	-0,6	-1,0	-1,2	-1,9	-2,7	-3,4
Österreich <sup>2)</sup>	3,1	5,7	4,1	5,5	5,9	2,6	5,6	5,7	5,3	5,0	6,8	3,9	1,4	5,7	5,5
Portugal <sup>2)</sup>	1,9	1,8	-0,2	1,4	2,2	0,4	-0,8	1,3	1,6	2,9	1,6	0,6	0,2	-0,8	-0,8
Slowenien <sup>2)</sup>	0,4	0,1	2,7	-0,3	0,6	3,7	1,7	-1,6	1,0	1,4	-0,2	4,1	3,2	2,1	1,4
Slowakei <sup>1)</sup>	0,7	-3,9	-3,1	-6,0	-1,7	-2,7	-3,5	-8,3	-3,7	-1,3	-2,1	-2,5	-2,8	-4,3	-2,7
Finnland <sup>1)</sup>	1,9	8,7	2,8	10,9	6,6	3,6	1,9	11,4	10,3	8,0	5,2	4,1	3,2	2,7	1,0
Euro-Währungsgebiet	100	1,1	1,0	0,3	1,9	1,6	0,4	-0,8	1,4	1,8	1,9	2,0	1,1	1,0	-0,2

Quellen: Nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Gewichte basieren auf dem nominalen BIP im Jahr 2009. Die Vierteljahresangaben für das Euro-Währungsgebiet insgesamt beinhalten Vierteljahresangaben für Italien, die anhand zusätzlicher Quartalsdaten geschätzt wurden.

1) Wohnimmobilienbestand (Häuser und Wohnungen); gesamtes Land.

2) Wohnimmobilien insgesamt (neue und bestehende Häuser und Wohnungen); gesamtes Land.

3) Wohnungen insgesamt; gesamtes Land.

negativen Bereich. Irland und Spanien wiesen im Schlussquartal 2011 jeweils eine zweistellige negative Rate auf, während sie in den Niederlanden -3,4 % betrug. In anderen Ländern war das Wachstum der Preise für Wohnimmobilien im Jahresverlauf 2011 volatil; in Estland zum Beispiel beschleunigte es sich zunächst, schwächte sich zum Jahresende jedoch wieder leicht ab. In Deutschland schwankte die jährliche Wachstumsrate der Preise für Wohneigentum zwischen 3,1 % zu Jahresbeginn und 2,3 % am Jahresende. Insgesamt war die Rate jedoch deutlich höher als 2010.

Angesichts des in einigen Ländern immer noch bestehenden Anpassungsbedarfs dürften sich die Preise für Wohnimmobilien im Euroraum insgesamt im Großen und Ganzen noch einige Zeit gedämpft entwickeln.

### 3.5 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Die Inflationsraten dürften im laufenden Jahr über der 2 %-Marke bleiben, was vor allem auf den Anstieg der Energiepreise und die Erhöhungen indirekter Steuern zurückzuführen ist. Auf der Grundlage der aktuellen Preise der Terminkontrakte für Rohstoffe sollten die jährlichen Preissteigerungsraten Anfang 2013 wieder auf unter 2 % zurückgehen. Der zugrunde liegende Preisdruck dürfte sich vor dem Hintergrund eines verhaltenen Wachstums im Euroraum und angesichts fest verankerter langfristiger Inflationserwartungen weiterhin in Grenzen halten.

Die Ergebnisse des aktuellen von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (siehe Kasten 7) zeigen, dass die Teilnehmer gegenüber der vorangegangenen Umfrage die von ihnen formulierten Aussichten für die Inflationsentwicklung in den Jahren 2012 und 2013 nach oben korrigierten; die durchschnittlichen Inflationserwartungen für 2012 und 2013 liegen bei 2,3 % bzw. 1,8 %. Diese Prognosen bewegen sich eindeutig innerhalb der Bandbreiten der im März 2012 von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet. Die längerfristigen Inflationserwartungen (für 2016) liegen unverändert bei 2,0 %.

Die Risiken in Bezug auf die Aussichten für die HVPI-Teuerungsraten in den kommenden Jahren werden nach wie vor als weitgehend ausgewogen betrachtet. Aufwärtsrisiken bestehen im Zusammenhang mit unerwartet hohen Rohstoffpreisen und der Anhebung indirekter Steuern, während sich Abwärtsrisiken aus einer hinter den Erwartungen zurückbleibenden Konjunkturentwicklung ergeben.

#### Kasten 7

#### ERGEBNISSE DES SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS DER EZB FÜR DAS ZWEITE QUARTAL 2012

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das zweite Quartal 2012 dargestellt. Die Erhebung wurde vom 17. bis zum 19. April des laufenden Jahres durchgeführt, und es gingen 56 Antworten ein.<sup>1</sup> Die Ergebnisse zeigen eine Aufwärtskorrektur der Inflationserwartungen für 2012 und 2013 gegenüber der letzten Umfrage, wohingegen die Erwartungen bezüglich des realen BIP-Wachstums für beide Jahre leicht nach

<sup>1</sup> Im Rahmen dieser Umfrage werden die Erwartungen von Fachleuten aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Instituten mit Sitz in der EU in Bezug auf Inflation, reales BIP-Wachstum und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ermittelt. Die Daten stehen auf der Website der EZB unter [www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html) zur Verfügung.

unten korrigiert wurden. Was die längerfristigen Inflationserwartungen (für 2016) betrifft, so blieb die durchschnittliche Punktschätzung mit 2,0 % stabil.

### Kürzerfristige Inflationserwartungen für 2012 und 2013 nach oben korrigiert

Die Inflationserwartungen der SPF-Teilnehmer für 2012 und 2013 belaufen sich auf 2,3 % bzw. 1,8 % (siehe Tabelle). Sie wurden damit für 2012 um 0,4 Prozentpunkte und für 2013 um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert. Nach Angaben der Befragten war diese Korrektur hauptsächlich auf das Anziehen der Energiepreise seit der letzten Umfrage, aber auch auf die unerwartet hohen indirekten Steuern und administrierten Preisen in einigen Ländern zurückzuführen.

Die sich aus dem SPF ergebenden Inflationserwartungen für 2012 und 2013 liegen deutlich innerhalb der Bandbreiten der von Experten der EZB im März 2012 erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen und stimmen mit den im April veröffentlichten umfragebasierten Ergebnissen des Euro Zone Barometer und von Consensus Economics überein. Im Vergleich zur vorangegangenen Umfrage verschob sich die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung nach oben (siehe Abbildung A). Für 2012 wird die höchste Wahrscheinlichkeit (40 %) jetzt einer Teuerung von 2,0 % bis 2,4 % beigemessen, während die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflationsrate zwischen 2,5 % und 2,9 % liegen wird, mit 29 % beziffert wird. Für das Jahr 2013 wird die höchste Wahrscheinlichkeit (34 %) weiterhin dem Intervall von 1,5 % bis 1,9 % zugeordnet, aber die zweithöchste Wahrscheinlichkeit (24 %) wird nunmehr einer Inflationsrate zwischen 2,0 % und 2,4 % beigemessen. Insgesamt stieg die Wahrscheinlichkeit, die einer Teuerung von 2 % oder darüber beigemessen wird, für 2012 von 44 % auf 77 % und für 2013 von 32 % auf 37 %.

Als für ihr Basisszenario zur Inflationsentwicklung relevante Aufwärtsrisiken nannten einige Umfrageteilnehmer die Energie- und Rohstoffverteuerung sowie weitere Erhöhungen der indirek-

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

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

Teuerung nach dem HVPI	Prognosezeitraum		
	2012	2013	Längerfristig <sup>2)</sup>
SPF Q2 2012	2,3	1,8	2,0
Vorherige Erhebung (Q1 2012)	1,9	1,7	2,0
Gesamtwirtschaftliche Projektionen von Experten der EZB (März 2012)	2,1-2,7	0,9-2,3	-
Consensus Economics (April 2012)	2,3	1,7	2,0
Euro Zone Barometer (April 2012)	2,3	1,8	2,1
Reales BIP-Wachstum	2012	2013	Längerfristig <sup>2)</sup>
SPF Q2 2012	-0,2	1,0	1,8
Vorherige Erhebung (Q1 2012)	-0,1	1,1	1,8
Gesamtwirtschaftliche Projektionen von Experten der EZB (März 2012)	-0,5-0,3	0,0-2,2	-
Consensus Economics (April 2012)	-0,4	0,9	1,7
Euro Zone Barometer (April 2012)	-0,3	0,9	1,8
Arbeitslosenquote <sup>1)</sup>	2012	2013	Längerfristig <sup>2)</sup>
SPF Q2 2012	11,0	10,9	8,9
Vorherige Erhebung (Q1 2012)	10,6	10,6	8,8
Consensus Economics (April 2012)	10,9	11,0	-
Euro Zone Barometer (April 2012)	10,9	11,0	9,9

1) In Prozent der Erwerbspersonen.

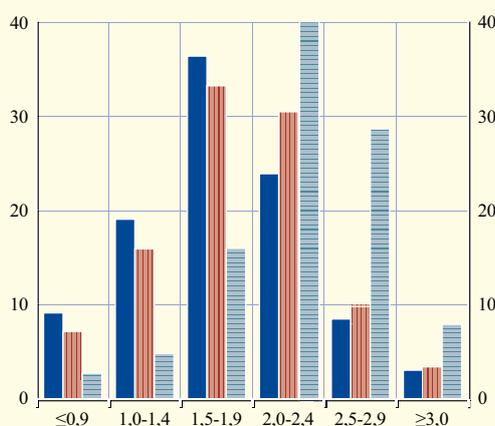
2) Die längerfristigen Erwartungen beziehen sich sowohl im Euro Zone Barometer als auch in der SPF-Erhebung und bei Consensus Economics auf 2016.

Abbildung A Bei den letzten SPF-Umfragen ermittelte aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung der Erwartungen für die durchschnittliche Jahresteuerrate 2012 und 2013

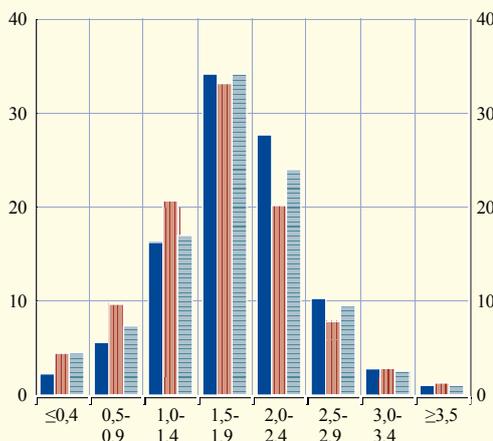
(Wahrscheinlichkeit in %)

■ Q4 2011 SPF  
■ Q1 2012 SPF  
■ Q2 2012 SPF

a) 2012



b) 2013



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung entspricht dem Durchschnitt der einzelnen von den SPF-Teilnehmern angegebenen Wahrscheinlichkeitsverteilungen.

ten Steuern und administrierten Preise. Den qualitativen Kommentaren der Befragten zufolge liegt das größte Abwärtsrisiko für ihre Inflationsprognosen in schwächer als erwartet ausfallenden Konjunkturaussichten.

### Längerfristige Inflationserwartungen unverändert bei 2,0 %

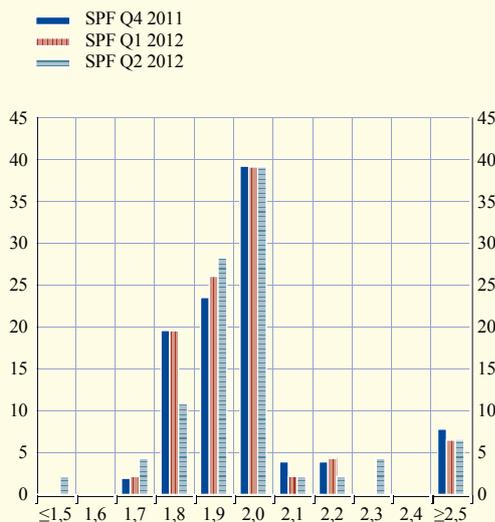
Die durchschnittliche Punktprognose für die längerfristige Inflation (im Jahr 2016) liegt weiterhin bei 2,0 %. Auf zwei Dezimalstellen berechnet belaufen sich die Erwartungen im Durchschnitt auf 1,99 % nach 1,98 % in der letzten Umfrage. Auch der Median und der modale Wert der Punktschätzungen bleiben mit 2,0 % unverändert, und der Anteil der Befragten, die eine Punktprognose von 2,0 % abgaben, beträgt nach wie vor 39 % (siehe Abbildung B). Die längerfristigen Inflationserwartungen der SPF-Teilnehmer stimmen weitgehend mit den im April 2012 von Consensus Economics und dem Euro Zone Barometer jeweils für 2016 veröffentlichten längerfristigen Prognosen überein.

Im Vergleich zur vorangegangenen Umfrage verschob sich die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung geringfügig nach oben; die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation bei 2,0 % oder darüber liegen wird, stieg von 46 % auf 49 %.

Die Uneinigkeit der Prognostiker bezüglich der längerfristigen Inflationserwartungen erhöhte sich – gemessen an der Standardabweichung ihrer Punktschätzungen – von 0,2 Prozentpunkten in der vorherigen Umfrage auf 0,3 Prozentpunkte. Die an der Standardabweichung der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilung gemessene aggregierte Unsicherheit hinsichtlich der längerfristigen

**Abbildung B Querschnittsverteilung der längerfristigen Punktprognosen der Inflationsentwicklung (in fünf Jahren)**

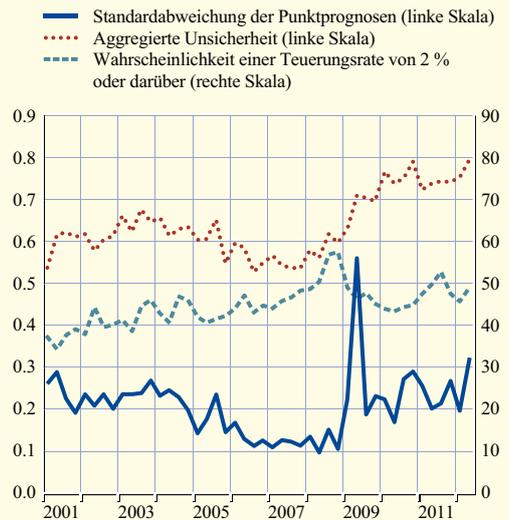
(Anteil der Teilnehmer in %)



Quelle: EZB.

**Abbildung C Uneinigkeit und Unsicherheit in Bezug auf längerfristige Inflationserwartungen**

(in Prozentpunkten; in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die aggregierte Unsicherheit wird definiert als Standardabweichung der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilung (unter Annahme einer diskreten Wahrscheinlichkeitsdichtefunktion mit Konzentrierung der Wahrscheinlichkeitsmasse in der Intervallmitte).

Inflationserwartungen nahm erneut leicht zu und erreichte ihren höchsten je gemessenen Stand (siehe Abbildung C).<sup>2</sup>

### Erwartungen zum realen BIP-Wachstum für 2012 und 2013 geringfügig nach unten korrigiert

Die Erwartungen zum realen BIP-Wachstum für 2012 und 2013 wurden geringfügig nach unten korrigiert (um je 0,1 Prozentpunkte) und liegen nunmehr bei -0,2 % bzw. 1,0 %. Diese Erwartungen liegen innerhalb der Bandbreiten der von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2012 und fallen etwas höher aus als die im April 2012 von Consensus Economics und vom Euro Zone Barometer veröffentlichten Prognosen.

Nach Angaben der SPF-Teilnehmer liegt einer der Hauptgründe für die erneute geringfügige Abwärtskorrektur in den zusätzlichen Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung, die in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets umgesetzt wurden. Einige Befragte führten auch den Abbau des Verschuldungsgrads im privaten Sektor und eine über den Erwartungen liegende Arbeitslosenquote als Gründe an. Diese Faktoren wurden jedoch teilweise durch günstigere Perspektiven für die Weltwirtschaft ausgeglichen, die sich positiv auf die Ausfuhren des Euroraums auswirken dürften.

<sup>2</sup> Eine Erörterung der Messgrößen für die Unsicherheit findet sich in: EZB, Messung der wahrgenommenen gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit, Kasten 4, Monatsbericht Januar 2010.

Die aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die Jahre 2012 und 2013 haben sich zu niedrigeren Werten hin verlagert; dies gilt insbesondere für 2012, wobei die Befragten jetzt die höchste Wahrscheinlichkeit (37 %) dem Intervall von -0,5 % bis -0,1 % zumessen, verglichen mit 29 % in der vorherigen Umfrage.

Die Risiken für die Wachstumsaussichten für 2012 und 2013 gelten weiterhin als nach unten gerichtet. Eine Verschärfung der Staatsschuldenkrise und die Gefahr einer negativen Rückkopplungsschleife zwischen Haushaltskonsolidierung und Wachstum sowie weitere Ölpreiserhöhungen und ein schwächeres Wachstum in den Schwellenländern werden als die größten Abwärtsrisiken betrachtet.

Die längerfristigen Wachstumserwartungen (für 2016) belaufen sich wie bereits in der letzten Umfrage auf 1,8 %. Die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung hat sich im Vergleich zur vorherigen Runde leicht nach oben verschoben, wobei dem Intervall von 1,5 % bis 1,9 % nach wie vor die höchste Wahrscheinlichkeit (27 %) beigemessen wird.

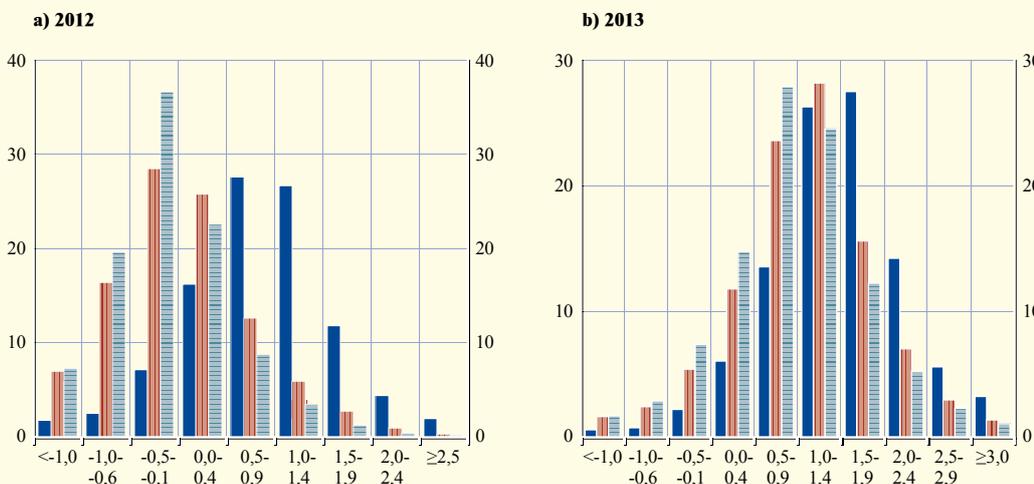
#### Erwartungen bezüglich der Arbeitslosenquote für 2012 und 2013 nach oben korrigiert

Die Erwartungen bezüglich der Arbeitslosenquote für 2012 und 2013 liegen bei 11,0 % bzw. 10,9 %; sie wurden für 2012 um 0,4 Prozentpunkte und für 2013 um 0,3 Prozentpunkte nach oben korrigiert. Diese Aufwärtskorrektur dürfte teilweise darauf zurückzuführen sein, dass die letzten Arbeitslosenzahlen, die zum Zeitpunkt der vorangegangenen Umfrage (November 2011) zur Verfügung standen, mittlerweile um 0,2 Prozentpunkte nach oben revidiert wurden. Nach Angaben

Abbildung D Bei den letzten SPF-Umfragen ermittelte aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung der Erwartungen für das BIP-Wachstum 2012 und 2013

(Wahrscheinlichkeit in %)

■ SPF Q4 2011  
■ SPF Q1 2012  
■ SPF Q2 2012



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung entspricht dem Durchschnitt der einzelnen von den SPF-Teilnehmern angegebenen Wahrscheinlichkeitsverteilungen.

der Befragten ist die Aufwärtskorrektur der Erwartungen bezüglich der Arbeitslosenquote überwiegend der konjunkturellen Abkühlung zuzuschreiben. Die Erwartungen für 2012 und 2013 stehen weitgehend im Einklang mit den jüngsten Prognosen von Consensus Economics und des Euro Zone Barometer.

Hinsichtlich der Beurteilung der mit den Erwartungen verbundenen Risiken wird die lange Dauer der Krise, insbesondere in Südeuropa, von den Umfrageteilnehmern als größtes Aufwärtsrisiko für die Aussichten erachtet, während Abwärtsrisiken vornehmlich aus der weiteren Umsetzung von Strukturreformen in einer Reihe von Ländern sowie den dort bereits umgesetzten Maßnahmen zu erwachsen scheinen. Die längerfristigen Erwartungen bezüglich der Arbeitslosenquote (für 2016) stiegen auf 8,9 %.

#### **Sonstige Variablen und Annahmen**

Weitere Daten der Umfrage zeigen, dass eine Aufwärtskorrektur der Annahmen zur Entwicklung der Ölpreise, des EUR/USD-Wechselkurses und des Hauptrefinanzierungssatzes der EZB vorgenommen wurde. Die Ölpreise werden für 2012 nunmehr mit rund 119 USD pro Barrel angesetzt und dürften 2013 leicht sinken. Der Wechselkurs des Euro zum US-Dollar wird den Erwartungen zufolge im Jahr 2012 bei rund 1,30 liegen, wobei der Euro gegen Jahresende leicht an Boden gewinnen dürfte. In Bezug auf den Hauptrefinanzierungssatz der EZB rechnen die Umfrageteilnehmer für 2012 und 2013 mit Durchschnittswerten von 0,9 % bzw. 1,0 %. Die Annahmen zum durchschnittlichen jährlichen Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer schließlich liegen sowohl für 2012 als auch für 2013 unverändert bei rund 2,1 %.

## 4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Im vierten Quartal 2011 ging das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euro-Währungsgebiets um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zurück. Die verfügbaren Indikatoren für das erste Jahresviertel 2012 signalisieren weiterhin eine Stabilisierung der Wirtschaftstätigkeit auf niedrigem Niveau. Die jüngsten Signale aus Umfragedaten für das Eurogebiet betonen die herrschende Unsicherheit. Zugleich gibt es Anzeichen dafür, dass die weltweite Erholung voranschreitet. Über die kurze Sicht hinaus betrachtet wird nach wie vor damit gerechnet, dass sich die Wirtschaft im Euroraum, gestützt von der Auslandsnachfrage, den sehr niedrigen kurzfristigen Zinssätzen im Eurogebiet und von sämtlichen Maßnahmen, die zur Förderung der ordnungsgemäßen Funktionsfähigkeit der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet ergriffen wurden, im Verlauf dieses Jahres allmählich erholt. Allerdings wird erwartet, dass die zugrunde liegende Wachstumsdynamik durch noch bestehende Spannungen an einigen Staatsanleihemärkten im Euroraum und deren Einfluss auf die Kreditvergabebedingungen, durch den Prozess der Bilanzanpassungen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor sowie durch die hohe Arbeitslosigkeit weiterhin gedämpft wird. Diese wirtschaftlichen Aussichten sind nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet.

### 4.1 DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

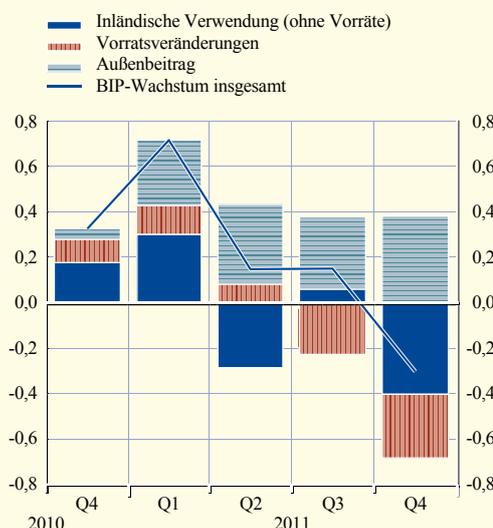
Das reale BIP des Euro-Währungsgebiets ging im letzten Vierteljahr 2011 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zurück, nachdem in den beiden vorangegangenen Jahresvierteln eine Zuwachsrate von jeweils 0,1 % verzeichnet worden war (siehe Abbildung 27). Die weiterhin vom Außenhandel ausgehenden positiven Impulse für das Produktionswachstum im Euroraum wurden durch negative Beiträge der Binnennachfrage und der Vorratsveränderungen mehr als aufgezehrt. In Kasten 8 wird auf die jüngste Entwicklung der Lagerbestände und deren Einfluss auf den Konjunkturzyklus eingegangen.

Nach einem Anstieg um 0,2 % im dritten Vierteljahr 2011 kehrte sich das Wachstum der privaten Konsumausgaben im Schlussquartal mit -0,5 % wieder ins Negative. Dieser Rückgang war offenbar dem Konsum von Einzelhandelswaren und Dienstleistungen zuzuschreiben. Die Pkw-Neuzulassungen legten dagegen zwischen dem dritten und dem vierten Jahresviertel zu, was auf einen positiven Beitrag des Pkw-Absatzes zum privaten Verbrauch hinweist.

Mit Blick auf das erste Vierteljahr 2012 lässt sich aus den Angaben zum privaten Konsum eine anhaltend schwache Entwicklung ablesen. Die Umsätze im Einzelhandel wiesen im Februar ein Nullwachstum auf und lagen in den ersten beiden Monaten des ersten Quartals etwa 0,2 % über ihrem Durchschnittswert vom letzten Jahresviertel 2011. Dies stellt eine Verbesserung gegenüber dem vorangegangenen Vierteljahr dar, als die Einzelhandelsumsätze um 1,1 % gesunken waren. Zwar erhöhten sich die Pkw-Neuzulassungen sowohl im

Abbildung 27 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

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



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## LAGERBESTÄNDE – THEORETISCHE ÜBERLEGUNGEN UND JÜNGSTE ENTWICKLUNG

Vorratsveränderungen sind ein wichtiger Bestimmungsfaktor konjunktureller Schwankungen und spielten während der Finanzkrise nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Jahr 2008 eine maßgebliche Rolle.<sup>1</sup> Der vorliegende Kasten beleuchtet die Mechanismen, über die sich die Lagerbestände auf die Wirtschaftstätigkeit auswirken, erläutert die jüngste Entwicklung der Vorratsveränderungen und untersucht die Implikationen für die aktuelle Wirtschaftslage.

### Lagerhaltung und der Konjunkturzyklus

Anpassungen der Lagerbestände sind ein Mittel zur Glättung der Produktion bei schwankender Nachfrage. Es wäre daher zu erwarten, dass die Vorräte zunehmen, wenn die Nachfrage schwach ist, und umgekehrt. Aus empirischen gesamtwirtschaftlichen Untersuchungen geht jedoch hervor, dass Lageranpassungen offenbar sowohl Wirtschaftsabschwünge als auch die anschließenden Erholungsphasen verstärken. Zu Beginn eines Konjunkturrückgangs kommt es erwartungsgemäß zu einem ungewollten Lageraufbau, da die Nachfrage rascher sinkt, als die Produktion angepasst werden kann. Darauf folgt allerdings ein Prozess des Lagerabbaus, da die Unternehmen ihre Vorratsbestände durch Drosselung der Produktion zu verringern suchen, was die Wirtschaftstätigkeit während des Abschwungs zusätzlich dämpft. Sobald sich das Tempo des Lagerabbaus verlangsamt, leisten die Vorratsveränderungen einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum und stützen damit die gesamtwirtschaftliche Erholung.

Dabei ist zu beachten, dass sich nicht die vierteljährliche Veränderung der Vorratsbestände an sich im Quartalswachstum des BIP niederschlägt, sondern das veränderte Tempo der Veränderung (d. h. ihre Beschleunigung bzw. Verlangsamung). Es sind nämlich die Vorratsveränderungen – d. h. die Produktionsmenge, die nicht in derselben Rechnungsperiode abgesetzt wird und durch die sich folglich im gleichen Zeitraum die Lagerbestände erhöhen –, die in die BIP-Gleichung eingehen. Für einen positiven Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen ist daher nicht unbedingt ein Lageraufbau erforderlich, sondern es genügt auch eine Verlangsamung des Vorratsabbaus. Dies ist in Erholungsphasen häufig kurz nach dem zyklischen Tiefpunkt, wenn das Tempo des Lagerabbaus in der Regel am höchsten ist, der Fall.

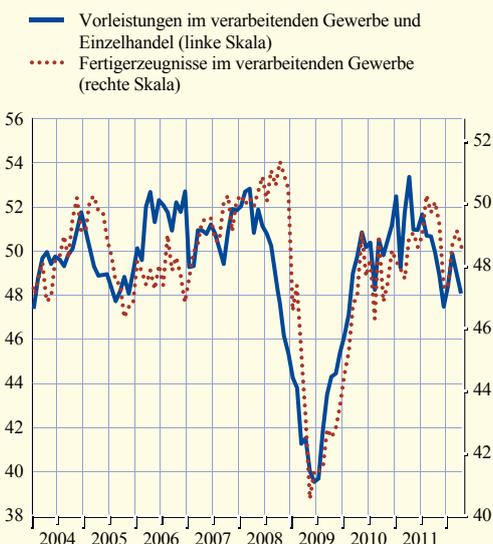
### Probleme bei der Datenerhebung

Vorratsveränderungen sind schwierig zu ermitteln und zu messen, und harte Daten zu den Lagerbeständen sind sehr revisionsanfällig. Dies gilt besonders in der EU, da es hier kein Pendant zu den vom US-Handelsministerium veröffentlichten wichtigen Indikatoren der monatlichen Verkaufszahlen und Vorratsveränderungen gibt, die ausführlich kommentiert werden und für Analysen der Lagerbestandsentwicklung in den Vereinigten Staaten von zentraler Bedeutung sind. In der EU werden für solche Analysen hingegen die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) herangezogen. Diese bieten in der Regel den Vorteil einer vollständigen Erfassung, doch ist bei der Interpretation der Vorratsveränderungen auf Basis der VGR Vorsicht geboten, da sie die unzuverlässigste Verwendungskomponente des BIP darstellen. Da häufig keine verlässlichen vierteljährlichen Ist-Daten zu dieser Komponente vorliegen, spielen die Vorratsveränderungen im Aus-

<sup>1</sup> Siehe EZB, Jüngste Entwicklung der Lagerbestände, Kasten 5, Monatsbericht Mai 2009.

Abbildung A Vorratsveränderungen gemäß dem EMI für das Euro-Währungsgebiet

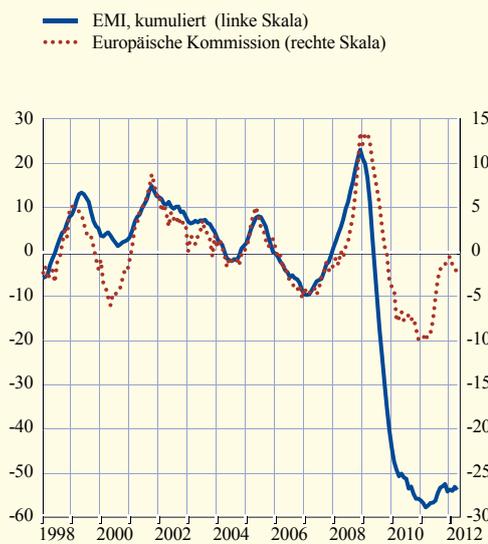
(Diffusionsindizes; Monatswerte)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Einfacher Durchschnitt der Lagerbestände an Vorleistungen im verarbeitenden Gewerbe und der Lagerbestände im Einzelhandel.

Abbildung B Lagerbestand an Fertigerzeugnissen im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets

(Umfragesalden; Monatswerte)



Quellen: Markit, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Auf Basis der mittelwertbereinigten Datenreihen der Europäischen Kommission für den Zeitraum von 1997 bis 2008 sowie der kumulierten mittelwertbereinigten EMI-Teilindizes für das Euro-Währungsgebiet, weiter trendbereinigt und abgeglichen mit den vorgenannten Zeitreihen der Europäischen Kommission.

gleichsprozess der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen oft insofern eine große Rolle, als ihnen als Residualgröße eine hohe Bedeutung zukommt. Zudem unterliegen die Angaben zur Lagerbestandsentwicklung häufig erheblichen Revisionen.<sup>2</sup> Eine weitere Schwierigkeit besteht darin, dass Eurostat keine Daten zu den volumenmäßigen Vorratsveränderungen (verkettete Volumenindizes) veröffentlicht, sondern nur zu deren Wachstumsbeiträgen (bzw. den wertmäßigen Vorratsveränderungen).<sup>3</sup> Aus diesen Gründen stützt sich die kurzfristige Beurteilung der Lagerentwicklung in hohem Maße auf Umfrageergebnisse.

### Kurzfristige Indikatoren der Vorratsveränderungen

Zur Analyse zyklischer Schwankungen der Vorratsveränderungen können Umfragedaten herangezogen werden. So sind beispielsweise in Abbildung A die aus dem Einkaufsmanagerindex (EMI) abgeleiteten Vorratsveränderungen ausgewiesen. Die Indizes sind so konstruiert, dass ein Wert von über 50 Punkten grundsätzlich auf einen Lageraufbau und ein Wert von unter 50 auf einen Lagerabbau hinweist.

<sup>2</sup> Siehe EZB, Zuverlässigkeit von Schätzungen des BIP-Wachstums und seiner Komponenten, Kasten 8, Monatsbericht Juni 2006.

<sup>3</sup> Hierbei gilt es zu beachten, dass in den wertmäßigen Vorratsveränderungen keine Bestandsgewinne oder -verluste erfasst werden. Sie entsprechen daher nicht den Veränderungen des Werts der Lagerbestände, in denen sich solche Bestandsgewinne und -verluste niederschlagen. Die Bilanzgleichung, die das BIP mit seinen Verwendungskomponenten verknüpft, hält sowohl in wertmäßiger als auch in volumenmäßiger Rechnung zu konstanten Preisen stand, aber nicht bei Betrachtung anhand verketteter Volumenindizes (anhand verketteter Wachstumsbeiträge allerdings sehr wohl). Sofern das Statistikamt nicht (wie in den USA, Japan und im Vereinigten Königreich) eine Schätzung veröffentlicht, ist die Aufbereitung von Daten zu verketteten Vorratsveränderungen daher schwierig, wenn nicht gar unmöglich.

Wie aus Abbildung A hervorgeht, deuten die entsprechenden EMI-Teilindizes auf eine sehr unterschiedliche Entwicklung der Lagerbestände an Fertigerzeugnissen im verarbeitenden Gewerbe (bei denen die Anpassung später erfolgt) und der Bestände an Vorleistungen und Einzelhandelswaren (die frühzeitiger angepasst werden) hin. Die Unternehmen können ihre Lagerbestände an Vorleistungen leichter verändern, indem sie etwa Aufträge/Lieferungen verschieben bzw. stornieren, während für eine Korrektur der Fertigwarenlager kostspieligere und zeitaufwendigere Produktionsanpassungen erforderlich sind. Nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers beispielsweise setzte der Vorratsabbau bei den Vorleistungen im verarbeitenden Gewerbe und den Einzelhandelswaren bereits im September 2008 ein und gewann anschließend an Fahrt. Im Gegensatz dazu hielt der Aufbau der Fertigwarenlager offenbar noch bis Mitte Dezember 2008 an (und beschleunigte sich dabei sogar noch leicht). Dies lässt darauf schließen, dass der beabsichtigte Vorratsabbau bei den Vorleistungen im verarbeitenden Gewerbe sowie im Einzelhandel zu einem ungewollten Lageraufbau bei den Fertigerzeugnissen beitrug. Die Unternehmen waren offenbar nicht in der Lage, ihre Produktion rasch genug zu drosseln, um zu verhindern, dass das Verhältnis der Vorräte zum Umsatz bei den Fertigerzeugnissen im verarbeitenden Gewerbe über das gewünschte Maß hinaus stieg. Ein „Lagerbestandsschock“ führt somit zunächst zu einer veränderten Zusammensetzung der Vorrathaltung und wirkt sich erst danach auf das allgemeine Niveau der Lagerhaltung aus.

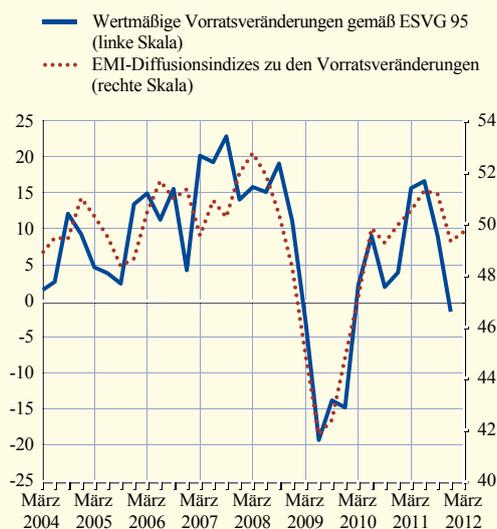
Andere Umfragen liefern Informationen über die Höhe der Lagerbestände und weniger über deren Veränderung. Dies gilt beispielsweise für die Branchenumfragen der Europäischen Kommission. Aus Abbildung B geht hervor, dass sich die Vorräte an Fertigerzeugnissen im verarbeitenden Gewerbe nach Einschätzung der Befragten im Jahresverlauf 2008 deutlich über das „normale“ Vorratsniveau hinaus erhöht hatten. Dies deckt sich mit den Ergebnissen der EMI-Umfrage, die ebenfalls auf einen Lageraufbau im Jahr 2008 hindeuten. Zudem war die Aufstockung offenbar unbeabsichtigt, da die Vorräte in den Kommissionsumfragen als überdurchschnittlich hoch eingeschätzt wurden. Dagegen wurden die Bestände auch noch Anfang 2009 als durchweg höher als „normal“ eingestuft, was den Ergebnissen der EMI-Umfrage, die auf einen ausgeprägten Lagerabbau hinweisen, zu widersprechen scheint. Die offenkundige Differenz zwischen den beiden Datenreihen könnte jedoch ein Indiz dafür sein, dass der beabsichtigte Lagerabbau bei Fertigwaren, wie er in der EMI-Umfrage zum Ausdruck kam, schlicht für unzureichend erachtet wurde und die Unternehmen ihre Zielvorgaben für die Lagerhaltung parallel zur Verringerung ihrer Lagerbestände nach unten korrigierten.

Die Vorlaufeigenschaften einiger dieser kurzfristigen Indikatoren im Hinblick auf die Entwicklung der vierteljährlichen VGR-Daten zu den Vorratsveränderungen sind in Abbildung C und D veranschaulicht. Abbildung C weist die saisonbereinigte vierteljährliche Veränderung der Lagerbestände im Euro-Währungsgebiet anhand der (wertmäßigen) Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sowie anhand des Gesamt-EMI aus. Abbildung D zeigt den Beitrag der Vorratsveränderungen zum BIP-Wachstum in Form verketteter Volumenindizes und die entsprechende Veränderung des EMI. Dabei wird deutlich, dass die anhand der VGR-Daten und der Ergebnisse der Einkaufsmanagerumfrage gemessenen Vorratsveränderungen weitgehend übereinstimmen.

Umfragen zur Lagerhaltung sind somit für die Analyse der Konjunktorentwicklung hilfreich, insbesondere wegen ihrer Aktualität und Zuverlässigkeit im Vergleich zu den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Die Aufschlüsselung des BIP nach Verwendungskomponenten steht erst mit einer Verzögerung von 60 Tagen zur Verfügung, und im Gegensatz zu Umfragewerten unterliegen Daten zu den Wachstumsbeiträgen der Vorratsveränderungen erheblichen Revisionen.

**Abbildung C Vorratsveränderungen im Euro-Währungsgebiet gemäß den VGR und dem EMI**

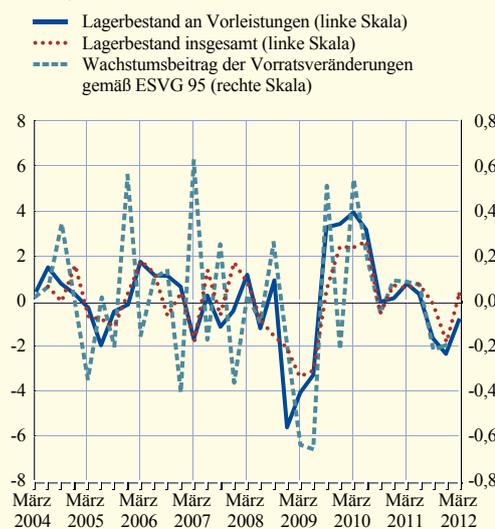
(Diffusionsindizes; in Mrd €)



Quellen: Markit, Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen (VGR): wertmäßige Veränderung der Lagerbestände; EMI: durchschnittliche Lagerbestände an Vorleistungen und Fertigerzeugnissen im verarbeitenden Gewerbe und durchschnittliche Lagerbestände im Einzelhandel.

**Abbildung D Beiträge der Vorratsveränderungen zum BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet gemäß den VGR und dem EMI**

(Punktveränderungen der Diffusionsindizes; in Prozentpunkten des BIP)



Quellen: Markit, Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen (VGR): Beiträge als verkettete Volumenindizes; EMI: Veränderung der Indizes (in Punkten). Siehe Abbildung C.

### Erste Analyse der Vorratsveränderungen in den Jahren 2011-2012

Aktuelle Angaben zu den Vorratsveränderungen lassen darauf schließen, dass es – nach einer Phase des Lageraufbaus – aufgrund der sich eintrübenden Aussichten und der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen Mitte 2011 zu einer Umkehr des Lagerzyklus kam, sodass die Vorratsveränderungen im dritten und vierten Quartal negative Beiträge zum realen BIP-Wachstum leisteten. Ähnlich verhielt es sich auch Ende 2008. Angesichts der recht niedrigen Lagerbestände (siehe Abbildung B) und des den VGR-Daten zufolge nur moderaten Vorratsabbaus im Schlussquartal 2011 (siehe Abbildung C) dürfte allerdings zu Beginn des laufenden Jahres wohl kaum ein ausgeprägter Lagerabbau mit negativen Impulsen für das BIP-Wachstum stattgefunden haben, wie er Anfang 2009 zu beobachten war. Darüber hinaus deuten die EMI-Umfragen seit Januar 2012 auf eine Verlangsamung des Lagerabbaus hin, sodass die Wachstumsbeiträge der Vorratsveränderungen potenziell weniger negativ bzw. positiver ausfallen könnten als bislang erwartet (siehe Abbildung D).

Februar als auch im März dieses Jahres, im Quartalsvergleich verzeichneten sie jedoch im ersten Jahresviertel immer noch ein deutliches Minus von 7,9 %. Im Schlussquartal 2011 war dagegen noch ein Zuwachs von 1,3 % verbucht worden. Die Umfrageergebnisse zum Einzelhandel deuten für das erste Vierteljahr sowie für April 2012 auf eine anhaltende Konsumschwäche in diesem Sektor hin (siehe Abbildung 28). Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Einzelhandel verharrte im ersten Jahresviertel 2012 im Schnitt bei 46,7 Punkten. Er liegt damit nach wie vor unterhalb der theoretischen Wachstums-

schwelle von 50 Punkten, was auf einen weiterhin stockenden Absatz hindeutet. Im April fiel der Index auf 41,3 Zähler, den niedrigsten Stand seit Ende 2008. Zugleich nahm auch das Verbrauchervertrauen im Eurogebiet wieder ab, nachdem drei Monate lang ein Anstieg verzeichnet worden war. Der entsprechende Vertrauensindikator, der sich nach dem kräftigen Rückgang in der zweiten Jahreshälfte 2011 weitgehend stabilisiert zu haben scheint, liegt immer noch unter seinem langfristigen Durchschnitt und signalisiert damit eine weiterhin schwache Dynamik bei den privaten Konsumausgaben. Der Indikator für größere Anschaffungen liegt ebenfalls nach wie vor deutlich unter seinem langfristigen Durchschnitt.

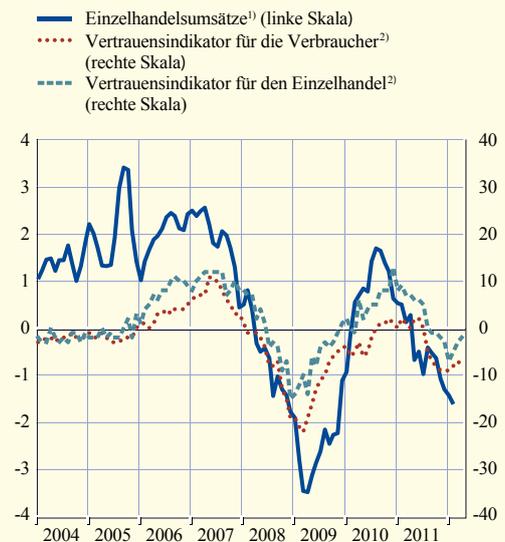
Die Bruttoanlageinvestitionen verringerten sich im Schlussquartal 2011 um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem in den beiden vorangegangenen Jahresvierteln ein Minus von jeweils 0,2 % verzeichnet worden war. Die Aufschlüsselung für das letzte Vierteljahr 2011 zeigt, dass die Bauinvestitionen im Quartalsvergleich um 0,4 % und die Investitionen ohne Bauten um 0,5 % sanken.

Die Investitionsgüterproduktion (ein Indikator zukünftiger Investitionen außerhalb des Baugewerbes) stieg im Februar um 0,7 %, nachdem sie im Januar um 0,4 % zurückgegangen war. Im Durchschnitt dieser beiden Monate lag das Produktionsniveau dennoch 0,7 % unter jenem des Schlussquartals 2011, als sich der Rückgang im Quartalsvergleich auf 1,5 % belaufen hatte. Die Umfrageergebnisse für die Industrie ohne Baugewerbe – d. h. sowohl der EMI als auch die Umfragen der Europäischen Kommission – weisen insgesamt darauf hin, dass sich die Investitionstätigkeit im ersten Vierteljahr 2012 gegenüber dem Schlussquartal des vergangenen Jahres geringfügig belebt hat. Zugleich blieb die Kapazitätsauslastung den Kommissionsumfragen zufolge im Dreimonatszeitraum bis April 2012 weitgehend stabil auf einem Niveau unterhalb des langfristigen Durchschnitts.

Die Bauinvestitionen dürften im ersten Quartal ebenfalls schwach geblieben sein. Die Bauproduktion im Euro-Währungsgebiet verringerte sich im Februar 2012 um 7,0 % gegenüber dem Vormonat. Diese Entwicklung wurde von den widrigen Witterungsbedingungen in verschiedenen Regionen des Euroraums maßgeblich beeinflusst. Der Produktionseinbruch stand im Einklang mit dem EMI-Teilindex für das Baugewerbe, der bereits einen drastischen Rückgang signalisiert hatte. Bislang sind noch keine Anzeichen einer Erholung zu erkennen, da die Finanzierungsbeschränkungen und die laufenden Anpassungen an den Wohnimmobilienmärkten in einer Reihe von Euro-Ländern die Bauinvestitionen nach wie vor beeinträchtigen. Umfrageergebnisse bestätigen den Eindruck einer unverändert schwachen Investitionstätigkeit in diesem Bereich. So liegt beispielsweise der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für das Baugewerbe immer noch unter seinem historischen Durchschnitt (entsprechende Daten sind bis April 2012 verfügbar). Der EMI-Teilindex für das Baugewerbe des Eurogebiets verzeichnete im März zwar eine Erholung, blieb aber dennoch deutlich unterhalb der Marke von 50 Punkten und weist somit auf eine erneut negative Entwicklung im ersten Quartal 2012 hin.

**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; einschließlich Tankstellen.  
2) Salden in %; saison- und mittelwertbereinigt.

Was die Handelsströme betrifft, so nahmen die Importe und Exporte des Euro-Währungsgebiets im Schlussquartal 2011 um 1,4 % bzw. 0,4 % ab, was in erster Linie durch das zu jener Zeit rückläufige Wirtschaftswachstum im Eurogebiet und weltweit bedingt war. In den beiden ersten Monaten des laufenden Jahres gewann die Warenausfuhr jedoch vor dem Hintergrund einer sich belebenden Auslandsnachfrage an Schwung. Auch die Einfuhr von Waren erhöhte sich in diesem Zeitraum dem Wert nach, wengleich sich hierin den vorliegenden Daten zufolge zum Teil die gestiegenen Importpreise widerspiegeln. Die Umfrageergebnisse zu den Ausfuhren des Euroraums fielen zu Jahresbeginn angesichts zunehmender Anzeichen einer Stabilisierung der Auslandsnachfrage ebenfalls etwas positiver aus. Im ersten Quartal 2012 lag der EMI-Teilindex für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes im Eurogebiet deutlich über dem Durchschnitt des Vorquartals, wenn auch nach wie vor unterhalb der theoretischen Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Im April ging dieser Indikator indes gegenüber dem Vormonat zurück, was auf kurze Sicht auf Abwärtsrisiken für das Exportwachstum hindeutet. Die kurzfristigen Aussichten für die Importe sind recht gedämpft, was mit dem Konjunkturausblick für das Euro-Währungsgebiet weitgehend im Einklang steht.

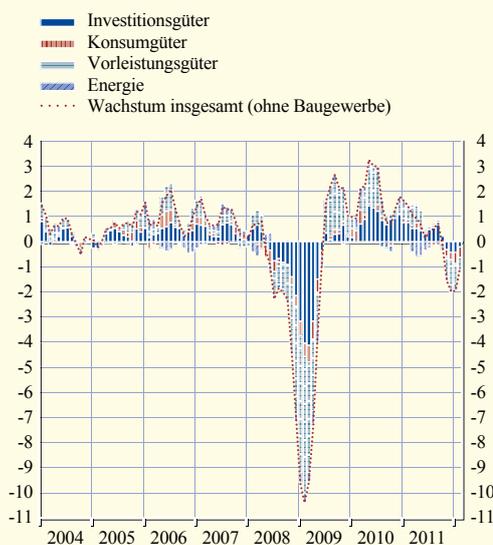
#### 4.2 SEKTORALE WERTSCHÖPFUNG

Die reale Wertschöpfung verringerte sich im Schlussquartal 2011 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal. In der Industrie (ohne Baugewerbe) wurde ein Rückgang von 1,7 % verbucht, im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe hingegen nahm die Wertschöpfung um 0,1 % bzw. 0,3 % zu.

Was die Entwicklung im ersten Quartal 2012 betrifft, so stieg die Erzeugung in der Industrie (ohne Baugewerbe) im Februar um 0,4 % an, nachdem im Vormonat ein Nullwachstum verzeichnet worden war. Im Januar und Februar lag die Produktion im Durchschnitt 0,6 % unter ihrem Stand vom letzten Jahresviertel 2011, was eine Verbesserung gegenüber dem vierteljährlichen Rückgang von 2,0 % im vierten Quartal darstellt (siehe Abbildung 29). Indessen ging der Auftragseingang in der Industrie des Euroraums (ohne Schwerfahrzeugbau) im Februar weiter um 0,8 % gegenüber dem Vormonat zurück (nach einem Minus von 2,5 % im Januar). Wengleich aktuellere Umfrageergebnisse den Eindruck einer anhaltenden Schwäche bestätigen, deuten sie doch auf eine gewisse Stabilisierung im ersten Vierteljahr 2012 gegenüber dem Schlussquartal 2011 hin. So war beispielsweise der EMI-Teilindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im Dreimonatszeitraum bis April zwar rückläufig, lag aber im Durchschnitt des ersten Jahresviertels 2012 immer noch über seinem Stand vom letzten Vierteljahr 2011 (siehe Abbildung 30). Zugleich wirkten sich den Umfrageergebnissen der Europäischen Kommission zufolge die schwache Nachfrage und die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen in den drei

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 Durch-  
schnitt drei Monate zuvor dar.

Monaten bis April 2012 negativ auf die Produktion aus. Der EMI-Teilindex für die Konjunkturentwicklung im Dienstleistungssektor erhöhte sich im ersten Vierteljahr 2012, bevor er im April wieder sank. Andere Branchenumfragen, wie etwa die der Europäischen Kommission, stehen mit der Entwicklung des EMI weitgehend im Einklang. In Kasten 9 wird ein Ansatz zur Identifikation zyklischer Signale aus Konjunkturindikatoren vorgestellt. Daraus geht im Wesentlichen hervor, dass der Anstieg der Konjunkturindikatoren des Euro-Währungsgebiets im ersten Quartal eine echte Verbesserung der Wirtschaftslage widerspiegelt. Für das zweite Vierteljahr liegen indes noch nicht genügend Daten vor, um Schlussfolgerungen ziehen zu können. Während die meisten Umfragedaten für den Euroraum auf eine Verschlechterung im April hinweisen, zeichnen einige Umfrageergebnisse auf nationaler Ebene eher ein gegensätzliches Bild.

#### 4.3 ARBEITSMARKT

Die Lage an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets trübt sich weiter ein. Die Beschäftigung war in der zweiten Jahreshälfte 2011 rückläufig, und die Arbeitslosenquote tendiert nach oben. Umfragen zufolge ist in nächster Zeit mit einer anhaltend negativen Entwicklung zu rechnen.

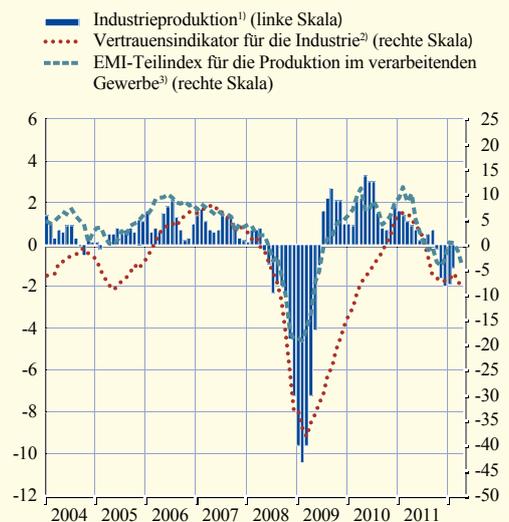
#### Kasten 9

##### IDENTIFIKATION ZYKLISCHER SIGNALE AUS KONJUNKTURINDIKATOREN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Für die Konjunkturanalyse allgemein und insbesondere für die Beurteilung der aktuellen Wirtschaftslage im Euro-Währungsgebiet kann es von großem Nutzen sein, herauszufinden, ob es sich bei einem Wendepunkt, der bei einem turnusmäßig beobachteten monatlichen Konjunkturindikator auftritt, um einen tatsächlichen konjunkturellen Umschwung handelt oder lediglich um ein „Rauschen“ in den Daten. Mittels Filterverfahren lassen sich zyklische Bewegungen in den Zeitreihen von unregelmäßigen Schwankungen unterscheiden. Die gefilterten Ergebnisse sind jedoch im Allgemeinen am Ende der Stichprobe, d. h. dem Teil der Zeitreihe, der für die Beurteilung der aktuellen Wirtschaftslage am relevantesten ist, weniger verlässlich. Eine andere Möglichkeit, dieses Endpunktproblem zu umgehen, besteht darin, historische Zeitreihen heranzuziehen, um zwischen tatsächlichen zyklischen Bewegungen und bloßer Datenvolatilität unterscheiden zu können.

**Abbildung 30** Industrieproduktion, Vertrauensindikator für die Industrie und EMI-Teilindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe

(Monatswerte; saisonbereinigt)



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

Dies ermöglicht das MCD-Maß (Months for Cyclical Dominance), das auf einem Vergleich der durchschnittlichen Veränderung der irregulären und der zyklischen Komponente einer Zeitreihe über unterschiedliche Zeithorizonte in der Vergangenheit beruht.<sup>1</sup> Auf Grundlage dieser Maßzahl ist es möglich, Hinweise auf den Zeitraum zu erhalten, über den eine Veränderung in der Zeitreihe beobachtet werden muss, um mit relativer Sicherheit sagen zu können, ob ein konjunktureller Wendepunkt vorliegt oder nur ein Rauschen. Im vorliegenden Kasten wird das MCD-Maß vorgestellt und auf eine Reihe von Indikatoren angewendet, die regelmäßig für die Beurteilung der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum herangezogen werden.

### Das MCD-Maß

Um das MCD-Maß eines Konjunkturindikators bestimmen zu können, müssen die saisonbereinigten Datenreihen zuerst in ihre geschätzten irregulären, zyklischen und gegebenenfalls geglätteten Komponenten zerlegt werden. Dies ist mittels eines Standardfilters möglich. Belaufen sich die Veränderungen der Trendkomponente über einen kürzeren Zeithorizont auf etwa null, lassen sich die kurzfristigen Veränderungen in der Zeitreihe größtenteils auf Veränderungen der irregulären und zyklischen Komponente zurückführen. In einem zweiten Schritt wird das Verhältnis zwischen konjunkturellem Signal und Rauschen bestimmt. Dabei wird die kurzfristige durchschnittliche Veränderungsrate der beiden Komponenten über verschiedene Zeitspannen verglichen. Da die Veränderungsrate der zyklischen Komponente im Zeitverlauf tendenziell zunimmt, während jene der irregulären Komponente unabhängig vom Zeitraum in etwa gleich bleibt, nimmt das Signal-Rausch-Verhältnis ab, je länger der Zeithorizont ist. Sobald die Veränderung der zyklischen Komponente größer ist als die der irregulären Komponente, fällt das Verhältnis auf unter 1. Die Anzahl der Monate, die im Schnitt erforderlich ist, damit die zyklische Komponente gegenüber der irregulären Komponente in der betrachteten Zeitreihe überwiegt, d. h. die Monate bis zur zyklischen Dominanz (Months for Cyclical Dominance), stellt hierbei die Dauer der Zeitspanne dar. Somit gibt das MCD-Maß den Mindestzeitraum an, über den eine Veränderung in einer Zeitreihe beobachtet werden muss, damit sie als zyklisch erachtet werden kann. Im Allgemeinen gilt: Je mehr Rauschen in einer Zeitreihe vorhanden ist, desto länger ist dieser Zeithorizont.

Zwar gibt ein Wert unter 1 an, dass eine beobachtete Veränderung der Zeitreihe im betrachteten Zeitraum eher eine zyklische Komponente widerspiegelt als ein Rauschen, doch um relativ sicherzugehen, dass dies der Fall ist, sollte auch eine Zeitspanne betrachtet werden, bei der das Signal-Rausch-Verhältnis etwas weiter unter 1 liegt. So ist die Veränderung der irregulären Komponente bei einem Wert von 0,95 im Durchschnitt nur 5 % geringer als die Veränderung der zyklischen Komponente. Der Wert für das Signal-Rausch-Verhältnis sollte allerdings nicht zu niedrig sein, da sonst konjunkturelle Veränderungen nur verzögert festgestellt werden können.

### Empirische Ergebnisse für die Konjunkturindikatoren des Euro-Währungsgebiets

Das MCD-Maß wurde auf eine Reihe kurzfristiger Konjunkturindikatoren für das Euro-Währungsgebiet angewendet. Die betrachteten Indikatoren umfassten „harte“ Daten zur Produktion in der Industrie und im Baugewerbe einschließlich industrieller Teilspektoren. In diesem Zusammenhang wurden auch die Ergebnisse von Umfragen der Europäischen Kommission und der Ein-

<sup>1</sup> Das MCD-Maß (Months for Cyclical Dominance) geht zurück auf J. Shiskin, *Electronic Computers and Business Indicators*, Occasional Paper Series, Nr. 57, National Bureau of Economic Research, 1957. Siehe beispielsweise auch J. Shiskin, *How accurate?*, in: *The American Statistician*, Bd. 14, Nr. 4, Oktober 1960, S. 15-17.

kaufsmangerbefragung zur konjunkturellen Entwicklung in der Industrie, im Baugewerbe und im Dienstleistungssektor sowie in der Gesamtwirtschaft einbezogen. In der Tabelle ist das Signal-Rausch-Verhältnis der Indikatoren für den Zeitraum von einem bis zu sechs Monaten dargestellt.<sup>2</sup> Hieraus wird auch der Mindestzeitraum ersichtlich, über den eine Veränderung der verschiedenen Indikatoren beobachtet werden muss, damit sie relativ sicher als zyklisch eingestuft werden kann. Um bei der empirischen Auswahl des Zeithorizonts die Wahrscheinlichkeit eines falschen Signals einer zyklischen Veränderung zu verringern, wurde für das Signal-Rausch-Verhältnis ein Grenzwert von unter 0,8 festgelegt.

Aus der Tabelle geht hervor, dass große Unterschiede beim Signal-Rausch-Verhältnis der betrachteten Indikatoren bestehen und somit auch bei der Anzahl der Monate, die angibt, ab wann eine Veränderung relativ sicher als zyklisch erachtet werden kann. Bei einem Großteil der harten Produktionsdatenreihen überwiegt die irreguläre Komponente im Vergleich zur zyklischen Komponente, selbst wenn Veränderungen von drei Monaten oder mehr berücksichtigt werden. Sogar bei den Gesamtreihen zur Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) gilt es, bei der Beobachtung der Entwicklung die erwähnte Sicherheitsmarge für das Signal-Rausch-Verhältnis von mindestens fünf Monaten einzukalkulieren, bevor mit relativer Sicherheit von konjunkturellen Schwankungen ausgegangen werden kann. Bei der Entwicklung von Zeitreihen etwa zur Bauproduktion oder Energieerzeugung muss sogar eine noch längere Zeitspanne betrachtet werden. Am besten schneidet offensichtlich der Indikator für die Vorleistungsgüterproduktion ab, wenngleich auch hier erst

2 Die empirischen Ergebnisse wurden mithilfe des Baxter-King-Bandpassfilters gewonnen.

#### Signal-Rausch-Verhältnis und ausgewählte Anzahl von Monaten für Konjunkturindikatoren

Monatlicher Indikator	Signal-Rausch-Verhältnis (Anzahl der Monate)						Ausgewählte Anzahl von Monaten
	1	2	3	4	5	6	
Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe)	3,0	1,6	1,0	0,9	0,7	0,5	5
Vorleistungsgüterproduktion	2,0	1,2	0,8	0,6	0,5	0,4	4
Investitionsgüterproduktion	2,8	1,5	1,0	0,8	0,7	0,5	5
Gebrauchsgüterproduktion	3,6	1,8	1,3	1,0	0,8	0,6	6
Verbrauchsgüterproduktion	4,8	2,5	1,8	1,5	1,2	0,9	>6
Konsumgüterproduktion	3,0	1,8	1,4	1,1	0,9	0,7	6
Energieerzeugung	6,0	3,6	2,4	1,9	1,6	1,3	>6
Produktion im verarbeitenden Gewerbe	2,2	1,2	0,8	0,7	0,5	0,4	4
Produktion im Baugewerbe	4,4	2,5	1,7	1,4	1,2	1,0	>6
Vertrauen in der Industrie (Europäische Kommission)	0,8	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	2
Vertrauen im Dienstleistungssektor (Europäische Kommission)	1,9	1,1	0,8	0,7	0,5	0,4	4
Vertrauen im Baugewerbe (Europäische Kommission)	2,6	1,6	1,0	0,7	0,6	0,4	4
Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (Europäische Kommission)	0,9	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2	2
Verarbeitendes Gewerbe insgesamt (EMI)	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	3
Produktion im verarbeitenden Gewerbe (EMI)	1,3	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	3
Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe (EMI)	1,3	1,0	0,7	0,6	0,4	0,4	3
Konjunktorentwicklung im Dienstleistungssektor (EMI)	1,6	1,1	0,9	0,6	0,5	0,4	4
Auftragseingang im Dienstleistungssektor (EMI)	1,7	1,3	1,0	0,7	0,6	0,5	4
Produktion im Baugewerbe (EMI)	2,1	1,4	1,1	0,8	0,7	0,5	5
Auftragseingang im Baugewerbe (EMI)	1,9	1,2	1,0	0,7	0,6	0,5	4
Produktion insgesamt (EMI)	1,3	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4	4
Auftragseingang insgesamt (EMI)	1,4	1,1	0,8	0,7	0,5	0,4	4

Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Markit und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: EMI steht für Einkaufsmangerindex.

eine Veränderung über vier Monate hinweg beobachtet werden muss, um Schlussfolgerungen daraus ziehen zu können. Darüber hinaus lässt sich selbst für die Zeitreihen zur Vorleistungsgüterproduktion aufgrund der zeitlichen Verzögerung bei der Veröffentlichung von Produktionsdaten (rund eineinhalb Monate nach dem Referenzmonat) erst etwa ein halbes Jahr nach dem Bezugsmonat ein konjunkturelles Signal mit relativer Sicherheit identifizieren. Dies ist zu spät, um für die Analyse der aktuellen Wirtschaftslage von Nutzen zu sein.

Mittels Umfrageindikatoren lassen sich bessere Ergebnisse erzielen als mit harten Daten, aber auch hier gibt es nennenswerte Unterschiede zwischen den Indikatoren. Die besten Resultate liefert der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie, dicht gefolgt vom Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung. Bei diesen Indikatoren ist es ziemlich wahrscheinlich, dass sogar über zwei Monate beobachtete Veränderungen konjunkturell bedingt sind. Beim Industrievertrauen sind die irregulären Schwankungen über zwei Monate bereits im Durchschnitt rund 50 % geringer als die zyklischen Veränderungen. Bei der Einkaufsmanagerumfrage weisen die Indizes für das verarbeitende Gewerbe die besten Ergebnisse aus; dort liegt das Signal-Rausch-Verhältnis bezogen auf Veränderungen gegenüber drei Monaten zuvor bei 0,6 bis 0,7. Die besseren Ergebnisse, die diese Umfragen in Bezug auf das MCD-Maß erzielen, sowie ihre höhere Aktualität (da sie gegen Ende des betreffenden Monats bzw. zu Beginn des darauffolgenden Monats veröffentlicht werden) bedeuten, dass diese Daten insofern äußerst nützlich sind, als sie zeitnahe Informationen zur Konjunkturentwicklung liefern (soweit diese von den Umfragedaten erfasst werden).

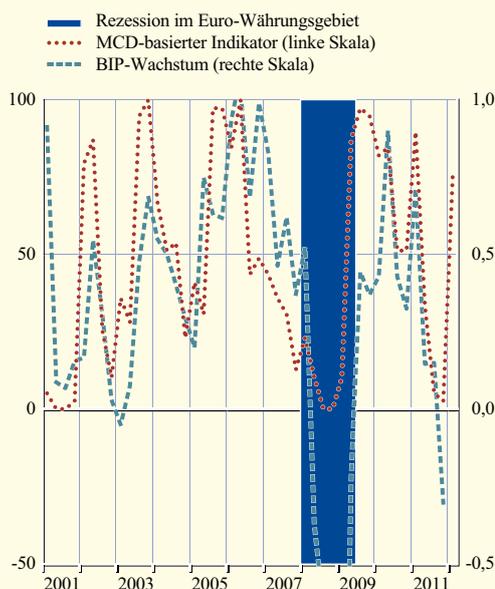
### Hinweise auf die konjunkturelle Lage im Euro-Währungsgebiet

Die zyklischen Signale, die sich aus den Konjunkturindikatoren auf Basis ihres MCD-Maßes ergeben, lassen sich leicht zusammenfassen, indem man den Anteil dieser Indikatoren berechnet, die auf eine konjunkturelle Besserung hinweisen, d. h. jenen Teil der Indikatoren, die sich mindestens über die auf Grundlage des MCD-Maßes als verlässlich betrachtete Zeitspanne hinweg verbessert haben. Dieser Ansatz wird in der Abbildung anhand der Signale, die sich aus den oben beschriebenen Umfragen ableiten lassen, veranschaulicht. Harte Daten werden in diesem zusammenfassenden Indikator nicht berücksichtigt, da sie konjunkturelle Veränderungen erst verspätet anzeigen.

Aus der Abbildung geht hervor, dass der Indikator Veränderungen in der Grunddynamik des BIP-Wachstums recht zuverlässig aufzudecken scheint. Hierbei ist jedoch anzumerken, dass der zusammenfassende Indikator keine quantitativen Schätzungen der Wachstumsdynamik

Anteil ausgewählter Umfrageindikatoren, die auf eine konjunkturelle Besserung hindeuten

(in %; vierteljährliche Wachstumsraten)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Markit und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Um die Lesbarkeit der Abbildung zu erhöhen, wurden die während der Rezession stark negativen vierteljährlichen Wachstumsraten des BIP herausgeschnitten. MCD steht für Months for Cyclical Dominance.

liefert und folglich nicht entsprechend ausgelegt werden sollte. Gegenüber den Veränderungen in der Grunddynamik des BIP-Wachstums scheinen die Veränderungen des Indikators im Durchschnitt einen leichten Vorlauf aufzuweisen. Zudem sind die dem Indikator zugrunde liegenden Daten früher verfügbar als die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für denselben Berichtszeitraum. Bezüglich der aktuellen Lage deutet der Indikator auf eine Konjunkturaufhellung im ersten Quartal 2012 hin. In diesem Zeitraum wiesen rund 75 % der zugrunde liegenden Datenreihen mindestens über den Zeithorizont hinweg, der auf Basis des MCD-Maßes als verlässlich erachtet werden kann, einen Anstieg auf.

Insgesamt scheint das MCD-Maß ein nützliches Instrument zu sein, um zyklische Veränderungen bei Konjunkturindikatoren von irregulären zu unterscheiden und Indikatoren zu ermitteln, die Veränderungen im Zyklus frühzeitig anzeigen können. Der Ansatz stellt auf Indikatoren ab, die ein niedriges Signal-Rausch-Verhältnis aufweisen und zeitnahe Informationen über einen Wendepunkt liefern, berücksichtigt jedoch nicht die Stärke ihrer Beziehung zum BIP-Wachstum. Außerdem sind die Zeitreihen, die in dem zusammenfassenden Indikator enthalten sind, der zur Veranschaulichung der Ergebnisse dient, sowie die zugrunde gelegten Gewichtungsschemata nicht dafür ausgelegt, daraus quantitative Hinweise auf die Wachstumsstärke abzuleiten. Gleichwohl lassen sich Veränderungen in der Grunddynamik des Wachstums im Euroraum mithilfe des zusammenfassenden Indikators recht gut und frühzeitig erkennen. In Bezug auf die aktuelle konjunkturelle Lage im Eurogebiet legen die Ergebnisse den Schluss nahe, dass der Anstieg der Konjunkturindikatoren im ersten Quartal nicht bloß durch ein Rauschen bedingt war, sondern eine echte Verbesserung der Wirtschaftslage widerspiegeln dürfte. Für das zweite Jahresviertel sind noch nicht genügend Daten verfügbar, um eine Einschätzung vornehmen zu können.

Die Beschäftigung verringerte sich im dritten und vierten Jahresviertel 2011 um jeweils 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem in den ersten beiden Quartalen des vergangenen Jahres noch ein Zuwachs verzeichnet worden war (siehe Tabelle 7). Zugleich sank die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden im letzten Vierteljahr 2011 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal. Aufgeschlüsselt nach Sektoren weisen die aktuellen Zahlen auf Quartalsbasis einen kräftigen Beschäftigungsabbau im Baugewerbe aus, während der Rückgang in der Industrie (ohne Baugewerbe) und im Dienstleistungssektor geringer ausfiel.

Da das jährliche Wachstum des BIP im Jahr 2011 stärker rückläufig war als das Beschäftigungswachstum, sank die Jahresänderungsrate der Arbeitsproduktivität je Beschäftigten von 2,2 % im ersten Jahresviertel 2011 auf 0,9 % im Schlussquartal (siehe Abbildung 32). Gleichzeitig verringerte sich das jährliche Wachstum der Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde von 1,8 % auf 0,7 %. Die jüngste Entwicklung des entsprechenden EMI-Teilindex deutet auf ein weitgehend stabiles Produktivitätswachstum im ersten Vierteljahr 2012 hin.

Die Arbeitslosenquote tendiert nach oben und lag im März bei 10,9 % (siehe Abbildung 33). Dies bedeutet eine Zunahme um 1,0 Prozentpunkte gegenüber April 2011, als die Quote erstmals wieder zu steigen begann. Umfrageindikatoren lassen auf eine anhaltend negative Beschäftigungsentwicklung in der Industrie wie auch im Dienstleistungssektor zu Beginn des zweiten Quartals 2012 schließen (siehe Abbildung 31). Darüber hinaus wurde auch die im Rahmen des aktuellen Survey of Professional Forecasters erwartete Arbeitslosenquote für 2012 und 2013 nach oben revidiert (siehe Kasten 6 in Abschnitt 3). Diese Korrektur dürfte jedoch zum Teil auf Aufwärtsrevisionen bei den historischen Daten zurückzuführen sein.

Tabelle 7 Beschäftigungswachstum

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

	Vorjahrsraten		Personen			Vorjahrsraten		Stunden		
	2010	2011	Quartalsraten			2010	2011	Quartalsraten		
			2011 Q2	2011 Q3	2011 Q4			2011 Q2	2011 Q3	2011 Q4
Gesamtwirtschaft	-0,5	0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,2	-0,4
<i>Darunter:</i>										
Landwirtschaft und Fischerei	-0,9	-2,6	0,4	-1,0	-0,8	-0,9	-1,9	-0,9	-1,2	-0,3
Industrie	-3,3	-1,2	-0,2	-0,5	-0,7	-1,9	-0,8	-0,7	-0,1	-1,0
Ohne Baugewerbe	-3,1	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,8	0,6	-0,4	0,4	-0,2
Baugewerbe	-3,8	-3,8	-0,5	-1,6	-1,6	-3,9	-3,6	-1,3	-1,1	-2,6
Dienstleistungen	0,4	0,7	0,3	-0,1	-0,1	0,7	0,7	-0,1	0,3	-0,2
Handel und Verkehr	-0,7	0,6	0,6	-0,1	-0,4	-0,3	0,4	0,2	0,5	-0,8
Information und Kommunikation	-1,1	1,6	0,5	-0,3	0,0	-0,8	1,4	-0,1	0,4	-0,7
Finanz- und Versicherungs- dienstleistungen	-1,0	-0,2	-0,3	0,1	0,0	-0,6	0,2	-0,5	0,2	-0,3
Grundstücks- und Wohnungs- wesen	-0,4	2,6	-0,5	-0,5	2,2	0,6	2,1	-0,7	0,8	1,2
Freiberufliche Dienstleistungen	2,0	2,6	0,9	-0,2	0,4	2,8	3,0	0,5	0,1	0,5
Öffentliche Verwaltung	1,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	1,1	0,1	-0,3	0,1	0,1
Sonstige Dienstleistungen <sup>1)</sup>	0,8	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	0,6	-0,5	-1,3	1,0	-0,3

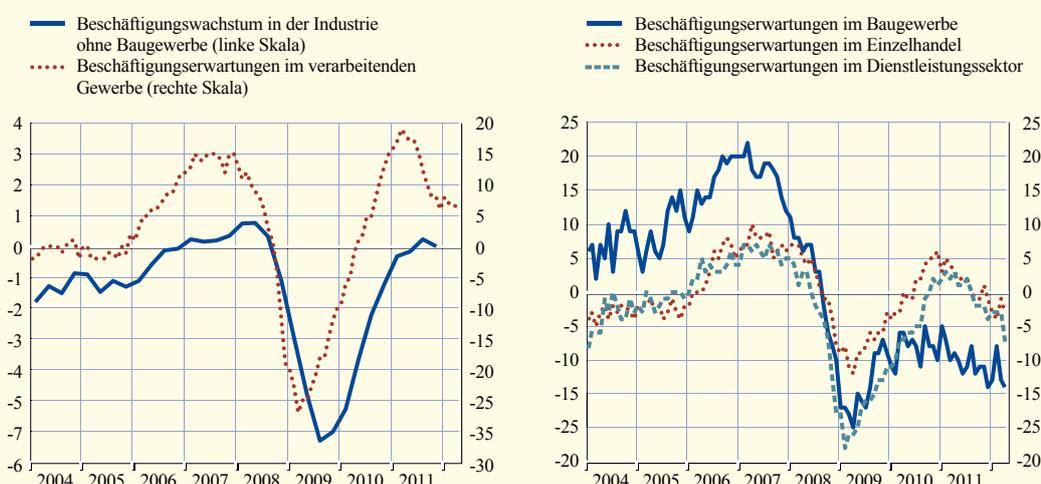
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
1) Umfasst auch haushaltsnahe Dienstleistungen, Kunst und extraterritoriale Organisationen.

#### 4.4 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Die verfügbaren Indikatoren für das erste Quartal 2012 signalisieren weiterhin eine Stabilisierung der Wirtschaftstätigkeit auf niedrigem Niveau. Die jüngsten Signale aus Umfragedaten für das Euro-Währungsgebiet betonen die herrschende Unsicherheit. Zugleich gibt es Anzeichen dafür, dass die weltweite Erholung voranschreitet. Über die kurze Sicht hinaus betrachtet wird nach wie vor damit

Abbildung 31 Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen

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

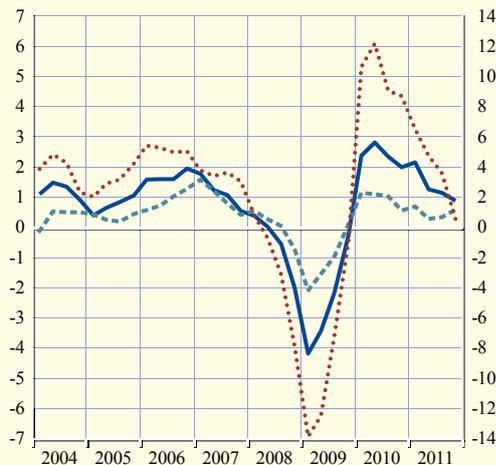


Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.  
Anmerkung: Die Salden sind mittelwertbereinigt.

**Abbildung 32 Arbeitsproduktivität je Beschäftigten**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

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

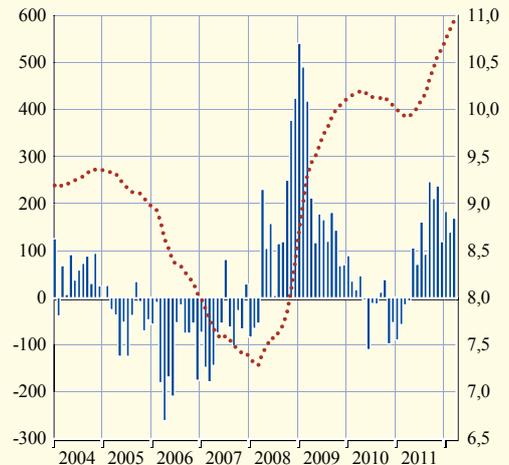


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 33 Arbeitslosigkeit**

(Monatswerte; saisonbereinigt)

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



Quelle: Eurostat.

gerechnet, dass sich die Wirtschaft im Euroraum, gestützt von der Auslandsnachfrage, den sehr niedrigen kurzfristigen Zinssätzen im Eurogebiet und von sämtlichen Maßnahmen, die zur Förderung der ordnungsgemäßen Funktionsfähigkeit der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet ergriffen wurden, im Verlauf dieses Jahres allmählich erholt. Allerdings wird erwartet, dass die zugrunde liegende Wachstumsdynamik durch noch bestehende Spannungen an einigen Staatsanleihemärkten im Euroraum und deren Einfluss auf die Kreditvergabebedingungen, durch den Prozess der Bilanzanpassungen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor sowie durch die hohe Arbeitslosigkeit weiterhin gedämpft wird.

Diese wirtschaftlichen Aussichten sind nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet, die sich insbesondere aus einer Verstärkung der Spannungen an den Staatsanleihemärkten des Eurogebiets und deren möglichem Übergreifen auf die Realwirtschaft des Euroraums sowie aus einem weiteren Ansteigen der Rohstoffpreise ergeben.

## AUFSÄTZE

# FISKALPAKT FÜR EINE STÄRKERE WIRTSCHAFTS- UND WÄHRUNGSUNION



*Im vorliegenden Aufsatz wird ein Überblick über die wesentlichen Elemente des Fiskalpakts gegeben und eine Bewertung vorgenommen. Der Fiskalpakt wurde als Teil des neuen Vertrags über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion am 2. März 2012 von fast allen Staats- und Regierungschefs der EU unterzeichnet. Das Vereinigte Königreich und die Tschechische Republik schlossen sich nicht an. Der Fiskalpakt sieht die verbindliche Einführung einer Regel für einen ausgeglichenen Haushalt und eines automatischen Mechanismus zur Einleitung von Korrekturmaßnahmen auf nationaler Ebene sowie eine Stärkung des Automatismus des Defizitverfahrens im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) bei einem Verstoß eines Mitgliedstaats des Euro-Währungsgebiets gegen das Defizitkriterium vor. Insgesamt ist die Einführung des Fiskalpakts zu begrüßen, da er sich mit einigen der verbliebenen Unzulänglichkeiten des gestärkten finanzpolitischen Steuerungsrahmens der EU befasst, der im Dezember 2011 in Kraft trat. Dabei werden jedoch die nationale Eigenverantwortung sowie die strikte Umsetzung und die konsequente Durchsetzung des Fiskalpakts von entscheidender Bedeutung sein. In Zukunft sind weitere ambitionierte Schritte zur Verbesserung des finanzpolitischen Rahmens der EU erforderlich.*

### I EINLEITUNG

Die Entstehung schwerwiegender gesamtwirtschaftlicher, finanzieller und haushaltspolitischer Ungleichgewichte im Euroraum und die anschließende Staatsschuldenkrise in mehreren Euro-Ländern machten eine entschiedene Stärkung des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU insbesondere für das Eurogebiet erforderlich, um die Stabilität und das reibungslose Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion zu gewährleisten. Die politisch Verantwortlichen in der EU und im Euroraum reagierten darauf schrittweise mit mehreren Maßnahmen, unter anderem der Einführung des Europäischen Semesters<sup>1</sup>, zusätzlichen politischen Absichtserklärungen im Euro-Plus-Pakt<sup>2</sup> und der Umsetzung von sechs Gesetzesänderungen zur Stärkung des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU (diese auch „Sechserpack“ genannten Maßnahmen traten im Dezember 2011 in Kraft). Das „Sechserpack“ umfasst die Reform der präventiven und der korrektiven Komponente des SWP, die neuen Mindestanforderungen an die nationalen Haushaltsrahmen, das neue Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht<sup>3</sup>, und einen stärkeren Durchsetzungsmechanismus mittels neuer finanzieller Sanktionen, sowohl in Bezug auf den SWP als auch das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht. Darüber hinaus unterbreitete die Europäische

Kommission im November 2011 einen Vorschlag für zwei zusätzliche Verordnungen, um die Überwachung der Euro-Länder weiter zu stärken („Zweierpack“). Über diese Verordnungen wird in Kürze in einem Trilog zwischen EU-Rat, Europäischer Kommission und Europäischem Parlament verhandelt. Mit einem Abschluss des Verfahrens wird im Lauf des Jahres 2012 gerechnet. Die erste Verordnung stellt insbesondere darauf ab, die Kommission mit neuen Befugnissen auszustatten, sodass sie eine Bewertung vornehmen und gegebenenfalls eine Überarbeitung der nationalen Übersichten über die gesamtstaatliche Haushaltsplanung einfordern sowie die Korrektur übermäßiger Defizite gewährleisten kann. Die zweite Verordnung

- 1 Der Europäische Rat vereinbarte am 17. Juni 2010 die Einführung des Europäischen Semesters mit Wirkung vom 1. Januar 2011 als einem Instrument der wirtschaftspolitischen Vorabkoordinierung. Das Europäische Semester besteht aus einem Fahrplan, der sich auf alle Bereiche der Überwachung, darunter die Haushalts-, Makro- und Strukturpolitik, bezieht. Die zeitliche Ausgestaltung der verschiedenen Überwachungsprozesse wird in Einklang gebracht, um Konsistenz zu gewährleisten; zugleich bleiben die Prozesse rechtlich und verfahrenstechnisch getrennt.
- 2 Der Euro-Plus-Pakt wurde im März 2011 von den Staats- und Regierungschefs des Eurogebiets verabschiedet. Darüber hinaus schlossen sich auch Bulgarien, Dänemark, Lettland, Litauen, Polen und Rumänien an. Der Pakt stellt darauf ab, die wirtschaftliche Säule der Wirtschafts- und Währungsunion zu stärken und eine neue Qualität der wirtschaftspolitischen Koordinierung zu erzielen, um so die Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern und damit eine stärkere Konvergenz zu erreichen.
- 3 Siehe EZB, Wesentliche Elemente der Reform der wirtschaftspolitischen Steuerung im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht März 2011.

**Tabelle I Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung:  
Überblick über die wichtigsten Bestimmungen**

SKS-Vertrag	Wichtigste Bestandteile
Titel III: Fiskalpakt	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Regel des ausgeglichenen Haushalts, einschließlich eines automatischen Korrekturmechanismus (in nationales Recht umzusetzen)</li> <li>• Stärkung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit</li> <li>• Aufnahme des numerischen Richtwerts für den Schuldenabbau der Mitgliedstaaten mit einem staatlichen Schuldenstand von mehr als 60 % des BIP</li> <li>• Vorab-Bericht über die Planung für die Begebung von Staatsschuldtiteln</li> </ul>
Titel IV: Wirtschaftspolitische Koordinierung und Konvergenz (siehe Kasten 1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verpflichtung auf zusätzliche politische Maßnahmen zur Förderung des reibungslosen Funktionierens der Wirtschafts- und Währungsunion sowie des Wirtschaftswachstums durch erhöhte Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit</li> <li>• Vorab-Erörterung und gegebenenfalls -Koordinierung größerer geplanter wirtschaftlicher Reformen, um Benchmarks für vorbildliche Vorgehensweisen festzulegen</li> </ul>
Titel V: Steuerung des Euro-Währungsgebiets (siehe Kasten 2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Durchführung von Euro-Gipfeln mindestens zweimal im Jahr</li> <li>• Konferenz von Vertretern der zuständigen Ausschüsse des Europäischen Parlaments und der nationalen Parlamente zu Angelegenheiten aus dem Bereich des SKS-Vertrags</li> </ul>
Quelle: EZB.	

sieht neue Bestimmungen vor, die es der Kommission und dem Rat ermöglichen, die Überwachung der gesamtwirtschaftlichen, finanziellen und haushaltspolitischen Lage in den Mitgliedstaaten des Eurogebiets, die von gravierenden Schwierigkeiten hinsichtlich ihrer finanziellen Stabilität betroffen oder bedroht sind, zu verstärken. Die Notwendigkeit einer Reform des Steuerungsrahmens ist angesichts des sich wandelnden Wesens der Krise – von einer Finanz- hin zu einer Staatsschuldenkrise – immer dringlicher geworden.

Zusammengenommen stellen diese Gesetzesänderungen und politischen Beschlüsse auf europäischer Ebene die umfassendste Reform der Organisations- und Entscheidungsstruktur seit Einführung der Gemeinschaftswährung dar und führen zu einer beträchtlichen Stärkung des Regelwerks zur gegenseitigen Überwachung. Bedenken hinsichtlich der Glaubwürdigkeit der Haushaltspolitik, der Stabilität des Finanzsektors und der längerfristigen Bedingungen für das Wirtschaftswachstum in den Euro-Ländern bleiben jedoch bestehen, und die Marktspannungen in einer Reihe von Ländern hielten vor dem Hintergrund eines hohen kurzfristigen Refinanzierungsbedarfs an. Aus der Befürchtung, die Staatsschuldenkrise könne sich ausweiten und zu einer Gefährdung der Stabilität des gesamten

Euroraums führen, erwuchs der politische Wille, die Wirtschaftsunion weiter zu stärken und somit an den Integrationsstand der Währungsunion anzugleichen.

Um sich dieser Herausforderung zu stellen, einigten sich die Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder am 26. Oktober 2011 auf einen umfassenden Ansatz zur Bewältigung der Staatsschuldenkrise und zur Ausschaltung der negativen Wechselwirkungen, die sich hieraus für die Stabilität des Finanzsektors ergeben.<sup>4</sup> Außerdem legten sie am 9. Dezember 2011 die Grundzüge für den neuen Fiskalpakt und eine stärkere Koordinierung der Wirtschaftspolitik fest, wobei sie die anderen EU-Mitgliedstaaten zur Teilnahme einluden. Gleichzeitig wurden auch die Stabilisierungsinstrumente des Euroraums gestärkt.<sup>5</sup> Am 2. März 2012 unterzeichneten alle EU-Mitgliedstaaten mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs und der Tschechischen Republik den Vertrag über Stabilität, Koordinierung und

4 Die Erklärung des Euro-Gipfels vom 26. Oktober 2011 ist auf der Website des Europäischen Rates abrufbar ([www.consilium.europa.eu](http://www.consilium.europa.eu)).

5 In der Erklärung der Staats- und Regierungschefs des Eurogebiets vom 9. Dezember 2011 wird auch zu einer raschen Überprüfung und einer baldigen Umsetzung der beiden Vorschläge der Kommission vom November 2011 aufgerufen, um die Überwachung der Euro-Länder weiter zu stärken. Siehe hierzu die Website des Europäischen Rates ([www.consilium.europa.eu](http://www.consilium.europa.eu)).

Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (SKS-Vertrag), der den Fiskalpakt und Maßnahmen zu einer verstärkten wirtschaftspolitischen Koordinierung und Konvergenz sowie zur Steuerung im Euroraum enthält (eine Zusammenfassung der wichtigsten Komponenten findet sich in Tabelle 1). Da sich zwei Mitgliedstaaten dem SKS-Vertrag nicht anschließen wollten, handelt es sich um eine zwischenstaatliche Vereinbarung, die in Kraft tritt, sobald sie von zwölf Euro-Ländern ratifiziert worden ist.<sup>6</sup> Beabsichtigt wird jedoch, den SKS-Vertrag binnen fünf Jahren nach seinem Inkrafttreten inhaltlich in den EU-Verträgen aufgehen zu lassen.<sup>7</sup>

Dieser Aufsatz bietet einen Überblick über den SKS-Vertrag. Dabei soll festgestellt werden, ob und inwiefern durch den Fiskalpakt eine Stärkung der finanzpolitischen Steuerung in der EU und der Haushaltsdisziplin auf einzelstaatlicher Ebene zu erwarten ist. Die anderen wesentlichen Komponenten des SKS-Vertrags werden in Kästen 1 und 2 vorgestellt. In Abschnitt 2 wird erörtert, warum ein stärkerer und strengerer finanzpolitischer Rahmen zur Gewährleistung eines stabilen sowie reibungslosen Funktionierens der Wirtschafts- und Währungsunion erforderlich ist. In Abschnitt 3 folgt eine Übersicht über die wichtigsten Komponenten des Fiskalpakts, die dann in Abschnitt 4 vor dem Hintergrund des aktuellen finanzpolitischen Rahmens der EU betrachtet werden. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

## 2 WARUM EIN STÄRKERER UND STRENGERER FINANZPOLITISCHER RAHMEN ERFORDERLICH IST

Gemäß dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) erfolgt die Durchführung der Geldpolitik auf der supranationalen EU-Ebene, während die Verantwortung für Haushalts-, Finanz- und Strukturpolitik weiterhin größtenteils in den Händen der nationalen Regierungen liegt. Eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik allein reicht für das ordnungsgemäße Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion nicht aus und muss von

einer soliden Politik in anderen Bereichen begleitet werden.<sup>8</sup>

Gemäß dem AEUV und dem SWP sind die Mitgliedstaaten des Euroraums deshalb dazu verpflichtet, übermäßige öffentliche Defizite zu vermeiden (Grundlage für die Bewertung sind dabei ein Defizit- und ein Schuldenstandskriterium mit einem Referenzwert von 3 % bzw. 60 % des BIP) sowie solide und nachhaltige öffentliche Finanzen zu gewährleisten. Die präventive Komponente des SWP verpflichtet die Mitgliedstaaten außerdem dazu, ihr mittelfristiges Haushaltsziel aufrechtzuerhalten oder einen entsprechenden Anpassungspfad zu verfolgen,<sup>9</sup> während mit der korrektiven Komponente des SWP die Korrektur eventuell noch auftretender übermäßiger Defizite bezweckt wird. Letztere sieht bei Nichteinhaltung der Ratsempfehlungen als letztes Mittel finanzielle Sanktionen für Euro-Länder vor.<sup>10</sup>

Mit dem SWP wurde jedoch keine Haushaltsdisziplin gewährleistet. Die guten Zeiten vor der Krise wurden nicht dazu genutzt, tragfähige Haushaltspositionen zu erreichen. Mehreinnahmen wurden für Ausgaben verwendet und nicht zur Haushaltskonsolidierung eingesetzt, Verstöße

- 6 Der SKS-Vertrag spielt auch in Bezug auf den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) eine wichtige Rolle. Ab dem 1. März 2013 erfolgt die Gewährung von Finanzhilfen im Rahmen neuer Programme gemäß dem ESM in Abhängigkeit von der Ratifizierung des SKS-Vertrags durch die betroffene Vertragspartei und nach Abschluss der Umsetzungsphase von höchstens einem Jahr in Abhängigkeit von der angemessenen Umsetzung einer Reihe wesentlicher Elemente des Fiskalpakts in nationales Recht.
- 7 Der SKS-Vertrag muss mit den EU-Verträgen im Einklang stehen und ist entsprechend dem EU-Recht anzuwenden und auszulegen. Eine Diskussion hierzu findet sich in Kasten 3.
- 8 Siehe EZB, Gemeinsame Geldpolitik und nationale Finanzpolitik vor dem Erfordernis eines reibungslosen Funktionierens der WWU, Monatsbericht Juli 2008.
- 9 Mit dem mittelfristigen Haushaltsziel werden drei Ziele verfolgt: a) die Beibehaltung einer Sicherheitsmarge zum Referenzwert für das Staatsdefizit von 3 %, b) die Gewährleistung rascher Fortschritte in Richtung langfristig tragfähiger öffentlicher Finanzen und vertretbarer Schuldenstände und c) die Schaffung eines haushaltspolitischen Handlungsspielraums, insbesondere für notwendige öffentliche Investitionen.
- 10 Eine Reform des SWP im Jahr 2005 führte zu größeren Ermessensspielräumen und einer höheren Flexibilität in den Überwachungsverfahren. Die EZB hat diese Entwicklung deutlich kritisiert. Siehe EZB, Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts, Monatsbericht August 2005. Eine ausführlichere Erörterung der Erfahrungen mit dem SWP findet sich in EZB, Zehn Jahre Stabilitäts- und Wachstumspakt, Monatsbericht Oktober 2008, sowie in den darin enthaltenen Literaturangaben.

gegen das Defizitkriterium wurden nur langsam korrigiert, und das Schuldenstandskriterium wurde weitgehend ignoriert. Ausschlaggebend hierfür war die nur halbherzige Umsetzung des SWP angesichts eines unzureichenden Gruppenzwangs zur Durchsetzung der Haushaltsregeln. Den Verfahren bei einem Verstoß fehlte es an Automatismus, und es gab dementsprechend zu große Ermessensspielräume. So wurden nie finanzielle Sanktionen verhängt.

Die mangelnde Durchsetzung des SWP ging mit einer minimalen Differenzierung an den Finanzmärkten hinsichtlich der Zinssätze für staatliche Schuldtitel von Euro-Ländern einher, was zu einer nur geringen Marktdisziplinierung der Haushaltspolitik der Wirtschafts- und Währungsunion führte. Die öffentlichen Haushalte vieler Mitgliedstaaten des Eurogebiets waren daher schlecht vorbereitet, als im Sommer 2007 die Finanzkrise ausbrach.<sup>11</sup> Der folgende kräftige Wirtschaftsabschwung, das Wirken automatischer Stabilisatoren, die Konjunkturprogramme und die Hilfen für den Finanzsektor führten dazu, dass sich die Lage der öffentlichen Finanzen in vielen Mitgliedstaaten des Euroraums spürbar verschlechterte und es in einigen letztendlich zu einer Staatsschuldenkrise kam.

Die Staatsschuldenkrise hat deutlich gemacht, dass nicht tragfähige Wirtschafts-, Finanz- und Haushaltspolitiken in den einzelnen Mitgliedstaaten der Wirtschafts- und Währungsunion sich gegenseitig verstärken und weitere Euro-Länder durch negative Ansteckungseffekte in Mitleidenschaft gezogen werden. Dies wiederum gefährdet die Finanzstabilität des Euroraums insgesamt. Folglich forderte die EZB wiederholt einen Quantensprung im Bereich der wirtschaftspolitischen Steuerung der EU, um die Stabilität und das reibungslose Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion sicherzustellen.<sup>12</sup> Die Länder müssen ihre gemeinsame Verantwortung für die Stabilität und den Wohlstand im Eurogebiet anerkennen. Hierzu bedarf es der Schaffung effektiver Institutionen.

Als Reaktion auf die Staatsschuldenkrise haben die EU und die politisch Verantwortlichen im

Eurogebiet den Rahmen zur wirtschaftspolitischen Steuerung der EU insbesondere im Hinblick auf die Mitgliedstaaten des Euroraums ausgebaut, unter anderem durch eine Stärkung des SWP im Rahmen des „Sechserpackts“. Mit Inkrafttreten des neuen Rahmens im Dezember 2011 sollte sich die wirtschaftliche und haushaltspolitische Überwachung und Durchsetzung verbessern. Allerdings blieben vor allem die fünf folgenden wesentlichen Mängel des finanzpolitischen Rahmens der EU bestehen.<sup>13</sup>

Erstens wird die Anwendung der Regeln des gestärkten SWP durch die vielen Ausnahmetatbestände geschwächt, die geltend gemacht werden können. So gibt es eine Reihe einschlägiger, in den meisten Fällen erleichternder Faktoren, die bei der Entscheidung darüber, ob eine übermäßige Defizit- oder Schuldenquote vorliegt, zu berücksichtigen sind. Verstöße gegen das Defizit- oder Schuldenstandskriterium führen also nicht zwangsläufig zur Einleitung eines Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit. Seit der Reform des SWP im Jahr 2011 finden diese einschlägigen Faktoren sogar dann Berücksichtigung, wenn das Defizit – bei einer Schuldenquote unterhalb des Referenzwerts von 60 % des BIP – deutlich über der Grenze von 3 % des BIP liegt.

Zweitens verfügt der erweiterte finanzpolitische Rahmen bei einem Verstoß gegen die Regeln noch immer nicht über einen ausreichenden Automatismus. Vor allem bleibt dem Rat im Rahmen des gestärkten SWP ein großer Ermessensspielraum. So muss er auf der Grundlage einer Gesamtbewertung mit qualifizierter Mehrheit den Beschluss fassen, dass ein übermäßiges Defizit besteht.

11 Einzelheiten hierzu finden sich in: A. van Riet (Hrsg.), Euro area fiscal policies and the crisis, Occasional Paper der EZB, Nr. 109, April 2010.

12 Siehe beispielsweise EZB, Wesentliche Elemente der Reform der wirtschaftspolitischen Steuerung im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht März 2011.

13 Siehe EZB, Verstärkter wirtschaftspolitischer Steuerungsrahmen der Europäischen Union tritt in Kraft, Kasten 11, Monatsbericht Dezember 2011.

Drittens hängt die Wirksamkeit des gestärkten finanzpolitischen Rahmens nach wie vor stark von einer strikten und konsequenten Anwendung der Regeln durch die Kommission ab. So kommt der Kommission bei der Beurteilung, ob ein übermäßiges Defizit vorliegt oder ein Mitgliedstaat wirksame Maßnahmen zu dessen Korrektur ergriffen hat, eine entscheidende Rolle zu. Ein weiteres Beispiel in diesem Zusammenhang: Die Kommission kann dem Rat eine Empfehlung zur Verringerung oder Aussetzung der neuen finanziellen Sanktionen geben. Dies kann entweder aufgrund einer außergewöhnlichen Wirtschaftslage oder auf Antrag des betroffenen Mitgliedstaats erfolgen.

Viertens ist das gestärkte finanzpolitische Regelwerk komplexer, was zu einer geringeren Transparenz und Durchsetzbarkeit führen und die Kontrolle erschweren kann. So ist für die Bewertung des Fortschritts eines Mitgliedstaats bei der Erreichung seines mittelfristigen Haushaltsziels eine umfassendere Analyse des strukturellen Finanzierungssaldos wie auch der Staatsausgaben unter Berücksichtigung diskretionärer einkommenseitiger Maßnahmen erforderlich. In diesem Zusammenhang könnte es schwierig sein, alle benötigten Daten rechtzeitig zu überprüfen (z. B. in Bezug auf detaillierte Ausgabenkategorien oder die Auswirkungen diskretionärer einkommenseitiger Maßnahmen).

Schließlich sind die vereinbarten Referenzwerte für die nationalen haushaltspolitischen Regelwerke unzureichend. Vor allem wird die Stärkung der nationalen finanzpolitischen Rahmenbedingungen in erster Linie von dem politischen Willen in den einzelnen Ländern zur Einführung solider haushaltspolitischer Regeln abhängen.

### 3 WESENTLICHE KOMPONENTEN DES FISKALPAKTS

Im folgenden Abschnitt werden die wesentlichen Komponenten des Fiskalpakts vorgestellt. Die übrigen Bestimmungen des SKS-Vertrags zur wirtschaftspolitischen Koordinierung und Konvergenz sowie zum Steuerungsrahmen des Euro-

gebiets werden in Kasten 1 und 2 am Ende dieses Abschnitts erläutert. Einzelheiten zur rechtlichen Umsetzung des SKS-Vertrags finden sich in Kasten 3.

Hauptzweck des Fiskalpakts ist die Förderung der haushaltspolitischen Disziplin, vor allem im Euroraum, auf Grundlage und durch Ergänzung des gestärkten SWP. Er besteht in erster Linie aus zwei Modulen: einer Regel des ausgeglichenen Haushalts, einschließlich eines automatischen Korrekturmechanismus, und der Stärkung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit. Mit dem ersten Modul verpflichten sich die Vertragsparteien zur Umsetzung einer haushaltspolitischen Regel in nationales Recht, derzufolge der gesamtstaatliche Haushalt ausgeglichen ist oder einen Überschuss ausweist. Die Haushaltsregel gilt als erfüllt, wenn der jährliche strukturelle Finanzierungssaldo<sup>14</sup> mit dem länderspezifischen mittelfristigen Ziel – d. h. dem mittelfristigen Ziel gemäß der Definition in der präventiven Komponente des SWP – übereinstimmt, wobei eine Untergrenze für das strukturelle Defizit von 0,5 % des BIP gilt. Ein höheres strukturelles Defizit von maximal 1 % ist nur dann zulässig, wenn die öffentliche Schuldenquote deutlich unterhalb von 60 % liegt und die Risiken für die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gering sind.

Im Einklang mit der präventiven Komponente des SWP sind Fortschritte bei der Erreichung des mittelfristigen Ziels auf der Grundlage einer Gesamtbewertung unter Bezugnahme auf den strukturellen Finanzierungssaldo zu beurteilen, in die auch eine Analyse der um diskretionäre einkommenseitige Maßnahmen bereinigten Staatsausgaben einfließt. Der Fiskalpakt verlangt eine „rasche Annäherung“ an das mittelfristige Ziel. Der genaue zeitliche Rahmen wird von der Kommission vorgeschlagen und soll länderspezifischen Tragfähigkeitsrisiken Rechnung tragen.

<sup>14</sup> Wie im SWP wird der strukturelle Finanzierungssaldo definiert als der konjunkturbereinigte jährliche Haushaltssaldo ohne einmalige und temporäre Maßnahmen.

Nur unter außergewöhnlichen Umständen dürfen die Vertragsparteien vorübergehend von ihrem mittelfristigen Ziel oder dem Anpassungspfad dorthin abweichen, sofern dadurch die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen auf mittlere Sicht nicht gefährdet wird. Bei diesen Umständen handelt es sich um außergewöhnliche Ereignisse, die sich der Kontrolle des betreffenden Landes entziehen und erhebliche Auswirkungen auf die Lage der öffentlichen Finanzen haben, oder gemäß der Definition in der präventiven Komponente des gestärkten SWP um einen schweren Konjunkturabschwung im Euroraum oder in der EU insgesamt.

Die Regel des ausgeglichenen Haushalts muss einen automatischen Korrekturmechanismus für den Fall umfassen, dass eine deutliche Abweichung vom mittelfristigen Ziel oder dem Anpassungspfad dorthin festgestellt wird. Dieser Mechanismus soll auf eine Korrektur der Abweichungen, einschließlich ihrer kumulierten Auswirkungen auf die Dynamik der Staatsverschuldung, abstellen und auch für vorübergehende Abweichungen aufgrund außergewöhnlicher Umstände gelten. Die Kommission hat den Auftrag, gemeinsame Grundsätze für diesen Korrekturmechanismus vorzuschlagen.

Die oben genannten Elemente der Regel des ausgeglichenen Haushalts sind innerhalb eines Jahres nach Inkrafttreten des SKS-Vertrags von den Vertragsparteien in nationales Recht umzusetzen (siehe auch Kasten 3). Die Umsetzung muss in verbindlicher und dauerhafter Weise erfolgen, vorzugsweise auf Verfassungsebene, oder es ist auf andere Weise dafür Sorge zu tragen, dass die Regel im Rahmen des nationalen Haushaltsverfahrens in vollem Umfang berücksichtigt und eingehalten wird.

Die Kommission ist damit beauftragt worden, über die Einhaltung dieser Umsetzungsbestimmungen Bericht zu erstatten. Kommt die Kommission in ihrem Bericht zu dem Schluss, dass eine Vertragspartei ihren Pflichten nicht nachgekommen ist, wird der Gerichtshof der Europäischen Union (nachstehend der Gerichtshof) von einer oder mehreren Vertragsparteien mit der

Angelegenheit befasst. Eine Vertragspartei kann den Gerichtshof auch unabhängig vom Bericht der Kommission mit einer Überprüfung der Umsetzung der Regel des ausgeglichenen Haushalts und des Korrekturmechanismus in nationales Recht befassen. Urteile des Gerichtshofs sind verbindlich, und das betreffende Land muss die erforderlichen Maßnahmen ergreifen, um dem Urteil innerhalb einer festgelegten Frist nachzukommen. Andernfalls kann eine der anderen Vertragsparteien die Sache erneut vor den Gerichtshof bringen. Dieser kann dann die Zahlung eines Pauschalbetrags anordnen oder ein Zwangsgeld von bis zu 0,1 % des BIP verhängen. Im Fall der Euro-Länder fließen die Erlöse aus diesen Beträgen dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) zu. Im Fall der anderen Vertragsparteien werden die Beträge zur Finanzierung des EU-Haushalts verwendet.

Als weiteres zentrales Element ist die Kommission dazu aufgefordert, gemeinsame Grundsätze zur Rolle und Unabhängigkeit der auf nationaler Ebene für die Überwachung der Einhaltung aller Bestimmungen im Zusammenhang mit der Regel des ausgeglichenen Haushalts zuständigen Institutionen zu veröffentlichen.

Mit dem zweiten Modul des Fiskalpakts wird das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit im Rahmen des SWP gestärkt, insbesondere durch einen größeren Automatismus bei Verstößen von Euro-Ländern gegen das Defizitkriterium (Einzelheiten hierzu finden sich in Abschnitt 4). Eine weitere Neuerung in diesem Zusammenhang ist die Verpflichtung von Ländern, gegen die ein Defizitverfahren läuft, Haushalts- und Wirtschaftspartnerprogramme aufzulegen, einschließlich einer detaillierten Beschreibung der Strukturformen. Damit soll eine wirksame und dauerhafte Korrektur der übermäßigen Defizite erreicht werden.

Darüber hinaus befasst sich der Fiskalpakt mit den rechtlichen Pflichten der Länder, die eine hohe Staatsverschuldung aufweisen, sowie mit Risiken der Schuldenfinanzierung. Vor allem ist nun der numerische Richtwert für den Abbau der über den Referenzwert von 60 % des BIP hinaus-

gehenden Staatsverschuldung<sup>15</sup>, so wie er in der korrektiven Komponente des gestärkten SWP vorgesehen ist, auch im Fiskalpakt festgeschrieben. Des Weiteren sind die Kommission und der Rat im Voraus über die Planung für die Begebung von Staatsschuldtiteln zu informieren, sodass eine bessere Koordinierung der Fremdfinanzierung der Vertragsparteien möglich ist und eine höhere Transparenz bezüglich der Strategie der staatlichen Schuldenverwaltung erzielt wird.<sup>16</sup>

Schließlich enthält der SKS-Vertrag auch Bestimmungen zur Stärkung der wirtschaftspolitischen Koordinierung und zur Erhöhung der Transpa-

renz sowie der Rechenschaftslegung im Steuerungsrahmen des Eurogebiets. Diese Bestimmungen werden in Kasten 1 und 2 vorgestellt und bewertet.

15 Mitgliedstaaten mit einer Schuldenquote von mehr als 60 % müssen die Verschuldung, die über den Referenzwert von 60 % des BIP hinausgeht, um durchschnittlich ein Zwanzigstel jährlich verringern. Diese Bestimmung der korrektiven Komponente des gestärkten SWP wird jedoch erst nach einer dreijährigen Übergangsphase im Anschluss an das Auslaufen des aktuellen länderspezifischen Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit in Kraft treten.

16 Inhaltlich und verfahrenstechnisch ist diese Berichterstattung von der Kommission in Zusammenarbeit mit den Mitgliedstaaten genauer auszuarbeiten.

## Kasten 1

### WIRTSCHAFTSPOLITISCHE KOORDINIERUNG UND KONVERGENZ

Die Wirtschaftspolitik befindet sich innerhalb des institutionellen Rahmens der Wirtschafts- und Währungsunion großenteils weiterhin in der Zuständigkeit der Mitgliedstaaten. Gleichzeitig wird die nationale Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse für die Europäische Union und insbesondere für das Euro-Währungsgebiet betrachtet (Artikel 120, 121 und 136 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV)). Hierin spiegelt sich die Tatsache wider, dass die Wirtschaftspolitik eines Landes Auswirkungen auf andere Staaten haben kann; dies gilt vor allem in einer engen wirtschaftlichen Union zwischen verschiedenen Ländern. In Titel IV sieht der SKS-Vertrag einige zusätzliche Elemente in Bezug auf die wirtschaftspolitische Koordinierung und Konvergenz vor, die im Folgenden erläutert werden.

Während sich der Umfang der wirtschaftspolitischen Koordinierung und deren Erfolg bei der Förderung von Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit bislang eher in Grenzen hielten,<sup>1</sup> wurden vor dem Hintergrund der Wirtschafts- und Finanzkrise eine Reihe wichtiger Änderungen an der Steuerungsstruktur vorgenommen, die zu einer merklichen Stärkung der politischen Abstimmung führen dürften. Die Krise machte deutlich, dass große makroökonomische Ungleichgewichte die wirtschaftliche und finanzielle Stabilität der WWU und auch der EU im Allgemeinen gefährden können. Als Reaktion darauf wurde ein neuer Rahmen zur makroökonomischen Überwachung in der EU eingerichtet: das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht, welches im Dezember 2011 in Kraft trat. Hierdurch erhielt der politische Koordinierungsrahmen einen völlig neuen Bestandteil, der eine gewichtige Lücke schloss. Durch das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht soll sicherge-

1 Die vor der Krise bestehenden zentralen Instrumente der wirtschaftspolitischen Koordinierung waren die in der Lissabon-Strategie festgelegten integrierten Leitlinien, die auch die Grundzüge der Wirtschaftspolitik umfassten, (Artikel 121 AEUV) sowie die beschäftigungspolitischen Leitlinien (Artikel 148 AEUV). Die Mitgliedstaaten legen jährlich Stabilitäts- bzw. Konvergenzprogramme sowie nationale Reformprogramme vor, in denen sie die vorgesehenen politischen Maßnahmen darlegen. Die Lissabon-Strategie wurde im Juni 2010 von der Strategie Europa 2020 abgelöst, welche fünf Hauptziele für bestimmte Bereiche der Wirtschaftspolitik vorsieht (beispielsweise Beschäftigungswachstum und Investitionen in Forschung und Entwicklung). Weitere Einzelheiten über die vorhandenen Koordinierungsinstrumente in Bezug auf die gesamtwirtschaftliche Politik finden sich in: EZB, Wesentliche Elemente der Reform der wirtschaftspolitischen Steuerung im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht März 2011.

stellt werden, dass die Mitgliedstaaten ihre Wirtschaftspolitik so ausrichten, dass sie gemäß der präventiven Verfahrenskomponente übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte vermeiden bzw. diese gemäß der korrektiven Komponente korrigieren. Das neue Verfahren ist zudem durch eine Reihe von Merkmalen gekennzeichnet, die seine Wirksamkeit erhöhen sollten, wie beispielsweise Entscheidungen mit umgekehrter qualifizierter Mehrheit und die Möglichkeit, im Fall von Verstößen finanzielle Sanktionen gegen Euro-Länder zu verhängen. Ebenfalls in dem Bemühen, die wirtschaftspolitische Steuerung zu stärken, beschlossen die Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder sowie mehrerer weiterer EU-Staaten im März 2011 den Euro-Plus-Pakt, einen politischen Koordinierungsrahmen ohne verbindlichen Charakter, der unter anderem Ziele zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und zur Förderung der Beschäftigung enthält.

Durch den SKS-Vertrag wird der Koordinierungsrahmen um einige weitere Elemente ergänzt. Erstens unterstreichen die Vertragsparteien ihre Verpflichtung, auf eine Wirtschaftspolitik hinzuarbeiten, die das reibungslose Funktionieren der WWU fördert, und durch erhöhte Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit wirtschaftliches Wachstum zu erzielen. Zweitens sind sie zu einer engeren wirtschaftspolitischen Koordinierung bereit, „wenn immer dies angemessen und notwendig ist“, und zwar durch a) eine stärkere Koordinierung und Überwachung der Haushaltsdisziplin in den Euro-Ländern und die Verabschiedung von Grundzügen der Wirtschaftspolitik für den Euroraum sowie b) den Gebrauch der Verstärkten Zusammenarbeit, welche es einem Teil der EU-Staaten ermöglicht, enger miteinander zu kooperieren, wenn nicht alle EU-Mitgliedstaaten dazu gewillt sind. Drittens schreibt der SKS-Vertrag vor, dass alle von den Vertragsparteien geplanten größeren wirtschaftspolitischen Reformen vorab erörtert und gegebenenfalls koordiniert werden, um Benchmarks für vorbildliche Vorgehensweisen festzulegen.

Insgesamt wird durch den SKS-Vertrag erneut bekräftigt, dass die Wirtschaftspolitik weitgehend in der Zuständigkeit der Mitgliedstaaten verbleibt, während lediglich allgemein formulierte Verpflichtungen zur verstärkten politischen Koordinierung hinzugekommen sind, deren Schwerpunkt auf der Förderung von Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit liegt. Obwohl diese Zusagen begrüßenswert sind, mangelt es an konkreten Vorgaben, da keine eindeutigen Ziele, zu ergreifenden Strukturmaßnahmen oder Zeitpläne enthalten sind. Insbesondere wird der Euro-Plus-Pakt, von einem Erwägungsgrund abgesehen, im SKS-Vertrag weder explizit erwähnt, noch wird er zu einem verbindlichen Rechtsinstrument erklärt. Vielmehr wird allgemein auf die vier Ziele des Pakts<sup>2</sup> Bezug genommen, ohne dass ihre rechtliche Durchsetzbarkeit bewirkt wird.

Überdies sieht der SKS-Vertrag keine neuen Instrumente bzw. keine Stärkung vorhandener Instrumente vor, die die EU in die Lage versetzen, Ländern Anweisungen zur Umsetzung bestimmter Reformen zu erteilen, falls diese das reibungslose Funktionieren der WWU gefährden. Dementsprechend müssen die Vertragsparteien die bestehenden, bereits in den EU-Verträgen definierten Instrumente in vollem Umfang nutzen und auf diesen aufbauen, um die notwendigen Reformen in die Wege zu leiten.

Zur strukturellen Verbesserung der Volkswirtschaften im Eurogebiet ist die wirtschaftspolitische Koordinierung darauf auszurichten, nationale Maßnahmen mit internationalen vorbildli-

<sup>2</sup> Diese Ziele sind: 1) Förderung der Wettbewerbsfähigkeit, 2) Förderung der Beschäftigung, 3) Sicherung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und 4) Stärkung der Finanzstabilität.

chen Vorgehensweisen zu vergleichen. Vor allem indem die Länder des Euroraums Wirtschaftsreformen vorab erörtern und gegebenenfalls koordinieren, sollten sie ehrgeizige Reformprojekte vorantreiben und gleichzeitig für Staaten, die nicht Schritt halten, hinreichend Unterstützung leisten können. Sollten dringliche Reformen ausbleiben und andere Länder hierdurch potenziell in Mitleidenschaft gezogen werden, müsste es allerdings möglich sein, die Durchführung der notwendigen Maßnahmen durch das betreffende Land anzuordnen. Weitere Schritte in diese Richtung wären ausdrücklich zu begrüßen.

Zu den dringlichsten Reformprojekten der meisten Mitgliedstaaten zählt die Beseitigung von Rigiditäten an den Güter- und Arbeitsmärkten. Wie die EZB mehrfach hervorgehoben hat,<sup>3</sup> gehen von diesen Rigiditäten beträchtliche Risiken für das reibungslose Funktionieren der WWU aus. Daher ist es notwendig, Wettbewerbshemmnisse an den Gütermärkten durch die Öffnung zugangsbeschränkter Berufe, die Vereinfachung des Markteintritts für neue Unternehmen (einschließlich des Abbaus bürokratischer Hürden) und die Stärkung der Wettbewerbsbehörden zu beseitigen. Auch ist eine Liberalisierung im Dienstleistungssektor erforderlich, um den Wettbewerb zu erhöhen und die nötigen Anpassungen der relativen Preise in den Ländern, die an Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt haben, zu erleichtern. In diesem Zusammenhang wird die vollständige Umsetzung der Dienstleistungsrichtlinie die Integration der Dienstleistungsmärkte weiter fördern, was sich wiederum positiv auf den Wettbewerb auswirken wird.

Des Weiteren muss angesichts der in vielen Mitgliedstaaten hohen Arbeitslosigkeit die Flexibilität der Arbeitsmärkte verbessert werden. So ermöglicht Lohnflexibilität eine angemessene Lohndifferenzierung für Arbeitnehmer mit unterschiedlichen Qualifikationen und fördert die Einstellung von jungen bzw. älteren Menschen oder von Frauen. Arbeitsmarktrigiditäten muss durch eine Verringerung des Kündigungsschutzes für unbefristete Stellen begegnet werden. Weitere Arbeitsmarktreformen, die vorangetrieben werden sollten, um Engpässe zu beheben und die Flexibilität zu erhöhen, umfassen die Absenkung von Mindestlöhnen, die Abschaffung von Lohnindexierungsmechanismen und die Stärkung der Tarifverträge auf Unternehmensebene, damit die Löhne und Gehälter sowie die Arbeitsbedingungen auf die spezifischen Bedürfnisse der Betriebe zugeschnitten werden können.

Die Regierungen müssen dringend ihre Bemühungen zur Umsetzung von Strukturreformen verstärken, um die Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen, und sie müssen – und dies ist der zentrale Punkt – bestehende makroökonomische Ungleichgewichte korrigieren. Letzteres ist entscheidend, um die Anfälligkeit der betreffenden Volkswirtschaften und des Euroraums insgesamt zu verringern. Eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit wirkt sich positiv auf das Produktivitäts- und Potenzialwachstum aus, was wiederum der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zugutekommt. Gleichzeitig tragen Reformen zur Verbesserung des Wettbewerbs auch zu einem niedrigeren Preisdruck bei.<sup>4</sup>

3 Siehe beispielsweise EZB, Die 2008 aktualisierten integrierten Leitlinien der Lissabon-Strategie, Kasten 3, Monatsbericht April 2008 (sowie frühere Bewertungen in den Monatsberichten April 2007 und Januar 2006); EZB, Strukturpolitische Prioritäten im Euro-Währungsgebiet, Kasten 7, Monatsbericht April 2009; EZB, Arbeitsmarktanpassungen an die Rezession im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Juli 2010.

4 Die jüngsten empirischen Belege bestätigen, dass Rigiditäten an den Arbeits- und Gütermärkten tendenziell die Persistenz der Inflation erhöhen. Zudem führen Rohstoffpreisschocks eher zu höheren Löhnen, wenn die Lohnsetzung nicht auf Unternehmensebene stattfindet; siehe hierzu beispielsweise F. Jaumotte und H. Morsy, Determinants of Inflation in the Euro Area: the Role of Labour and Product Market Institutions, Working Paper des IWF, Nr. WP/12/37, Januar 2012.

**STEUERUNG DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS**

Die Verbesserung der Steuerung im Euro-Währungsgebiet ist ein wichtiges Ziel des Vertrags über Stabilität, Koordinierung und Steuerung (SKS-Vertrag), wie insbesondere aus Titel V (Steuerung des Euro-Währungsgebiets) hervorgeht. Der SKS-Vertrag sieht vor allem die Stärkung des Euro-Gipfels als ein regelmäßig zusammentretendes Koordinierungsforum sowie eine größere Rolle des Europäischen Parlaments und der nationalen Volksvertretungen vor. Diese Aspekte werden im vorliegenden Kasten näher erläutert.

Im SKS-Vertrag ist festgelegt, dass die Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder mindestens zweimal jährlich anlässlich eines Euro-Gipfels spezifische Fragen in Verbindung mit der Zugehörigkeit zur Währungsunion erörtern. Der SKS-Vertrag enthält eine Reihe detaillierter Bestimmungen zur Teilnahme an diesen Tagungen und ihrer Organisation. So werden die Tagungen vom Präsidenten des Euro-Gipfels (welcher von den Staats- und Regierungschefs des Eurogebiets ernannt wird) in enger Zusammenarbeit mit dem Präsidenten der Europäischen Kommission sowie mit der Eurogruppe vorbereitet. Auch der Präsident der EZB wird zu den Tagungen eingeladen. Der Präsident des Euro-Gipfels unterrichtet die nicht dem Euroraum angehörenden EU-Staaten laufend und eingehend über die Vorbereitungen und die Ergebnisse der Tagungen.

Die förmliche Anerkennung des Euro-Gipfels stellt aus drei Gründen einen Fortschritt dar. Erstens verstärkt er auf höchster politischer Ebene die Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten für das reibungslose Funktionieren des Euro-Währungsgebiets. Die explizite Erörterung der spezifischen mit der Zugehörigkeit zum Euroraum verbundenen Verantwortlichkeiten treibt die Internalisierung von Ansteckungseffekten für andere Euro-Länder und EU-Staaten, die bei der Festlegung nationaler politischer Maßnahmen entstehen könnten, voran. Zweitens können sich die politischen Vereinbarungen des Euro-Gipfels angesichts des breiten Aufgabenspektrums der Staats- und Regierungschefs auch auf Bereiche jenseits der Finanzpolitik erstrecken, was die Koordinierung aller für das störungsfreie Funktionieren der WWU relevanten Politikbereiche und Instrumente (z. B. auf dem Gebiet der Wettbewerbsfähigkeit) erleichtert. Auf diese Weise können von den Euro-Gipfeltreffen wichtige Orientierungshilfen für unterschiedliche Fachgebiete ausgehen, wodurch teilweise ein Ausgleich für das Fehlen verpflichtender Regelungen im Bereich der Wirtschaftspolitik (z. B. in Bezug auf Arbeitsmarktreformen) geschaffen würde. Drittens wird durch die Tagungen des Euro-Gipfels sichergestellt, dass etwaige Risiken für das reibungslose Funktionieren der WWU sowie Fragen der Wirtschaftspolitik und Steuerung regelmäßig auf höchster politischer Ebene von den Entscheidungsträgern im Euroraum erörtert werden. Allerdings erfolgt auch diese neue, im Rahmen des Euro-Gipfels stattfindende Koordinierung im Wesentlichen auf freiwilliger Basis. Ferner wird der Erfolg des Euro-Gipfels auch davon abhängen, wie sorgfältig die Tagungen von den untergeordneten politischen und technischen Gremien vorbereitet werden.

Zur angemessenen Gewährleistung von Transparenz und Rechenschaftslegung ist im SKS-Vertrag auch vorgesehen, dass das Europäische Parlament und die nationalen Parlamente an der Umsetzung des Vertrags beteiligt sind. So kann der Präsident des Europäischen Parlaments zu den Euro-Gipfeltreffen eingeladen werden, deren Präsident seinerseits das Europäische Parlament über die Tagungsergebnisse unterrichten muss. Ferner räumt der SKS-Vertrag den zuständigen Ausschüssen des Europäischen Parlaments und der nationalen Volksvertretungen explizit die

Möglichkeit ein, gemeinsam die Haushaltspolitik und andere vom SKS-Vertrag erfasste Angelegenheiten zu erörtern.

Auch auf den verschiedenen Tagungen des Euro-Gipfels im Jahr 2011 wurden zusätzliche Beschlüsse zur Stärkung der Steuerung im Euro-Währungsgebiet gefasst. Zu diesen Elementen, die nicht in den SKS-Vertrag eingeflossen sind, zählen a) eine stärkere Entscheidungskompetenz auf Euroraumbene, die insbesondere durch eine dauerhafte Stärkung der untergeordneten Vorbereitungsgremien und die Wahl eines Vollzeit-Vorsitzenden der Arbeitsgruppe „Eurogruppe“ mit Sitz in Brüssel realisiert werden soll, sowie b) regelmäßige monatliche Zusammenkünfte der Präsidenten des Euro-Gipfels, der Kommission und der Eurogruppe.<sup>1</sup>

Aus Sicht der EZB ist es erforderlich, dass der neue Steuerungsrahmen rigoros umgesetzt wird. Die gestärkte Entscheidungskompetenz des Euroraums und die neuen Überwachungsinstrumente müssen so weit wie irgend möglich dafür genutzt werden, die nationale Wirtschafts-, Finanz- und Haushaltspolitik nachhaltig auszugestalten und so dem Auftreten möglicher destabilisierender Ungleichgewichte und negativer Ansteckungseffekte entgegenzuwirken. Alle Beteiligten – die Kommission, die Eurogruppe, der Rat und insbesondere der Euro-Gipfel – müssen auf die Länder, die die Stabilität des gesamten Euroraums in Gefahr bringen, den notwendigen Druck ausüben.

<sup>1</sup> Siehe Erklärung des Euro-Gipfels vom 26. Oktober 2011 (deutsche Fassung: 8. November 2011), Anlage 1 („Zehn Maßnahmen zur Verbesserung der wirtschaftspolitischen Steuerung im Euro-Währungsgebiet“).

#### 4 BEURTEILUNG DES FISKALPAKTS

Um eine sorgfältige Beurteilung der Frage zu ermöglichen, ob die wichtigsten Ziele des Fiskalpakts, nämlich die Förderung der Haushaltsdisziplin und die Verbesserung des gestärkten Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP), erreicht werden können, sollen die wichtigsten Bestandteile des Fiskalpakts mit den EU-Verordnungen zur a) präventiven und b) korrektiven Komponente des gestärkten SWP verglichen werden.

##### a) Vergleichende Betrachtung des Fiskalpakts und der präventiven Komponente des gestärkten Stabilitäts- und Wachstumspakts

Die im Fiskalpakt niedergelegten allgemeinen Vorschriften zur Regel des ausgeglichenen Haushalts stimmen weitgehend mit den EU-Verordnungen zur präventiven Komponente des SWP überein. Diese wird im Fiskalpakt explizit in drei Bereichen aufgegriffen – im mittelfristigen Haushaltsziel, in der Ausnahmeklausel und in der Beurteilung zur Einhaltung des Anpassungspfads (siehe Tabelle 2).

Erstens: Die Regel des ausgeglichenen Haushalts bezieht sich ausdrücklich auf das mittelfris-

tige Haushaltsziel des SWP, wonach der Staatshaushalt strukturell nahezu ausgeglichen sein bzw. einen Überschuss aufweisen muss und für das strukturelle Defizit in den Ländern des Euro-Währungsgebiets sowie in den am WKM II teilnehmenden Staaten eine Obergrenze von 1 % des BIP vorgegeben ist. Das im Fiskalpakt festgesetzte Ziel für das strukturelle Haushaltsdefizit ist niedriger; es liegt bei 0,5 % des BIP, kann aber für Länder, in denen die Schuldenquote deutlich unterhalb von 60 % liegt und in denen die Risiken für die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gering sind, auf bis zu 1 % angehoben werden. In der Praxis wird die neue Regel des ausgeglichenen Haushalts jedoch nicht strenger sein als nach den bereits bestehenden Vorgaben der EU, denn alle Länder des Euro-Währungsgebiets haben derzeit ein mittelfristiges Haushaltsziel, das einem strukturellen Defizit von höchstens 0,5 % des BIP entspricht.

Zweitens: Die im Fiskalpakt enthaltene Definition der Ausnahmeklausel entspricht in Bezug auf die außergewöhnlichen Umstände dem präventiven Teil des SWP. Zudem ermöglichen die einzelnen Bestimmungen des SWP unter strengen Bedingungen eine größere Abweichung vom

**Tabelle 2 Vergleichende Betrachtung der präventiven Komponente des gestärkten Stabilitäts- und Wachstumspakts und der Regel des ausgeglichenen Haushalts im Fiskalpakt**

	<b>Gestärkter Stabilitäts- und Wachstumspakt (präventive Komponente)</b>	<b>Fiskalpakt (Regel des ausgeglichenen Haushalts)</b>
Rechtsgrundlage	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sekundäres Gemeinschaftsrecht</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Primäres Recht (zwischenstaatliche und nationale Ebene)</li> </ul>
Haushaltsziel	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nahezu ausgeglichener Haushalt oder Haushaltsüberschuss</li> <li>• Länderspezifisches mittelfristiges Haushaltsziel: strukturelles Defizit von maximal 1 % des BIP für Euro-Länder</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ausgeglichener Haushalt oder Haushaltsüberschuss</li> <li>• Länderspezifisches mittelfristiges Haushaltsziel: strukturelles Defizit von maximal 0,5 % des BIP (bzw. 1 %, wenn die Schuldenquote unterhalb von 60 % liegt und die langfristigen Risiken für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gering sind)</li> </ul>
Ausnahmeklauseln	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Schwere Konjunkturabschwung im Euro-Währungsgebiet oder in der EU insgesamt</li> <li>• Außergewöhnliches Ereignis, das sich der Kontrolle des betreffenden Staates entzieht und erhebliche Auswirkungen auf die Lage der öffentlichen Finanzen hat</li> <li>• Umsetzung von Struktur- oder Rentenreformen (unter strengen Bedingungen)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Entspricht gestärktem SWP (ohne ausdrückliche Bezugnahme auf Struktur- oder Rentenreformen)</li> </ul>
Annäherung an das Haushaltsziel	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beurteilung anhand des strukturellen Saldos und der Ausgabenregel</li> <li>• Richtwert: jährliche Verbesserung des strukturellen Saldos von 0,5 % des BIP (höherer Wert in wirtschaftlich guten Zeiten oder wenn die Schuldenquote 60 % überschreitet oder ausgeprägte Risiken hinsichtlich der allgemeinen Schuldenfähigkeit bestehen; in wirtschaftlich schlechten Zeiten kann der Richtwert niedriger sein)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rasche Annäherung an das mittelfristige Ziel (Einzelheiten werden von der Kommission vorgeschlagen) mit Rücksicht auf Schuldenfähigkeitsrisiken</li> <li>• Bewertung des Fortschritts wie im gestärkten SWP</li> </ul>
Beurteilung der Einhaltung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erhebliche Abweichung (bei einem Mitgliedstaat, der das mittelfristige Haushaltsziel nicht erreicht hat), wenn gleichzeitig folgende zwei Kriterien verletzt werden (bzw. eines verletzt und das andere nur beschränkt erfüllt wird): <ul style="list-style-type: none"> <li>– Kriterium des strukturellen Defizits: Abweichung vom Anpassungspfad des mittelfristigen Haushaltsziels von mindestens 0,5 % in Bezug auf ein Jahr bzw. von durchschnittlich 0,25 % in Bezug auf zwei aufeinanderfolgende Jahre</li> <li>– Ausgabenkriterium: negative Auswirkung der Ausgabenentwicklung (bereinigt um diskretionäre einnahmenseitige Maßnahmen) auf den Anpassungspfad des staatlichen Finanzierungssaldos in Höhe von mindestens 0,5 % des BIP in Bezug auf ein Jahr bzw. kumuliert in Bezug auf zwei aufeinanderfolgende Jahre</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beurteilung erheblicher Abweichungen vom mittelfristigen Haushaltsziel oder dem Anpassungspfad dorthin entsprechend den Bestimmungen des gestärkten SWP</li> <li>• Von der Kommission vorzuschlagende gemeinsame Grundsätze zur Rolle und Unabhängigkeit der nationalen Haushaltsüberwachungsorgane</li> </ul>
Korrekturmechanismus	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Warnung durch die Europäische Kommission bei erheblicher Abweichung vom Anpassungspfad zur Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels</li> <li>• Ratsempfehlung bezüglich der notwendigen politischen Maßnahmen auf der Grundlage der Empfehlung der Kommission (Frist von maximal 5 Monaten (bzw. 3 Monaten in besonders schwerwiegenden Fällen) zur Beseitigung der Abweichung)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Automatische Korrektur bei erheblichen Abweichungen vom mittelfristigen Haushaltsziel oder dem Anpassungspfad dorthin (einschließlich der Verpflichtung zur Einleitung von Maßnahmen, um die Abweichungen innerhalb eines festgelegten Zeitraums zu beheben)</li> <li>• Nationale Umsetzung auf Basis der von der Kommission vorzuschlagenden gemeinsamen Grundsätze, die insbesondere die Art, den Umfang und den zeitlichen Rahmen der auch unter außergewöhnlichen Umständen durchzuführenden Korrekturmaßnahme betreffen</li> <li>• Die Korrektur sollte die kumulierten Auswirkungen der vergangenen Abweichungen auf die Entwicklung der Staatsverschuldung berücksichtigen</li> </ul>

	Gestärkter Stabilitäts- und Wachstumspakt (präventive Komponente)	Fiskalpakt (Regel des ausgeglichenen Haushalts)
Durchsetzung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die Kommission kann finanzielle Sanktionen (verzinsliche Einlage von 0,2% des BIP) verhängen, wenn keine wirksamen Schritte eingeleitet wurden</li> <li>• Automatische Zustimmung (zu den Sanktionen), sofern der Rat die Empfehlung der Kommission nicht durch eine qualifizierte Mehrheit aller anderen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets ablehnt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Neben den Bestimmungen des gestärkten SWP stehen finanzielle Sanktionen zur Verfügung, die vom Europäischen Gerichtshof verhängt werden können, wenn die Regel des ausgeglichenen Haushalts und der Korrekturmechanismus nicht ordnungsgemäß in nationales Recht umgesetzt werden</li> </ul>
Quelle: EZB.		

mittelfristigen Haushaltsziel oder dem Anpassungspfad dorthin, wenn wichtige Struktur- oder Rentenreformen durchgeführt werden, die positive langfristige Auswirkungen auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen haben.

Drittens: Die Entscheidung, ob beobachtete Abweichungen vom Ziel des ausgeglichenen Haushalts oder vom Anpassungspfad als erheblich einzustufen sind, wird so wie im gestärkten SWP<sup>17</sup> auf Basis einer Gesamtbewertung unter Verwendung des strukturellen Saldos als Bezugsgröße, einschließlich einer Analyse der Staatsausgaben bereinigt um diskretionäre einnahmenseitige Maßnahmen, getroffen.

Im Vergleich zur präventiven Komponente des SWP enthält der Fiskalpakt jedoch vier wichtige Verbesserungen, sofern die entsprechenden Bestimmungen strikt umgesetzt und konsequent durchgesetzt werden:

Die erste Verbesserung betrifft die juristische Ebene; durch den Fiskalpakt werden wichtige Elemente des SWP (sekundäres Gemeinschaftsrecht) in einem zwischenstaatlichen Vertrag verankert, der die Aufnahme dieser wichtigen Bestandteile in die Verfassungen der Vertragsparteien (oder zumindest ihre Kodifizierung in verfassungsähnlichen Rechtsnormen, siehe Kasten 3) fordert. Darüber hinaus leistet die neue Konferenz, auf der sich die Vertreter der betreffenden Ausschüsse der nationalen Parlamente und des Europäischen Parlaments mit den Themen des SKS-Vertrags, einschließlich des Fiskalpakts, befassen, einen Beitrag zur Erfüllung der demokratischen Rechenschaftspflicht. Diese beiden Aspekte können eine größere nationale Eigenverantwortung und eine festere nationale

Verankerung der Haushaltsdisziplin bewirken und somit dazu beitragen, dass sich die einzelnen Staaten den Regeln für eine solide Haushaltspolitik stärker verpflichtet fühlen.

Die zweite Verbesserung besteht darin, dass der Fiskalpakt eine raschere Annäherung an die länderspezifischen mittelfristigen Haushaltsziele ermöglichen dürfte, insbesondere wenn die länderspezifischen Risiken der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, die im Zuge der Finanzkrise in vielen Euro-Ländern deutlich angestiegen sind, gebührend berücksichtigt werden. Hierzu ist es erforderlich, dass die Europäische Kommission ambitionierte und verbindliche Konvergenzzeitpläne vorschlägt, die über die Anforderungen des gestärkten SWP hinausgehen. Eine rasche Annäherung an die mittelfristigen Haushaltsziele kann dazu beitragen, dass das Vertrauen in die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen der Länder des Euro-Währungsgebiets zurückgewonnen und die Glaubwürdigkeit ihrer Finanzpolitiken wiederhergestellt wird.

Die dritte Verbesserung des Fiskalpakts ist ein automatischer Korrekturmechanismus, der auf gemeinsamen Grundsätzen basieren wird, die von der Kommission vorzuschlagen sind. In diesem Zusammenhang ist es wichtig, dass die Kommission ausreichend spezifizierte, strenge und verbindliche Anforderungen für den geplanten Korrekturmechanismus und dessen Umset-

<sup>17</sup> Der Verhaltenskodex des SWP (vom 24. Januar 2012) sieht vor, dass eine erhebliche Abweichung dann vorliegt, wenn mindestens ein Kriterium verletzt und ein Kriterium nur eingeschränkt erfüllt wurde (siehe Tabelle 2). Dies kann bedeuten, dass Abweichungen des strukturellen Haushaltssaldos vom mittelfristigen Haushaltsziel oder vom Anpassungspfad allein nicht zum Vorliegen einer erheblichen Abweichung führen, wenn das Land dennoch das Ausgabenkriterium erfüllt.

**RECHTLICHE UMSETZUNG DES VERTRAGS ÜBER STABILITÄT, KOORDINIERUNG UND STEUERUNG**

Der Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (SKS-Vertrag) wurde von 25 der 27 Mitgliedstaaten der Europäischen Union unterzeichnet und hat damit den Status eines zwischenstaatlichen, außerhalb des Rechtsrahmens der EU bestehenden Vertrags. Im vorliegenden Kasten werden einige Aspekte seines Verhältnisses zu nationalem Recht und zum Recht der Europäischen Union erörtert, wobei der Schwerpunkt auf der rechtlichen Umsetzung des Fiskalpakts liegt.

Was das nationale Recht angeht, so müssen die Mitgliedstaaten, die den SKS-Vertrag ratifiziert haben, eine Reihe von Schlüsselementen des Fiskalpakts in das Recht ihres Landes aufnehmen, was sich unmittelbar auf ihre Finanzpolitik auswirken wird. Vorzugsweise sollten diese Elemente auf der Ebene der Verfassung in einzelstaatliches Recht umgesetzt werden. Unter Umständen kann auch eine andere Ebene gewählt werden, sofern sie gegenüber dem jährlichen Haushaltsgesetz Vorrang hat. Die Aufstellung des jährlichen Haushaltsgesetzes wird damit auf eine ihrem Status gegenüber der Verfassung vergleichbare Weise den Rechtsvorschriften unterworfen, die die verschiedenen, von den Staaten in ihr jeweiliges nationales Recht umzusetzenden Elemente enthalten. Hierzu zählen unter anderem die Regel des ausgeglichenen Haushalts und der automatische Korrekturmechanismus. Der Gerichtshof der Europäischen Union wird ermächtigt, über die korrekte Umsetzung des Fiskalpakts in das nationale Recht der Mitgliedstaaten zu befinden, nachdem die Kommission einen Bericht hierüber erstellt hat.

Die meisten Schlüsselemente des Fiskalpakts, die in einzelstaatliches Recht aufgenommen werden sollen, sind zur Gänze im SKS-Vertrag enthalten: Dies sind die Einzelheiten der zu beachtenden Vorgabe eines ausgeglichenen Haushalts sowie das Zugeständnis außergewöhnlicher Umstände. Somit ist es in Bezug auf diese beiden Elemente nicht erforderlich, dass die Kommission über das Sekundärrecht der EU oder anderweitig Vorkehrungen für die Umsetzung durch die nationalen Gesetzgeber in einzelstaatliches Recht trifft. Gemäß SKS-Vertrag wird die Europäische Kommission den zeitlichen Rahmen für die rasche Annäherung an das mittelfristige Haushaltsziel vorschlagen, die die Mitgliedstaaten nach dem Vertrag ausdrücklich sicherzustellen haben.

Zu dem im Fall von Abweichungen vom Haushaltsausgleich automatisch greifenden Korrekturmechanismus schlägt die Kommission gemäß SKS-Vertrag zunächst gemeinsame Grundsätze vor, auf deren Grundlage der Mechanismus dann von den Mitgliedstaaten in nationales Recht aufzunehmen ist.

Der SKS-Vertrag enthält bereits eine Aufzählung der Aspekte, die in jedem Fall in den Grundsätzen der Kommission enthalten sein müssen – zusätzlich zu weiteren Punkten, die von der Kommission selbst aufgegriffen werden. Dieser Aufzählung zufolge werden die gemeinsamen Grundsätze unter anderem die Art, den Umfang und den zeitlichen Rahmen der – auch unter außergewöhnlichen Umständen – im Fall von Haushaltsabweichungen zu ergreifenden Korrekturmaßnahmen betreffen. In den Erwägungsgründen des SKS-Vertrags ist festgelegt, dass der Mechanismus auch die Korrektur der kumulierten Auswirkungen der Haushaltsabweichungen auf die Schuldenentwicklung umfassen muss. Die gemeinsamen Grundsätze müssen sich auch auf die Rolle und die Unabhängigkeit der Institutionen beziehen, die auf nationaler Ebene dafür

zuständig sind, die Einhaltung der Vorgabe eines ausgeglichenen Haushalts zu überwachen. Im SKS-Vertrag ist ausdrücklich vorgesehen, dass der Korrekturmechanismus die Vorrechte der nationalen Parlamente uneingeschränkt wahren muss.

Hinsichtlich seines Verhältnisses zum Recht der Europäischen Union muss der SKS-Vertrag im Einklang mit den Verträgen, auf denen die EU beruht, und mit dem EU-Recht – einschließlich des für den Erlass der Sekundärgesetzgebung geltenden Verfahrensrechts – angewandt und ausgelegt werden. Dies folgt zwangsläufig aus dem verbindlichen Charakter des EU-Rechts. Wie in den Erwägungsgründen aufgeführt, kann der SKS-Vertrag durch EU-Sekundärrecht ergänzt werden. Dies gilt insbesondere für a) die Modalitäten der Vorab-Berichterstattung über die Begebung von Staatsschuldtiteln, b) den Umfang von Wirtschaftspartnerschaftsprogrammen mit genauer Beschreibung der Strukturreformen für Mitgliedstaaten im Defizitverfahren sowie c) die Koordination von wirtschaftlichen Reformvorhaben der Mitgliedstaaten größeren Umfangs.

Der SKS-Vertrag tritt nach Ratifizierung durch mindestens zwölf Länder des Eurogebiets in Kraft. Er gilt für alle EU-Mitgliedstaaten, die ihn ratifiziert haben – also auch jene außerhalb des Euroraums. Allerdings wird sich zumindest zu Beginn ein Teil des den SKS-Vertrag ergänzenden EU-Sekundärrechts auf Artikel 136 AEUV stützen und damit nur für die Parteien des SKS-Vertrags gelten, deren Währung der Euro ist. Aus diesem Grund muss zu einem späteren Zeitpunkt die erforderliche die gesamte EU erfassende Gesetzgebung in Kraft gesetzt werden. Bis dahin können die nicht dem Euroraum angehörenden EU-Mitgliedstaaten den SKS-Vertrag auf freiwilliger Basis in ihr nationales Recht aufnehmen und befolgen. Darüber hinaus sieht der SKS-Vertrag explizit vor, dass sein Inhalt spätestens fünf Jahre nach Inkrafttreten und auf der Grundlage der Erfahrungen, die mit seiner Umsetzung gemacht wurden, in den Rechtsrahmen der EU überführt wird.

zung in nationales Recht ausarbeitet. Die in der Vergangenheit zu beobachtende ungenügende Rückführung oder sogar Zunahme der Schuldenquoten zeigt die überaus entscheidende Bedeutung eines Mechanismus, der – wie im Fiskalpakt vorgesehen – die kumulierten Auswirkungen der Abweichungen von den mittelfristigen Haushaltszielen (einschließlich der durch die Ausnahmeklausel begründeten Abweichungen) auf die Schuldenquote zeitnah und vollständig korrigiert. Zudem müssen die Korrekturmaßnahmen, die von den Vertragsparteien innerhalb eines bestimmten Zeitraums umzusetzen sind, automatisch ausgelöst werden. Damit dürften die Anreize und Möglichkeiten zur Verschiebung von Konsolidierungsmaßnahmen verringert werden. Ein automatischer Korrekturmechanismus dieser Art sollte letztendlich die Wirkung einer Schuldenbremse haben und zur Vermeidung bzw. Korrektur nicht tragfähiger öffentlicher Finanzen führen. Außerdem würde er eine wichtige Weiterentwicklung gegenüber der präventiven Komponente des SWP darstellen, die

zwar auf die Korrektur erheblicher Abweichungen vom mittelfristigen Haushaltsziel oder vom Anpassungspfad abzielt, jedoch keine Korrektur eines Schuldenanstiegs vorsieht, der auf vergangene Zielverfehlungen zurückzuführen ist.<sup>18</sup>

Als vierte Verbesserung sieht der Fiskalpakt die Möglichkeit vor, den Europäischen Gerichtshof um eine Überprüfung der Umsetzung der Regel des ausgeglichenen Haushalts und des automatischen Korrekturmechanismus in nationales Recht zu ersuchen. Der Gerichtshof kann in diesem Zusammenhang auch finanzielle Sanktionen verhängen. Da der Europäische Gerichtshof nur von den anderen Vertragsparteien mit einer Überprüfung der Umsetzung befasst werden kann, beschränkt sich die Rolle der Europäischen Kom-

18 Es ließe sich argumentieren, dass bei Ländern mit einer Schuldenquote von mehr als 60 % ein Versuch zur Korrektur vergangener Haushaltszielverfehlungen darin bestehen könnte, dass der numerische Richtwert für den Abbau der über diesen 60 % liegenden Verschuldung mit einem Zwanzigstel pro Jahr angesetzt wird.

mission in diesem Zusammenhang auf die Erstellung eines Berichts, aus dem hervorgeht, dass eine Vertragspartei die Regel des ausgeglichenen Haushalts möglicherweise unzureichend oder überhaupt nicht in nationales Recht umgesetzt hat. Es ist daher notwendig, dass die konkreten Verfahren eindeutig und in allen Einzelheiten festgelegt sind, damit die Überprüfung einer unzureichenden Umsetzung durch den Gerichtshof sichergestellt ist. An der Überwachung der tatsächlichen Einhaltung der Regel des ausgeglichenen Haushalts ist der Gerichtshof nicht beteiligt. Sie erfolgt durch nationale Gremien, die über einen gewissen Grad an Unabhängigkeit verfügen, sowie auf Grundlage des Mechanismus zur Haushaltsüberwachung nach dem SWP und anderen EU-Rechtsakten.

#### **b) Vergleichende Betrachtung des Fiskalpakts und des korrektiven Teils des gestärkten Stabilitäts- und Wachstumspakts**

Der Fiskalpakt führt zu einem größeren Automatismus der in der korrektiven Komponente des SWP vorgesehenen Verfahren bei einem Verstoß gegen das Defizitkriterium durch ein Land des Euro-Währungsgebiets. Vertragsparteien, deren Währung der Euro ist, verpflichten sich, die Vorschläge und Empfehlungen der Kommission für Beschlüsse des Rates im Rahmen des Defizitverfahrens zu unterstützen, sofern sich nicht eine qualifizierte Mehrheit (ohne den betreffenden Mitgliedstaat) gegen einen solchen Beschluss ausspricht (siehe Abbildung). Die Einführung solch einer Verpflichtung der Euro-Länder zu einem bestimmten Abstimmungsverhalten in wichtigen Verfahrensschritten, wie etwa die Eröffnung eines Defizitverfahrens, die Entscheidung darüber, ob ein Mitgliedstaat wirksame Maßnahmen ergriffen hat, sowie die Einleitung möglicher weiterer Verfahrensschritte zur Korrektur eines übermäßigen Defizits, bewirken einen größeren Automatismus der Verfahren im Vergleich zum gestärkten SWP. Gelangt die Kommission also beispielsweise zu dem Schluss, dass in einem Land, das gegen das Defizitkriterium verstoßen hat, ein übermäßiges Defizit besteht und richtet sie daraufhin eine entsprechende Stellungnahme an den betreffenden Mitgliedstaat sowie einen Vorschlag an den Rat,

dann wird dieser Vorschlag verabschiedet, es sei denn, eine qualifizierte Mehrheit der im Rat vertretenen anderen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets stimmt dagegen.<sup>19</sup>

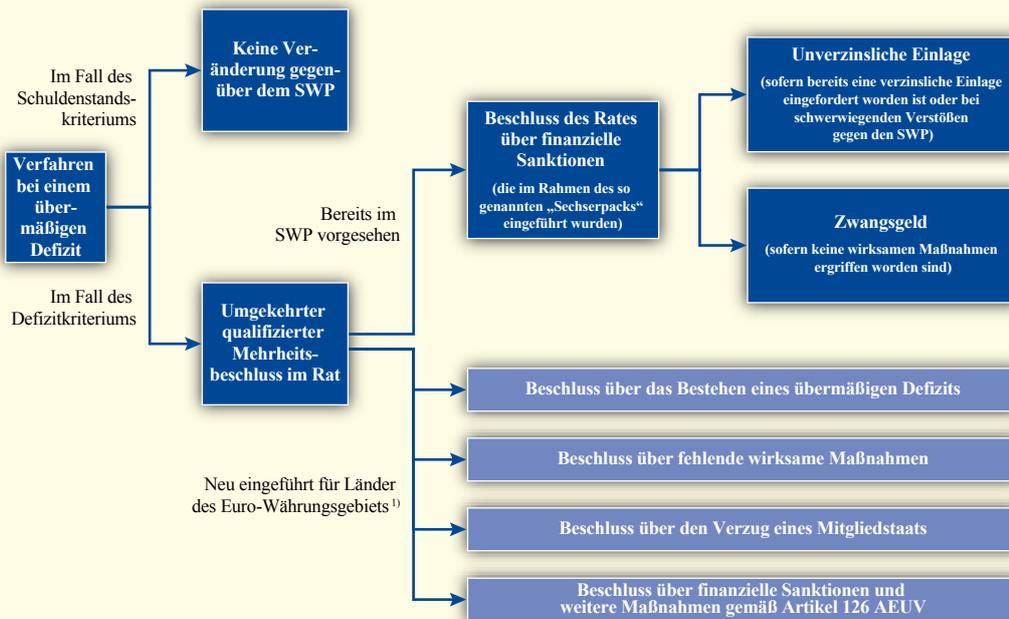
Allerdings weist der Fiskalpakt insofern eine beträchtliche Schwachstelle auf, als solch eine Beschlussfassung mit umgekehrter qualifizierter Mehrheit nicht zur Anwendung kommt, wenn ein Land des Eurogebiets gegen das Schuldenstandskriterium verstößt. In diesem Fall gilt weiterhin das in Artikel 126 AEUV niedergelegte Beschlussverfahren, das heißt, die Annahme erfolgt durch qualifizierte Mehrheit der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets (ohne das betreffende Land). Zudem findet der Fiskalpakt keine Anwendung auf das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit in nicht dem Eurogebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten.

Insgesamt scheint der durch den Fiskalpakt eingeführte stärkere Automatismus für Länder, die das Defizitkriterium verletzen, ein Schritt in die richtige Richtung zu sein, denn er verringert den politischen Ermessensspielraum innerhalb des Defizitverfahrens und erhöht die Wahrscheinlichkeit einer strikteren Anwendung der Regeln und der Auferlegung finanzieller Sanktionen. Dadurch wird (wenn auch nur teilweise) ein entscheidender Mangel der korrektiven Komponente des SWP beseitigt, was wiederum die Anreize zu einer soliden Finanzpolitik steigert.

Eine Verbesserung hängt jedoch allgemein von einer konsequenten Umsetzung der Verpflichtung der Vertragsparteien im Euro-Währungsgebiet ab, nach einem Verstoß gegen das Defizitkriterium die Vorschläge und Empfehlungen der Kommission im Rahmen des Defizitverfahrens anzunehmen (sofern sie nicht mit einer qualifizierten Mehrheit abgelehnt werden). Des Weiteren ist es von entscheidender Bedeutung, dass die Kommission ihre zusätzlichen Einflussmöglichkeiten im Rahmen des Defizitverfahrens nutzt, indem sie

<sup>19</sup> Seit Inkrafttreten des Vertrags von Lissabon am 1. Dezember 2009 sind ausschließlich Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, berechtigt, im Rat über Maßnahmen zur Korrektur eines übermäßigen Defizits in Ländern des Euro-Währungsgebiets abzustimmen.

Vergleich der korrektiven Komponente des gestärkten Stabilitäts- und Wachstumspakts mit dem Fiskalpakt



Quelle: EZB.

Anmerkung: Dem gestärkten SWP zufolge kann ein Defizitverfahren bei einem Verstoß gegen das Defizitkriterium und/oder bei einem Verstoß gegen das Schuldenstandskriterium eingeleitet werden. Der Fiskalpakt stärkt die Beschlussfassung im Rahmen des Defizitverfahrens bei einem Verstoß eines Mitgliedstaats des Euro-Währungsgebiets gegen das Defizitkriterium, aber nicht jene im Fall eines Verstoßes gegen das Schuldenstandskriteriums. Insbesondere ermöglicht der Fiskalpakt bei wichtigen Schritten im Rahmen des Defizitverfahrens (hellblau hervorgehoben), für die gemäß Artikel 126 AEUV ein qualifizierter Mehrheitsbeschluss erforderlich ist, die Beschlussfassung mit umgekehrter qualifizierter Mehrheit der Euro-Länder. Dies führt bei einem Verstoß gegen das Defizitkriterium zu einem größeren Automatismus des Verfahrens. Kommt ein Mitgliedstaat den Beschlüssen des Rates wiederholt nicht nach, kann der Rat zusätzliche Maßnahmen gemäß Artikel 126 AEUV ergreifen. So kann er beispielsweise vom betreffenden Mitgliedstaat die Veröffentlichung zusätzlicher Informationen verlangen oder die Europäische Investitionsbank zur Überprüfung ihrer Kreditvergabepolitik gegenüber diesem Mitgliedstaat auffordern.

1) Nach Artikel 7 SKS-Vertrag verpflichten sich die Vertragsparteien, deren Währung der Euro ist, zur Unterstützung der von der Europäischen Kommission unterbreiteten Vorschläge und Empfehlungen.

bei der Beurteilung von Haushaltsdefiziten einen strengen Ansatz verfolgt und politisch motivierte Entscheidungen vermeidet. Vor diesem Hintergrund könnten die jüngste Aufwertung des Kommissars für Wirtschaft und Finanzen zum Vizepräsidenten der Kommission und für den Euro zuständigen Kommissar sowie seine größere Eigenständigkeit bei Beschlüssen bezüglich der Überwachungsmaßnahmen zu einer unabhängigeren und strengeren Beurteilung führen.

5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Nach Inkrafttreten des gestärkten wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU im Dezember 2011 stellt die Einigung auf den SKS-Vertrag und

insbesondere auf den Fiskalpakt einen begrüßenswerten Schritt hin zu einem stärker regelgebundenen finanzpolitischen Steuerungsrahmen dar. Die verbindliche Einführung der Regel des ausgeglichenen Haushalts und des automatischen Korrekturmechanismus auf nationaler Ebene sollten das Bekenntnis der einzelnen Regierungen zu soliden und tragfähigen öffentlichen Finanzen stärken. Bei einer strikten Umsetzung und konsequenten Durchsetzung sollte dies in Ergänzung der Regeln aus dem SWP dazu beitragen, einer nicht tragfähigen Haushaltspolitik wirksam vorzubeugen.

Dabei ist von entscheidender Bedeutung, dass der automatische Korrekturmechanismus, dessen gemeinsame Grundsätze von der Kommission ausgearbeitet werden, so wie im Fiskalpakt vor-

gesehen, eine wirksame Korrektur der zuvor kumulierten Abweichungen von den haushaltspolitischen Zielvorgaben sicherstellt. Außerdem sind von der Kommission Zeitpläne für eine rasche Annäherung an die länderspezifischen mittelfristigen Ziele vorzuschlagen, die über die derzeitigen Anforderungen des SWP hinausgehen, wobei den Tragfähigkeitsrisiken der einzelnen Länder Rechnung zu tragen ist. Zudem spielt die Kommission eine zentrale Rolle, indem sie über die ordnungsgemäße Umsetzung der Regel des ausgeglichenen Haushalts in das nationale Recht der Vertragsparteien berichtet und gemeinsame Grundsätze zur Rolle und Unabhängigkeit der Überwachungsgremien vorschlägt.

Auf nationaler Ebene ist eine breite Verankerung erforderlich, das heißt, die Parlamente, Regierungen und Überwachungsgremien müssen den Grundsätzen des SKS-Vertrags gerecht werden und die vollständige Einhaltung der Regel des ausgeglichenen Haushalts sicherstellen. Dies ist für die Verankerung der haushaltspolitischen Disziplin und der Markterwartungen hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in Europa unabdingbar, welche wiederum das mittelfristige Wachstum fördern werden.

Auf EU-Ebene sollte der größere Automatismus des Defizitverfahrens nach dem SWP dazu beitragen, die konsequente Durchsetzung der Defizitgrenze für die Euro-Länder zu gewährleisten.

Obwohl sich der Fiskalpakt mit einigen der verbliebenen Unzulänglichkeiten des bestehenden finanzpolitischen Steuerungsrahmens befasst, hängen seine Wirksamkeit und Glaubwürdigkeit nach wie vor von einer strikten Umsetzung der haushaltspolitischen Überwachung durch die Kommission und einer begrenzten Inanspruchnahme des politischen Ermessensspielraums durch den Rat ab. Schließlich ist die Komplexität des finanzpolitischen Rahmens insgesamt nicht verringert worden, da den bestehenden Regeln des SWP mit dem Fiskalpakt lediglich eine weitere Ebene hinzugefügt wird.

Auf längere Sicht sind zur Verbesserung des finanzpolitischen Rahmens der EU, insbesondere

mit Blick auf den Euroraum, ambitionierte Schritte erforderlich, um die verbliebenen Unzulänglichkeiten zu beseitigen. Ein genereller Schwachpunkt des bestehenden Rahmens ist der Mangel an Instrumenten für Situationen, in denen die Haushaltspolitik eines Landes trotz strenger Überwachungs-, Durchsetzungs- und Korrekturmechanismen weiterhin die vorgegebenen Ziele verfehlt und eine nachteilige Wirkung entfaltet. Eine Lösung für dieses Problem könnten Befugnisse für die europäischen Institutionen sein, die es ihnen ermöglichen, die Einleitung der erforderlichen haushaltspolitischen Maßnahmen durch die Mitgliedstaaten des Eurogebiets – abgestuft nach Schwere der Lage – tatsächlich zu erzwingen. Dies sollte dabei helfen, glaubwürdige Anreize für eine solide Haushaltspolitik zu schaffen.

# VERGLEICH DER JÜNGSTEN FINANZKRISE IN DEN VEREINIGTEN STAATEN UND IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET MIT DEN ERFAHRUNGEN JAPANS IN DEN 1990er-JAHREN

## AUFsätze

Vergleich der jüngsten Finanzkrise in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet mit den Erfahrungen Japans in den 1990er-Jahren

*Die weltweite Finanzkrise, die als Subprime-Krise in den USA begann und anschließend eine Reihe verschiedener Phasen durchlief – zuletzt in Form der Staatsschuldenkrise im Euro-Währungsgebiet –, bewirkte eine drastische Änderung des Wachstumspfad in den Vereinigten Staaten und im Euroraum. Auf eine schwere Rezession folgte eine relativ verhaltene Erholung; für die nächsten Jahre wird eine Phase mit nur bescheidenem Wachstum erwartet. Folglich werden bisweilen Parallelen zwischen der derzeitigen Lage in den Vereinigten Staaten und im Eurogebiet sowie Japans „verlorenem Jahrzehnt“ in den 1990er-Jahren gezogen. Die Ereignisse in Japan stellen die am kürzesten zurückliegende Phase dar, in der eine fortgeschrittene Volkswirtschaft eine lang andauernde Anpassung der sektoralen Bilanzen, eine anhaltende Konjunkturschwäche, eine rasch zunehmende Staatsverschuldung sowie eine drastische und langwierige Abwärtskorrektur der Vermögenspreise verzeichnete.*

*Allerdings gibt es bedeutende Unterschiede zwischen der Form der Ungleichgewichte, die in Japan beobachtet werden konnten, und jenen, die die jüngste Finanzkrise in den USA und im Euroraum auslösten. Während in Japan vor allem der Unternehmenssektor seine übermäßige Verschuldung zurückführen musste, sahen sich in den Vereinigten Staaten die privaten Haushalte nach dem Immobilien- und Kreditboom Bilanzproblemen gegenüber. Im Eurogebiet waren die Bilanzprobleme in aggregierter Betrachtung weniger offensichtlich, jedoch verstärkten sich im weiteren Verlauf der Finanzkrise die regionalen Ungleichgewichte, und es kam in einigen Euro-Ländern zu einer übermäßigen Verschuldung. Darüber hinaus führte die erhebliche Verschlechterung der Finanzierungssalden auch zu erhöhten Risiken im Hinblick auf die Tragfähigkeit der Staatsschulden, die in einer Reihe von Ländern des Euroraums, aber auch anderswo den Kern der Staatsschuldenkrise darstellt.*

*Die gegenüber der Finanzkrise in den USA und im Euroraum stark divergierenden ökonomischen Ursachen des verlorenen Jahrzehnts in Japan und wirtschaftspolitischen Reaktionen darauf lassen darauf schließen, dass jede Krise anders ist und die Vereinigten Staaten und das Eurogebiet den Weg von Japan höchstwahrscheinlich nicht nachzeichnen werden. Andererseits zeigen die Erfahrungen Japans die Schwierigkeiten auf, die sich für Volkswirtschaften nach Bilanzrezessionen ergeben und die mit einer Korrektur großer Ungleichgewichte zur Wiederherstellung der Wachstumsaussichten für eine tragfähige und nachhaltige Erholung verbunden sind. Eine Lehre ist, dass das Finanzsystem saniert werden muss, bevor sich eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung entwickeln kann. Eine weitere besagt, dass im Falle fehlender oder zu zögerlich umgesetzter Reformen die Erholung langsam, fragil und reversibel sein kann, sodass strukturell bedingte Probleme erneut auftreten.*

## I EINLEITUNG

Die jüngste Finanzkrise bewirkte eine drastische Änderung des Wachstumspfad in den Vereinigten Staaten und im Euroraum. Auf die schwere Rezession 2008-2009 folgte eine Erholung, die im Vergleich zu früheren Episoden relativ verhalten ausfiel. Prognosen zufolge wird in den nächsten Jahren mit einer weiteren Phase recht geringen Wachstums gerechnet. Das relativ schwache Wachstum ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen; eine Komponente stellen die erforderlichen Bi-

lanzanpassungen dar, da in einigen Ländern sowohl der private als auch der öffentliche Sektor versuchen, die Exzesse früherer Jahre zu korrigieren. Folglich werden bisweilen Parallelen zwischen der derzeitigen Lage in den Vereinigten Staaten und im Eurogebiet sowie Japans verlorenem Jahrzehnt in den 1990er-Jahren gezogen; dieses stellt den jüngsten Vorfall dar, bei dem eine fortgeschrittene Volkswirtschaft eine lang andauernde Bilanzanpassung, eine stagnierende Wirtschaftstätigkeit und eine rasch zunehmende Staatsverschuldung nach einer drastischen Korrektur der Ver-

mögenspreise verzeichnete.<sup>1</sup> In diesem Aufsatz werden die Erfahrungen Japans und die Folgen der längeren Phase der Bilanzanpassungen betrachtet und Parallelen zur heutigen Situation gezogen, wobei auch auf die daraus zu gewinnenden Erkenntnisse eingegangen wird.

Ein Vergleich mit der aktuellen Situation ist jedoch mit einer gewissen Vorsicht zu behandeln, da eine bestimmte Erfahrung aus der Vergangenheit keine genaue Vorlage für nachfolgende Vorfälle sein kann, und tatsächlich gibt es bedeutende Unterschiede zwischen der Art der Ungleichgewichte, die in Japan beobachtet werden konnten und jenen, die die jüngste Finanzkrise in den USA und im Euroraum auslösten. Maßgeblich für die sich daran anschließenden Anpassungen waren auch die besonderen strukturellen Merkmale der einzelnen Volkswirtschaften, der Zustand ihrer öffentlichen Finanzen und die wirtschaftspolitische Reaktion. Dennoch können Vergleiche zwischen verschiedenen Ländern bzw. Wirtschaftsräumen einige Ursachen und Auswirkungen beträchtlicher und lang anhaltender Prozesse der Bilanzanpassungen aufzeigen.

Aufgrund der unterschiedlichen Erfahrungen in den einzelnen Ländern des Eurogebiets seit Beginn der Krise ist der Vergleich bezogen auf den Euroraum mit besonderen Schwierigkeiten verbunden. Im vorliegenden Beitrag wird – soweit

möglich – das gesamte Euro-Währungsgebiet betrachtet. Dennoch ist es auch notwendig, die einzelnen Länder – dargestellt in einem separaten Kasten – zu betrachten, vor allem weil die Herausforderungen, denen sich einige Euro-Länder gegenübersehen, recht eng mit den Problemen von Bilanzanpassungen verbunden zu sein scheinen.

Der Aufsatz gliedert sich wie folgt: Nach einem kurzen Überblick über die Erfahrungen Japans (siehe Kasten 1) werden in Abschnitt 2 Art und Ausmaß der Ungleichgewichte beschrieben, die vor der Krise in Japan in den 1990er-Jahren entstanden waren bzw. derzeit in den Vereinigten Staaten und im Eurogebiet bestehen. Abschnitt 3 legt dar, wie die unterschiedlichen Bilanzprobleme die nachfolgende Anpassung beeinflusst haben, wobei in Kasten 2 die Erfahrungen der einzelnen Euro-Länder genauer erörtert werden. Im darauffolgenden Abschnitt werden die längerfristigen Auswirkungen der Krisen untersucht, bevor auf die wichtige Rolle des Finanzsektors bei der Lösung dieser Probleme eingegangen wird. In Abschnitt 6 wird die Reaktion der Politik beschrieben; es folgt eine abschließende Zusammenfassung.

<sup>1</sup> Siehe etwa M. Shirakawa, *Deleveraging and Growth: Is the Developed World Following Japan's Long and Winding Road?*, Vortrag an der London School of Economics, 10. Januar 2012.

#### Kasten 1

##### WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG JAPANS IN DEN 1990er-JAHREN

Die japanische Wirtschaft durchlief in den 1990er-Jahren – ausgelöst durch einen Einbruch an den Aktien- und Immobilienmärkten 1990-1991 – eine längere Phase von Bilanzanpassungen. Eine nachhaltigere konjunkturelle Erholung setzte erst im Jahr 2003 ein, und danach dauerte es noch zwei Jahre, bis sich das Kreditwachstum wieder ins Positive kehrte.

##### Auswirkungen des Fremdkapitalabbaus bei Unternehmen auf Investitionen und Wachstum

Während des Investitionsbooms Ende der 1980er-Jahre hatten sich wirtschaftliche Ungleichgewichte aufgebaut. Zu dieser Zeit hatte der Unternehmenssektor bei Banken in hohem Umfang

Mittel aufgenommen und dafür in der Regel Immobilien als Sicherheiten verpfändet. Der Preisverfall bei Immobilien minderte die Werthaltigkeit der Sicherheiten und zwang die Firmen, ihre Bilanzen zu sanieren. Dieser Verschuldungsabbau schlug sich in einem Anstieg der Unternehmenssparsamkeit, einer länger anhaltenden Abnahme der privaten Investitionen und einer Stagnation bei der Entwicklung der Unternehmensgewinne in den 1990er-Jahren nieder. Allerdings führten die länderspezifischen Charakteristika der Krise dazu, dass die Ungleichgewichte in Japan vor dem Hintergrund einer steigenden weltweiten Nachfrage zum Teil durch ein Wachstum der Nettoexporte abgebaut werden konnten, wenngleich die exportgestützte Erholung Japans durch die Asienkrise 1997 sowie zwei Phasen einer kräftigen Aufwertung des Yen in den Zeiträumen 1993-1994 und 1998-1999 in Mitleidenschaft gezogen wurde.<sup>1</sup>

### Auswirkungen der Probleme im Bankensektor auf die Wirtschaft

In dem Bestreben, ihre Verluste kurzfristig zu begrenzen, vergaben die schwach kapitalisierten japanischen Banken anfänglich Kredite an insolvente Firmen (eine Praxis, die oftmals als „zombie lending“ bezeichnet wird). Die Behörden zögerten, die Bankenaufsicht zu stärken und der laxen Anwendung von Regulierungsvorschriften entgegenzutreten, wodurch Kreditabschreibungen und Rekapitalisierungsmaßnahmen aufgeschoben wurden. Da die Banken über mehrere Jahre hinweg mit uneinbringlichen Forderungen konfrontiert waren, schränkten sie ihre Kreditvergabe an neu gegründete Firmen ein, was Verzerrungen bei der Gewährung von Krediten zur Folge hatte und letztlich die Finanzkrise verschärfte und eine nachhaltige Erholung hinauszögerte. Das „zombie lending“ könnte den Markteintritt effizienterer Unternehmen beeinträchtigt, Innovationen behindert und den langfristigen Produktivitätszuwachs verringert haben.<sup>2</sup> Auch der große Wert, der in Japan traditionell auf Arbeitsplatzsicherheit gelegt wird, könnte die Flexibilität vermindert haben, indem die sektoralen Anpassungen in der Volkswirtschaft gebremst wurden. Die Anpassungen am Arbeitsmarkt konzentrierten sich auf die Löhne. So stieg die Arbeitslosenquote zwar leicht an, doch die Nominallöhne fielen rasch, was anscheinend dazu beigetragen hat, dass Japan ab Ende der 1990er-Jahre in eine Deflationsphase abglitt. Der Deflationsdruck trat bei den Güterpreisen am deutlichsten zutage; daraus lässt sich schließen, dass andere Faktoren wie ein starker Importwettbewerb und eine große Produktionslücke ebenfalls eine wichtige Rolle spielten.<sup>3</sup> Überdies führten die unsicheren Konjunkturaussichten zum damaligen Zeitpunkt dazu, dass Investitions- und Konsumvorhaben zurückgestellt wurden, was einen weiteren Abwärtsdruck auf die Preise nach sich zog.<sup>4</sup>

Zwar wird das verlorene Jahrzehnt in Japan im Allgemeinen auf den Fremdkapitalabbau und die Probleme bei der Finanzintermediation zurückgeführt, doch ist zu berücksichtigen, dass strukturelle Defizite in der Volkswirtschaft möglicherweise ebenfalls von Bedeutung gewesen sind. So deuten einige Untersuchungen darauf hin, dass das Jahrzehnt wirtschaftlicher Stagnation in Japan mit dem nahenden Abschluss des technologischen Aufholprozesses einhergegangen

1 Siehe T. Sekine, Firm Investment and Balance-Sheet Problems in Japan, Working Paper des IWF, Nr. WP/99/111, 1999; A. Kanaya und D. Woo, The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons, Working Paper des IWF, Nr. WP/00/7, 2000; T. Callen und J. D. Ostry, Japan's Lost Decade. Policies for Economic Revival, IWF, 2003.

2 Siehe R. J. Caballero, T. Hoshi und A. K. Kashyap, Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan, in: American Economic Review, Bd. 98, 2008, S. 1943-1977; J. Peek und E. Rosengren, Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan, in: American Economic Review, Bd. 95, 2005, S. 1144-1166; K. G. Nishimura und Y. Kawamoto, Why does the problem persist? 'Rational Rigidity' and the plight of Japanese banks, in: The World Economy, Bd. 26, 2003, S. 301-324.

3 Siehe N. Baba, N. Oda, M. Shirakawa, K. Ueda und H. Ugai, Japan's deflation, problems in the financial system, and monetary policy, in: Monetary and Economic Studies, Bd. 23, 2005, S. 47-111.

4 Siehe T. Kimura, T. Shimatani, K. Sakura und T. Nishida, The role of money and growth expectations in price determination mechanism, Working Paper Series der Bank von Japan, Nr. 10-E-11, 2010.

gen sein könnte, was schließlich weitere Produktivitätszuwächse hemmte.<sup>5</sup> Zudem kam in Japan ab den 1990er-Jahren eine für die Wirtschaft ungünstige demografische Entwicklung zum Tragen, da sich der zuvor verzeichnete Wachstumstrend bei den Erwerbsfähigen umkehrte und deren Anteil abnahm. Dies erschwerte auch die Absorption des Überangebots an Wohnraum.

### Reaktion der Politik auf die Krise

Obwohl es bei den Zinssätzen zunächst einen gewissen Handlungsspielraum vor Erreichen der Untergrenze von null gab, reagierte die Geldpolitik nur langsam auf die Krise. Grund hierfür war unter anderem, dass auch zwei Jahre nach dem Börsencrash weder die Zentralbank noch andere Marktbeobachter mit einer lang anhaltenden konjunkturellen Abschwächung rechneten.<sup>6</sup> Da die Inflationserwartungen ebenfalls auf einem niedrigen Niveau blieben, verharrten die realen langfristigen Zinssätze auf einem relativ hohen Stand, während die Kreditvergabe zurückging. Unterdessen wurde die Wirksamkeit des geldpolitischen Transmissionsmechanismus möglicherweise durch die zugrunde liegenden Probleme im privaten Sektor beeinträchtigt, denen die Aufsichtsinstanzen nicht wirksam begegneten.<sup>7</sup> Als der hartnäckige Deflationsdruck nicht nachließ, ergriff die Bank von Japan schließlich eine Reihe geldpolitischer Sondermaßnahmen. Die von 2001 bis 2006 verfolgte Politik der quantitativen Lockerung könnte dazu beigetragen haben, dass wieder geringfügig positive Inflationsraten ausgewiesen wurden.

Was die Finanzpolitik anbelangt, so wirkte der Staat angesichts des anfänglich niedrigen öffentlichen Schuldenstands Japans und seines hohen Leistungsbilanzüberschusses der wirtschaftlichen Stagnation mit fiskalischen Impulsen entgegen. Des Weiteren schlugen sich auch die schlechtere Einnahmesituation und steigende Sozialausgaben dahingehend nieder, dass sich das Haushaltsdefizit Anfang der 1990er-Jahre ausweitete. Zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen wurde 1997 (als zugleich die Asienkrise ausbrach) die Mehrwertsteuer erhöht; einige Beobachter vertreten die Auffassung, dass sich dadurch die Erholung verzögert habe.<sup>8</sup> Ab dem Jahr 1998 wurde in der Finanzpolitik zunehmend ein expansiver Kurs verfolgt, wenngleich der fiskalische Impuls der zusätzlichen Ausgaben begrenzt blieb, was zum Teil mit den sinkenden fiskalischen Ausgabenmultiplikatoren nach 1990 zusammenhing.<sup>9</sup> Hierin spiegelte sich eine Verlagerung weg von öffentlichen Investitionen hin zu Sozialausgaben wider. Der private Sektor könnte darüber hinaus vor dem Hintergrund des anhaltenden Abbaus der Verschuldung weniger stark auf die finanzpolitischen Stimulierungsmaßnahmen reagiert haben. Im Laufe der Jahre hat die expansive Finanzpolitik den öffentlichen Schuldenstand in die Höhe getrieben, sodass dieser im Jahr 2010 auf über 200 % des BIP stieg.

5 Siehe M. Hayashi und E. Prescott, The 1990s in Japan: A Lost Decade, in: Review of Economic Dynamics, Bd. 5, 2002, S. 206-235.

6 Siehe A. Ahearn, J. Gagnon, J. Haltmaier und S. Kamin, Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s, International Finance Discussion Papers des Federal Reserve Board, Nr. 2002-729, 2002.

7 Siehe EZB, Lehren aus Asien: Geldmengen- und Kreditwachstum in Japan in und nach dem „verlorenen Jahrzehnt“ sowie in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens in Krisenzeiten, Kasten 2, in: Geldmengen- und Kreditwachstum nach Wirtschafts- und Finanzkrisen aus einer historischen globalen Perspektive, Monatsbericht Februar 2012.

8 Siehe A. Posen, It takes more than a bubble to become Japan, in A. Richards (Hrsg.), Asset Prices and Monetary Policy, Reserve Bank of Australia, 2004, sowie A. Posen, The Realities and Relevance of Japan's Great Recession: Neither Ran nor Rashomon, Working Paper Series des Peterson Institute for International Economics, Nr. WP 10-7, 2010.

9 Siehe M. Syed, K. Kang und K. Tokuoka, "Lost Decade" in Translation: What Japan's crisis could portend about recovery from the Great Recession, Working Paper des IWF, Nr. WP/09/282, 2009, sowie R. Hemming, M. Kell und S. Mahfouz, The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity – a review of literature, Working Paper des IWF, Nr. WP/02/208, 2002.

## 2 ART UND HINTERGRUND DER BILANZKRISEN

Die größte Ähnlichkeit zwischen den Erfahrungen in Japan in den 1990er-Jahren und der jüngsten Krise in den USA und im Euroraum besteht darin, dass beide als „Bilanzrezessionen“ erachtet werden können, in denen Teile des privaten nichtfinanziellen Sektors dazu gezwungen waren, infolge deutlicher Korrekturen der Vermögenspreise bedingt durch eine vorangegangene kräftige Kreditausweitung erhebliche Bilanzanpassungen vorzunehmen. Allerdings lassen sich unterschiedliche Sektoren als Hauptursache für die jeweiligen Probleme ermitteln: Während die Exzesse in Japan in erster Linie den übermäßig verschuldeten Unternehmenssektor betrafen (siehe Kasten 1), wiesen in den Vereinigten Staa-

ten vor allem die privaten Haushalte nach dem Immobilien- und Kreditboom Bilanzprobleme auf. Im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich zwar die Kreditvergabe im Vorfeld der Krise ebenfalls, doch waren sektorspezifische Bilanzprobleme auf aggregierter Ebene weniger offensichtlich, obgleich sie in einigen Ländern ausgeprägt waren. Infolgedessen kam es zu beträchtlichen Ungleichgewichten zwischen den Regionen und einer übermäßigen Verschuldung in einigen Sektoren einzelner Euro-Länder (siehe Kasten 2).

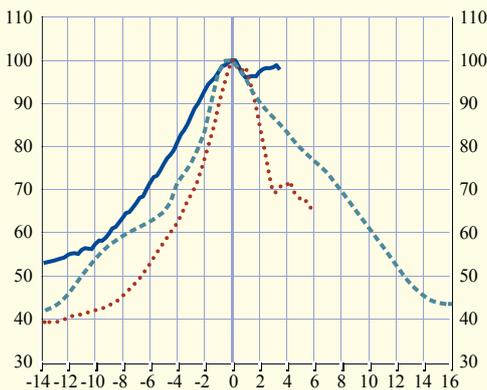
Ausmaß und Tempo der Anpassungen variierten ebenfalls. Erstens wurden Vermögenspreiskorrekturen bei Immobilien sowie sich daraus ergebende Bilanzanpassungen in den Vereinigten Staaten rascher vorgenommen als in Japan, wäh-

Abbildung 1 Immobilienpreise

(Index = 100 beim jeweiligen Höchststand; Quartalswerte bzw. halbjährliche Daten für Japan)

x-Achse: Jahre ab Höchststand

- Euro-Währungsgebiet (Q2 2008)
- ... Vereinigte Staaten (Q1 2006)
- - - Japan (Q3 1991)



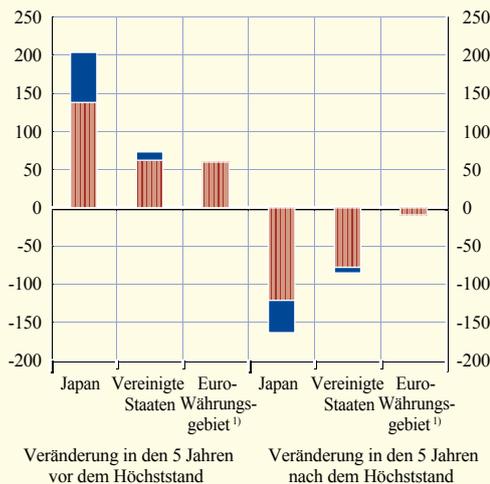
Quellen: S&P, Fiserv, MacroMarkets LLC, Japan Real Estate Research Institute und EZB.

Anmerkung: Die Angaben zu den USA beziehen sich auf den Case-Shiller Home Price Index, jene zu Japan auf den Urban Land Price Index und die Daten zum Euro-Währungsgebiet auf den Preisindex für Wohnimmobilien. Die in Klammern aufgeführten Quartale geben den Zeitpunkt des Höchststands an. Die jüngsten Angaben für die Vereinigten Staaten und das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf das vierte Quartal 2011.

Abbildung 2 Veränderung des Marktwerts vom Immobilienvermögen in Relation zum BIP

(Differenz in Prozentpunkten; Quartalswerte bzw. Jahreswerte für Japan)

- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
- Private Haushalte



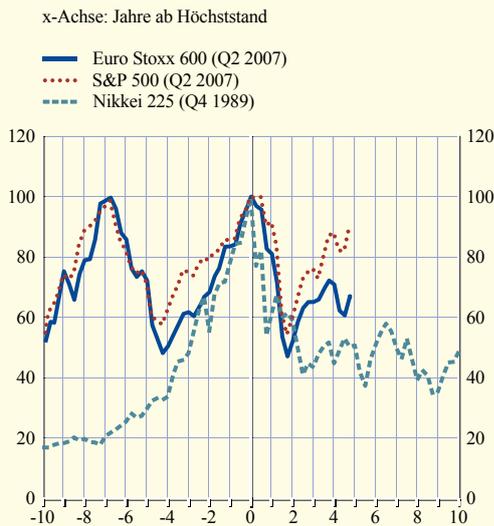
Quellen: Board of Governors des Federal Reserve System, japanische Regierung und Eurostat.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf den gesamten Bestand an Immobilien von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Relation zum BIP. Zu den privaten Haushalten zählen private Organisationen ohne Erwerbszweck und Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit. Der Höchststand in den Vereinigten Staaten wurde im ersten Quartal 2006, in Japan im Jahr 1990 und im Euro-Währungsgebiet im vierten Quartal 2007 verzeichnet.

1) Die Angaben zum Euro-Währungsgebiet gelten nur für private Haushalte und beziehen sich auf den Zeitraum von drei Jahren und neun Monaten nach dem Höchststand.

**Abbildung 3 Aktienkurse**

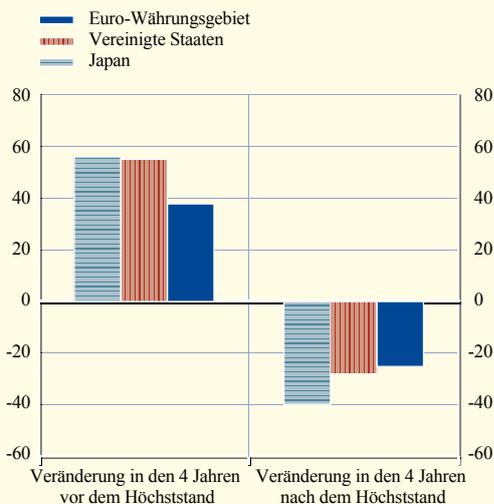
(Index = 100 beim jeweiligen Höchststand; Quartalswerte)



Quellen: Nikkei, Wall Street Journal, Haver und STOXX Limited.  
 Anmerkung: Die in Klammern aufgeführten Quartale geben den Zeitpunkt des Höchststands an. Die jüngsten Angaben für die Vereinigten Staaten und das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf das erste Quartal 2012.

**Abbildung 4 Veränderung des Marktwerts der Aktien in Relation zum BIP**

(Differenz in Prozentpunkten; Quartalswerte)



Quellen: Board of Governors des Federal Reserve System, Bank von Japan und Eurostat.  
 Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf Inlandsbestände. Bestände von Unternehmensaktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften werden in den Daten zu den Vereinigten Staaten nicht berücksichtigt. Der Höchststand in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet wurde im zweiten Quartal 2007, in Japan im vierten Quartal 1989 verzeichnet.

rend die Anpassung im Euroraum viel gemäßiger ausfiel. Zweitens sah sich die japanische Wirtschaft aufgrund des Rückgangs der Preise für Immobilien einem vergleichsweise größeren Schock in Bezug auf negative Vermögenseffekte gegenüber. In Japan mussten die Unternehmen und die privaten Haushalte erhebliche Verluste bei ihren Immobilienvermögen hinnehmen, wohingegen in den USA und im Eurogebiet hauptsächlich die privaten Haushalte betroffen waren (siehe Abbildung 1 und 2). Für den gesamten Euroraum fiel der Rückgang des Immobilienvermögens vergleichsweise verhalten aus, obwohl es deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern gab, sodass in einigen infolge eines übermäßigen Immobilienpreisanstiegs entsprechend größere Korrekturen stattfinden (siehe Kasten 2). In den Vereinigten Staaten brachen die Immobilienpreise zwar ein, doch wurden die gesamten Auswirkungen auf die Wirtschaft durch das dort verzeichnete deutlich geringere Verhältnis des Immobilienvermögens zum BIP gedämpft (234 % beim Höchststand gegenüber 355 % in Japan). Drittens dauerte der Hausse-Baisse-Zyklus bei den Aktienkursen und den Immobilienpreisen in Japan deutlich länger an und fand zudem zeitgleich statt, wodurch sich der Schock verstärkte. Im Eurogebiet und in den USA hingegen stiegen die Aktienkurse wieder an, während sie in Japan ein Jahrzehnt lang stagnierten (siehe Abbildung 3 und 4).

Insgesamt lassen Vergleiche des Tempos und des Umfangs der Vermögenspreisanpassung den Schluss zu, dass das Problem in Japan etwas akuter war als in den Vereinigten Staaten und im Eurogebiet, da die vor der Krise bei mehreren Vermögenskategorien zu beobachtende Blase größer ausfiel und der anschließende Rückgang kräftiger, nahezu zeitgleich und langanhaltend war. Allerdings dürfte es angesichts der Tatsache, dass sich die Krise immer noch ausbreitet, für ein abschließendes Urteil im Hinblick auf die Schwere des Schocks, den die einzelnen Volkswirtschaften in den beiden betrachteten Phasen durchlebten, noch zu früh sein. Mit der Realisierung des systemischen Risikos auf globaler Ebene während der jüngsten Finanzkrise, die sich weitaus stärker ausbreitete, verstärkte sich

der allgemeine Schock auf die einzelnen Volkswirtschaften durch die Auswirkungen auf den Finanzsektor und den Handel. Da viele Volkswirtschaften zugleich mit der Beseitigung von Ungleichgewichten konfrontiert sind, sind die Vereinigten Staaten und der Euroraum eindeutig einem weniger günstigen außenwirtschaftlichen Umfeld ausgesetzt als Japan.

### 3 UNTERSCHIEDE ZWISCHEN EINZELNEN SEKTOREN IN DER ANPASSUNGSPHASE UND WIRTSCHAFTLICHE IMPLIKATIONEN

Historisch betrachtet folgt auf eine „Bilanzrezession“ in der Regel eine längere Phase einer gedämpften Nachfrage, die insbesondere darauf zurückzuführen ist, dass einige Sektoren ihre Verschuldung verringern müssen. Die Art der sektoralen Ungleichgewichte bestimmt tendenziell auch die sich daraus ergebende wirtschaftliche Anpassung. Ein bedeutender Unterschied

zwischen den beiden betrachteten Vorfällen liegt darin, dass in Japan der zu hoch verschuldete Unternehmenssektor Umstrukturierungen nach dem Platzen der Blase vornehmen musste, während in den USA und in einigen Ländern des Eurogebiets vor allem die Bilanzen der privaten Haushalte von der Immobilienblase in Mitleidenschaft gezogen wurden (siehe Abbildung 5 und 6).<sup>2</sup>

Folglich war in den Vereinigten Staaten und auch in einigen Euro-Ländern insbesondere eine Erhöhung der Sparquote der privaten Haushalte erforderlich (siehe Abbildung 7). In Japan hingegen wurde eine Verringerung der

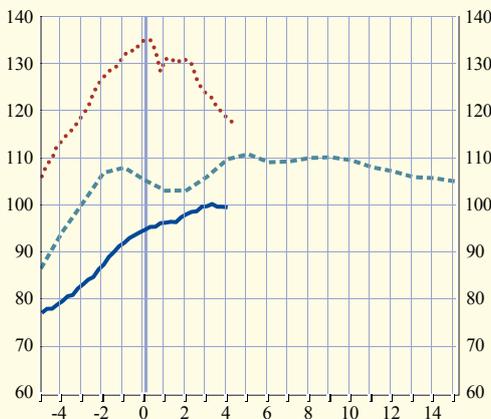
2 Sofern nicht anders angegeben (z. B. in Abbildung 1 bis 4 und Abbildung 18), bezeichnet das Referenzjahr in den meisten Abbildungen dieses Aufsatzes den jeweiligen konjunkturellen Höchststand, der im letzten Quartal vor Einsetzen der Rezession, also im ersten Quartal 1991 in Japan und im dritten Quartal 2007 in den Vereinigten Staaten, verzeichnet wurde. Aufgrund des zeitgleichen Ausbruchs der internationalen Finanzmarkturbulenzen im dritten Quartal 2007 und des globalen Ausmaßes der nachfolgenden Krise stimmt das Referenzjahr für das Euro-Währungsgebiet mit jenem für die Vereinigten Staaten überein.

Abbildung 5 Verschuldung der privaten Haushalte in Relation zu ihrem verfügbaren Einkommen

(in %; Quartalswerte bzw. Jahreswerte für Japan)

x-Achse: Jahre ab Beginn der Krise

— Euro-Währungsgebiet (Q3 2007)  
 ..... Vereinigte Staaten (Q3 2007)  
 - - - Japan (Q1 1991)



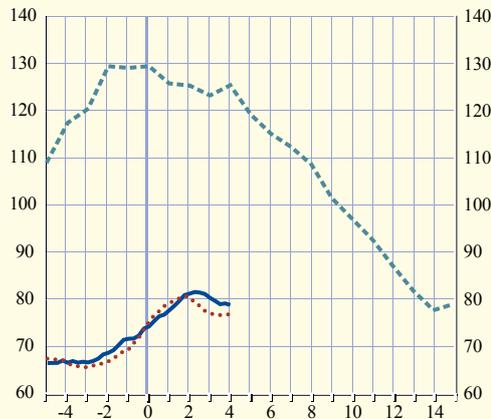
Quellen: Board of Governors des Federal Reserve System, Bank von Japan, EZB und Eurostat.  
 Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die gesamten Verbindlichkeiten privater Haushalte und privater Organisationen ohne Erwerbszweck. Die in Klammern aufgeführten Quartale geben den Beginn der jeweiligen Krise an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2011 für das Euro-Währungsgebiet bzw. das vierte Quartal 2011 für die Vereinigten Staaten.

Abbildung 6 Verschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Relation zum BIP

(in %; Quartalswerte bzw. Jahreswerte für Japan)

x-Achse: Jahre ab Beginn der Krise

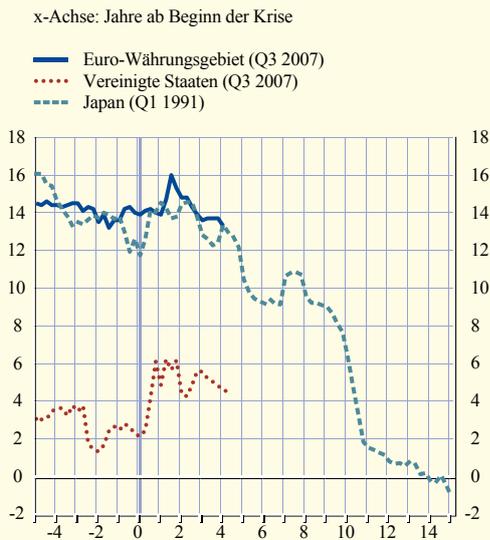
— Euro-Währungsgebiet (Q3 2007)  
 ..... Vereinigte Staaten (Q3 2007)  
 - - - Japan (Q1 1991)



Quellen: Board of Governors des Federal Reserve System, Bank von Japan, EZB und Eurostat.  
 Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf Kredite und Schuldverschreibungen ohne Handelskredite. Die in Klammern aufgeführten Quartale geben den Beginn der jeweiligen Krise an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2011 für das Euro-Währungsgebiet bzw. das vierte Quartal 2011 für die Vereinigten Staaten.

**Abbildung 7 Sparquote der privaten Haushalte**

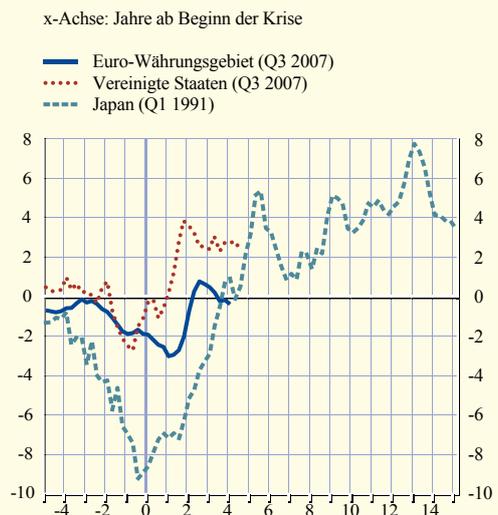
(in % des verfügbaren Einkommens; Quartalswerte)



Quellen: Bureau of Economic Analysis, japanische Regierung, EZB und Eurostat.  
 Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die Sparquote der privaten Haushalte. Die in Klammern aufgeführten Quartale geben den Beginn der jeweiligen Krise an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2011 für das Euro-Währungsgebiet bzw. das vierte Quartal 2011 für die Vereinigten Staaten.

**Abbildung 8 Verhältnis der Ersparnis zu Investitionen des Unternehmenssektors**

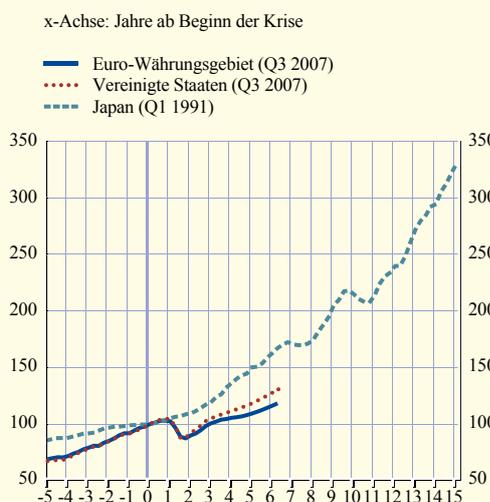
(in % des BIP; Quartalswerte)



Quellen: Board of Governors des Federal Reserve System, Bank von Japan, EZB und Eurostat.  
 Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf den Finanzierungssaldo der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Die in Klammern aufgeführten Quartale geben den Beginn der jeweiligen Krise an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2011 für das Euro-Währungsgebiet bzw. das vierte Quartal 2011 für die Vereinigten Staaten.

**Abbildung 9 Auslandsnachfrage**

(Index = 100 im dritten Quartal 2007 für die Vereinigten Staaten und das Euro-Währungsgebiet bzw. im ersten Quartal 1991 für Japan; Quartalswerte)



Quelle: OECD-Wirtschaftsausblick.  
 Anmerkung: Die in Klammern aufgeführten Quartale geben den Beginn der jeweiligen Krise an. Die Prognosen zu den Vereinigten Staaten und zum Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf den Zeitraum vom dritten Quartal 2011 bis zum vierten Quartal 2013.

Verschuldung durch einen stetigen Anstieg der Unternehmensersparnis sowie einen anhaltenden Rückgang der Investitionen erzielt, da der Unternehmenssektor verkleinert werden musste (siehe Abbildung 8). Die Nettoersparnis dieses Sektors erhöhte sich auch nach dem Ausbruch der jüngsten Krise. In den Vereinigten Staaten und in den meisten Ländern des Euroraums hängt der Fremdkapitalabbau der Unternehmen jedoch häufig sowohl mit nachfrage- als auch mit angebotsseitigen Faktoren zusammen, wie etwa mit einer stärkeren Neigung, Gewinne angesichts der Unsicherheit in Bezug auf die künftige Nachfrage und restriktive Kreditrichtlinien einzubehalten. Dieses Verhalten wich von dem aktiven Ansatz japanischer Unternehmen ab, die auf den Wertverlust der Sicherheiten reagierten.

Die Art der Anpassung hat auch Implikationen für die Zusammensetzung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. In den Vereinigten Staaten und im Eurogebiet – insbesondere in

den Ländern, in denen es eine große Notwendigkeit zum Fremdkapitalabbau gab (siehe Kasten 2) – implizierten höhere Ersparnisse der privaten Haushalte eine anhaltend gedämpfte Entwicklung der privaten Konsumausgaben sowie eine Korrektur bei den Wohnungsbauinvestitionen ausgehend von dem nicht tragfähigen hohen Niveau, das während des Immobilien- und Kreditbooms erreicht wurde. Seit dem Ende der Rezession leisten beide Komponenten einen geringeren Beitrag zum BIP-Wachstum im Vergleich zu früheren Erholungsphasen.

Ferner wurden die Anpassungen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum durch die Lage der Weltwirtschaft bestimmt. Die Krise in Japan betraf in erster Linie das Land selbst, während die übrige Welt weitgehend unbeeinflusst blieb. Dadurch konnten die Nettoexporte zum Abbau der Ungleichgewichte beitragen. Die jüngste Krise breitete sich deutlich stärker aus, und der allgemeine weltweite Konjunkturabschwung dürfte die Möglichkeiten der Vereinigten Staaten und des Euro-Währungsgebiets, eine wirtschaftliche Erholung durch ein höheres Exportwachstum zu erzielen, beeinträchtigt haben (siehe Abbildung 9).

## Kasten 2

## BILANZANPASSUNGEN IN DEN EINZELNEN LÄNDERN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

In aggregierter Betrachtung ist das Euro-Währungsgebiet nicht in demselben Ausmaß von den Bilanzproblemen betroffen, wie sie in den 1990er-Jahren in Japan zu beobachten waren bzw. derzeit in den Vereinigten Staaten zu verzeichnen sind. Die Verschuldung des privaten Sektors hält sich allgemein weiterhin in Grenzen, und der Auslandsvermögensstatus des Euroraums insgesamt ist per saldo weitgehend ausgeglichen. Allerdings hängen die aktuellen Schwierigkeiten einiger Euro-Länder in erster Linie mit deren übermäßiger Verschuldung zusammen.<sup>1</sup> So waren manche Länder nach einer kräftigen Kreditausweitung und einer deutlichen Korrektur der Vermögenspreise dem Druck ausgesetzt, ihren Verschuldungsgrad abzubauen; die Herausforderungen, denen diese Staaten gegenüberstehen, scheinen somit recht eng mit den Problemen verbunden zu sein, die mit Bilanzanpassungen im Zusammenhang stehen.

Eine Analyse der Ungleichgewichte im Euroraum auf Grundlage der Sektorkonten zeigt, dass die Auslandsposition des Eurogebiets insgesamt zwar nach wie vor nahezu ausgeglichen ist, sich jedoch zwischen zwei Ländergruppen zunehmende Unterschiede herauskristallisiert haben, nämlich den „Überschussländern“, die in den fünf Jahren bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 Leistungsbilanzüberschüsse aufwiesen, und den „Defizitländern“, die in diesem Zeitraum entsprechende Fehlbeträge verbuchten<sup>2</sup> (siehe Abbildung A). Die Zusammensetzung der Gruppen hängt naturgemäß sehr stark vom Referenzzeitraum ab und würde sich mit der Zeit ändern. Zwar dürfte die Zunahme der Finanzierungsdefizite des privaten Sektors der Defizitländer zum Teil auf die stärkere Finanzintegration innerhalb des Euroraums zurückzuführen sein, doch die Auswirkungen der Kreditbooms in einigen Staaten waren ebenfalls für diese Lage verantwortlich. In den Defizitländern führte die Rezession im Gefolge der Krise – zusammen mit deutlichen Korrekturen der Wohnimmobilienpreise in einigen Ländern – zu einem umfassenden Abbau des Fremdkapitalanteils durch den privaten Sektor. Der Finan-

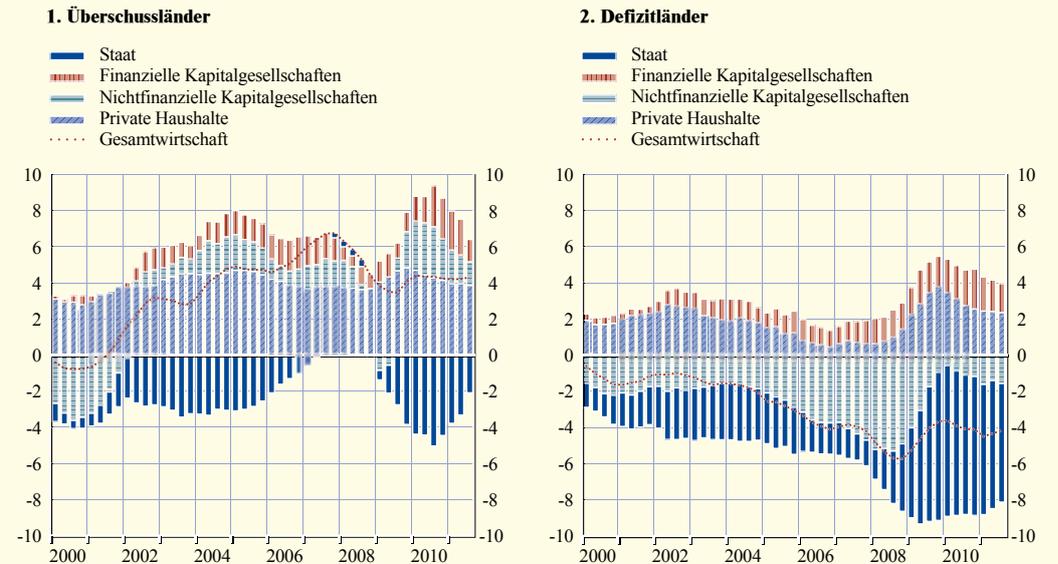
1 Siehe EZB, Die Finanzkrise im Spiegel der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet: eine Betrachtung der Finanzierungsströme, Monatsbericht Oktober 2011.

2 Zu den „Überschussländern“ zählen Belgien, Deutschland, Luxemburg, die Niederlande, Österreich und Finnland. Die „Defizitländer“ umfassen Irland, Estland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Zypern, Malta, Portugal, die Slowakei und Slowenien. Weitere Einzelheiten zur Analyse der Sektorkonten des Euroraums während der Finanzkrise und zur Zuordnung der Euro-Länder finden sich in: EZB, Ungleichgewichte im Euro-Währungsgebiet aus Sicht der Sektorkonten, Kasten 3, Monatsbericht Februar 2012.



## Abbildung A Finanzierungssaldo nach Ländergruppen

(in % des BIP; Vierteljahrssummen)



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Der Finanzierungssaldo wird in dieser Abbildung der Einfachheit halber bereinigt dargestellt, d.h. ohne Nettozugang an nicht-produzierten Vermögensgütern (zur Vermeidung von Verzerrungen aufgrund der beträchtlichen Erlöse aus dem Verkauf der UMTS-Mobilfunklizenzen im Jahr 2000). Positive/negative Zahlen entsprechen dem Finanzierungüberschuss/-defizit. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2011.

zierungüberschuss der privaten Haushalte weitete sich beträchtlich aus, und die expansiven Finanzierungssalden der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften vor der Krise kehrten sich rasch um.

Parallel dazu kam es zu einer spürbaren Verschlechterung der Haushaltssalden, und die Staatsverschuldung stieg zügig an, wenngleich in den einzelnen Ländern des Euroraums deutliche Unterschiede verzeichnet wurden. Infolgedessen nahmen angesichts eines von finanzieller Instabilität und niedrigem Wachstum gekennzeichneten Umfelds in einer Reihe von Euro-Ländern die Risiken für die Tragfähigkeit der Schulden zu. Im Gegensatz zu Japan, wo der Anstieg der öffentlichen Verschuldung weitgehend auf die anschließend erteilten öffentlichen Bauaufträge zur Ankurbelung der Wirtschaft zurückzuführen war, spielte die Unterstützung des Finanzsektors im Euroraum allerdings eine größere Rolle. In diesem Zusammenhang können die staatlichen Stützungsmaßnahmen zur Sanierung des Finanzsystems als positiv für das langfristige Wachstum angesehen werden, sofern sie die finanzielle Solidität wiederherstellen und die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung keinem Risiko aussetzen.

Die Tabelle liefert eine Aufstellung des unterschiedlichen Verschuldungsgrads der einzelnen Euro-Länder auf Basis von Angaben der Europäischen Kommission im Zusammenhang mit der Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte in der EU und im Euroraum (im Frühwarnbericht der Europäischen Kommission am 14. Februar 2012 veröffentlicht). Sie zeigt zudem den Umfang des Schuldenabbaus, der in den kommenden Jahren in einigen Ländern des Eurogebiets erforderlich sein wird. So verzeichnen Irland, Spanien, Zypern und Portugal einen hohen privaten sowie öffentlichen Schuldenstand, und auch ihr Netto-Auslandsvermögensstatus weist ein deutlich übermäßiges Defizit auf. Spanien und Irland sind zudem Beispiele für Länder, in denen

**Scoreboard des Warnmechanismus für die Volkswirtschaften im Euro-Währungsgebiet und ausgewählte Indikatoren**

(in % des BIP)

Jahr 2010	Netto-Auslandsvermögensstatus	Verschuldung des privaten Sektors	Verschuldung des öffentlichen Sektors
Belgien	77,8	232,8	96,2
Deutschland	38,4	128,1	83,2
Estland	-72,8	176,1	6,7
Irland	-90,9	341,3	92,5
Griechenland	-92,5	124,1	144,9
Spanien	-89,5	227,3	61,0
Frankreich	-10,0	159,8	82,3
Italien	-23,9	126,4	118,4
Zypern	-43,4	289,2	61,5
Luxemburg	96,5	253,9	19,1
Malta	9,2	212,0	69,1
Niederlande	28,0	223,4	62,9
Österreich	-9,8	165,7	71,8
Portugal	-107,5	248,5	93,4
Slowenien	-35,7	128,8	38,8
Slowakei	-66,2	69,0	41,0
Finnland	9,9	177,7	48,3
<b>Nachrichtlich: Schwellenwerte</b>	<b>-35,0</b>	<b>160,0</b>	<b>60,0</b>

Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Die schattierten Felder verweisen auf Länder, die den Schwellenwert im Jahr 2010 überschritten haben.

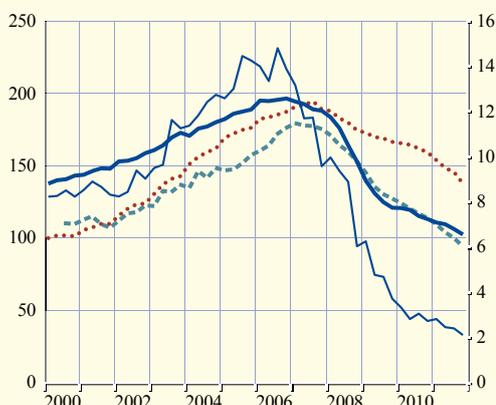
die Bilanzschwierigkeiten auf einen Hausse-Baisse-Zyklus im Immobiliensektor zurückzuführen sind. Vor diesem Hintergrund ist deren Erfahrung in gewisser Weise mit den Bilanzkorrekturen in Japan in den 1990er-Jahren sowie den aktuellen in den Vereinigten Staaten vergleichbar. Sowohl in Spanien als auch in Irland stieg die Kreditvergabe an den privaten Sektor ab Beginn des neuen Jahrtausends deutlich an und führte zu einem Immobilien- und Bauboom. Nachdem die Wohnungsbauminvestitionen im Jahr 2007 einen Höchststand erreicht hatten, wurde in den Folgejahren ein drastischer Rückgang verzeichnet, und die Korrekturen sind dem Anschein nach größtenteils abgeschlossen. Die Preise für Wohneigentum erreichten im selben Jahr in beiden Ländern ebenfalls ihren Höhepunkt. Während die Korrekturen in Irland beträchtlich ausfielen, wurde die Überbewertung der spanischen Wohnimmobilienpreise eher schrittweise korrigiert (siehe Abbildung B).

In den Jahren vor den Hausse-Phasen bei den Vermögenspreisen war in beiden Volkswirtschaften eine kräftige Zunahme der Verschul-

**Abbildung B Wohnungsbauminvestitionen gemessen am BIP und reale Preise für Wohnimmobilien in Spanien und Irland**

(linke Skala: 2000 = 100; rechte Skala: in % des BIP; Quartalswerte)

- Spanien: Wohnungsbauminvestitionen (rechte Skala)
- ... Spanien: reale Preise für Wohnimmobilien (linke Skala)
- - - Irland: reale Preise für Wohnimmobilien (linke Skala)
- Irland: Wohnungsbauminvestitionen (rechte Skala)

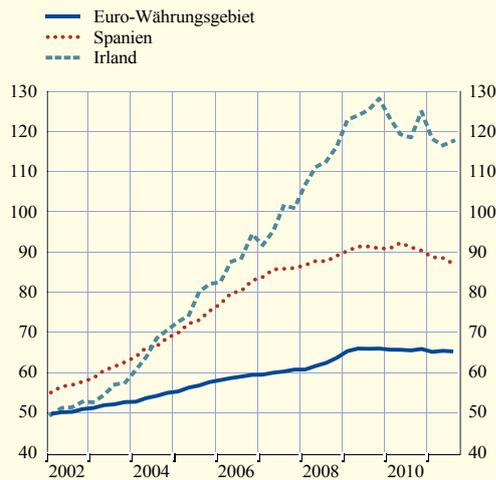


Quellen: Central Statistics Office, Instituto Nacional de Estadística und Eurostat.

Anmerkung: Die Preise für Wohnimmobilien wurden mit dem HVPI deflationiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2011.

### Abbildung C Verschuldung der privaten Haushalte

(in % des BIP; Quartalswerte)



Quellen: Central Statistics Office, Instituto Nacional de Estadística und Eurostat.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2011.

derung des privaten Sektors zu beobachten. Die Schulden der privaten Haushalte wuchsen bis zur Finanzkrise merklich an und erreichten in Irland knapp 130 % des BIP bzw. in Spanien 90 % des BIP. Im Vergleich dazu verringerte sich der entsprechende Schuldenstand im Euroraum auf 65 % des BIP. Seitdem haben die privaten Haushalte in Irland ihre Verschuldung im Vergleich zu Spanien stärker abgebaut (siehe Abbildung C).<sup>3</sup>

Auch der Verschuldungsgrad der öffentlichen Haushalte erhöhte sich in beiden Ländern besonders stark. Gegenüber den vor der Krise im Jahr 2007 verzeichneten Ständen ist die Schuldenquote Schätzungen zufolge im vergangenen Jahr in Irland um 83,2 Prozentpunkte auf 108,1 % und in Spanien um 33,4 Prozentpunkte auf 69,6 % gestiegen,<sup>4</sup> was unter anderem auf die umfangreichen Hilfsmaßnahmen für in Schwierigkeiten geratene Finanzinstitute zurückzuführen ist.

Insgesamt dauert der Abbau des Verschuldungsgrads in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets noch an, und die Verringerung des privaten sowie des öffentlichen Schuldenstands dürfte das Wachstum in den kommenden Jahren einschränken, da die Bilanzanpassungen die Investitionsausgaben der Unternehmen und den Konsum der Privathaushalte belasten. Zugleich könnte auch eine Phase niedrigen Wachstums in diesen Ländern Teil der Anpassung sein, weil die Ungleichgewichte in erster Linie mit Nachfragebooms zusammenhängen, die im Vorfeld der Krise auftraten. Ohne den fortdauernden Anpassungsprozess hätte später eine weitaus einschneidendere Korrektur erfolgen können.

3 Eine Analyse des Verschuldungsgrads von Unternehmen im Euroraum einschließlich eines Vergleichs mit den Vereinigten Staaten findet sich in: EZB, Unternehmensverschuldung im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Februar 2012.

4 Siehe Herbstprognose 2011 der Europäischen Kommission.

#### 4 ABBAU VON UNGLEICHGEWICHTEN UND WACHSTUMSPOTENZIAL

Abgesehen von den Nachfrageeffekten, die in der Erholungsphase zum Tragen kommen, kann sich das Wirtschaftswachstum auch verringern, wenn das Angebotspotenzial einer Volkswirtschaft beeinträchtigt ist. Erhebliche wirtschaftliche Anpassungen können zu einem Rückgang der Flexibilität und Verlusten beim immateriellen Vermögen bzw. Humankapital führen, da Unternehmen wie auch private Haushalte unter

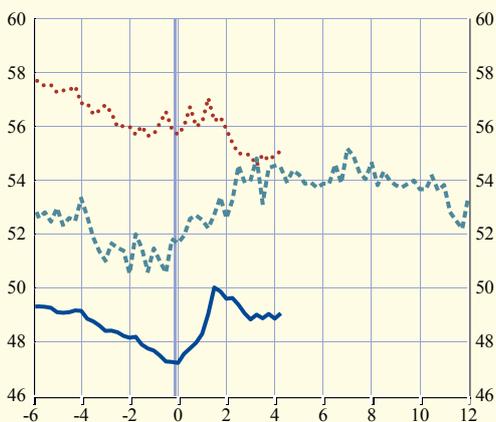
langen Phasen von Unterauslastung bzw. Unterbeschäftigung leiden. Die Folge wäre ein niedrigeres Wachstum des Produktionspotenzials der Volkswirtschaft. Aktuelle Schätzungen weisen darauf hin, dass sich das Potenzialwachstum sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten während des jüngsten Konjunkturabschwungs deutlich verringert hat. Wenngleich es nach wie vor schwierig ist, das Produktionspotenzial in Echtzeit zu messen, gehen die OECD, der IWF und die Europäische Kommission von einem Rückgang des durchschnittlichen

Abbildung 10 Arbeitnehmerentgelt

(in % des BIP; Quartalswerte)

x-Achse: Jahre ab Beginn der Krise

— Euro-Währungsgebiet (Q3 2007)  
 ..... Vereinigte Staaten (Q3 2007)  
 - - - Japan (Q1 1991)

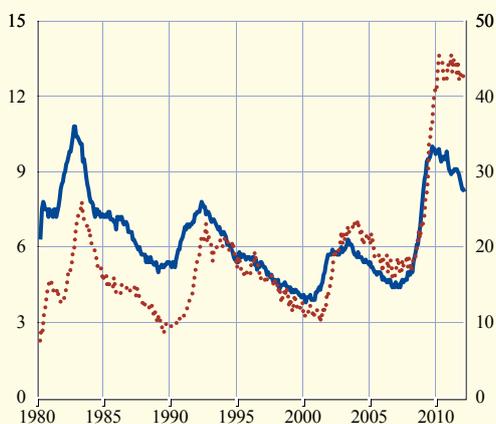


Quellen: Bureau of Economic Analysis, japanische Regierung und Eurostat.  
 Anmerkung: Die in Klammern aufgeführten Quartale geben den Beginn der jeweiligen Krise an. Die jüngsten Angaben für die Vereinigten Staaten und das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf das vierte Quartal 2011.

Abbildung 11 Arbeitslosenquote in den Vereinigten Staaten und Dauer der Arbeitslosigkeit

(linke Skala: in %; rechte Skala: in % der seit 27 Wochen oder länger erwerbslosen Personen insgesamt, Monatswerte)

— Arbeitslosenquote (linke Skala)  
 ..... 27 Wochen oder länger erwerbslos (rechte Skala)



Quelle: Bureau of Labor Statistics.  
 Anmerkung: Arbeitslosenquote bezogen auf zivile Erwerbspersonen ab 16 Jahren. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2012.

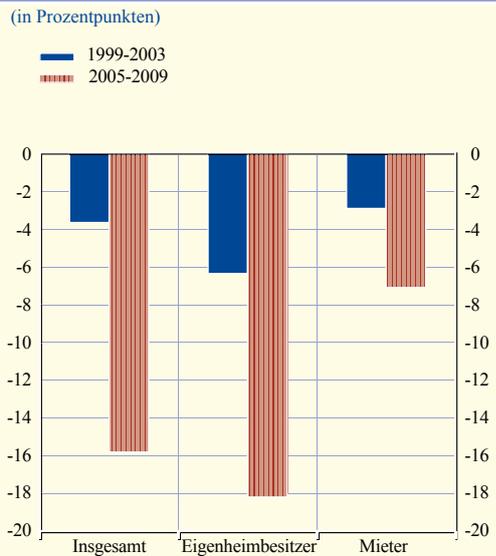
chen Potenzialwachstums um rund 1 Prozentpunkt im Zeitraum von 2008 bis 2011 gegenüber dem vorangegangenen Jahrzehnt aus.<sup>3</sup> Über einen ähnlichen Zeithorizont betrachtet schwächte sich das Potenzialwachstum Japans nach 1992 im Schnitt um etwa 2 Prozentpunkte ab.

Die genauen Auswirkungen auf das langfristige Wirtschaftswachstum dürften Unterschiede bei der Struktur der einzelnen Volkswirtschaften und bei der Art des Abbaus wirtschaftlicher Ungleichgewichte widerspiegeln. So war nicht der gesamte Rückgang des Produktionspotenzials in Japan auf Bilanzanpassungen und Rigiditäten im Unternehmenssektor zurückzuführen (wie in Kasten 1 ausgeführt), sondern auch der Alterung sowie der daraus resultierenden Verringerung der Erwerbspersonenzahl zuzuschreiben. In diesem Zusammenhang gehen die Vereinten Nationen davon aus, dass die USA und der Euroraum ebenfalls wachsenden Herausforderungen hinsichtlich einer alternden Bevölkerung gegenüberstehen dürften, obwohl das Ausmaß im Vergleich zu Japan geringer ausfällt.

Angesichts der vergleichsweise höheren Arbeitsmarktflexibilität in den Vereinigten Staaten war dort insbesondere das Beschäftigungsniveau von den Anpassungen betroffen. Der Stellenabbau stützte das Produktivitätswachstum sowie die Unternehmensgewinne und schlug sich in einer stark zunehmenden Arbeitslosigkeit sowie einem rückläufigen Anteil des Arbeitseinkommens an der Gesamtwirtschaft nieder (siehe Abbildung 10). Die Zahl der Arbeitslosen, die seit mehr als sechs Monaten auf Stellensuche sind, gemessen an der Arbeitslosenzahl insgesamt blieb Anfang 2012 in der Nähe des Höchststands (siehe Abbildung 11). Diese langen Zeiten der Arbeitslosigkeit könnten aufgrund einer Dequalifizierung zu einem geringeren Humankapital führen. Die Wahrscheinlichkeit einer Neueinstellung wird zudem dadurch tendenziell verringert, dass Erwerbslose Beschäftigungsnetz-

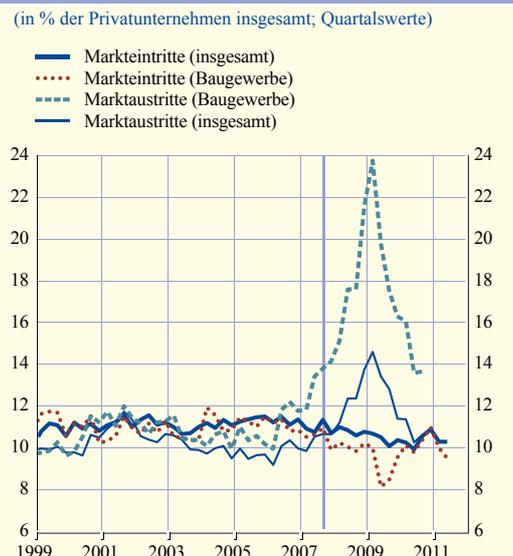
3 Siehe EZB, Antriebskräfte des Potenzialwachstums – Das Euro-Währungsgebiet und die Vereinigten Staaten im Vergleich, Kasten, in: Verlaufsmuster makroökonomischer Zyklen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten – Was ist diesmal anders?, Monatsbericht Mai 2011.

**Abbildung 12** Veränderung der Mobilitätsrate der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten



Quellen: American Housing Survey, U.S. Census Bureau und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Halbjährliche Daten. Die Mobilitätsrate wird definiert als der Anteil der privaten Haushalte, die angaben, in den letzten zwölf Monaten umgezogen zu sein. Die Auswahl der Referenzjahre dient einem Vergleich der Veränderung der Mobilitätsrate in einem Zeitraum von vier Jahren und umfasst die jüngste sowie die vorangegangene Rezession (2007-2009 bzw. 2000-2001).

**Abbildung 13** Marktein- und -austritte von Unternehmen in den Vereinigten Staaten



Quellen: Bureau of Labor Statistics und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben für Markteintritte beziehen sich auf das erste Quartal 2011, jene für Marktaustritte auf das dritte Quartal 2010. Die vertikale Linie markiert das dritte Quartal 2007 (den Beginn der Krise).

werke, Ansehen und Zugehörigkeitsgefühl zur Erwerbsbevölkerung verlieren, wodurch sich ein Teil des konjunkturbedingten Anstiegs in eine strukturelle Arbeitslosigkeit umkehrte. Darüber hinaus könnten die Beschäftigungsaussichten über Jahre hinweg negativ betroffen sein, weil aufgrund des anhaltenden Ausbaus der Arbeitslosenunterstützung Arbeitsanreize fehlen, mit der Folge, dass sich die Leistungsempfänger weniger um eine neue Anstellung bemühen. Die Arbeitsanpassung in den verschiedenen Sektoren und Regionen könnte schließlich durch die sinkende Mobilität der Arbeitskräfte beeinträchtigt werden, wie die niedrigere Mobilität der privaten Haushalte im Vergleich zur Rezession 2000-2001 – vor allem bei Eigenheimbesitzern – zeigt (siehe Abbildung 12). Möglicherweise steht dies im Zusammenhang mit Problemen am Wohnimmobilienmarkt, da ein beträchtlicher Teil der Privathaushalte in Immobilien festsetzt, die unter dem verbleibenden Hypothekensaldo bewertet werden, wodurch ein Auszug schwieriger

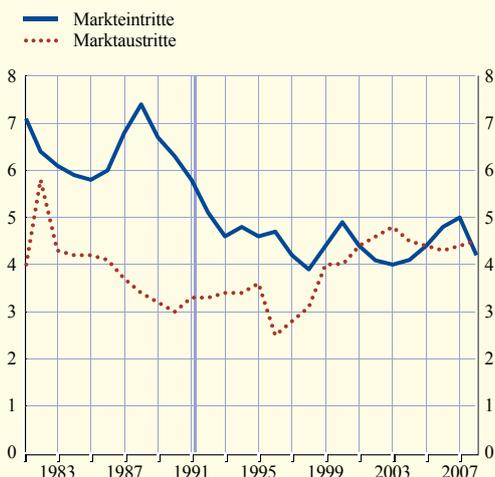
wird, weil eine sofortige Bilanzierung von Verlusten erforderlich wäre.<sup>4</sup>

Im Gegensatz zur nachlassenden Arbeitsmobilität gibt es kaum Hinweise auf eine rückläufige Flexibilität im US-Unternehmenssektor. Im Zuge der Krise stieg die Zahl der Marktaustritte von Unternehmen insbesondere in Sektoren mit Anpassungsbedarf wie z. B. dem Baugewerbe deutlich an, während der Anteil der Markteintritte relativ stabil blieb, was darauf schließen lässt, dass der Mechanismus der „schöpferischen Zerstörung“ zum Tragen kam (siehe Abbildung 13). Dies steht in deutlichem Kontrast zu der Entwicklung der 1990er-Jahre in Japan, als der Anstieg der Firmenpleiten zwar vergleichsweise gering ausfiel, die Zahl der neu gegründeten

4 Hinweise darauf, dass Wertverluste beim Immobilienvermögen die Mobilität von privaten Haushalten um 30 % verringert haben, finden sich in: F. Ferreira, J. Gyourko und J. Tracy, Housing Busts and Household Mobility: An Update, Staff Reports der Federal Reserve Bank of New York, Nr. 526, 2011.

Abbildung 14 Marktein- und -austritte von Unternehmen insgesamt in Japan

(in % der durchschnittlichen Anzahl aller Unternehmen; Jahreswerte)



Quellen: Ministerium für Gesundheit, Arbeit und Soziales sowie Ministerium für Wirtschaft, Handel und Industrie.

Anmerkung: Marktein- und -austritte von Unternehmen, einschließlich Eröffnungen und Schließungen aufgrund von Eröffnungen, Schließungen und Umzügen von Niederlassungen und Werken. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2008. Die vertikale Linie markiert das erste Quartal 1991 (den Beginn der Krise).

Unternehmen jedoch drastisch zurückging; dadurch wurde letztlich eventuell effizienteren Firmen der Marktzugang verwehrt (siehe Abbildung 14). Die Vereinigten Staaten haben zudem anscheinend Verzerrungen im Zusammenhang mit der automatischen Verlängerung von Krediten vermieden, da – im Gegensatz zu Japan – der Anteil der Kredite für in Schwierigkeiten geratene Sektoren (wie z. B. gewerbliche Realkredite) an der gesamten Kreditvergabe rückläufig war oder auf relativ niedrigem Niveau blieb.

Das Euro-Währungsgebiet steht vor vergleichbaren strukturellen Herausforderungen. Anders als in den USA verzeichneten mehrere Euro-Länder bereits vor der Rezession eine hohe Langzeitarbeitslosigkeit. Die jüngste Zunahme der Arbeitslosigkeit hat daher die Notwendigkeit einer größeren Flexibilität an den Arbeitsmärkten wieder verstärkt. Dies war besonders in den Ländern deutlich zu erkennen, die während Immobilienbooms hohe Zuwächse bei der Beschäftigung im Baugewerbe verbuchten. Diese Volkswirtschaft-

ten verfügen nun über eine große Zahl an ehemaligen Beschäftigten aus dem Bausektor, was eine Herausforderung für Aktivierungs- und Schulungsmaßnahmen darstellt. Zwar gibt es seit der jüngsten konjunkturellen Abkühlung Anzeichen von Veränderungen des Verlaufsmusters der Nettomigration innerhalb des Euroraums, doch ist die Migration von Arbeitskräften zwischen den einzelnen Euro-Ländern weniger stark ausgeprägt als zwischen den einzelnen Bundesstaaten der USA und ein nicht so bedeutsamer Kanal für die Entschärfung spezifischer regionaler Probleme.

Schließlich hat die jüngste Krise die Herausforderungen herausgestellt, denen mehrere Euro-Länder, die in den ersten zehn Jahren seit Bestehen der Währungsunion an Wettbewerbsfähigkeit verloren haben, gegenüberstehen. Während die Lohnstückkosten für den Euroraum insgesamt im Zeitraum von 1999 bis 2007 durchschnittlich um 1,5 % anstiegen, waren die Zuwächse in Ländern wie Griechenland, Portugal, Spanien und Irland nahezu doppelt so hoch. Die Wettbewerbsverluste spiegelten das hohe nominale Lohnwachstum in jedem einzelnen dieser Länder wider. In einigen Ländern ließen sie sich allerdings auch auf eine schwache Produktivitätsentwicklung zurückführen. Die kumulativen Auswirkungen dieser dauerhaften Unterschiede waren eine schrittweise Erosion der Wettbewerbsposition der betreffenden Länder und (wie in Kasten 2 dargelegt) die Akkumulation außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte mit hohen Nettoverbindlichkeiten beim Auslandsvermögensstatus. Gibt es keine große Mobilität der Arbeitskräfte und keine öffentlichen Transferzahlungen zwischen den einzelnen Ländern, so kommt in einer Währungsunion, die über eine einheitliche Währung und eine gemeinsame Geldpolitik verfügt, als wichtigster Anpassungsmechanismus der Kanal der Wettbewerbsfähigkeit zum Tragen. Um diese wiederherzustellen, müssen die Löhne in einigen Ländern für längere Zeit langsamer steigen als die Produktivität. Ohne rasches Handeln zur Wiedererlangung der Konkurrenzfähigkeit, insbesondere durch Senkung der Lohnstückkosten, dürften die Länder über geraume Zeit einem langsameren Wachstum ausgesetzt sein, bis die Ungleichgewichte beseitigt sind und die Wettbewerbsfähigkeit wiederhergestellt ist.

## 5 MÖGLICHE LANGFRISTIGE VERZERRUNGEN DER FINANZINTERMEDIATION

Ein langwieriger Abbau von Ungleichgewichten wirkt sich auch auf den Finanzsektor aus. Die erforderlichen Bilanzanpassungen können die Verfügbarkeit von Krediten beeinträchtigen und Verzerrungen der Finanzintermediation mit sich bringen, da entweder der finanzielle oder der nichtfinanzielle Sektor versucht, die Exzesse früherer Jahre zu korrigieren. In Japan waren die Folgen des Platzens der Aktienblase vorwiegend auf eine Schwächung der Solidität des inländischen Bankensystems begrenzt.<sup>5</sup> Im Gegensatz dazu bedeutete die herausragende Stellung des Originate-to-Distribute-Modells in den Vereinigten Staaten mittels Verbriefungen (eine seinerzeit auch in einigen Euro-Ländern übliche Vorgehensweise), dass die Auswirkungen der dramatischen Zunahmen von Zahlungsrückständen und Ausfällen bei US-Hypotheken nicht nur auf Banken in den USA beschränkt waren, sondern sich auch außerhalb des Bankensektors und weltweit durch

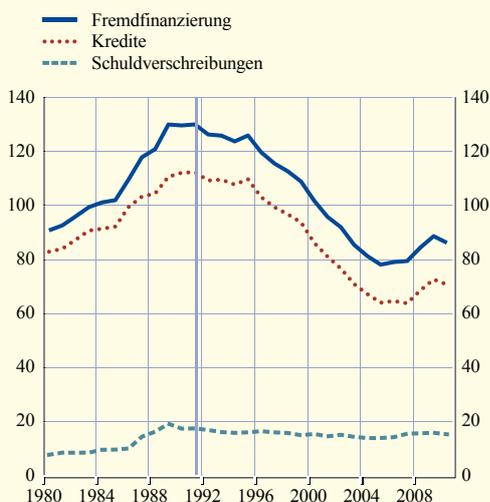
Kapitalverluste von Investoren in hypothekarisch besicherte US-Wertpapiere ausbreiteten. Dies hatte Folgewirkungen für den Finanzsektor im Euroraum und führte dazu, dass die Kreditinstitute in den meisten Ländern des Euro-Währungsgebiets Rekapitalisierungsbedarf hatten.

Maßgeblich für die Auswirkungen der Krise auf die Kreditvergabe war unter anderem auch die Bedeutung, die Finanzintermediäre in den Finanzsystemen Japans, des Eurogebiets und der USA haben. In den Vereinigten Staaten, wo Unternehmen in einem größeren Ausmaß auf die marktbasierter Finanzierung zurückgreifen, dürfte die Beeinträchtigung des Selektionsmechanismus bei der Vergabe von Unternehmenskrediten, die durch Probleme des Bankensektors zustande kam, eine nicht allzu große Rolle gespielt haben (siehe Abbildung 15 bis 17). Grund hierfür ist, dass die Kreditentscheidungen der Banken von

<sup>5</sup> Im Gegensatz zu Banken in den Vereinigten Staaten und im Euroraum halten Kreditinstitute in Japan für gewöhnlich umfangreiche Anlagen in Aktien von Unternehmen aus dem Nichtbankensektor.

Abbildung 15 Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in Japan

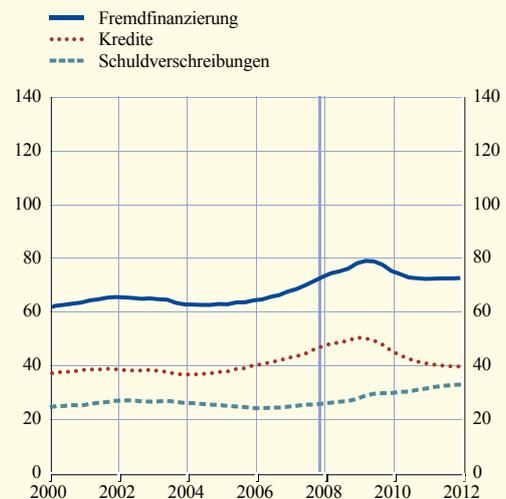
(in % des BIP; Quartalswerte)



Quellen: Bank von Japan und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Fremdfinanzierung entspricht den in der japanischen Finanzierungsrechnung enthaltenen Kreditmarktpapieren. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2010. Die vertikale Linie markiert das erste Quartal 1991 (den Beginn der Krise).

Abbildung 16 Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen in den Vereinigten Staaten

(in % des BIP; Quartalswerte)



Quellen: Board of Governors des Federal Reserve System und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Fremdfinanzierung entspricht den in der US-amerikanischen Finanzierungsrechnung enthaltenen Kreditmarktpapieren. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2011. Die vertikale Linie markiert das dritte Quartal 2007 (den Beginn der Krise).

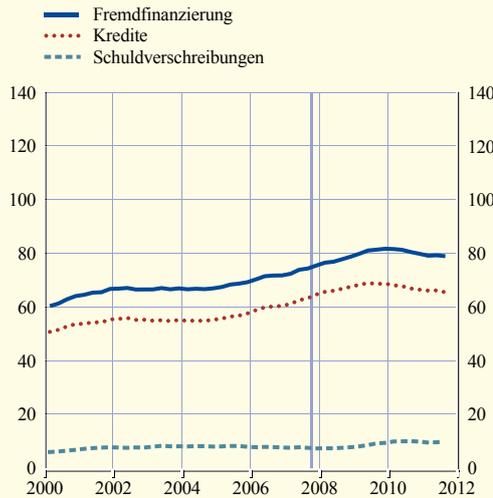
der Schärfe der Überwachung von Regulierungsvorschriften, die womöglich für die Entscheidungen der Banken in Japan von Bedeutung war (siehe Kasten 1), weniger stark betroffen sind. Tatsächlich unterscheidet sich der Kreditzyklus in den USA und in geringerem Ausmaß in Europa darin, dass eine schnellere Normalisierung an den Märkten für Vermögenswerte im Vergleich zu den Bankensystemen und eine Verlagerung von Banken hin zu den Kapitalmärkten als bevorzugte Quelle der Unternehmensfinanzierung festgestellt werden konnte.<sup>6</sup>

Während die Marktfinanzierung ein Weg ist, durch Probleme des Bankensektors verursachte Kreditbeschränkungen zu umgehen, greifen kleine und mittlere Unternehmen tendenziell fast ausschließlich auf Bankdarlehen zurück.<sup>7</sup> In diesem Zusammenhang ist die Reaktion der Politik zur Lösung der Bankenprobleme entscheidend. Während diese in Japan auf sich warten ließ, wiesen die Banken in den Vereinigten Staaten und im Euroraum Verluste in ihren Bilanzen aus und rekaptalisiert sich frühzeitig mithilfe staatlicher Mittel<sup>8</sup>; die Kreditinstitute beider Volkswirtschaften verfügen nun über höhere Eigenkapitalquoten als vor der Krise. Die raschere Reaktion war zum Teil auf die unterschiedliche Ausgestaltung des Problems zurückzuführen. In der jüngsten Krise waren die Verluste vor allem verbrieften Produkten zuzuschreiben, bei denen im Normalfall eine Bewertung zu Marktpreisen erfolgt. Dies erleichterte die zeitnahe Erfassung von Verlusten im Gegensatz zu Japan, wo sich die Schwierigkeiten in erster Linie auf notleidende Kredite konzentrierten, die in Büchern japanischer Banken geführt wurden.

Ungeachtet dessen sind die Finanzsektoren der USA und des Euroraums bestimmten Herausforderungen ausgesetzt, die das Potenzial haben, die Kreditvergabe und das Tempo der konjunkturellen Erholung zu drosseln. Angesichts von Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich der Bonität einiger Euro-Länder mussten sich die Banken im Eurogebiet in jüngster Zeit Fragen hinsichtlich der Werthaltigkeit ihrer Bilanzen in Bezug auf ihre Ausleihungen an Staaten gefallen lassen. Da die Banken Eigenkapitalpuffer gegen derartige

Abbildung 17 Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP; Quartalswerte)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet wird auf konsolidierter Basis durch Verrechnung der in den nicht konsolidierten Daten enthaltenen Kredite zwischen verbundenen Unternehmen berechnet und umfasst Pensionsrückstellungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2011. Die vertikale Linie markiert das dritte Quartal 2007 (den Beginn der Krise).

Darlehen aufbauen müssen, wird davon ausgegangen, dass die Kreditinstitute in Europa in den kommenden Jahren Bilanzkürzungen vornehmen werden, die das Kreditangebot für produktive Wirtschaftssektoren beeinflussen dürften.

In den Vereinigten Staaten stellen die langsame Umstrukturierung des Hypothekenmarkts sowie die dortigen Verzerrungen im Zusammenhang

6 Siehe IWF, Global Financial Stability Report, September 2011.  
7 Eine weitere Möglichkeit, die Abhängigkeit von Banken zu verringern, wäre der Rückgriff auf Handelskredite und Ausleihungen zwischen verbundenen Unternehmen. Siehe beispielsweise EZB, Die Finanzkrise im Spiegel der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet: eine Betrachtung der Finanzierungsströme, Monatsbericht Oktober 2011.  
8 Auf dem Höhepunkt der Krise tätigte die US-Regierung im Rahmen des „Troubled Asset Relief Program“ (TARP) Investitionen in Banken, die etwa 88 % der US-Bankholdinggesellschaften ausmachten, indem sie Vermögenswerte im Umfang von 245 Mrd USD ankauften. Bis 2011 verteilten sich die noch nicht an das Finanzministerium zurückgezahlten Beträge auf weniger als 8 % der Bankholdinggesellschaften, und die Steuerzahler holten 256 Mrd USD einschließlich Zinsen und sonstigen Einkünften wieder herein (siehe US Treasury, Three Year Anniversary Report, Oktober 2011).

mit der Dominanz staatlich geförderter Unternehmen (Government-Sponsored Enterprises – GSEs), die aufgrund ihrer niedrigen Finanzierungskosten die private Finanzierung verdrängen, ein Problem dar, das möglicherweise Ähnlichkeiten mit dem „zombie lending“ in Japan aufweist. Der Rückzug privater Anleger vom Markt, die anstehenden regulatorischen Reformen zur Schaffung strengerer Vorschriften für Hypothekenverbriefungen und eine geringere Bedeutung von GSEs dürften künftig den Zugang privater Haushalte zu Krediten einschränken und die Kosten von Hypotheken in die Höhe treiben.<sup>9</sup>

## 6 REAKTION DER POLITIK AUF DIE KRISE

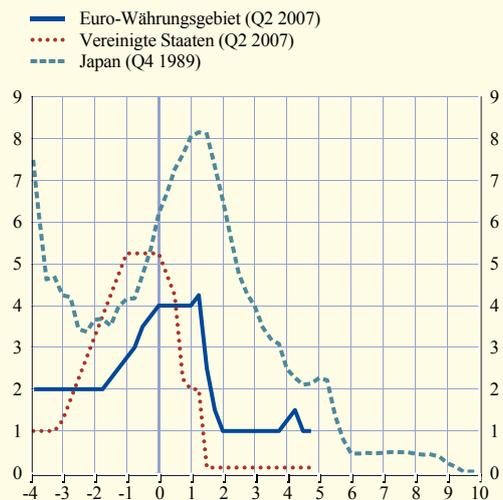
Die Geld- und die Finanzpolitik in den Vereinigten Staaten sowie im Euro-Währungsgebiet reagierten im Vergleich zu Japan in den 1990er-Jahren umfangreicher und frühzeitiger auf den ersten Konjunkturrückgang. Was die Geldpolitik betrifft, so blieben die Leitzinsen in Japan nach dem Beginn der Preiskorrekturen bei Aktien und Grundstücken auf einem deutlich höheren Niveau als im Euroraum und in den USA (siehe Abbildung 18). Die Bank von Japan reagierte langsamer, und darüber hinaus wurden geldpolitische Maßnahmen durch eine rasche Disinflation, die sich ab Ende der 1990er-Jahre in eine Deflation umkehrte, erschwert (siehe Kasten 1). Im Gegensatz dazu sind die Messgrößen der Inflationserwartungen im Eurogebiet wie auch in den Vereinigten Staaten weiterhin nahe bei ihrem jeweils vor der Krise verzeichneten Stand fest verankert, was bedeutet, dass sich das momentan niedrige Zinsumfeld in negativen Realzinsen niederschlägt (siehe Abbildung 19).

Eine Lehre, die aus der Entwicklung der 1990er-Jahre in Japan gezogen werden kann, ist, dass übermäßig verschuldete Sektoren bei einem strukturellen Bedarf an Bilanzsanierungen des privaten Sektors kaum auf geldpolitische Lockerungsmaßnahmen reagieren dürften, wodurch der Transmissionsmechanismus der Zinssätze beeinträchtigt wird.<sup>10</sup> Dies ist in den USA von Bedeutung, wo der große Anteil von Kreditnehmern mit einer Hypothekenschuld, die größer ist

Abbildung 18 Leitzinsen

(in % p. a.; Quartalswerte)

x-Achse: Jahre ab Höchststand der Aktienindizes



Quellen: Federal Reserve Board, Bank von Japan und EZB.  
Anmerkung: Bei den Leitzinsen handelt es sich um den Hauptrefinanzierungssatz (Euro-Währungsgebiet), den Zielzinssatz für Tagesgeld (Vereinigte Staaten) und den Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld (Japan). Die in Klammern aufgeführten Quartale geben den Zeitpunkt des Höchststands an. Die jüngsten Angaben für die Vereinigten Staaten und das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf das erste Quartal 2012.

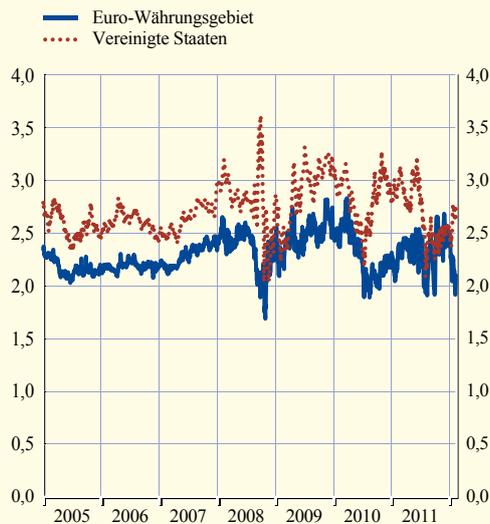
als der Immobilienwert, die Refinanzierung von Ausleihungen zu geringeren Kosten trotz historisch niedriger Hypothekenzinsen belastete. Im Euroraum zeichnete sich ein ähnliches Bild ab: Hier beeinträchtigte die Staatsschuldenkrise die Weitergabe der herabgesetzten Leitzinsen an den privaten Sektor einiger Euro-Länder, was zum Teil auf die starke Korrelation zwischen den

<sup>9</sup> Im Jahr 2011 blieben die Märkte für Private-Label Residential Mortgage-Backed Securities effektiv geschlossen, und 90 % der Vergabe von mit Wohnimmobilien besicherten Krediten in den USA kamen unter den Schirm der GSEs und der vollständig staatlich garantierten Federal Housing Administration (siehe IWF, Article IV Consultation on the United States, Selected Issues, Kapitel 4, Länderbericht Nr. 11/202, 2011).

<sup>10</sup> Im Gegensatz zu vorangegangenen konjunkturellen Schwächephasen in Japan konnte die Herabsetzung der Leitzinsen Anfang der 1990er-Jahre den drastischen Rückgang der Investitionen nicht verhindern, da die Unternehmen Bilanzsanierungen vornehmen mussten und nicht bereit bzw. in der Lage waren, angesichts der Wertverluste ihrer Sicherheiten neue Schulden aufzunehmen. Siehe beispielsweise K. G. Nishimura, This Time May Truly Be Different: Balance Sheet Adjustment under Population Ageing, Rede anlässlich der Jahrestagung der American Economic Association in Denver am 7. Januar 2011.

**Abbildung 19 Fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsraten in fünf Jahren**

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



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 6. April 2012 für die Vereinigten Staaten bzw. den 10. April für das Euro-Währungsgebiet.

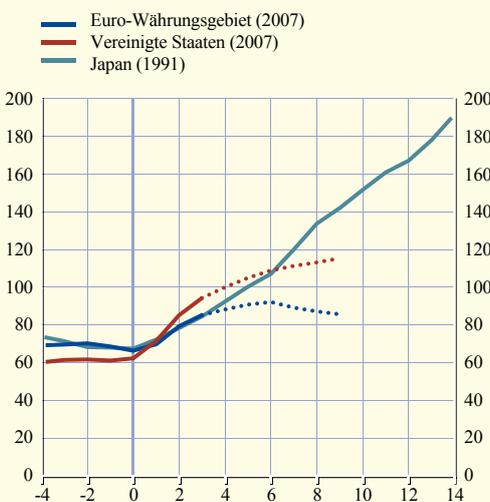
Kosten der Marktfinanzierung für Staaten und Banken zurückzuführen war. Diese Hinweise zeigen, dass die Geldpolitik zwar die Symptome behandeln und Zeit gewinnen kann, jedoch keinen Ersatz für überfällige strukturelle Anpassungen und regulatorische Reformen darstellt. Darüber hinaus können eine über längere Zeit akkomodierende Geldpolitik und eine lange bestehende Überschussliquidität zu Ineffizienzen führen, indem nicht überlebensfähige Unternehmen und Banken aufrechterhalten, Anreize verzerrt und notwendige Anpassungen (wie z. B. die Rückkehr zu soliden öffentlichen Finanzen) hinausgezögert werden.

Was die Finanzpolitik betrifft, so standen die Krisen mit einem raschen Anstieg der Staatsverschuldung im Zusammenhang, wobei sich deren Ausmaß in Japan, in den Vereinigten Staaten, im Euroraum und in den einzelnen Euro-Ländern unterschied (siehe Kasten 2 sowie Abbildung 20 und 21). Die Zunahme der Schuldenquote war unter anderem der deutlichen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, den umfangreichen

**Abbildung 20 Schuldenquoten**

(in %; Jahreswerte)

x-Achse: Jahre ab Beginn der Krise

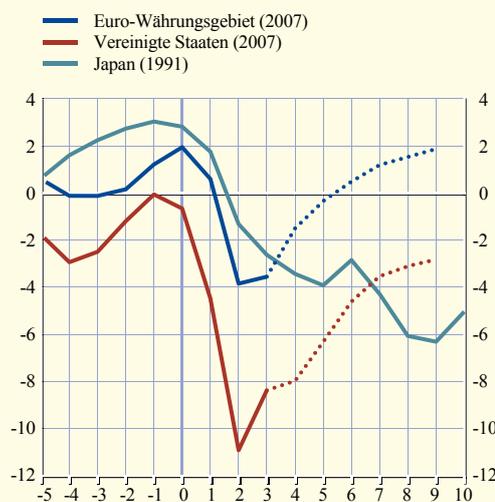


Quellen: World Economic Outlook des IWF, Oktober 2011.  
 Anmerkung: Für die Vereinigten Staaten und das Euro-Währungsgebiet Ist-Daten bis 2010 und Projektionen für den Zeitraum von 2011 bis 2016. Die in Klammern aufgeführten Jahre geben den Beginn der jeweiligen Krise an.

**Abbildung 21 Staatliche Primärsalden**

(in % des BIP; Jahreswerte)

x-Achse: Jahre ab Beginn der Krise



Quellen: World Economic Outlook des IWF, Oktober 2011.  
 Anmerkung: Für die Vereinigten Staaten und das Euro-Währungsgebiet Ist-Daten bis 2010 und Projektionen für den Zeitraum von 2011 bis 2016. Die in Klammern aufgeführten Jahre geben den Beginn der jeweiligen Krise an.

fiskalischen Stützungsmaßnahmen und der Unterstützung des Bankensektors zuzuschreiben, da die Bilanzrezessionen auf Finanzinstitute mit übermäßig hohem Fremdkapitalanteil durchschlugen.

Während Japan, die USA und viele Staaten des Eurogebiets mit expansiven fiskalpolitischen Schritten auf den inländischen Konjunkturerinbruch reagierten, übte die Staatsschuldenkrise besonderen Druck auf die Euro-Länder aus, umfassende Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung einzuleiten. Weder Japan in den 1990er-Jahren noch die Vereinigten Staaten während der jüngsten Krise sahen sich bemerkenswertem Druck vonseiten der Märkte ausgesetzt, ihre hohe Staatsverschuldung abzubauen.<sup>11</sup> Infolgedessen fand im Euroraum bisher eine weiter vorgezogene und umfassendere Haushaltskonsolidierung statt. Darüber hinaus hat die Notwendigkeit, das Vertrauen der Finanzmärkte in die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen wiederherzustellen, umfangreiche Reformen des finanzpolitischen Regelwerks der EU auf den Weg gebracht, wodurch die Haushaltsdisziplin gestärkt wird.

## 7 SCHLUSSBEMERKUNGEN

In diesem Aufsatz wurden einige Unterschiede im Hinblick auf die Ursachen und die politische Reaktion beschrieben, die sich zwischen Japans verlorenem Jahrzehnt und der jüngsten Krise in den Vereinigten Staaten und dem Euro-Währungsgebiet ausmachen lassen. Die USA und der Euroraum werden höchstwahrscheinlich nicht den Weg von Japan nachzeichnen. Andererseits zeigt die Entwicklung in Japan die Schwierigkeiten auf, die sich für Volkswirtschaften aus Bilanzrezessionen und einer Korrektur großer Ungleichgewichte ergeben. Ferner verdeutlicht sie, dass sowohl die Vereinigten Staaten als auch das Eurogebiet vor beträchtlichen Herausforderungen stehen, um die Wachstumsaussichten wiederherzustellen und eine tragfähige sowie nachhaltige Erholung zu erreichen. Daher dürfte die Erholung in beiden Volkswirtschaften entsprechend den Erfahrungen, die nach früheren

Krisen gemacht wurden, schleppend verlaufen und mit Unsicherheit behaftet sein.

Die Entwicklung in Japan zeigt auch, dass vorübergehende Verbesserungen unter Umständen nicht selbsttragend sind, wenn die zugrunde liegenden Ursachen der Krise nicht ausreichend angegangen werden. Eine Lehre ist, dass die Sanierung des Finanzsystems eine Voraussetzung für eine dauerhafte Erholung ist, da ein dysfunktionaler Finanzsektor durch die Verringerung von Investitionen, der Kräfte der „schöpferischen Zerstörung“ und letztlich von Innovationen das Produktivitätswachstum behindern könnte. Eine nachhaltigere Erholung in Japan war erst nach der Umsetzung einer umfassenden Strategie zur Wiederherstellung eines soliden Finanzsystems zu beobachten (2001-2003).<sup>12</sup> Selbst mit einer umfassenden politischen Reaktion nimmt die Sanierung der Bilanzen eine gewisse Zeit in Anspruch und kann zu weniger Flexibilität und einem Kapitalverlust führen, was damit zusammenhängt, dass bei den Ressourcen und auch im Bereich der Beschäftigung zu lange eine Unterauslastung verzeichnet wurde. Die Entwicklung in Japan veranschaulicht auch, wie wichtig es ist, durch Strukturreformen Wachstumshemmnisse abzubauen. Fehlen solche Reformen, dürften strukturell bedingte Probleme wieder auftreten und die Erholung langsam, fragil und reversibel sein. Auch wenn die Staatsschuldenkrise im Euro-Währungsgebiet eigene, spezifische Ursachen hat und ihre Auswirkungen noch nicht vollständig absehbar sind, hat sie die strukturellen Defizite und die Schwachstellen der institutionellen Regelungen aufgezeigt. Das wachsende Bewusstsein, dass

11 Ein solcher Mangel an Marktdruck spiegelt im Fall von Japan die Auswirkungen des Home Bias wider, da die Bestände an heimischen Schuldtiteln nahezu 95 % der gesamten Schuldverschreibungen ausmachen. Die Vereinigten Staaten haben angesichts einer kräftigen Nachfrage seitens institutioneller Investoren und ausländischer offizieller Stellen von einer relativ stabilen Anlegerbasis profitiert. Durch die im Rahmen der quantitativen Lockerung von den Zentralbanken getätigten umfangreichen Käufe von Schuldverschreibungen waren zudem Teile der umlaufenden Schuldtitel der öffentlichen Hand nicht dem Marktdruck ausgesetzt. Siehe IWF, Fiscal Monitor, Oktober 2011.

12 Siehe M. Syed, K. Kang und K. Tokuoka, „Lost Decade“ in Translation: What Japan’s Crisis could Portend about Recovery from the Great Recession, Working Paper des IWF, Nr. WP/09/282, 2009.

## AUFSÄTZE

Vergleich der jüngsten  
Finanzkrise in den  
Vereinigten Staaten und im  
Euro-Währungsgebiet mit den  
Erfahrungen Japans in den  
1990er-Jahren

in Europa Reformen notwendig sind sowie die konkreten Maßnahmen, die im Hinblick auf eine Rückkehr zu soliden öffentlichen Finanzen, ein besser kapitalisiertes Bankensystem, eine Stärkung der Steuerung im Euroraum und die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Länder ergriffen wurden, stellen wichtige Schritte in diese Richtung dar.



# 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>3)</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
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,2	0,81	3,36
2011	2,0	2,3	2,2	-	2,4	0,9	1,39	2,65
2011 Q2	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,3	1,42	3,41
Q3	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,6	1,56	2,48
Q4	1,9	2,1	2,2	-	2,1	-0,3	1,50	2,65
2012 Q1	2,2	2,5	2,5	-	0,9	.	1,04	2,60
2011 Nov.	2,1	2,1	1,9	2,0	1,7	-1,1	1,48	3,07
Dez.	1,7	1,8	1,5	2,0	1,1	-0,3	1,43	2,65
2012 Jan.	2,1	2,3	2,5	2,3	1,2	0,4	1,22	2,67
Febr.	2,5	2,8	2,8	2,8	0,8	0,8	1,05	2,59
März	2,7	2,9	3,2	.	0,6	.	0,86	2,60
April	.	.	.	.	.	.	0,74	2,47

## 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
2010	1,6	2,9	1,5	1,9	7,3	76,7	-0,5	10,1
2011	2,7	5,9	2,8	1,5	3,5	80,3	0,1	10,2
2011 Q3	2,7	5,9	2,6	1,3	3,9	80,0	0,2	10,2
Q4	2,9	5,1	2,8	0,7	-0,2	79,7	-0,2	10,6
2012 Q1	2,7	.	.	.	.	79,7	.	10,9
2011 Nov.	3,0	5,4	.	.	0,0	.	.	10,6
Dez.	2,7	4,3	.	.	-1,6	.	.	10,6
2012 Jan.	2,7	3,8	.	.	-1,7	79,8	.	10,8
Febr.	2,7	3,6	.	.	-1,9	.	.	10,8
März	2,7	.	.	.	.	.	.	10,9
April	2,6	.	.	.	.	79,6	.	.

## 3. Außenwirtschaftsstatistik

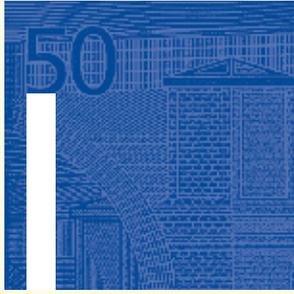
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €)

	Zahlungsbilanz (Nettotransaktionen)			Währungs- reserven (Stand am Ende des Berichts- zeitraums)	Netto-Aus- landsvermö- gensstatus (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)	
2010	-0,4	15,1	51,2	591,2	-13,4	120,4	103,6	101,6	1,3257
2011	7,6	4,6	157,1	667,1	-12,1	120,5	103,4	100,7	1,3920
2011 Q2	-17,9	-2,4	107,2	580,9	-13,5	118,9	105,2	102,6	1,4391
Q3	4,4	2,8	15,8	646,6	-13,1	122,5	103,5	100,6	1,4127
Q4	39,9	14,3	-59,1	667,1	-12,1	120,5	102,1	99,4	1,3482
2012 Q1	.	.	.	671,3	.	.	99,5	96,9	1,3108
2011 Nov.	11,5	5,7	-7,4	683,5	.	.	102,6	99,9	1,3556
Dez.	23,3	8,2	-43,7	667,1	.	.	100,8	98,2	1,3179
2012 Jan.	-10,0	-9,2	-49,8	702,4	.	.	98,9	96,3	1,2905
Febr.	-4,3	2,4	12,8	696,4	.	.	99,6	97,2	1,3224
März	.	.	.	671,3	.	.	99,8	97,3	1,3201
April	.	.	.	.	.	.	99,5	96,9	1,3162

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

	6. April 2012	13. April 2012	20. April 2012	27. April 2012
<b>Gold und Goldforderungen</b>	432 706	432 706	432 706	432 705
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	240 334	239 669	240 381	241 240
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>	53 771	54 513	54 618	52 449
<b>Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	19 870	20 106	19 271	20 271
<b>Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	1 154 483	1 147 981	1 142 714	1 139 372
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	62 625	55 362	51 775	46 369
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	1 090 891	1 090 626	1 090 626	1 092 384
Feinsteuersoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Spitzenrefinanzierungsfazilität	966	1 993	311	619
Forderungen aus Margenausgleich	0	0	1	1
<b>Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	60 752	62 548	183 692	184 738
<b>Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	627 950	627 712	609 674	608 287
Wertpapiere für geldpolitische Zwecke	280 423	280 680	281 148	281 629
Sonstige Wertpapiere	347 526	347 032	328 526	326 658
<b>Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte</b>	31 131	31 131	31 131	31 131
<b>Sonstige Aktiva</b>	344 337	358 493	252 923	251 910
<b>Aktiva insgesamt</b>	2 965 333	2 974 859	2 967 109	2 962 103

#### 2. Passiva

	6. April 2012	13. April 2012	20. April 2012	27. April 2012
<b>Banknotenumlauf</b>	880 885	874 293	869 653	872 690
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	1 084 998	1 086 212	1 084 186	1 099 466
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	86 003	129 019	93 498	91 254
Einlagefazilität	784 829	742 825	775 650	793 958
Termineinlagen	213 500	214 000	214 000	214 000
Feinsteuersoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	667	367	1 037	253
<b>Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	2 288	2 386	2 388	2 402
Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen	0	0	0	0
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	157 631	169 809	166 552	140 609
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	74 064	76 841	76 522	76 400
Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	4 681	3 597	3 819	5 159
Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	7 579	7 846	8 587	8 685
<b>Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte</b>	54 716	54 716	54 716	54 716
<b>Sonstige Passiva</b>	215 159	214 196	215 708	217 000
Ausgleichsposten aus Neubewertung	399 445	399 445	399 445	399 445
Kapital und Rücklagen	83 887	85 519	85 532	85 532
<b>Passiva insgesamt</b>	2 965 333	2 974 859	2 967 109	2 962 103

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	Stand	Mindest-		Stand	Veränderung
				bietungssatz	4		
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1. Jan.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4. <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22.	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9. April	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5. Nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4. Febr.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17. März	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28. April	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9. Juni	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28. <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1. Sept.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6. Okt.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11. Mai	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31. Aug.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18. Sept.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9. Nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6. Dez.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7. März	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6. Juni	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
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
9. Nov.	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
14. Dez.	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-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			Gewichteter Durchschnittssatz	Laufzeit (Tage)
				Festzinssatz	Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungssatz <sup>4)</sup>		
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Hauptrefinanzierungsgeschäfte</b>								
2012 25. Jan.	130 317	136	130 317	1,00	-	-	-	7
1. Febr.	115 579	135	115 579	1,00	-	-	-	7
8.	109 462	135	109 462	1,00	-	-	-	7
15.	142 751	160	142 751	1,00	-	-	-	7
22.	166 490	169	166 490	1,00	-	-	-	7
29.	29 469	83	29 469	1,00	-	-	-	7
7. März	17 541	65	17 541	1,00	-	-	-	7
14.	42 178	75	42 178	1,00	-	-	-	7
21.	59 543	78	59 543	1,00	-	-	-	7
28.	61 078	81	61 078	1,00	-	-	-	7
4. April	62 625	80	62 625	1,00	-	-	-	7
11.	55 362	82	55 362	1,00	-	-	-	7
18.	51 775	85	51 775	1,00	-	-	-	7
25.	46 369	82	46 369	1,00	-	-	-	7
2. Mai	34 420	77	34 420	1,00	-	-	-	7
<b>Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte</b>								
2011 14. Dez.	41 150	42	41 150	1,00	-	-	-	35
22.	29 741	72	29 741	1,00	-	-	-	98
22. <sup>5)6)</sup>	489 191	523	489 191	-	-	-	-	1 134
2012 18. Jan.	38 734	44	38 734	1,00	-	-	-	28
26.	19 580	54	19 580	1,00	-	-	-	91
15. Febr.	14 325	18	14 325	1,00	-	-	-	28
1. März <sup>5)</sup>	6 496	30	6 496	-	-	-	-	91
1. <sup>5)6)</sup>	529 531	800	529 531	-	-	-	-	1 092
14.	9 754	19	9 754	1,00	-	-	-	28
29. <sup>5)</sup>	25 127	48	25 127	-	-	-	-	91
11. April	11 389	20	11 389	1,00	-	-	-	28
26. <sup>5)</sup>	21 338	39	21 338	-	-	-	-	91

#### 2. Sonstige Tendergeschäfte

Abwicklungstag	Art des Geschäfts	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Zinstender					Laufzeit (Tage)
					Mengen- tender	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
2012 25. Jan.	Hereinnahme von Termineinlagen	345 649	113	219 000	-	-	1,00	0,30	0,28	7
1. Febr.	Hereinnahme von Termineinlagen	325 503	100	219 000	-	-	1,00	0,28	0,27	7
8.	Hereinnahme von Termineinlagen	344 328	97	219 000	-	-	1,00	0,28	0,27	7
15.	Hereinnahme von Termineinlagen	351 861	97	219 500	-	-	1,00	0,28	0,27	7
22.	Hereinnahme von Termineinlagen	372 243	91	219 500	-	-	1,00	0,27	0,27	7
29.	Hereinnahme von Termineinlagen	331 939	79	219 500	-	-	1,00	0,27	0,26	7
7. März	Hereinnahme von Termineinlagen	452 118	106	219 500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
14.	Hereinnahme von Termineinlagen	437 434	91	218 000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
21.	Hereinnahme von Termineinlagen	429 702	92	218 000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
28.	Hereinnahme von Termineinlagen	322 943	82	213 500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
4. April	Hereinnahme von Termineinlagen	415 044	78	213 500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
11.	Hereinnahme von Termineinlagen	365 273	66	214 000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
18.	Hereinnahme von Termineinlagen	438 325	75	214 000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
25.	Hereinnahme von Termineinlagen	411 451	70	214 000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
2. Mai	Hereinnahme von Termineinlagen	389 405	58	214 000	-	-	1,00	0,26	0,26	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.
- 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“.
- Nach einem Jahr haben die Geschäftspartner die Option, einen beliebigen Anteil der im Rahmen dieses Geschäfts zugewiesenen Liquidität an einem frei wählbaren Tag, an dem auch die Abwicklung eines Hauptrefinanzierungsgeschäfts ansteht, zurückzuzahlen.

## 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 (Stand am Ende des Berichts- zeitraums):	Insgesamt	Verbindlichkeiten mit einem positiven <sup>1)</sup> Reservesatz		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	Schuldverschrei- bungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren
	1	2	3	4	5	6
2007	17 394,7	9 438,8	815,0	2 143,1	1 364,0	3 633,9
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 Okt.	19 126,2	9 718,9	657,4	2 788,5	1 562,7	4 398,7
Nov.	19 073,0	9 708,5	673,6	2 776,0	1 509,5	4 405,4
Dez.	18 970,0	9 790,9	687,7	2 781,2	1 303,5	4 406,8
2012 Jan.	19 111,4	9 901,1	684,7	2 784,2	1 343,8	4 397,7
Febr.	19 090,1	9 870,4	700,9	2 768,7	1 356,6	4 393,6

### 2. Mindestreserve-Erfüllung

Ende der Mindestreserve- Erfüllungs- periode	Reserve-Soll	Guthaben der Kredit- institute auf Girokonten	Überschussreserven	Unterschreitungen des Reserve-Solls	Verzinsung der Mindestreserven
	1	2	3	4	5
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2011 13. Dez.	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012 17. Jan.	207,0	212,3	5,3	0,0	1,00
14. Febr.	103,3	108,1	4,7	0,0	1,00
13. März	104,3	108,9	4,6	0,0	1,00
10. April	105,4	109,6	4,3	0,0	1,00
8. Mai	105,2	.	.	.	.

### 3. Liquidität

Ende der Mindestreserve- Erfüllungs- periode	Liquiditätszuführende Faktoren					Liquiditätsabschöpfende Faktoren				Guthaben der Kredit- institute auf Giro- konten	Basis- geld	
	Nettoaktiva des Euro- systems in Gold und Devisen	Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems				Banknoten- umlauf	Einlagen von Zentral- staaten beim Eurosystem	Sonstige Faktoren (netto)				
		Haupt- refinanzie- rungs- geschäfte	Länger- fristige Refinanzie- rungs- geschäfte	Spitzen- refinanzie- rungs- fazilität	Sonstige liquiditäts- zuführende Faktoren <sup>2)</sup>				Einlage- fazilität			Sonstige liquiditäts- abschöpf- fende Faktoren <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1 150,7
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	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1 335,3
2011 8. Nov.	612,1	196,1	387,1	2,8	231,9	204,6	178,0	861,4	57,9	-80,8	208,9	1 274,8
13. Dez.	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1 335,3
2012 17. Jan.	683,9	169,4	627,3	6,0	278,6	399,3	210,8	883,7	67,7	-8,7	212,3	1 495,3
14. Febr.	698,3	120,6	683,6	2,3	282,4	489,0	218,5	870,1	100,1	1,6	108,1	1 467,1
13. März	688,2	89,1	860,1	2,2	288,1	621,0	219,5	868,8	129,0	-19,4	108,9	1 598,6
10. April	667,6	56,4	1 093,4	3,0	280,6	771,3	215,8	871,2	146,3	-13,3	109,6	1 752,1

Quelle: EZB.

- Für die am 18. Januar 2012 beginnende Mindestreserve-Erfüllungsperiode gilt ein Satz von 1 %. Für alle vorherigen Erfüllungsperioden gilt ein Satz von 2 %.
- Einschließlich der im Rahmen des Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen des Eurosystems und des Programms für die Wertpapiermärkte des Eurosystems bereitgestellten Liquidität.
- Einschließlich der durch Devisenwageschäfte 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				Geldmarktfondsanteile <sup>2)</sup>	Aktien und sonstige Dividendenwerte sowie Beteiligungen an Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sachanlagen	Sonstige Aktivpositionen <sup>3)</sup>	
		Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro-Währungsgebiet	MFIs	Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro-Währungsgebiet						MFIs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosysteem</b>														
2010	3 212,4	1 566,8	18,6	0,9	1 547,3	573,6	425,4	9,4	138,7	-	18,6	684,1	8,0	361,4
2011	4 700,4	2 728,5	18,0	1,0	2 709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	-	20,3	779,2	8,1	447,0
2011 Q4	4 700,4	2 728,5	18,0	1,0	2 709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	-	20,3	779,2	8,1	447,0
2012 Q1 <sup>4)</sup>	5 187,4	3 238,6	18,0	1,0	3 219,6	744,5	578,5	10,5	155,4	-	21,0	773,9	8,1	401,4
2011 Dez.	4 700,4	2 728,5	18,0	1,0	2 709,5	717,2	556,9	10,9	149,5	-	20,3	779,2	8,1	447,0
2012 Jan.	4 740,8	2 762,7	18,0	1,0	2 743,7	731,3	571,9	11,0	148,4	-	20,7	809,4	8,1	408,6
Febr.	4 821,7	2 789,0	18,0	1,0	2 770,0	738,0	578,0	11,2	148,8	-	21,0	803,2	8,0	462,4
März <sup>4)</sup>	5 187,4	3 238,6	18,0	1,0	3 219,6	744,5	578,5	10,5	155,4	-	21,0	773,9	8,1	401,4
<b>MFIs ohne Eurosysteem</b>														
2010	32 199,5	17 765,0	1 221,8	11 026,0	5 517,1	4 938,6	1 524,2	1 528,6	1 885,8	59,9	1 233,1	4 321,5	223,5	3 657,9
2011	33 542,9	18 482,4	1 160,0	11 162,0	6 160,4	4 766,9	1 397,5	1 517,9	1 851,6	50,2	1 213,5	4 252,7	233,2	4 544,0
2011 Q4	33 542,9	18 482,4	1 160,0	11 162,0	6 160,4	4 766,9	1 397,5	1 517,9	1 851,6	50,2	1 213,5	4 252,7	233,2	4 544,0
2012 Q1 <sup>4)</sup>	33 758,9	18 620,7	1 136,9	11 162,1	6 321,8	4 951,9	1 519,0	1 515,8	1 917,0	60,1	1 233,5	4 253,0	220,9	4 418,7
2011 Dez.	33 542,9	18 482,4	1 160,0	11 162,0	6 160,4	4 766,9	1 397,5	1 517,9	1 851,6	50,2	1 213,5	4 252,7	233,2	4 544,0
2012 Jan.	33 723,1	18 502,9	1 156,3	11 195,0	6 151,6	4 839,8	1 448,1	1 521,4	1 870,3	51,7	1 231,7	4 232,7	231,0	4 633,4
Febr.	33 709,3	18 474,6	1 140,5	11 164,3	6 169,8	4 929,1	1 496,6	1 527,9	1 904,5	55,8	1 224,3	4 209,6	224,8	4 591,2
März <sup>4)</sup>	33 758,9	18 620,7	1 136,9	11 162,1	6 321,8	4 951,9	1 519,0	1 515,8	1 917,0	60,1	1 233,5	4 253,0	220,9	4 418,7

### 2. Passiva

	Insgesamt	Bargeldumlauf	Einlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet			Geldmarktfondsanteile <sup>4)</sup>	Begebene Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sonstige Passivpositionen <sup>3)</sup>	
			Zusammen	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte/sonstige Ansässige im Euro-Währungsgebiet						MFIs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosysteem</b>											
2010	3 212,4	863,7	1 394,8	68,0	8,7	1 318,1	-	0,0	428,5	153,8	371,7
2011	4 700,4	913,7	2 609,0	63,8	12,1	2 533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
2011 Q4	4 700,4	913,7	2 609,0	63,8	12,1	2 533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
2012 Q1 <sup>4)</sup>	5 187,4	894,7	3 176,5	135,9	9,0	3 031,5	-	0,0	508,7	206,7	400,9
2011 Dez.	4 700,4	913,7	2 609,0	63,8	12,1	2 533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
2012 Jan.	4 740,8	893,6	2 666,9	108,7	9,8	2 548,4	-	0,0	521,5	243,3	415,5
Febr.	4 821,7	892,1	2 752,7	135,6	12,4	2 604,6	-	0,0	526,3	241,2	409,4
März <sup>4)</sup>	5 187,4	894,7	3 176,5	135,9	9,0	3 031,5	-	0,0	508,7	206,7	400,9
<b>MFIs ohne Eurosysteem</b>											
2010	32 199,5	-	16 497,6	196,2	10 526,4	5 774,9	612,3	4 847,4	2 045,5	4 218,2	3 978,5
2011	33 542,9	-	17 267,2	195,5	10 752,4	6 319,3	570,5	5 008,1	2 234,1	3 803,2	4 659,9
2011 Q4	33 542,9	-	17 267,2	195,5	10 752,4	6 319,3	570,5	5 008,1	2 234,1	3 803,2	4 659,9
2012 Q1 <sup>4)</sup>	33 758,9	-	17 461,7	192,5	10 804,1	6 465,1	554,3	5 064,4	2 258,9	3 931,2	4 488,3
2011 Dez.	33 542,9	-	17 267,2	195,5	10 752,4	6 319,3	570,5	5 008,1	2 234,1	3 803,2	4 659,9
2012 Jan.	33 723,1	-	17 257,8	210,5	10 764,2	6 283,1	547,6	5 015,9	2 258,1	3 859,3	4 784,4
Febr.	33 709,3	-	17 279,6	206,6	10 776,5	6 296,5	530,5	5 042,4	2 264,7	3 837,5	4 754,6
März <sup>4)</sup>	33 758,9	-	17 461,7	192,5	10 804,1	6 465,1	554,3	5 064,4	2 258,9	3 931,2	4 488,3

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)

**1. Aktiva**

	Ins- gesamt	Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Wertpapiere ohne Aktien von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Aktien und sonstige Divi- dendenwerte sowie Beteiligungen an sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sachanlagen	Sonstige Aktiv- 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>											
2010	25 756,7	12 267,4	1 240,4	11 027,0	3 487,7	1 949,7	1 538,1	800,4	5 005,6	231,5	3 964,1
2011	26 771,6	12 340,9	1 178,0	11 163,0	3 483,1	1 954,4	1 528,7	739,5	5 031,9	241,4	4 934,8
2011 Q4	26 771,6	12 340,9	1 178,0	11 163,0	3 483,1	1 954,4	1 528,7	739,5	5 031,9	241,4	4 934,8
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	26 723,5	12 317,9	1 154,9	11 163,1	3 623,9	2 097,5	1 526,3	755,6	5 026,9	229,0	4 770,2
2011 Dez.	26 771,6	12 340,9	1 178,0	11 163,0	3 483,1	1 954,4	1 528,7	739,5	5 031,9	241,4	4 934,8
2012 Jan.	26 942,9	12 370,3	1 174,3	11 196,0	3 552,4	2 020,1	1 532,4	747,6	5 042,1	239,1	4 991,4
Febr.	26 932,2	12 323,8	1 158,5	11 165,3	3 613,7	2 074,6	1 539,1	745,1	5 012,8	232,8	5 004,1
März <sup>(p)</sup>	26 723,5	12 317,9	1 154,9	11 163,1	3 623,9	2 097,5	1 526,3	755,6	5 026,9	229,0	4 770,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2010	577,6	412,8	206,3	206,5	138,1	140,5	-2,5	5,7	-112,3	2,3	130,8
2011	1 029,7	57,3	-58,8	116,1	132,1	150,2	-18,1	-30,0	-37,3	8,1	899,4
2011 Q4	-255,8	-101,2	13,5	-114,7	80,3	41,4	38,9	-9,0	-173,6	3,8	-56,0
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	103,7	-1,9	-22,2	20,3	148,8	146,5	2,4	19,1	67,8	-12,4	-117,1
2011 Dez.	63,8	-80,7	15,1	-95,8	-4,4	1,6	-6,0	-9,6	-19,8	2,6	175,7
2012 Jan.	238,8	37,2	-3,0	40,3	75,2	66,8	8,4	8,1	18,0	-3,2	103,9
Febr.	44,1	-36,2	-16,2	-20,0	52,5	46,6	5,9	-1,4	20,3	-5,6	14,5
März <sup>(p)</sup>	-179,2	-2,9	-3,0	0,0	21,1	33,1	-12,0	12,3	29,4	-3,6	-235,5

**2. Passiva**

	Ins- gesamt	Barg- geld- umlauf	Einlagen von Zentralstaaten	Einlagen von sonstigen öffentlichen Haushalten/ sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Geldmarkt- fonds- anteile <sup>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>										
2010	25 756,7	808,6	264,2	10 535,1	552,4	2 822,9	2 022,6	4 372,0	4 350,2	28,6
2011	26 771,6	857,5	259,3	10 764,5	520,3	3 007,0	2 221,0	4 088,5	5 071,0	-17,5
2011 Q4	26 771,6	857,5	259,3	10 764,5	520,3	3 007,0	2 221,0	4 088,5	5 071,0	-17,5
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	26 723,5	844,8	328,4	10 813,1	494,1	2 991,9	2 268,7	4 137,9	4 889,2	-44,8
2011 Dez.	26 771,6	857,5	259,3	10 764,5	520,3	3 007,0	2 221,0	4 088,5	5 071,0	-17,5
2012 Jan.	26 942,9	843,0	319,2	10 774,0	495,9	2 997,2	2 274,9	4 102,7	5 199,9	-63,7
Febr.	26 932,2	842,5	342,2	10 788,9	474,7	2 989,0	2 290,9	4 078,7	5 164,0	-38,8
März <sup>(p)</sup>	26 723,5	844,8	328,4	10 813,1	494,1	2 991,9	2 268,7	4 137,9	4 889,2	-44,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2010	577,6	38,6	11,8	331,6	-98,2	38,3	99,8	-25,5	145,9	35,3
2011	1 029,7	49,1	-0,8	174,3	-29,1	50,5	137,7	-199,2	893,3	-46,0
2011 Q4	-255,8	26,4	-2,2	-31,3	-6,6	-49,1	46,8	-115,0	-102,8	-22,0
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	103,7	-12,5	69,3	55,3	22,1	-4,0	13,1	113,3	-159,2	6,3
2011 Dez.	63,8	16,2	-5,4	21,5	-4,7	-22,5	24,6	-36,7	95,8	-24,9
2012 Jan.	238,8	-14,4	59,9	12,3	7,9	-14,6	8,0	59,7	131,5	-11,5
Febr.	44,1	-0,4	23,2	20,1	0,3	6,4	-0,2	-0,6	-28,5	23,8
März <sup>(p)</sup>	-179,2	2,3	-13,8	22,9	13,9	4,3	5,3	54,2	-262,2	-6,0

Quelle: EZB.

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

2) Eine im Dezember 2010 in einem Mitgliedstaat geänderte Verbuchung von Derivaten hat zu einem Anstieg dieser Positionen geführt.

3) Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gehaltene Bestände.

4) 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 gleitender 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							3	4		5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	<b>Bestände</b>											
2010	4 702,1	3 707,3	8 409,4	1 130,5	9 539,9	-	7 276,6	3 216,8	13 384,8	11 048,7	-	619,5
2011	4 786,2	3 804,7	8 590,9	1 149,3	9 740,1	-	7 683,9	3 158,6	13 451,4	11 185,5	-	929,2
2011 Q4	4 786,2	3 804,7	8 590,9	1 149,3	9 740,1	-	7 683,9	3 158,6	13 451,4	11 185,5	-	929,2
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	4 844,3	3 880,9	8 725,3	1 154,6	9 879,9	-	7 654,7	3 249,5	13 472,5	11 183,7	-	907,3
2011 Dez.	4 786,2	3 804,7	8 590,9	1 149,3	9 740,1	-	7 683,9	3 158,6	13 451,4	11 185,5	-	929,2
2012 Jan.	4 790,3	3 837,1	8 627,4	1 136,5	9 763,9	-	7 741,2	3 195,6	13 485,5	11 214,5	-	937,3
Febr.	4 815,2	3 869,7	8 684,8	1 128,6	9 813,5	-	7 728,0	3 231,5	13 474,5	11 192,8	-	928,5
März <sup>(p)</sup>	4 844,3	3 880,9	8 725,3	1 154,6	9 879,9	-	7 654,7	3 249,5	13 472,5	11 183,7	-	907,3
	<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2010	195,9	-10,0	185,9	-24,2	161,8	-	249,6	347,1	210,1	207,7	264,6	-86,1
2011	77,9	76,4	154,2	-7,0	147,2	-	214,0	90,0	69,0	117,0	143,4	161,8
2011 Q4	4,2	-11,3	-7,1	-71,4	-78,5	-	-12,3	70,2	-57,7	-63,2	-26,4	-52,2
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	61,4	77,7	139,1	44,8	183,9	-	-40,8	95,1	49,1	18,4	25,9	-13,0
2011 Dez.	-2,9	-4,9	-7,7	-22,8	-30,5	-	-17,4	37,9	-81,1	-71,0	-66,0	5,3
2012 Jan.	5,8	33,1	38,9	10,1	49,0	-	17,3	38,7	46,1	36,2	41,2	-29,6
Febr.	27,3	33,4	60,7	13,8	74,5	-	-13,0	27,5	0,0	-11,0	-8,2	17,4
März <sup>(p)</sup>	28,4	11,1	39,5	20,8	60,4	-	-45,2	28,9	3,1	-6,8	-7,0	-0,8
	<b>Wachstumsraten</b>											
2010	4,4	-0,3	2,3	-2,1	1,7	1,8	3,6	12,1	1,6	1,9	2,4	-86,1
2011	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	2,0	2,9	3,0	0,5	1,1	1,3	161,8
2011 Q4	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	2,0	2,9	3,0	0,5	1,1	1,3	161,8
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	2,7	3,3	2,9	5,1	3,2	2,8	1,2	7,3	0,5	0,6	1,2	-18,0
2011 Dez.	1,7	2,1	1,8	-0,7	1,5	2,0	2,9	3,0	0,5	1,1	1,3	161,8
2012 Jan.	2,1	2,6	2,3	4,2	2,5	2,3	2,7	4,5	0,7	1,2	1,6	106,8
Febr.	2,5	3,1	2,8	2,8	2,8	2,8	2,1	5,6	0,4	0,8	1,2	107,5
März <sup>(p)</sup>	2,7	3,3	2,9	5,1	3,2	.	1,2	7,3	0,5	0,6	1,2	-18,0

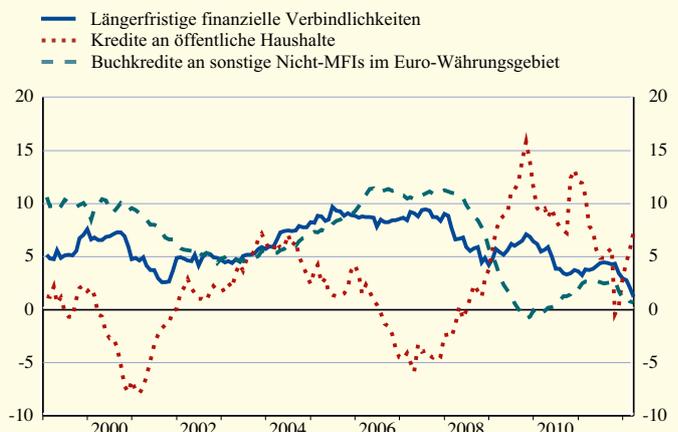
### A1 Geldmengenaggregate <sup>1)</sup>

(Jahreswachstumsraten, saisonbereinigt)



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

(Jahreswachstumsraten, saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 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 des im angegebenen Zeitraum endenden Zwölfmonatszeitraums dar.
- Bereinigt um Buchkredite, die im Rahmen von Verkäufen bzw. Verbriefungen aus der MFI-Bilanzstatistik ausgegliedert wurden.

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

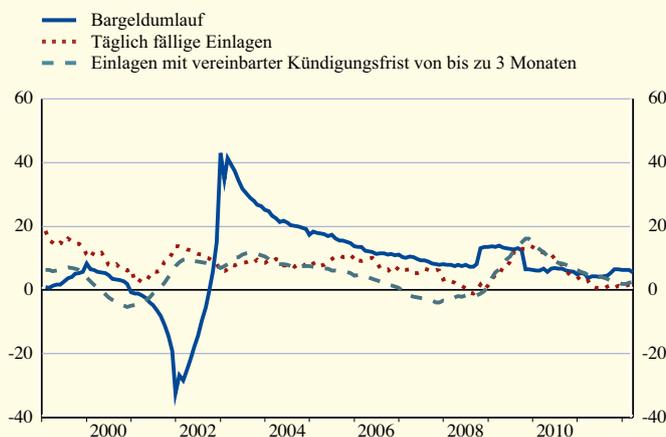
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 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>											
2010	794,0	3 908,2	1 794,7	1 912,6	438,6	568,7	123,1	2 719,0	118,9	2 432,1	2 006,6
2011	843,2	3 942,9	1 846,3	1 958,4	407,6	535,4	206,3	2 821,8	115,4	2 544,1	2 202,5
2011 Q4	843,2	3 942,9	1 846,3	1 958,4	407,6	535,4	206,3	2 821,8	115,4	2 544,1	2 202,5
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	847,8	3 996,6	1 905,6	1 975,3	417,1	493,1	244,4	2 745,9	113,1	2 521,9	2 273,8
2011 Dez.	843,2	3 942,9	1 846,3	1 958,4	407,6	535,4	206,3	2 821,8	115,4	2 544,1	2 202,5
2012 Jan.	849,9	3 940,5	1 877,8	1 959,3	431,7	499,6	205,2	2 809,5	114,4	2 549,6	2 267,6
Febr.	852,6	3 962,5	1 901,0	1 968,6	436,7	473,1	218,9	2 775,2	113,9	2 550,9	2 287,9
März <sup>(p)</sup>	847,8	3 996,6	1 905,6	1 975,3	417,1	493,1	244,4	2 745,9	113,1	2 521,9	2 273,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2010	36,5	159,5	-122,1	112,1	96,3	-101,3	-19,2	59,3	-14,1	107,9	96,4
2011	49,4	28,4	39,8	36,6	-10,0	-29,9	32,9	19,5	-2,4	61,8	135,1
2011 Q4	11,2	-7,0	-8,0	-3,3	-99,5	6,2	21,9	-45,7	-3,0	9,1	27,3
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	4,7	56,7	59,4	18,4	9,7	6,2	28,9	-55,6	-3,2	-18,9	36,9
2011 Dez.	-1,3	-1,6	9,7	-14,6	-52,9	10,9	19,2	-26,6	-0,8	-3,8	13,7
2012 Jan.	6,8	-1,1	31,9	1,3	24,0	-3,3	-10,6	-7,6	-0,9	6,4	19,4
Febr.	2,8	24,5	23,1	10,4	5,3	-5,1	13,6	-19,6	-1,5	4,1	4,1
März <sup>(p)</sup>	-4,9	33,3	4,4	6,7	-19,6	14,6	25,9	-28,3	-0,9	-29,5	13,5
<b>Wachstumsraten</b>											
2010	4,8	4,3	-6,4	6,2	28,3	-15,1	-14,0	2,3	-10,6	4,7	5,2
2011	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	23,8	0,7	-2,1	2,5	6,7
2011 Q4	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	23,8	0,7	-2,1	2,5	6,7
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	5,5	2,1	4,1	2,4	4,1	0,0	20,0	-2,7	-5,2	1,1	6,8
2011 Dez.	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	23,8	0,7	-2,1	2,5	6,7
2012 Jan.	6,2	1,2	3,3	1,9	11,5	-2,7	11,3	-0,3	-2,9	2,5	7,4
Febr.	6,2	1,7	4,0	2,3	4,2	-3,2	21,2	-1,4	-4,4	2,6	6,6
März <sup>(p)</sup>	5,5	2,1	4,1	2,4	4,1	0,0	20,0	-2,7	-5,2	1,1	6,8

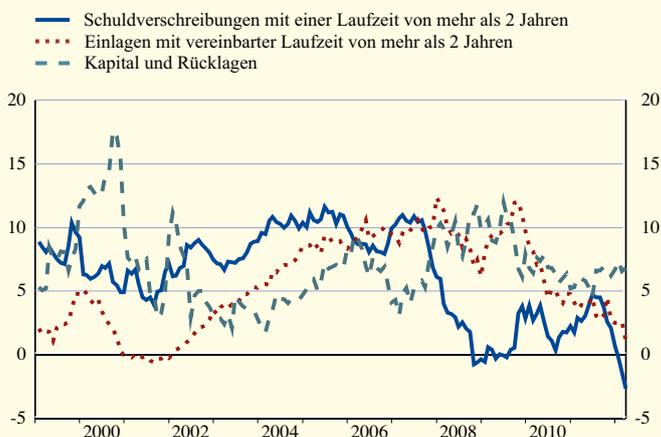
### A3 Komponenten der Geldmengenaggregate <sup>1)</sup>

(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

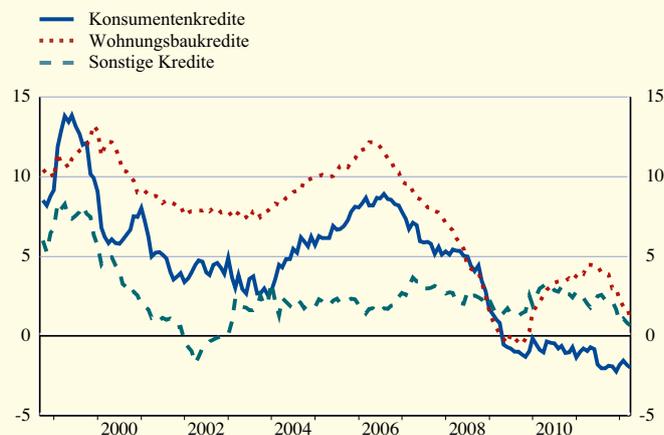
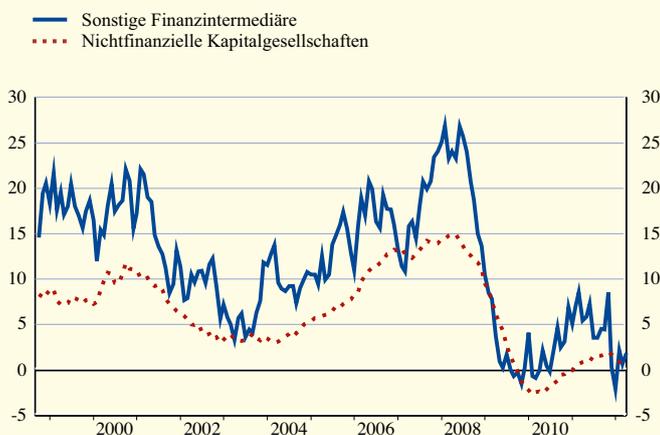
	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen		Sonstige Finanzintermediäre		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			Private Haushalte <sup>3)</sup>				
	Insgesamt	Insgesamt	Insgesamt	Kredite bereinigt um Absatz und Verbriefungen <sup>4)</sup>	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Kredite bereinigt um Absatz und Verbriefungen <sup>4)</sup>	Konsumentenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände</b>												
2010	93,7	1 128,5	4 668,5	-	1 127,6	899,0	2 641,9	5 158,0	-	638,5	3 700,6	819,0
2011	91,1	1 139,3	4 722,7	-	1 146,8	860,8	2 715,1	5 232,4	-	626,2	3 777,5	828,8
2011 Q4	91,1	1 139,3	4 722,7	-	1 146,8	860,8	2 715,1	5 232,4	-	626,2	3 777,5	828,8
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	87,9	1 150,8	4 703,4	-	1 137,2	849,2	2 716,9	5 241,7	-	621,3	3 792,0	828,4
2011 Dez.	91,1	1 139,3	4 722,7	-	1 146,8	860,8	2 715,1	5 232,4	-	626,2	3 777,5	828,8
2012 Jan.	87,7	1 168,2	4 718,6	-	1 146,5	853,6	2 718,5	5 239,9	-	626,8	3 781,9	831,3
Febr.	84,2	1 161,8	4 710,0	-	1 142,2	849,5	2 718,3	5 236,8	-	624,2	3 782,9	829,7
März <sup>(p)</sup>	87,9	1 150,8	4 703,4	-	1 137,2	849,2	2 716,9	5 241,7	-	621,3	3 792,0	828,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2010	6,3	56,3	-1,9	45,9	-37,5	-26,3	61,9	146,9	155,5	-8,5	133,7	21,7
2011	1,4	-22,9	58,4	64,1	22,1	-20,8	57,1	80,1	100,8	-11,6	84,5	7,2
2011 Q4	-4,5	-9,0	-32,5	-30,0	-26,8	-8,4	2,8	-17,2	17,4	-1,2	-11,9	-4,1
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	-3,0	14,1	-7,0	-5,0	-6,7	-7,5	7,2	14,4	19,8	-2,2	15,8	0,8
2011 Dez.	-1,1	-32,3	-32,2	-31,8	-25,5	-4,3	-2,4	-5,4	-1,0	0,1	0,1	-5,6
2012 Jan.	-3,2	29,8	0,9	1,2	1,2	-6,5	6,2	8,8	13,4	1,5	4,3	2,9
Febr.	-3,5	-4,5	-2,4	-0,7	-2,6	-2,0	2,2	-0,5	0,6	-2,0	2,1	-0,7
März <sup>(p)</sup>	3,7	-11,2	-5,5	-5,5	-5,3	1,0	-1,2	6,1	5,8	-1,7	9,3	-1,5
<b>Wachstumsraten</b>												
2010	7,2	5,1	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,3	3,8	2,8
2011	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2011 Q4	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	-0,3	2,0	0,3	0,5	-0,4	-2,8	1,7	0,6	1,7	-2,0	1,1	0,7
2011 Dez.	1,6	-2,0	1,2	1,4	2,0	-2,3	2,2	1,6	1,9	-1,8	2,3	0,9
2012 Jan.	-1,3	2,2	0,9	1,0	0,7	-2,9	2,2	1,3	2,0	-1,6	1,8	1,1
Febr.	-8,3	0,8	0,6	0,7	0,1	-3,2	2,0	1,2	1,8	-1,8	1,8	0,8
März <sup>(p)</sup>	-0,3	2,0	0,3	0,5	-0,4	-2,8	1,7	0,6	1,7	-2,0	1,1	0,7

### 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>													
2011	83,4	63,7	6,3	13,4	1 115,5	155,6	579,6	213,5	322,4	4 720,4	1 139,0	860,8	2 720,6
2011 Q4	83,4	63,7	6,3	13,4	1 115,5	155,6	579,6	213,5	322,4	4 720,4	1 139,0	860,8	2 720,6
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	86,0	67,9	5,0	13,1	1 142,0	184,8	590,0	220,9	331,0	4 702,8	1 137,6	850,2	2 715,0
2012 Jan.	84,5	65,1	6,1	13,3	1 151,5	178,3	603,8	223,1	324,6	4 722,4	1 150,2	851,7	2 720,5
Febr.	82,7	63,4	6,1	13,2	1 142,2	182,7	593,7	222,8	325,6	4 711,1	1 143,8	848,9	2 718,4
März <sup>(p)</sup>	86,0	67,9	5,0	13,1	1 142,0	184,8	590,0	220,9	331,0	4 702,8	1 137,6	850,2	2 715,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2011	1,9	2,8	1,1	-2,0	-23,7	12,8	-19,4	-10,3	6,0	57,1	21,2	-20,8	56,7
2011 Q4	-15,0	-15,2	1,0	-0,8	-55,8	-22,6	-54,6	4,5	-5,7	-31,4	-33,7	-9,1	11,3
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	2,8	4,3	-1,3	-0,1	29,0	29,2	12,5	7,7	8,9	-5,3	1,6	-6,5	-0,3
2012 Jan.	1,3	1,4	-0,2	0,0	36,9	22,7	25,3	9,7	1,8	6,9	12,6	-8,3	2,7
Febr.	-1,7	-1,7	0,1	-0,1	-7,6	4,4	-9,2	0,0	1,7	-5,1	-4,6	-0,8	0,3
März <sup>(p)</sup>	3,3	4,5	-1,2	-0,1	-0,3	2,1	-3,6	-2,1	5,4	-7,1	-6,4	2,6	-3,2
<b>Wachstumsraten</b>													
2011	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,2	-4,9	1,9	1,2	1,9	-2,3	2,1
2011 Q4	2,1	3,9	21,7	-13,3	-2,1	8,9	-3,2	-4,9	1,9	1,2	1,9	-2,3	2,1
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	-0,5	1,9	-7,8	-8,4	1,9	34,4	0,0	3,9	4,0	0,3	-0,4	-2,8	1,7
2012 Jan.	-1,7	-0,8	20,1	-13,5	2,1	25,2	1,5	3,3	2,5	0,9	0,8	-2,9	2,2
Febr.	-8,2	-8,5	12,5	-14,2	0,7	15,1	-1,4	2,9	3,1	0,6	0,2	-3,2	2,0
März <sup>(p)</sup>	-0,5	1,9	-7,8	-8,4	1,9	34,4	0,0	3,9	4,0	0,3	-0,4	-2,8	1,7

### 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>														
2011	5 242,7	628,4	140,9	183,8	303,7	3 784,3	14,5	56,6	3 713,2	830,1	419,7	142,8	87,5	599,8
2011 Q4	5 242,7	628,4	140,9	183,8	303,7	3 784,3	14,5	56,6	3 713,2	830,1	419,7	142,8	87,5	599,8
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	5 231,3	618,6	136,5	180,2	301,9	3 786,4	14,1	56,6	3 715,8	826,3	418,2	142,4	85,6	598,3
2012 Jan.	5 236,6	624,4	140,1	182,5	301,8	3 782,2	14,2	56,7	3 711,4	830,0	418,6	143,2	87,3	599,5
Febr.	5 228,3	619,4	137,7	180,9	300,8	3 780,8	14,0	56,6	3 710,2	828,2	418,2	143,2	86,2	598,9
März <sup>(p)</sup>	5 231,3	618,6	136,5	180,2	301,9	3 786,4	14,1	56,6	3 715,8	826,3	418,2	142,4	85,6	598,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2011	80,7	-11,7	-3,7	-6,4	-1,6	85,1	-0,2	2,7	82,6	7,3	8,8	-6,4	-2,5	16,2
2011 Q4	-12,5	-0,7	2,1	-2,0	-0,8	-9,0	0,3	0,4	-9,7	-2,9	10,1	-4,8	-0,1	2,1
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	-6,3	-7,1	-4,2	-2,1	-0,9	3,4	-0,4	0,1	3,7	-2,6	-1,7	-0,2	-1,3	-1,1
2012 Jan.	-4,8	-3,1	-0,8	-0,7	-1,7	-2,1	-0,3	0,0	-1,9	0,4	-0,9	0,6	-0,1	0,0
Febr.	-5,7	-4,4	-2,3	-1,4	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1	-0,9	-0,9	-0,3	0,1	-0,9	-0,1
März <sup>(p)</sup>	4,2	0,4	-1,1	0,0	1,5	5,9	0,1	0,1	5,7	-2,1	-0,6	-0,9	-0,3	-0,9
<b>Wachstumsraten</b>														
2011	1,6	-1,8	-2,5	-3,4	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,8
2011 Q4	1,6	-1,8	-2,5	-3,4	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,8
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	0,6	-2,0	-1,4	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,1	1,0	0,7	2,2	-3,9	-2,4	2,3
2012 Jan.	1,3	-1,6	-1,3	-2,9	-0,9	1,9	-1,1	5,4	1,8	1,1	2,4	-3,1	-2,2	2,6
Febr.	1,2	-1,8	-1,6	-3,2	-1,1	1,8	0,1	4,7	1,7	0,8	2,1	-2,8	-2,7	2,2
März <sup>(p)</sup>	0,6	-2,0	-1,4	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,1	1,0	0,7	2,2	-3,9	-2,4	2,3

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

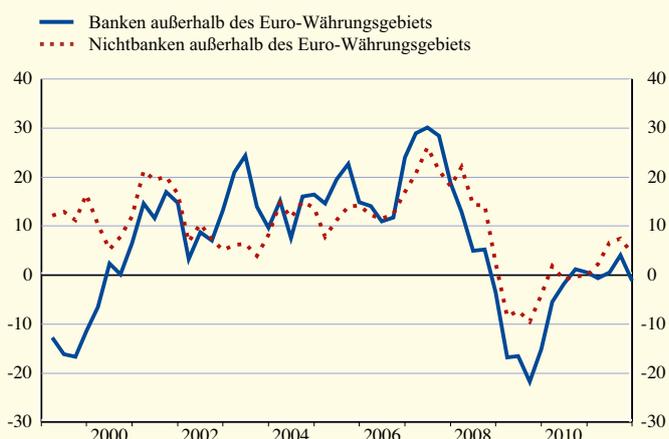
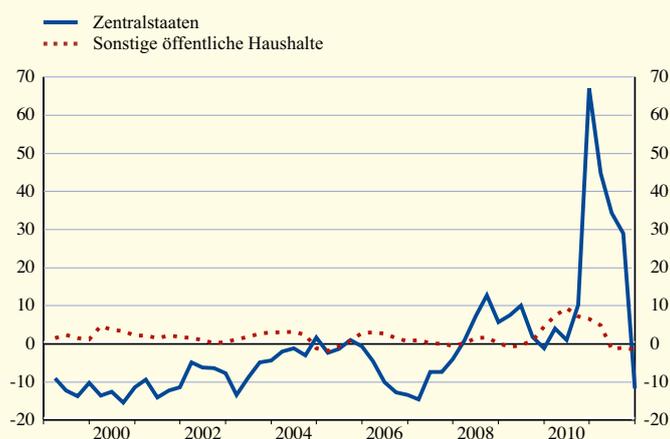
	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken <sup>3)</sup>	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
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>	1 160,0	348,1	221,9	567,7	21,8	3 020,5	2 022,2	998,4	62,6	935,8
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
Q2	1 152,7	346,4	223,4	555,9	27,0	3 006,5	2 012,0	994,5	60,1	934,4
Q3	1 145,8	343,5	224,0	553,7	24,7	3 155,7	2 133,1	1 022,7	62,7	960,0
Q4 <sup>(p)</sup>	1 160,0	348,1	221,9	567,7	21,8	3 020,5	2 022,2	998,4	62,6	935,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,3	8,3	-2,3	0,6	-3,0
2011 <sup>(p)</sup>	-58,2	-46,3	-0,1	11,1	-23,4	15,6	-26,4	42,2	13,1	29,1
2011 Q1	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	56,3	0,2	56,1	6,9	49,1
Q2	-36,5	-13,0	-6,5	-2,1	-14,9	44,5	21,8	22,7	6,1	16,6
Q3	-7,1	-3,3	0,6	-2,0	-2,4	65,9	59,6	6,3	1,4	5,0
Q4 <sup>(p)</sup>	13,5	4,3	1,4	10,3	-3,0	-151,0	-108,0	-42,9	-1,3	-41,6
<b>Wachstumsraten</b>										
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011 <sup>(p)</sup>	-4,8	-11,7	-0,1	2,0	-51,9	0,6	-1,2	4,5	27,0	3,2
2011 Q1	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,6	-0,7	2,3	16,3	1,5
Q2	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,6	2,6	0,5	6,6	30,4	5,4
Q3	6,2	28,9	0,2	1,8	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4
Q4 <sup>(p)</sup>	-4,8	-11,7	-0,1	2,0	-51,9	0,6	-1,2	4,5	27,0	3,2

### 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)

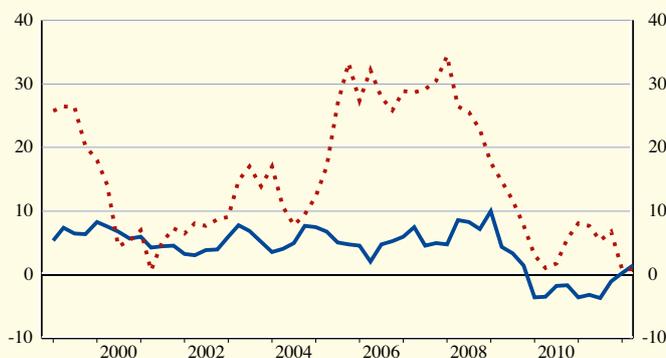
### 1. Einlagen von Finanzintermediären

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen							Sonstige Finanzintermediäre							
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repos-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repos-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>															
2010	716,9	84,6	79,3	528,3	2,6	0,3	21,9	2 168,3	358,5	305,7	1 132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2 220,5	389,8	284,9	1 190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
2011 Q4	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2 220,5	389,8	284,9	1 190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	710,8	98,0	86,7	504,6	4,5	0,2	16,8	2 207,1	416,8	266,8	1 147,4	15,6	0,4	360,2	275,7
2011 Dez.	704,3	92,1	79,9	512,7	4,0	0,2	15,5	2 220,5	389,8	284,9	1 190,8	14,7	0,5	339,8	259,8
2012 Jan.	720,3	109,0	83,4	510,0	4,0	0,2	13,7	2 249,3	415,6	271,6	1 188,8	12,7	0,3	360,4	270,6
Febr.	721,2	106,7	87,1	506,9	4,2	0,2	16,1	2 250,7	407,9	277,9	1 175,9	14,1	0,3	374,6	286,2
März <sup>(p)</sup>	710,8	98,0	86,7	504,6	4,5	0,2	16,8	2 207,1	416,8	266,8	1 147,4	15,6	0,4	360,2	275,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>															
2010	-26,5	-3,3	-8,4	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,9	45,1	-37,6	52,8	-8,0	0,4	104,2	-
2011	2,2	11,7	4,2	-13,9	1,1	-0,1	-0,9	19,5	28,8	-29,1	16,4	3,9	0,1	-0,5	5,3
2011 Q4	-8,2	3,6	-5,2	-6,1	0,1	0,0	-0,7	-99,2	4,5	-23,7	19,0	3,3	0,1	-102,3	-79,8
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	7,4	6,0	6,9	-7,4	0,5	0,0	1,4	-10,8	27,8	-17,7	-42,2	1,0	-0,2	20,5	15,5
2011 Dez.	-1,9	3,5	0,1	-3,8	-0,2	0,0	-1,4	-64,3	-8,1	-4,3	6,3	-4,4	0,1	-53,9	-44,3
2012 Jan.	16,1	17,0	3,5	-2,7	0,1	0,0	-1,8	30,4	26,1	-13,0	-1,2	-2,0	-0,2	20,7	10,4
Febr.	1,9	-2,1	3,8	-2,4	0,1	0,0	2,4	3,2	-6,9	6,5	-12,2	1,4	0,0	14,4	15,6
März <sup>(p)</sup>	-10,6	-8,9	-0,4	-2,3	0,3	0,0	0,7	-44,5	8,5	-11,2	-28,9	1,6	0,0	-14,5	-10,5
<b>Wachstumsraten</b>															
2010	-3,6	-3,4	-9,6	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,4	-11,1	4,9	-48,5	-	41,1	-
2011	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,0
2011 Q4	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,0
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	1,5	17,4	15,0	-3,8	43,3	-	18,7	0,9	10,9	-13,0	-1,1	32,8	-	-8,0	14,6
2011 Dez.	0,3	14,4	5,6	-2,6	43,3	-	-5,2	0,9	8,0	-9,3	1,4	36,1	-	-0,2	2,0
2012 Jan.	0,7	17,6	9,5	-3,1	39,2	-	-18,3	3,6	8,6	-10,9	1,9	16,7	-	16,6	23,7
Febr.	2,2	25,4	14,8	-3,6	38,3	-	4,2	2,5	7,8	-9,7	2,1	26,8	-	8,0	13,5
März <sup>(p)</sup>	1,5	17,4	15,0	-3,8	43,3	-	18,7	0,9	10,9	-13,0	-1,1	32,8	-	8,0	14,6

### A9 Einlagen insgesamt, nach Sektoren <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

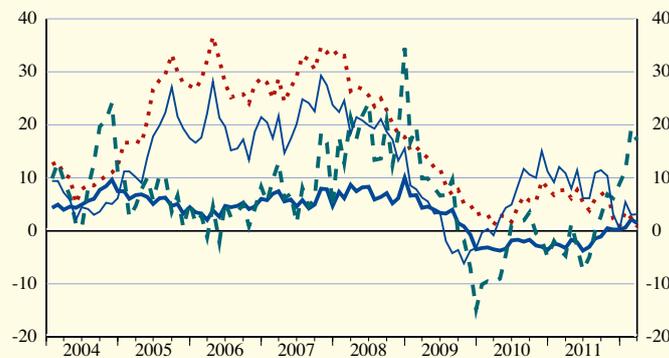
- Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (insgesamt)
- Sonstige Finanzintermediäre (insgesamt)



### 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)

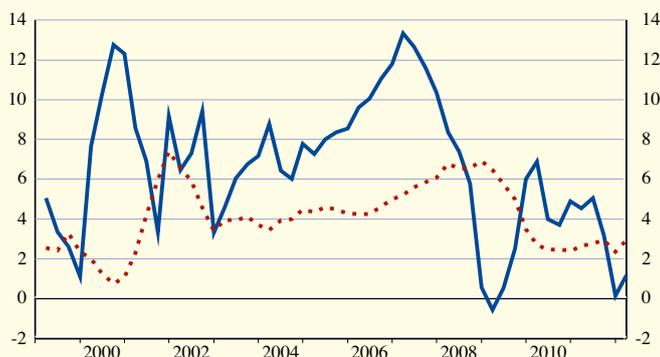
### 2. Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und privater Haushalte

	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 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Bestände</b>														
2010	1 670,7	1 036,4	455,5	87,2	75,8	1,5	14,2	5 739,1	2 244,5	901,0	665,0	1 788,5	110,3	29,8
2011	1 686,0	1 044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5 894,4	2 256,0	948,2	723,8	1 837,0	106,7	22,7
2011 Q4	1 686,0	1 044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5 894,4	2 256,0	948,2	723,8	1 837,0	106,7	22,7
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	1 667,3	1 019,5	454,8	101,2	76,0	2,1	13,6	5 944,4	2 223,1	995,5	737,3	1 864,0	105,0	19,6
2011 Dez.	1 686,0	1 044,2	453,6	97,6	72,3	2,0	16,3	5 894,4	2 256,0	948,2	723,8	1 837,0	106,7	22,7
2012 Jan.	1 637,1	993,9	452,5	98,6	75,1	2,0	15,0	5 903,5	2 228,9	966,8	726,9	1 852,6	105,9	22,4
Febr.	1 629,1	987,0	451,6	100,3	74,1	2,1	14,0	5 918,9	2 218,1	982,1	734,0	1 858,4	105,6	20,7
März <sup>(p)</sup>	1 667,3	1 019,5	454,8	101,2	76,0	2,1	13,6	5 944,4	2 223,1	995,5	737,3	1 864,0	105,0	19,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2010	78,1	40,3	23,2	9,0	7,8	-0,2	-2,1	132,9	81,7	-98,9	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011	2,5	3,7	-2,6	8,7	-7,3	0,5	-0,5	134,7	7,7	42,5	50,6	43,5	-2,6	-7,0
2011 Q4	21,7	46,6	-17,1	0,7	-6,5	0,3	-2,4	57,0	14,8	25,9	13,8	15,1	-1,3	-11,2
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	-17,1	-23,1	0,4	4,9	3,2	0,1	-2,6	51,3	-32,4	47,5	13,6	28,3	-2,6	-3,1
2011 Dez.	30,1	43,5	-7,0	0,0	-2,9	0,0	-3,5	67,9	32,5	12,9	10,9	20,4	-0,5	-8,3
2012 Jan.	-48,4	-49,6	-0,8	0,9	2,3	0,0	-1,2	9,6	-26,8	18,3	3,1	15,9	-0,7	-0,3
Febr.	-6,6	-5,9	-1,8	3,0	-1,0	0,1	-1,0	16,3	-10,4	15,7	7,2	6,8	-1,2	-1,7
März <sup>(p)</sup>	38,0	32,5	3,1	0,9	1,9	0,0	-0,4	25,4	4,8	13,5	3,3	5,6	-0,7	-1,1
<b>Wachstumsraten</b>														
2010	4,9	4,1	5,3	11,2	11,4	-10,1	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
2011 Q4	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	1,2	1,8	-1,0	12,6	-6,5	4,2	-5,1	2,9	-0,1	9,6	7,3	2,8	-4,8	-37,5
2011 Dez.	0,1	0,4	-0,6	9,8	-9,3	31,4	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,6	2,4	-2,4	-23,6
2012 Jan.	0,8	0,5	1,3	9,7	-10,0	38,4	13,2	2,3	-0,3	6,6	7,2	2,4	-2,7	-25,6
Febr.	0,8	0,9	0,1	11,0	-8,7	1,6	4,1	2,5	-0,4	7,8	7,3	2,6	-3,9	-33,2
März <sup>(p)</sup>	1,2	1,8	-1,0	12,6	-6,5	4,2	-5,1	2,9	-0,1	9,6	7,3	2,8	-4,8	-37,5

### A11 Einlagen insgesamt, nach Sektoren <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

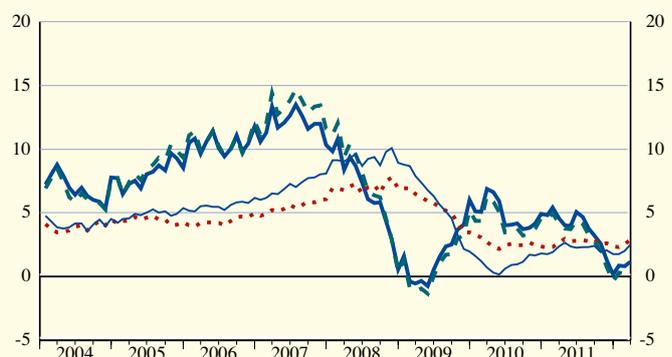
- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (insgesamt)
- Private Haushalte (insgesamt)



### 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>5)</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)

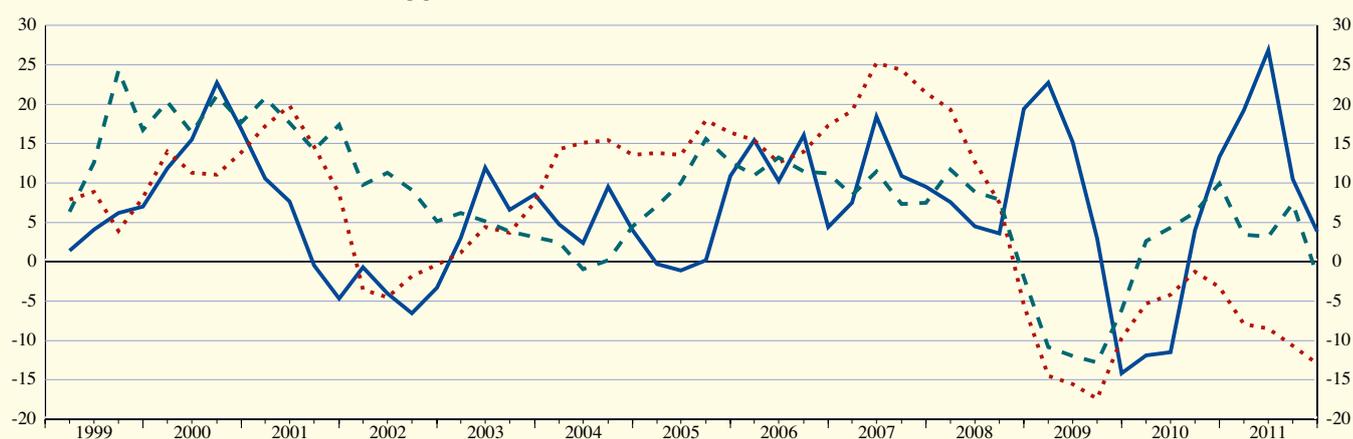
### 3. Einlagen öffentlicher Haushalte und Ansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets

	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	2 492,0	996,9	45,9	950,9
2011 <sup>(p)</sup>	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3 153,0	2 175,4	976,2	44,2	932,0
2011 Q1	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3 310,0	2 342,6	967,4	41,4	926,0
Q2	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3 276,4	2 291,6	984,8	47,7	937,1
Q3	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3 343,0	2 295,3	1 047,7	50,0	997,7
Q4 <sup>(p)</sup>	442,7	195,5	48,6	113,5	85,2	3 153,0	2 175,4	976,2	44,2	932,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2010	49,9	47,4	4,3	-5,0	2,9	0,8	-83,9	84,7	7,5	77,1
2011 <sup>(p)</sup>	16,9	3,4	0,6	2,3	10,6	-334,5	-318,0	-17,9	-2,2	-15,7
2011 Q1	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-81,4	-75,9	-5,6	-3,6	-1,9
Q2	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,7	-41,5	21,8	6,4	15,4
Q3	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	0,6	-49,1	49,7	1,4	48,3
Q4 <sup>(p)</sup>	-22,3	-15,9	-5,9	2,0	-2,5	-234,0	-151,5	-83,9	-6,4	-77,5
<b>Wachstumsraten</b>										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,4	4,1	0,3	-3,2	9,9	12,7	9,6
2011 <sup>(p)</sup>	3,9	1,3	1,3	2,0	14,3	-9,7	-13,0	-1,7	-4,5	-1,6
2011 Q1	19,2	41,4	4,0	-1,4	9,2	-4,8	-7,9	3,4	-10,5	4,2
Q2	26,8	61,3	1,2	-2,6	14,0	-5,2	-8,5	3,2	5,0	3,1
Q3	10,5	21,6	-7,8	-1,9	17,0	-5,6	-10,7	7,4	3,3	7,6
Q4 <sup>(p)</sup>	3,9	1,3	1,3	2,0	14,3	-9,7	-13,0	-1,7	-4,5	-1,6

### A13 Einlagen öffentlicher Haushalte und Ansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

- Öffentliche Haushalte
- ... Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets
- - Nichtbanken außerhalb des Euro-Währungsgebiets



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.

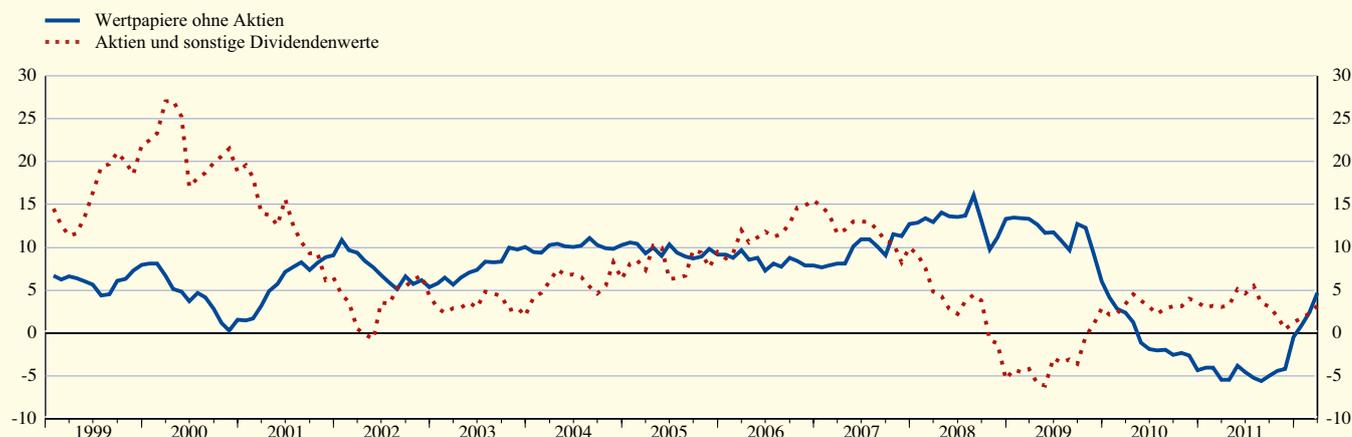
## 2.6 Wertpapierbestände der MFIs: Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

(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>												
2010	5 991,2	1 778,4	107,4	1 507,8	16,4	1 500,9	27,8	1 052,6	1 535,9	445,3	787,8	302,8
2011	5 699,3	1 763,8	87,8	1 374,6	22,9	1 489,5	28,3	932,4	1 509,0	487,0	726,4	295,5
2011 Q4	5 699,3	1 763,8	87,8	1 374,6	22,9	1 489,5	28,3	932,4	1 509,0	487,0	726,4	295,5
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	5 902,5	1 819,2	97,9	1 487,5	31,5	1 490,8	25,0	950,6	1 528,2	491,6	741,9	294,7
2011 Dez.	5 699,3	1 763,8	87,8	1 374,6	22,9	1 489,5	28,3	932,4	1 509,0	487,0	726,4	295,5
2012 Jan.	5 764,0	1 781,7	88,6	1 424,9	23,3	1 497,6	23,8	924,1	1 527,8	497,5	734,2	296,2
Febr.	5 852,7	1 813,6	91,0	1 465,6	31,0	1 504,3	23,6	923,7	1 516,7	492,8	731,4	292,5
März <sup>(p)</sup>	5 902,5	1 819,2	97,9	1 487,5	31,5	1 490,8	25,0	950,6	1 528,2	491,6	741,9	294,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2010	-270,7	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,2	-14,8	-132,9	54,4	28,2	5,2	20,9
2011	-25,9	45,4	8,0	-4,3	5,5	-19,9	0,4	-60,9	18,5	61,4	-31,6	-11,2
2011 Q4	75,2	66,4	0,5	-14,5	-0,2	36,5	2,3	-15,9	-6,7	6,4	-9,7	-3,5
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	264,8	61,7	12,9	132,5	9,7	5,2	-2,3	45,1	30,7	12,6	19,1	-0,9
2011 Dez.	55,4	60,2	-3,8	-5,1	0,5	-6,7	0,8	9,5	-0,9	8,1	-9,9	1,0
2012 Jan.	110,9	28,1	3,1	56,2	1,2	12,0	-3,6	13,9	17,1	9,5	8,1	-0,5
Febr.	94,5	31,1	3,7	38,7	8,0	5,7	0,1	7,2	-4,5	0,0	-1,4	-3,1
März <sup>(p)</sup>	59,4	2,5	6,1	37,6	0,5	-12,5	1,2	23,9	18,2	3,1	12,3	2,8
<b>Wachstumsraten</b>												
2010	-4,3	-8,5	-5,5	2,9	-11,1	0,7	-35,4	-11,2	3,6	6,5	0,6	7,5
2011	-0,4	2,7	7,9	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,2	14,1	-4,2	-3,6
2011 Q4	-0,4	2,7	7,9	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,2	14,1	-4,2	-3,6
2012 Q1 <sup>(p)</sup>	4,7	7,7	22,9	8,7	51,5	1,2	-14,6	-2,9	3,2	16,7	-2,5	-1,9
2011 Dez.	-0,4	2,7	7,9	-0,4	33,8	-1,3	0,8	-6,2	1,2	14,1	-4,2	-3,6
2012 Jan.	1,0	4,7	11,5	2,6	28,6	0,1	-9,4	-7,5	1,7	16,0	-4,7	-2,2
Febr.	2,5	6,1	19,3	5,0	63,7	0,1	-14,2	-6,0	2,3	15,9	-3,8	-2,0
März <sup>(p)</sup>	4,7	7,7	22,9	8,7	51,5	1,2	-14,6	-2,9	3,2	16,7	-2,5	-1,9

## 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	-	-	-	-	-	11 785,6	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010	5 517,1	-	-	-	-	-	12 247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2011 Q3	6 003,8	-	-	-	-	-	12 441,8	96,1	3,9	1,9	0,3	1,1	0,4	
Q4 <sup>(p)</sup>	6 160,4	-	-	-	-	-	12 322,0	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4	
<i>An Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</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 Q3	2 133,1	44,1	55,9	34,8	2,8	3,3	1 022,7	40,0	60,0	41,3	2,2	3,3	7,0	
Q4 <sup>(p)</sup>	2 022,2	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	998,4	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8	
<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 Q3	1 799,8	94,8	5,2	2,6	0,1	0,3	1,8	2 874,2	98,4	1,6	0,9	0,2	0,1	0,4
Q4 <sup>(p)</sup>	1 851,6	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2 915,3	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
<i>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben</i>														
2009	552,1	55,3	44,7	27,1	0,4	0,5	14,6	595,6	35,3	64,7	37,9	4,3	0,9	15,3
2010	545,9	49,9	50,1	27,6	0,3	0,5	16,8	506,6	33,3	66,7	40,5	3,9	0,9	13,6
2011 Q3	478,8	54,7	45,3	21,8	0,3	0,4	17,1	483,1	32,5	67,5	39,2	6,0	0,8	12,5
Q4 <sup>(p)</sup>	457,1	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,2	32,2	67,8	39,7	5,6	0,7	13,6
<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 Q3	6 085,4	92,2	7,8	4,6	0,3	1,4	0,8	10 993,9	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
Q4 <sup>(p)</sup>	6 319,3	92,1	7,9	5,1	0,2	1,3	0,7	10 947,9	97,0	3,0	2,0	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	2 492,0	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 Q3	2 295,3	57,0	43,0	27,0	2,1	1,8	7,8	1 047,7	59,1	40,9	28,6	1,5	1,7	4,6
Q4 <sup>(p)</sup>	2 175,4	59,1	40,9	25,6	2,1	1,8	7,3	976,2	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1

**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 Q3	5 180,3	81,8	18,2	9,7	1,7	2,1	2,5
Q4 <sup>(p)</sup>	5 236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6

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 Aug.	6 200,9	411,9	2 384,0	1 736,9	840,3	233,9	594,0
Sept.	6 080,9	420,9	2 383,9	1 632,8	830,9	235,5	576,8
Okt.	6 177,6	422,3	2 370,6	1 736,1	845,0	234,3	569,3
Nov.	6 082,7	418,8	2 345,2	1 704,0	827,4	234,9	552,4
Dez.	6 213,2	416,0	2 503,8	1 733,1	838,6	236,6	485,1
2012 Jan.	6 479,7	435,1	2 586,1	1 820,0	865,9	234,9	537,7
Febr. <sup>(p)</sup>	6 636,7	446,9	2 637,8	1 879,8	885,6	235,4	551,2
Transaktionsbedingte Veränderungen							
2011 Q2	71,4	5,6	41,9	25,9	13,1	3,3	-18,5
Q3	-4,7	29,0	-21,2	-41,9	-15,8	2,9	42,3
Q4	-184,2	-33,8	-2,9	-26,4	-11,1	2,0	-112,1

### 2. Passiva

	Insgesamt	Entgegen-genommene Kredite und Einlagen	Emittierte Investmentfondsanteile			Sonstige Passiva (einschließlich Finanzderivaten)	
			Insgesamt	Gehalten von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	Gehalten von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets		
	1	2	3	4	5	6	7
Bestände							
2011 Aug.	6 200,9	130,3	5 551,2	4 280,4	623,3	1 270,8	519,3
Sept.	6 080,9	126,7	5 423,0	4 175,4	604,2	1 247,6	531,1
Okt.	6 177,6	127,4	5 532,0	4 243,8	616,2	1 288,2	518,3
Nov.	6 082,7	128,7	5 448,2	4 163,1	597,8	1 285,1	505,9
Dez.	6 213,2	117,8	5 664,8	4 264,5	614,0	1 400,3	430,7
2012 Jan.	6 479,7	124,2	5 883,7	4 410,1	653,2	1 473,6	471,9
Febr. <sup>(p)</sup>	6 636,7	135,0	6 021,1	4 516,9	678,3	1 504,2	480,6
Transaktionsbedingte Veränderungen							
2011 Q2	71,4	-4,2	78,0	25,3	10,5	52,7	-2,4
Q3	-4,7	6,5	-44,0	-55,1	-31,0	11,0	32,9
Q4	-184,2	-13,8	-39,7	-57,6	-2,7	18,8	-130,7

### 3. Emittierte Investmentfondsanteile nach Anlageschwerpunkten und Art des Fonds

	Insgesamt	Fonds nach Anlageschwerpunkten					Fonds nach Art		Nachrichtlich: Geldmarktfonds	
		Rentenfonds	Aktienfonds	Gemischte Fonds	Immobilienfonds	Hedgefonds	Sonstige Fonds	Offene Fonds		Geschlossene Fonds
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2011 Juli	5 831,9	1 837,1	1 674,6	1 434,4	291,4	116,1	478,2	5 743,3	88,6	1 032,5
Aug.	5 551,2	1 807,4	1 495,2	1 381,8	290,8	114,0	462,0	5 462,8	88,4	1 060,3
Sept.	5 423,0	1 786,2	1 414,0	1 387,7	290,9	119,0	425,1	5 333,8	89,2	1 066,9
Okt.	5 532,0	1 789,1	1 503,9	1 406,2	294,0	115,6	423,1	5 449,7	82,2	1 051,6
Nov.	5 448,2	1 758,0	1 473,5	1 384,3	293,5	118,7	420,1	5 365,4	82,8	1 083,5
Dez.	5 664,8	1 920,6	1 496,6	1 402,5	297,1	122,1	425,9	5 579,5	85,3	991,9
2012 Jan.	5 883,7	2 021,4	1 575,9	1 431,7	300,1	122,3	432,3	5 798,3	85,4	938,1
Febr. <sup>(p)</sup>	6 021,1	2 059,8	1 631,3	1 463,4	300,9	121,9	443,8	5 934,7	86,3	923,8
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2011 Aug.	-48,9	-13,9	-23,0	-10,7	0,9	-0,2	-1,9	-48,9	0,0	32,8
Sept.	-32,3	-16,4	-11,1	-4,2	0,9	0,6	-2,1	-32,5	0,3	-12,2
Okt.	-18,4	1,3	-2,6	-5,9	1,3	-0,7	-11,8	-11,8	-6,6	-5,7
Nov.	-21,6	-8,8	-8,5	-5,7	0,0	0,1	1,3	-22,2	0,6	19,1
Dez.	0,4	10,5	-6,5	-3,4	2,5	-0,3	-2,5	-1,7	2,1	0,7
2012 Jan.	13,1	11,7	2,3	-0,5	0,5	0,1	-1,0	13,2	-0,1	6,1
Febr. <sup>(p)</sup>	25,4	8,3	2,5	10,3	1,0	-0,8	4,1	24,6	0,8	2,7

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>											
2011 Q1	2 351,9	1 430,8	383,5	676,0	200,2	5,6	165,6	921,1	246,5	350,6	14,1
Q2	2 387,6	1 430,3	386,4	671,6	196,3	5,8	170,1	957,3	252,3	358,6	17,8
Q3	2 383,9	1 414,2	380,7	682,4	184,2	4,7	162,1	969,7	252,4	369,7	18,7
Q4 <sup>(p)</sup>	2 503,8	1 422,6	391,0	673,9	185,5	4,5	167,6	1 081,2	270,4	436,8	20,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2011 Q2	41,9	-0,4	1,7	-3,5	-1,6	0,4	2,7	40,8	8,2	11,7	3,6
Q3	-21,2	-16,8	-5,9	1,3	-7,6	-0,4	-4,3	-4,4	6,0	-4,1	5,3
Q4 <sup>(p)</sup>	-2,9	-0,1	3,6	-6,7	-1,1	-0,3	4,3	-1,3	-3,2	1,6	-0,3

**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>											
2011 Q1	1 973,7	782,8	89,2	-	41,7	26,2	625,7	1 191,0	167,2	365,2	71,1
Q2	1 958,6	773,6	84,5	-	41,2	26,1	621,9	1 185,0	166,4	362,8	77,0
Q3	1 632,8	615,7	53,3	-	35,8	20,4	506,3	1 017,0	141,8	323,7	72,5
Q4 <sup>(p)</sup>	1 733,1	636,5	51,1	-	36,4	21,5	527,4	1 096,6	154,7	356,8	71,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2011 Q2	25,9	-1,0	-0,6	-	1,3	0,3	-2,0	26,9	2,9	8,5	6,9
Q3	-41,9	-8,8	-4,9	-	-0,7	0,2	-3,4	-33,0	-5,1	-11,8	-3,2
Q4 <sup>(p)</sup>	-26,4	-9,7	-1,7	-	-2,3	0,4	-6,1	-16,8	-0,9	-7,3	0,9

**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>											
2011 Q1	882,1	745,4	78,0	-	667,4	-	-	136,7	22,6	41,8	0,5
Q2	886,8	752,0	79,3	-	672,7	-	-	134,8	22,1	42,8	0,5
Q3	830,9	698,7	94,5	-	604,2	-	-	132,2	20,1	42,6	0,5
Q4 <sup>(p)</sup>	838,6	709,0	95,0	-	614,0	-	-	129,6	20,7	40,1	0,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2011 Q2	13,1	11,7	1,2	-	10,5	-	-	1,4	0,3	1,2	0,0
Q3	-15,8	-15,1	16,0	-	-31,0	-	-	-0,8	-0,5	-0,4	0,0
Q4 <sup>(p)</sup>	-11,1	-2,4	0,3	-	-2,7	-	-	-8,7	-0,8	-9,1	-0,1

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 1	Einlagen und Kreditforderungen 2	Verbriefte Buchkredite					Wertpapiere ohne Aktien 10	Sonstige verbrieft Aktiva 11	Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen 12	Sonstige Aktiva 13		
			Zusammen 3	Von Originatoren mit Sitz im Euro-Währungsgebiet								Von Originatoren außerhalb des Euro-Währungsgebiets 9	
				MFI's Ohne Auswirkungen auf die MFI-Buchkreditbestände <sup>1)</sup> 4	Sonstige Finanzinstitute 6	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften 7	Öffentliche Haushalte 8						
<b>Bestände</b>													
2010 Q4	2 353,0	373,8	1 525,8	1 226,2	606,4	140,5	22,4	6,0	130,8	250,5	92,5	41,9	68,6
2011 Q1	2 255,3	351,4	1 484,5	1 185,1	595,3	142,5	21,8	5,9	129,2	241,6	89,0	36,3	52,4
Q2	2 216,4	340,1	1 461,2	1 167,0	585,5	144,7	20,4	5,2	123,9	232,5	88,6	35,7	58,3
Q3	2 202,1	321,7	1 465,6	1 180,7	590,5	142,8	20,5	5,1	116,3	232,5	86,9	37,8	57,6
Q4	2 269,5	324,6	1 530,3	1 244,8	583,1	147,8	20,8	4,8	112,0	228,9	90,0	36,8	58,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2010 Q4	45,8	24,6	24,7	30,8	-	-5,0	-1,4	-0,4	0,6	-5,4	-0,9	-0,6	3,4
2011 Q1	-95,2	-25,0	-39,9	-44,3	-	5,3	-0,3	-0,1	-0,5	-9,9	-2,4	-5,1	-12,8
Q2	-43,1	-11,2	-25,6	-21,5	-	1,9	-0,7	-0,3	-5,0	-7,9	0,0	0,0	1,7
Q3	-23,7	-18,4	3,2	13,2	-	-2,1	-0,1	0,0	-7,8	-2,2	-2,1	-1,1	-3,1
Q4	67,1	3,1	63,0	62,2	-	4,2	0,3	-0,4	-3,4	-3,4	2,3	-1,0	3,2

### 2. Passiva

	Insgesamt 1	Entgegengenommene Kredite und Einlagen 2	Begebene Schuldverschreibungen			Kapital und Rücklagen 6	Sonstige Passiva 7
			Insgesamt 3	Bis zu 2 Jahren 4	Mehr als 2 Jahre 5		
2010 Q4	2 353,0	136,5	1 970,6	89,3	1 881,2	42,8	203,1
2011 Q1	2 255,3	135,1	1 884,4	79,6	1 804,7	36,3	199,5
Q2	2 216,4	135,9	1 840,5	77,9	1 762,5	35,2	204,9
Q3	2 202,1	134,1	1 823,6	75,0	1 748,6	34,7	209,6
Q4	2 269,5	150,3	1 881,3	78,8	1 802,4	34,0	203,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>							
2010 Q4	45,8	16,0	24,8	5,7	19,1	-2,1	7,1
2011 Q1	-95,2	-1,1	-83,3	-10,1	-73,2	-6,0	-4,8
Q2	-43,1	1,4	-47,6	-5,7	-41,8	-0,8	3,8
Q3	-23,7	-2,2	-23,0	-3,3	-19,6	-1,7	3,2
Q4	67,1	16,5	58,6	5,3	53,3	-1,1	-6,9

### 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						
	Insgesamt 1	Schuldner der verbrieften Buchkredite mit Sitz im Euro-Währungsgebiet <sup>2)</sup>				Schuldner der verbrieften Buchkredite mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets 7	Insgesamt 8	Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet			Emittenten mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets 13		
		Private Haushalte 2	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften 3	Sonstige Finanzintermediäre 4	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen 5			Öffentliche Haushalte 6	Zusammen 9	MFI's 10		Nicht-MFI's 11	
<b>Bestände</b>													
2010 Q4	1 226,2	853,9	251,5	18,1	0,2	7,1	43,5	250,5	130,3	45,5	84,8	36,3	120,1
2011 Q1	1 185,1	803,6	261,2	17,9	0,2	7,2	36,2	241,6	124,3	42,3	82,0	36,5	117,4
Q2	1 167,0	788,6	253,1	19,3	0,4	9,8	37,5	232,5	124,2	41,0	83,2	35,4	108,4
Q3	1 180,7	795,4	256,0	18,6	0,4	9,6	34,8	232,5	122,3	42,1	80,1	33,8	110,2
Q4	1 244,8	828,2	262,2	18,5	0,2	6,6	35,3	228,9	120,2	40,4	79,7	33,0	108,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2010 Q4	30,8	16,6	14,3	-1,6	-0,1	0,1	2,1	-5,4	-5,3	-1,1	-4,2	-2,4	-0,2
2011 Q1	-44,3	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	-1,7	-9,9	-5,7	-3,1	-2,7	-0,1	-4,2
Q2	-21,5	-20,8	0,2	0,8	0,2	2,6	-3,9	-7,9	0,4	-0,4	0,7	-0,7	-8,3
Q3	13,2	6,2	1,4	-0,7	0,0	-0,2	-1,2	-2,2	-3,1	-0,2	-2,9	-1,2	1,0
Q4	62,2	32,2	6,1	-0,8	-0,1	-3,0	0,2	-3,4	-1,6	-1,6	0,0	-0,2	-1,8

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) Ohne Verbriefungen von Inter-MFI-Krediten.

**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	Geldmarktfondsanteile	Prämienüberträge, 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
2009 Q1	6 181,0	797,2	493,6	2 359,3	774,9	1 061,2	108,0	243,6	186,9	156,3
Q2	6 318,2	782,7	487,2	2 381,9	807,4	1 187,3	97,8	247,8	170,8	155,2
Q3	6 515,5	784,0	482,9	2 429,4	788,6	1 362,6	95,3	250,4	168,0	154,1
Q4	6 646,8	786,8	476,5	2 469,5	809,7	1 442,2	95,2	254,8	158,9	153,2
2010 Q1	6 872,8	784,0	483,8	2 580,7	825,8	1 518,7	93,0	263,3	175,5	148,1
Q2	6 899,2	785,3	487,3	2 614,3	807,9	1 504,7	90,3	269,5	190,3	149,7
Q3	7 071,5	783,1	495,4	2 702,8	825,5	1 545,4	86,0	271,3	212,8	149,1
Q4	7 005,6	774,2	498,9	2 643,7	848,6	1 574,3	76,8	271,7	166,2	151,2
2011 Q1	7 062,5	774,9	496,4	2 667,3	856,0	1 589,5	74,9	278,0	172,1	153,4
Q2	7 075,0	776,7	504,6	2 682,0	849,5	1 594,7	77,9	268,5	168,8	152,4
Q3	7 070,8	793,6	498,3	2 707,4	799,0	1 544,4	84,8	268,1	223,3	151,8
Q4	7 134,3	787,4	501,9	2 693,9	813,8	1 593,4	87,7	269,0	232,6	154,6

**2. Bestände an Wertpapieren ohne Aktien**

	Insgesamt	Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben						Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben
		Zusammen	MFIs	Öffentliche Haushalte	Sonstige Finanzintermediäre	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009 Q1	2 359,3	1 936,5	530,3	1 037,9	218,7	13,5	136,1	422,8
Q2	2 381,9	1 984,0	544,0	1 058,6	227,6	15,0	138,9	397,8
Q3	2 429,4	2 025,0	555,0	1 090,8	226,3	15,1	137,7	404,4
Q4	2 469,5	2 060,6	545,4	1 120,0	238,9	16,7	139,7	408,9
2010 Q1	2 580,7	2 161,6	576,6	1 190,2	232,2	16,2	146,4	419,1
Q2	2 614,3	2 190,8	581,5	1 198,9	243,3	16,7	150,5	423,5
Q3	2 702,8	2 274,1	592,9	1 248,1	261,1	19,7	152,3	428,7
Q4	2 643,7	2 216,5	590,3	1 222,4	230,6	18,0	155,2	427,2
2011 Q1	2 667,3	2 249,5	609,8	1 214,4	253,9	19,0	152,5	417,8
Q2	2 682,0	2 254,4	630,3	1 234,3	215,2	16,3	158,4	427,6
Q3	2 707,4	2 276,8	637,4	1 229,8	230,6	17,9	161,2	430,6
Q4	2 693,9	2 261,3	626,9	1 170,5	280,5	20,6	162,7	432,7

**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	
2009 Q1	6 128,1	346,9	31,7	377,8	5 230,9	2 777,5	1 608,8	844,6	140,9	52,9
Q2	6 181,1	320,6	33,0	395,4	5 295,2	2 849,7	1 599,5	846,0	136,8	137,1
Q3	6 342,5	302,5	36,1	442,1	5 420,8	2 939,4	1 637,5	844,0	141,0	172,9
Q4	6 444,9	283,2	39,5	438,8	5 537,2	3 008,0	1 686,6	842,7	146,2	202,0
2010 Q1	6 639,5	291,2	39,5	456,8	5 703,2	3 096,9	1 742,9	863,4	148,9	233,3
Q2	6 717,5	295,5	40,9	428,6	5 802,3	3 123,1	1 811,4	867,8	150,3	181,7
Q3	6 876,0	311,1	39,8	437,5	5 943,1	3 185,4	1 892,5	865,2	144,5	195,5
Q4	6 828,5	279,6	42,3	445,1	5 922,6	3 220,4	1 834,6	867,6	138,8	177,2
2011 Q1	6 885,6	297,6	40,1	461,4	5 947,9	3 250,9	1 808,9	888,1	138,5	176,9
Q2	6 909,7	300,2	43,0	449,1	5 977,1	3 270,8	1 825,5	880,8	140,3	165,3
Q3	7 018,3	306,2	41,9	402,9	6 113,1	3 259,9	1 974,8	878,4	154,2	52,5
Q4	7 029,7	302,6	41,6	405,1	6 130,6	3 268,3	1 989,5	872,7	149,9	104,6

Quelle: EZB.



## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

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

Mittelverwendung	2011 Q4	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>Außenkonto</b>							
Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen							605
<i>Handelsbilanz</i> <sup>1)</sup>							-32
<b>Einkommensentstehungskonto</b>							
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)							
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen							
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)							
Arbeitnehmerentgelt		1 244	128	778	65	273	
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen		25	8	7	4	5	
Abschreibungen		364	97	206	11	49	
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i> <sup>1)</sup>		533	271	233	30	-2	
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>							
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto							
Arbeitnehmerentgelt							7
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen							
Vermögenseinkommen		709	40	275	321	73	117
Zinsen		403	37	74	219	73	53
Sonstige Vermögenseinkommen		306	3	201	102	0	64
<i>Nationaleinkommen, netto</i> <sup>1)</sup>		2 075	1 705	81	51	238	
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>							
Nationaleinkommen, netto							
Einkommen- und Vermögensteuer		322	246	64	12	0	0
Sozialbeiträge		476	476				1
Monetäre Sozialleistungen		485	1	18	35	431	1
Sonstige laufende Transfers		205	75	26	49	55	10
Nettoprämien für Schadenversicherungen		46	33	11	1	1	2
Schadenversicherungsleistungen		46			46		1
Sonstige		112	42	15	1	55	8
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i> <sup>1)</sup>		2 045	1 484	6	54	501	
<b>Einkommensverwendungskonto</b>							
Verfügbares Einkommen, netto							
Konsumausgaben		1 934	1 380			554	
Konsumausgaben für den Individualverbrauch		1 718	1 380			338	
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch		216				216	
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche		15	0	0	15	0	0
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen</i> <sup>1)</sup>		111	119	6	39	-53	-25
<b>Vermögensbildungskonto</b>							
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen							
Bruttoinvestitionen		450	146	231	11	61	
Bruttoanlageinvestitionen		472	146	254	11	61	
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen		-23	0	-23	0	0	
Abschreibungen							
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern		0	0	7	0	-7	0
Vermögenstransfers		64	9	3	17	35	10
Vermögenswirksame Steuern		10	6	1	3		0
Sonstige Vermögenstransfers		54	3	1	14	35	10
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i> <sup>1)</sup>		32	74	-4	30	-69	-32
Statistische Abweichung		0	-8	8	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 2011 Q4	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>Außenkonto</b>						
Einfuhr von Waren und Dienstleistungen						573
<i>Handelsbilanz</i>						
<b>Einkommensentstehungskonto</b>						
Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)	2 164	504	1 225	110	326	
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	251					
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>	2 416					
Arbeitnehmerentgelt						
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen						
Abschreibungen						
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>						
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>						
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto	533	271	233	30	-2	
Arbeitnehmerentgelt	1 247	1 247				3
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen	289				289	-13
Vermögenseinkommen	715	227	123	342	23	111
Zinsen	390	62	47	269	11	67
Sonstige Vermögenseinkommen	326	165	76	73	12	44
<i>Nationaleinkommen, netto</i>						
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>						
Nationaleinkommen, netto	2 075	1 705	81	51	238	
Einkommen- und Vermögensteuer	322				322	1
Sozialbeiträge	475	1	18	52	404	1
Monetäre Sozialleistungen	484	484				3
Sonstige laufende Transfers	178	92	15	47	23	37
Nettoprämien für Schadenversicherungen	46			46		1
Schadenversicherungsleistungen	45	35	9	1	0	2
Sonstige	86	57	6	0	23	34
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>						
<b>Einkommensverwendungskonto</b>						
Verfügbares Einkommen, netto	2 045	1 484	6	54	501	
Konsumausgaben						
Konsumausgaben für den Individualverbrauch						
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch						
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	15	15				0
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen</i>						
<b>Vermögensbildungskonto</b>						
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen	111	119	6	39	-53	-25
Bruttoinvestitionen						
Bruttoanlageinvestitionen						
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen						
Abschreibungen	364	97	206	11	49	
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern						
Vermögenstransfers	71	12	25	9	25	3
Vermögenswirksame Steuern	10				10	0
Sonstige Vermögenstransfers	61	12	25	9	15	3
<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
<b>2011 Q4</b>								
<b>Bilanz am Jahresanfang, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		18 548	16 196	33 644	15 185	6 715	3 750	16 985
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				469				
Bargeld und Einlagen		6 726	1 934	10 349	2 471	823	712	3 673
Kurzfristige Schuldverschreibungen		43	83	512	350	54	32	710
Langfristige Schuldverschreibungen		1 336	240	6 015	2 441	2 650	448	4 004
Kredite		77	3 184	13 524	3 658	464	534	1 936
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		58	1 802	10 555	2 589	348	460	.
Anteilsrechte		3 995	7 108	1 787	5 987	2 352	1 322	5 884
Börsennotierte Aktien		648	1 200	317	1 808	518	215	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		2 086	5 529	1 178	3 219	290	958	.
Investmentzertifikate		1 260	379	292	959	1 543	148	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		5 834	169	3	0	232	4	241
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		535	3 478	986	278	140	698	540
<i>Finanzielles Reinvermögen</i>								
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Forderungen</b>								
Transaktionen mit Forderungen insgesamt		84	97	725	-6	-33	61	-110
Währungsgold und SZRs				0				0
Bargeld und Einlagen		84	48	758	-106	-8	3	-146
Kurzfristige Schuldverschreibungen		12	9	63	-3	10	6	-64
Langfristige Schuldverschreibungen		29	3	83	27	-34	-2	-24
Kredite		6	49	-144	56	2	10	37
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		6	43	-8	50	-2	15	.
Anteilsrechte		-6	22	-7	59	3	5	86
Börsennotierte Aktien		3	-2	-3	-31	2	-2	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		25	25	8	104	-11	3	.
Investmentzertifikate		-33	-1	-12	-14	12	4	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		6	-2	0	0	-6	0	5
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		-47	-32	-28	-38	1	38	-4
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Forderungen</b>								
Sonstige Forderungsänderungen insgesamt		46	278	-60	168	23	-9	251
Währungsgold und SZRs				7				
Bargeld und Einlagen		2	-1	-24	-4	-5	0	48
Kurzfristige Schuldverschreibungen		1	2	-12	52	-1	-1	-4
Langfristige Schuldverschreibungen		-26	21	-40	-25	-18	-5	56
Kredite		0	6	0	34	1	0	7
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		0	2	-6	26	1	5	.
Anteilsrechte		3	170	18	108	42	2	196
Börsennotierte Aktien		3	38	9	114	10	-7	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		-27	137	9	-24	3	6	.
Investmentzertifikate		27	-5	0	17	29	4	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		52	0	0	0	0	0	6
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		14	79	-9	2	4	-6	-58
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Bilanz am Jahresende, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		18 678	16 571	34 310	15 347	6 705	3 802	17 126
Währungsgold und SZRs				476				
Bargeld und Einlagen		6 811	1 982	11 083	2 361	810	715	3 575
Kurzfristige Schuldverschreibungen		57	94	563	399	63	37	641
Langfristige Schuldverschreibungen		1 340	264	6 057	2 443	2 598	442	4 036
Kredite		83	3 239	13 380	3 748	467	544	1 979
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		64	1 847	10 542	2 665	347	480	.
Anteilsrechte		3 992	7 299	1 797	6 154	2 397	1 330	6 165
Börsennotierte Aktien		655	1 236	323	1 891	530	206	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		2 084	5 691	1 194	3 300	283	967	.
Investmentzertifikate		1 253	373	280	963	1 583	156	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		5 892	168	3	0	226	4	252
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		503	3 525	949	242	144	730	478
<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 Q4</b>								
<b>Bilanz am Jahresanfang, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		6 728	25 413	32 611	14 627	6 865	9 323	14 987
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			30	23 561	33	0	262	2 802
Kurzfristige Schuldverschreibungen			94	639	71	1	749	229
Langfristige Schuldverschreibungen			827	4 585	2 803	32	6 013	2 874
Kredite		6 180	8 580		3 430	308	1 741	3 138
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		5 821	6 093		1 883	116	1 431	.
Anteilsrechte		7	11 955	2 529	8 069	382	6	5 485
Börsennotierte Aktien			3 142	348	181	97	0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		7	8 813	1 114	2 658	283	6	.
Investmentzertifikate				1 067	5 230			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		35	336	71	1	6 039	1	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		505	3 591	1 226	220	104	552	457
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 529	11 820	-9 217	1 033	558	-150	-5 574	
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Verbindlichkeiten</b>								
Transaktionen mit Verbindlichkeiten insgesamt		19	93	676	-11	-9	129	-78
Währungsgold und SZRs								
Bargeld und Einlagen			0	728	0	0	11	-107
Kurzfristige Schuldverschreibungen			-9	65	-4	0	-36	16
Langfristige Schuldverschreibungen			14	-39	40	0	88	-20
Kredite		14	6		-23	-11	62	-32
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		16	8		35	1	59	.
Anteilsrechte		0	29	26	38	1	0	67
Börsennotierte Aktien			3	4	1	0	0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		0	26	8	80	1	0	.
Investmentzertifikate				14	-43			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		0	0	0	0	3	0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		4	52	-104	-63	-3	5	-1
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	32	66	4	49	5	-24	-69	-32
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Verbindlichkeiten</b>								
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten insgesamt		-20	205	-54	317	54	-155	343
Währungsgold und SZRs								
Bargeld und Einlagen			0	30	0	0	0	-13
Kurzfristige Schuldverschreibungen			1	5	4	0	1	28
Langfristige Schuldverschreibungen			0	10	16	-2	-132	72
Kredite		-2	0		12	0	1	36
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		-2	1		7	0	1	.
Anteilsrechte		0	221	-120	277	3	0	157
Börsennotierte Aktien			154	-20	8	0	0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		0	67	-11	-13	3	0	.
Investmentzertifikate				-89	281			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		0	0	0	0	58	0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		-18	-17	21	7	-4	-26	63
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	100	66	73	-6	-148	-32	146	-93
<b>Bilanz am Jahresende, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		6 726	25 710	33 233	14 932	6 910	9 298	15 252
Währungsgold und SZRs								
Bargeld und Einlagen			29	24 319	33	0	274	2 683
Kurzfristige Schuldverschreibungen			86	710	71	1	714	272
Langfristige Schuldverschreibungen			841	4 556	2 859	30	5 968	2 925
Kredite		6 191	8 586		3 419	297	1 804	3 142
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		5 835	6 102		1 926	117	1 491	.
Anteilsrechte		7	12 205	2 435	8 385	386	6	5 709
Börsennotierte Aktien			3 300	333	191	97	0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		7	8 905	1 111	2 725	287	6	.
Investmentzertifikate				992	5 469			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		35	336	71	1	6 100	1	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		492	3 626	1 142	164	96	530	520
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 398	11 952	-9 139	1 076	415	-206	-5 496	

Quelle: EZB.

### 3.2 Nichtfinanzielle Konten des Euro-Währungsgebiets

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme)

Mittelverwendung	2007	2008	2009	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1	2010 Q3- 2011 Q2	2010 Q4- 2011 Q3	2011 Q1- 2011 Q4
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)								
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen								
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)								
Arbeitnehmerentgelt	4 279	4 461	4 442	4 491	4 518	4 551	4 580	4 606
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen	99	94	85	82	84	87	92	95
Abschreibungen	1 294	1 361	1 385	1 416	1 426	1 436	1 443	1 451
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	2 401	2 365	2 111	2 213	2 241	2 260	2 273	2 272
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto								
Arbeitnehmerentgelt								
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen								
Vermögenseinkommen	3 698	3 945	2 976	2 816	2 862	2 939	2 997	3 037
Zinsen	2 129	2 383	1 607	1 411	1 442	1 487	1 535	1 577
Sonstige Vermögenseinkommen	1 568	1 561	1 369	1 404	1 419	1 452	1 463	1 461
<i>Nationaleinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	7 768	7 804	7 533	7 754	7 814	7 876	7 927	7 957
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto								
Einkommen- und Vermögensteuern	1 136	1 145	1 029	1 054	1 072	1 083	1 100	1 109
Sozialbeiträge	1 596	1 671	1 676	1 701	1 712	1 724	1 739	1 755
Monetäre Sozialleistungen	1 586	1 657	1 774	1 821	1 826	1 832	1 840	1 848
Sonstige laufende Transfers	738	771	776	776	776	779	779	779
Nettoprämien für Schadenversicherungen	183	187	181	181	180	180	180	180
Schadenversicherungsleistungen	184	188	182	181	181	180	180	180
Sonstige	370	395	413	413	415	418	418	419
<i>Verfügbares Einkommen, netto<sup>1)</sup></i>	7 675	7 703	7 424	7 641	7 700	7 764	7 817	7 845
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto								
Konsumausgaben	6 887	7 140	7 143	7 304	7 353	7 400	7 441	7 466
Konsumausgaben für den Individualverbrauch	6 188	6 404	6 373	6 532	6 580	6 626	6 666	6 691
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch	698	736	771	772	773	774	775	775
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	61	70	61	56	56	56	58	59
<i>Sparen, netto<sup>1)</sup></i>	788	562	280	337	347	364	376	379
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto								
Bruttoinvestitionen	2 066	2 075	1 715	1 790	1 835	1 856	1 874	1 873
Bruttoanlageinvestitionen	1 989	2 010	1 763	1 772	1 797	1 812	1 825	1 833
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen	76	65	-48	18	38	44	50	41
Abschreibungen								
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern	-1	1	1	1	1	1	1	0
Vermögenstransfers	153	152	185	227	214	205	169	162
Vermögenswirksame Steuern	24	24	34	25	26	26	27	31
Sonstige Vermögenstransfers	129	128	151	202	188	180	142	132
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)<sup>1)</sup></i>	32	-143	-42	-27	-52	-47	-45	-32

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	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1	2010 Q3- 2011 Q2	2010 Q4- 2011 Q3	2011 Q1- 2011 Q4
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)	8 072	8 281	8 023	8 202	8 269	8 334	8 388	8 423
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	960	946	894	940	956	960	967	972
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>	9 032	9 227	8 917	9 143	9 225	9 294	9 355	9 395
Arbeitnehmerentgelt								
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen								
Abschreibungen								
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>								
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto	2 401	2 365	2 111	2 213	2 241	2 260	2 273	2 272
Arbeitnehmerentgelt	4 287	4 468	4 452	4 503	4 530	4 563	4 593	4 618
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen	1 067	1 047	996	1 036	1 053	1 060	1 072	1 078
Vermögenseinkommen	3 712	3 868	2 950	2 818	2 851	2 932	2 988	3 026
Zinsen	2 092	2 327	1 563	1 367	1 398	1 440	1 485	1 523
Sonstige Vermögenseinkommen	1 620	1 541	1 388	1 450	1 453	1 492	1 503	1 503
<i>Nationaleinkommen, netto</i>								
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto	7 768	7 804	7 533	7 754	7 814	7 876	7 927	7 957
Einkommen- und Vermögensteuern	1 144	1 154	1 034	1 059	1 077	1 089	1 107	1 115
Sozialbeiträge	1 595	1 670	1 674	1 699	1 710	1 722	1 737	1 753
Monetäre Sozialleistungen	1 578	1 649	1 768	1 815	1 820	1 825	1 833	1 841
Sonstige laufende Transfers	644	671	669	666	665	669	671	670
Nettoprämien für Schadenversicherungen	184	188	182	181	181	180	180	180
Schadenversicherungsleistungen	180	184	178	178	177	177	177	176
Sonstige	280	298	308	307	308	312	314	313
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>								
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto	7 675	7 703	7 424	7 641	7 700	7 764	7 817	7 845
Konsumausgaben								
Konsumausgaben für den Individualverbrauch								
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch								
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	61	70	61	56	56	56	58	59
<i>Sparen, netto</i>								
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto	788	562	280	337	347	364	376	379
Bruttoinvestitionen								
Bruttoanlageinvestitionen								
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen								
Abschreibungen	1 294	1 361	1 385	1 416	1 426	1 436	1 443	1 451
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern								
Vermögenstransfers	168	161	194	237	225	215	179	175
Vermögenswirksame Steuern	24	24	34	25	26	26	27	31
Sonstige Vermögenstransfers	144	137	160	212	199	189	152	144
<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	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1	2010 Q3- 2011 Q2	2010 Q4- 2011 Q3	2011 Q1- 2011 Q4
<b>Einkommen, Sparen und Reinvermögensänderung</b>								
Arbeitnehmerentgelt (+)	4 287	4 468	4 452	4 503	4 530	4 563	4 593	4 618
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, brutto (+)	1 484	1 522	1 446	1 454	1 466	1 481	1 491	1 496
Empfangene Zinsen (+)	316	351	241	214	221	230	239	246
Geleistete Zinsen (-)	220	249	146	126	130	137	143	147
Empfangene sonstige Vermögenseinkommen (+)	789	786	718	719	728	735	747	752
Geleistete sonstige Vermögenseinkommen (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Einkommen- und Vermögensteuern (-)	834	872	841	848	855	861	872	875
Sozialbeiträge, netto (-)	1 592	1 667	1 671	1 696	1 707	1 719	1 734	1 750
Monetäre Sozialleistungen, netto (+)	1 573	1 644	1 763	1 809	1 814	1 820	1 827	1 835
Empfangene laufende Transfers, netto (+)	63	70	71	70	68	69	69	69
<b>= Verfügbares Einkommen, brutto</b>	<b>5 854</b>	<b>6 043</b>	<b>6 022</b>	<b>6 089</b>	<b>6 125</b>	<b>6 172</b>	<b>6 206</b>	<b>6 234</b>
Konsumausgaben (-)	5 081	5 241	5 156	5 291	5 335	5 379	5 418	5 439
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche (+)	60	69	61	55	55	56	58	59
<b>= Sparen, brutto</b>	<b>833</b>	<b>871</b>	<b>927</b>	<b>853</b>	<b>846</b>	<b>848</b>	<b>847</b>	<b>854</b>
Abschreibungen (-)	358	372	376	380	382	384	386	387
Empfangene Vermögenstransfers, netto (+)	12	-1	10	11	11	10	10	8
Sonstige Vermögensänderungen (+)	1 310	-1 776	-799	731	711	586	-192	-720
<b>= Reinvermögensänderung</b>	<b>1 797</b>	<b>-1 278</b>	<b>-238</b>	<b>1 215</b>	<b>1 185</b>	<b>1 061</b>	<b>279</b>	<b>-246</b>
<b>Investitionen, Finanzierung und Reinvermögensänderung</b>								
Sachvermögensbildung, netto (+)	661	646	554	560	568	571	577	580
Abschreibungen (-)	358	372	376	380	382	384	386	387
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	421	460	-13	38	104	125	132	125
Bargeld und Einlagen	351	438	123	119	139	137	147	117
Geldmarktfondsanteile	37	-4	-43	-57	-36	-27	-17	-21
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	33	27	-93	-24	1	15	2	29
Langfristige Forderungen	171	25	500	392	299	251	217	193
Einlagen	-31	-29	85	56	41	50	51	50
Schuldverschreibungen	85	17	16	-14	28	32	44	53
Anteilsrechte	-104	-97	170	119	35	-3	-23	-26
Börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien sowie sonstige Anteilsrechte	39	76	119	103	53	23	28	36
Investmentzertifikate	-143	-173	52	17	-18	-26	-51	-62
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	221	133	228	231	195	172	145	115
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Kredite	384	257	103	126	119	136	121	87
<i>Darunter: Von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	283	83	65	147	170	168	148	81
Sonstige Vermögensänderungen (+)								
Sachvermögen	1 227	-372	-1 101	620	665	298	262	-269
Forderungen	102	-1 459	303	136	44	238	-466	-477
Anteilsrechte	79	-1 209	109	75	71	222	-373	-457
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	8	-239	173	105	35	48	-43	25
Übrige Veränderungen, netto (+)	-42	52	-2	-26	6	97	65	75
<b>= Reinvermögensänderung</b>	<b>1 797</b>	<b>-1 278</b>	<b>-238</b>	<b>1 215</b>	<b>1 185</b>	<b>1 061</b>	<b>279</b>	<b>-246</b>
<b>Vermögensbilanz</b>								
Sachvermögen (+)	28 117	28 018	27 096	27 896	27 932	27 980	28 242	27 820
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	5 264	5 813	5 788	5 829	5 870	5 911	5 907	5 970
Bargeld und Einlagen	4 851	5 321	5 476	5 600	5 598	5 650	5 658	5 730
Geldmarktfondsanteile	280	317	241	185	209	199	194	169
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	133	175	71	44	63	63	54	70
Langfristige Forderungen	12 200	10 718	11 555	12 080	12 160	12 167	11 699	11 799
Einlagen	965	913	970	1 027	1 037	1 055	1 068	1 081
Schuldverschreibungen	1 284	1 307	1 375	1 314	1 336	1 355	1 325	1 327
Anteilsrechte	5 152	3 806	4 118	4 311	4 319	4 261	3 801	3 823
Börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien sowie sonstige Anteilsrechte	3 761	2 877	3 000	3 107	3 149	3 093	2 735	2 739
Investmentzertifikate	1 391	929	1 118	1 204	1 170	1 168	1 066	1 084
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	4 798	4 692	5 092	5 428	5 468	5 496	5 505	5 569
Übrige Nettoforderungen (+)	308	312	306	315	309	390	394	375
Verbindlichkeiten (-)								
Kredite	5 569	5 820	5 942	6 102	6 103	6 162	6 180	6 191
<i>Darunter: Von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	4 831	4 914	4 968	5 213	5 256	5 304	5 313	5 281
<b>= Reinvermögen</b>	<b>40 320</b>	<b>39 041</b>	<b>38 803</b>	<b>40 018</b>	<b>40 168</b>	<b>40 287</b>	<b>40 063</b>	<b>39 773</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	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1	2010 Q3- 2011 Q2	2010 Q4- 2011 Q3	2011 Q1- 2011 Q4
<b>Einkommen und Sparen</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise) (+)	4 648	4 759	4 497	4 635	4 684	4 730	4 769	4 792
Arbeitnehmerentgelt (-)	2 711	2 833	2 776	2 807	2 830	2 859	2 884	2 906
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen (-)	49	46	39	33	34	37	40	41
= <b>Bruttobetriebsüberschuss (+)</b>	1 888	1 880	1 682	1 794	1 820	1 835	1 845	1 845
Abschreibungen (-)	726	767	784	803	810	816	820	824
= <b>Nettobetriebsüberschuss (+)</b>	1 162	1 113	899	991	1 010	1 019	1 025	1 021
Empfangene Vermögenseinkommen (+)	639	637	549	552	554	572	577	572
Empfangene Zinsen	218	239	174	157	161	168	175	181
Empfangene sonstige Vermögenseinkommen	421	398	376	395	393	404	402	391
Geleistete Zinsen und Pachten (-)	366	421	299	263	270	281	292	301
= <b>Unternehmensgewinn, netto (+)</b>	1 436	1 329	1 149	1 280	1 295	1 310	1 311	1 292
Ausschüttungen und Entnahmen (-)	1 005	1 027	936	944	959	964	974	977
Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern (-)	248	236	152	168	176	179	184	190
Empfangene Sozialbeiträge (+)	64	68	70	69	70	70	71	71
Monetäre Sozialleistungen (-)	63	65	68	69	70	70	70	70
Geleistete sonstige laufende Transfers, netto (-)	43	48	47	46	46	44	44	45
= <b>Sparen, netto</b>	141	21	17	123	114	124	109	82
<b>Investitionen, Finanzierung und Sparen</b>								
Sachvermögensbildung, netto (+)	409	369	78	159	191	200	210	210
Bruttoanlageinvestitionen (+)	1 058	1 077	911	944	963	976	988	996
Abschreibungen (-)	726	767	784	803	810	816	820	824
Sonstige Sachvermögensbildung, netto (+)	77	60	-50	18	37	39	43	39
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	167	72	91	43	28	41	-2	-33
Bargeld und Einlagen	153	15	87	67	63	66	45	0
Geldmarktfondsanteile	-20	33	40	-23	-27	-27	-43	-44
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	34	24	-35	-2	-7	2	-4	10
Langfristige Forderungen	763	664	242	471	480	544	559	554
Einlagen	-8	39	0	12	23	22	24	53
Schuldverschreibungen	51	-42	18	-9	2	14	17	23
Anteilsrechte	412	331	110	238	249	304	321	275
Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen Unternehmen)	308	336	114	230	206	204	197	203
Übrige Nettoforderungen (+)	209	-27	56	-35	-32	-41	-66	-111
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schulden	928	664	79	181	209	280	261	243
<i>Darunter: Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	538	394	-113	-11	27	75	79	50
<i>Darunter: Schuldverschreibungen</i>	32	48	88	65	44	43	48	46
Anteilsrechte	413	315	284	260	272	271	266	232
Börsennotierte Aktien	62	5	58	31	30	28	29	28
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	350	310	227	229	242	242	237	203
Empfangene Vermögenstransfers, netto (-)	69	74	83	73	70	68	66	65
= <b>Sparen, netto</b>	141	21	17	123	114	124	109	82
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen								
Kurzfristige Forderungen	1 788	1 879	1 959	1 992	1 958	1 946	1 944	1 968
Bargeld und Einlagen	1 507	1 538	1 631	1 693	1 668	1 674	1 680	1 704
Geldmarktfondsanteile	163	192	214	192	183	171	158	146
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	118	149	114	107	107	102	107	118
Langfristige Forderungen	10 813	9 370	10 282	10 953	11 134	11 268	10 604	10 910
Einlagen	213	255	232	258	237	239	254	278
Schuldverschreibungen	230	180	195	197	219	215	216	240
Anteilsrechte	8 026	6 278	7 075	7 474	7 625	7 706	6 950	7 153
Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen Unternehmen)	2 344	2 657	2 779	3 024	3 052	3 108	3 184	3 239
Übrige Nettoforderungen	253	204	190	41	141	92	86	96
Verbindlichkeiten								
Schulden	8 644	9 326	9 423	9 588	9 655	9 761	9 837	9 849
<i>Darunter: Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	4 465	4 870	4 711	4 695	4 726	4 751	4 766	4 725
<i>Darunter: Schuldverschreibungen</i>	647	702	824	882	859	878	921	927
Anteilsrechte	14 376	11 123	12 436	13 148	13 427	13 417	11 955	12 205
Börsennotierte Aktien	5 068	2 941	3 502	3 813	3 923	3 914	3 142	3 300
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	9 308	8 182	8 934	9 334	9 504	9 503	8 813	8 905

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	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1	2010 Q3- 2011 Q2	2010 Q4- 2011 Q3	2011 Q1- 2011 Q4
<b>Finanzierungskonto, finanzielle Transaktionen</b>								
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	22	73	-48	-19	-24	-35	2	50
Bargeld und Einlagen	7	57	-33	-9	-9	-15	5	16
Geldmarktfondsanteile	4	12	0	-17	-24	-23	-12	11
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	11	3	-14	7	9	3	9	23
Langfristige Forderungen	240	119	286	282	246	268	220	100
Einlagen	47	-9	19	-8	8	11	17	10
Schuldverschreibungen	108	72	105	180	144	128	69	3
Kredite	-15	25	6	26	19	22	14	4
Börsennotierte Aktien	21	-10	-57	13	16	16	11	7
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	14	16	-15	1	4	5	12	-4
Investmentzertifikate	64	25	229	70	56	86	98	81
Übrige Nettoforderungen (+)	2	13	24	20	2	-47	-48	-37
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schuldverschreibungen	3	4	5	0	0	2	3	3
Kredite	-2	32	-2	11	17	13	8	7
Anteilsrechte	3	8	4	7	6	1	1	1
Versicherungstechnische Rückstellungen	247	121	234	273	217	180	139	103
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	224	119	230	249	197	168	132	103
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	22	1	4	24	21	12	7	-1
<b>= Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	<b>13</b>	<b>40</b>	<b>21</b>	<b>-7</b>	<b>-16</b>	<b>-11</b>	<b>23</b>	<b>-1</b>
<b>Konto sonstiger Vermögensänderungen</b>								
Sonstige Änderungen der Forderungen (+)								
Anteilsrechte	-9	-515	207	99	33	60	-122	-113
Übrige Nettoforderungen	-32	53	27	-13	-63	-44	-62	33
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten (-)								
Anteilsrechte	-21	-172	12	-10	-8	12	-43	-44
Versicherungstechnische Rückstellungen	28	-254	186	107	40	50	-31	41
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	16	-244	183	107	42	55	-30	40
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	12	-10	3	0	-2	-5	-2	0
<b>= Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	<b>-47</b>	<b>-35</b>	<b>37</b>	<b>-12</b>	<b>-62</b>	<b>-46</b>	<b>-110</b>	<b>-76</b>
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	318	393	340	326	319	319	350	361
Bargeld und Einlagen	163	224	195	190	181	181	199	193
Geldmarktfondsanteile	91	101	93	77	75	75	81	87
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	63	67	51	58	63	63	70	81
Langfristige Forderungen	5 470	5 080	5 650	6 015	6 069	6 100	5 993	5 974
Einlagen	594	599	617	611	624	624	624	617
Schuldverschreibungen	2 202	2 265	2 441	2 604	2 617	2 631	2 634	2 581
Kredite	410	433	437	463	462	467	464	467
Börsennotierte Aktien	750	491	523	563	576	570	518	530
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	348	321	301	293	292	290	290	283
Investmentzertifikate	1 166	971	1 331	1 481	1 497	1 517	1 463	1 496
Übrige Nettoforderungen (+)	174	237	212	242	252	239	268	274
Verbindlichkeiten (-)								
Schuldverschreibungen	20	23	31	33	31	33	32	31
Kredite	244	281	273	293	297	300	308	297
Anteilsrechte	580	416	432	429	445	429	382	386
Versicherungstechnische Rückstellungen	5 290	5 156	5 576	5 957	6 013	6 035	6 039	6 100
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	4 481	4 356	4 769	5 126	5 168	5 196	5 203	5 269
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	809	800	807	831	844	839	836	830
<b>= Finanzielles Reinvermögen (Nettogeldvermögen)</b>	<b>-173</b>	<b>-168</b>	<b>-110</b>	<b>-129</b>	<b>-146</b>	<b>-141</b>	<b>-150</b>	<b>-206</b>

Quelle: EZB.

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



# FINANZMÄRKTE

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

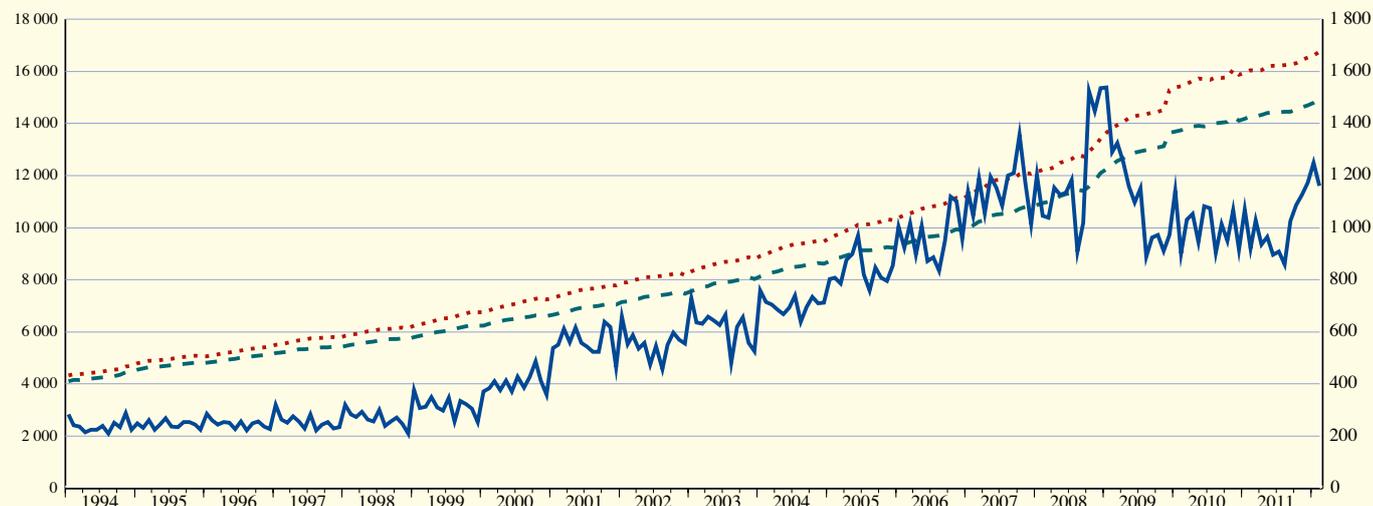
(in Mrd € und Wachstumsraten im Berichtszeitraum; saisonbereinigt; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)

	Euro insgesamt <sup>1)</sup>			Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet								
	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Euro			Alle Währungen				Saisonbereinigt <sup>2)</sup>	
				Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Jahreswachstumsraten	Nettoabsatz	Sechsmonatsraten
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Insgesamt</b>												
2011 Febr.	16 464,2	866,8	100,3	14 279,2	813,9	92,1	16 039,9	920,2	98,7	4,1	48,5	4,1
März	16 462,3	986,9	-1,6	14 270,1	919,9	-8,9	16 015,7	1 028,0	0,3	3,3	9,8	3,5
April	16 483,1	889,7	21,4	14 317,0	850,3	47,5	16 041,6	934,9	50,9	3,2	25,0	3,3
Mai	16 586,4	922,5	101,6	14 409,5	865,9	90,9	16 190,0	963,7	118,1	3,6	41,7	1,8
Juni	16 619,1	851,8	32,7	14 433,6	799,9	24,0	16 207,5	896,8	24,6	3,8	50,7	3,2
Juli	16 589,3	852,6	-30,3	14 423,9	825,3	-10,4	16 221,0	907,2	-11,1	3,7	14,3	2,4
Aug.	16 619,5	806,8	30,4	14 454,9	772,4	31,3	16 228,8	858,3	19,0	3,2	47,7	2,4
Sept.	16 652,2	1 002,0	33,0	14 461,3	926,1	6,9	16 274,8	1 026,6	8,7	3,3	61,1	3,0
Okt.	16 703,2	1 034,5	51,8	14 539,8	992,9	79,1	16 318,4	1 086,5	69,6	3,3	59,4	3,5
Nov.	16 787,2	1 061,8	83,4	14 629,9	1 014,6	89,3	16 441,5	1 125,8	93,8	2,4	5,0	3,0
Dez.	16 858,2	1 124,5	71,0	14 698,8	1 082,1	68,9	16 538,7	1 173,3	68,9	4,0	194,6	4,8
2012 Jan.	.	.	.	14 794,5	1 117,0	98,7	16 617,7	1 249,2	91,2	4,0	77,2	5,6
Febr.	.	.	.	14 930,9	1 042,1	141,5	16 752,6	1 159,7	159,1	4,3	104,6	6,3
<b>Langfristig</b>												
2011 Febr.	15 018,9	284,2	105,7	12 911,6	253,2	95,5	14 468,2	285,1	92,1	5,0	42,8	5,6
März	15 029,3	313,5	10,9	12 928,6	277,4	17,4	14 461,2	311,7	14,9	4,2	20,4	5,1
April	15 082,7	303,3	53,7	12 992,9	278,4	64,6	14 507,5	308,9	67,8	4,2	48,4	4,8
Mai	15 158,8	275,8	75,0	13 060,5	243,4	66,5	14 613,2	266,4	80,2	4,5	14,8	3,4
Juni	15 212,0	259,0	52,7	13 111,8	227,7	50,7	14 662,1	256,6	53,7	4,6	44,0	3,8
Juli	15 193,8	203,3	-20,4	13 100,8	192,1	-13,3	14 673,5	213,8	-12,8	4,4	25,9	2,7
Aug.	15 188,6	121,6	-5,2	13 099,9	112,0	-1,0	14 653,5	122,0	-9,6	4,0	28,4	2,5
Sept.	15 180,2	229,2	-7,7	13 087,7	189,8	-11,4	14 682,1	213,9	-4,1	4,0	42,7	2,8
Okt.	15 253,9	278,3	75,6	13 167,2	250,9	81,4	14 728,1	268,0	69,8	4,0	73,9	3,2
Nov.	15 325,5	210,8	71,4	13 248,7	191,6	81,0	14 841,3	212,2	87,6	3,2	4,8	3,0
Dez.	15 382,7	236,9	56,1	13 318,9	227,7	69,2	14 939,5	245,3	72,6	4,1	142,5	4,4
2012 Jan.	.	.	.	13 389,7	301,3	74,1	14 991,6	330,3	62,8	4,0	89,5	5,3
Febr.	.	.	.	13 518,1	305,0	132,6	15 113,4	335,7	143,3	4,3	92,5	6,2

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

(in Mrd €)

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



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

1) Gesamte auf Euro lautende Wertpapiere (ohne Aktien), die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben wurden.

2) 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>											
2010	15 872	5 246	3 291	850	5 932	554	1 007	625	80	69	205	29
2011	16 539	5 530	3 301	868	6 216	624	999	609	98	62	191	39
2011 Q1	16 016	5 347	3 257	824	6 024	564	1 006	592	92	59	220	43
Q2	16 208	5 363	3 249	832	6 167	597	932	551	86	60	192	43
Q3	16 275	5 425	3 229	854	6 160	607	931	580	78	60	180	33
Q4	16 539	5 530	3 301	868	6 216	624	1 129	714	136	70	172	36
2011 Nov.	16 441	5 457	3 265	870	6 229	621	1 126	730	107	63	181	45
Dez.	16 539	5 530	3 301	868	6 216	624	1 173	784	156	60	139	34
2012 Jan.	16 618	5 541	3 295	878	6 271	633	1 249	767	118	65	249	51
Febr.	16 753	5 606	3 296	883	6 314	654	1 160	742	81	65	218	54
	<b>Kurzfristig</b>											
2010	1 540	572	122	67	724	54	759	534	34	57	115	19
2011	1 599	702	110	77	634	77	747	511	47	53	107	29
2011 Q1	1 554	618	114	71	700	52	701	462	41	49	118	30
Q2	1 545	582	124	72	702	65	654	440	31	51	102	32
Q3	1 593	613	113	83	712	72	747	512	42	53	114	26
Q4	1 599	702	110	77	634	77	887	629	75	60	94	28
2011 Nov.	1 600	652	105	84	686	74	914	665	68	54	95	31
Dez.	1 599	702	110	77	634	77	928	679	89	52	78	29
2012 Jan.	1 626	709	109	80	649	79	919	626	67	53	139	34
Febr.	1 639	716	114	82	644	83	824	572	51	53	122	27
	<b>Langfristig<sup>2)</sup></b>											
2010	14 332	4 674	3 168	783	5 207	499	248	91	46	12	90	9
2011	14 939	4 827	3 191	791	5 583	547	252	98	50	9	84	10
2011 Q1	14 461	4 729	3 143	752	5 325	512	306	130	50	10	102	13
Q2	14 662	4 781	3 125	759	5 465	532	277	111	55	9	90	12
Q3	14 682	4 812	3 116	770	5 448	535	183	67	36	7	66	7
Q4	14 939	4 827	3 191	791	5 583	547	242	85	61	10	78	8
2011 Nov.	14 841	4 805	3 160	786	5 544	547	212	65	39	9	85	13
Dez.	14 939	4 827	3 191	791	5 583	547	245	106	67	8	61	4
2012 Jan.	14 992	4 832	3 186	797	5 622	554	330	141	51	12	110	17
Febr.	15 113	4 889	3 182	801	5 670	571	336	171	30	12	96	27
	<b>Darunter: Festverzinslich</b>											
2010	9 477	2 633	1 099	671	4 697	377	156	50	13	10	77	6
2011	10 026	2 777	1 151	697	4 994	408	151	54	12	8	70	7
2011 Q1	9 639	2 700	1 109	655	4 787	387	195	78	13	8	87	9
Q2	9 862	2 743	1 141	666	4 912	401	173	62	20	8	74	8
Q3	9 887	2 773	1 149	678	4 887	400	112	35	8	6	58	5
Q4	10 026	2 777	1 151	697	4 994	408	123	41	7	9	61	5
2011 Nov.	9 970	2 765	1 144	692	4 962	407	117	29	7	9	64	8
Dez.	10 026	2 777	1 151	697	4 994	408	119	48	8	7	53	3
2012 Jan.	10 088	2 799	1 157	703	5 021	409	218	95	16	11	86	9
Febr.	10 208	2 845	1 163	707	5 076	417	240	106	18	11	88	16
	<b>Darunter: Variabel verzinslich</b>											
2010	4 384	1 761	1 964	106	432	121	78	34	29	1	10	4
2011	4 409	1 781	1 886	91	513	139	84	37	32	1	11	3
2011 Q1	4 330	1 741	1 916	93	458	123	90	42	32	1	11	4
Q2	4 299	1 765	1 838	89	477	129	84	42	23	1	13	4
Q3	4 289	1 767	1 808	88	491	133	56	26	21	0	5	3
Q4	4 409	1 781	1 886	91	513	139	106	36	51	1	15	3
2011 Nov.	4 358	1 762	1 860	90	507	138	81	28	28	1	19	5
Dez.	4 409	1 781	1 886	91	513	139	116	53	55	1	7	1
2012 Jan.	4 394	1 766	1 874	91	519	143	92	37	30	1	16	8
Febr.	4 398	1 775	1 861	91	520	151	81	56	11	0	5	10

Quelle: EZB.

- Die Monatsangaben zum Bruttoabsatz beziehen sich auf die im jeweiligen Monat getätigten Transaktionen. Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Quartals- und Jahreswerte auf die jeweiligen Monatsdurchschnitte.
- Die Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen und der Summe der festverzinslichen und variabel verzinslichen langfristigen Schuldverschreibungen ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

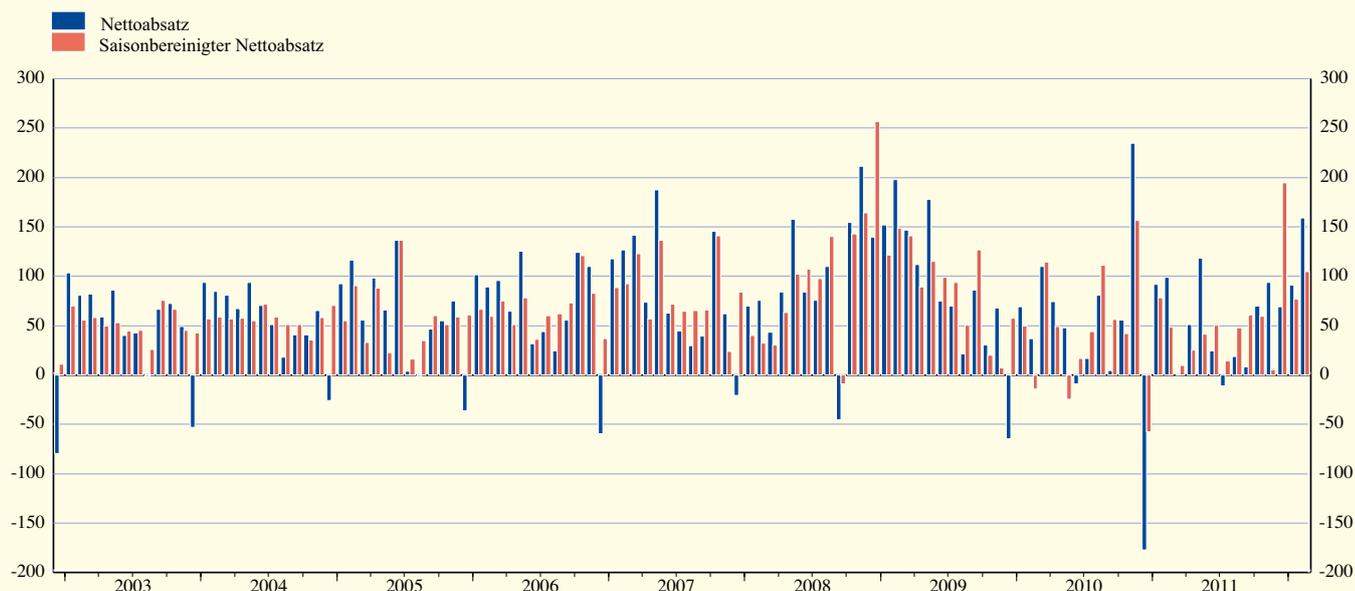
**4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten**  
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; während des Berichtszeitraums getätigte Transaktionen; Nominalwerte)

**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>												
2010	45,4	-1,2	4,7	5,0	31,6	5,3	45,3	-1,4	4,8	5,0	31,8	5,1
2011	52,8	22,7	-2,5	3,7	23,4	5,6	53,0	23,0	-2,3	3,8	23,1	5,3
2011 Q1	63,7	43,0	-20,3	4,3	32,5	4,3	45,5	24,0	-3,9	2,8	16,7	5,9
Q2	64,5	5,0	-1,7	2,7	47,5	11,0	39,1	0,6	-6,9	-0,2	34,2	11,5
Q3	5,5	12,8	-10,1	4,5	-3,8	2,0	41,0	20,4	5,2	6,2	5,6	3,7
Q4	77,4	29,8	22,0	3,2	17,6	4,9	86,3	47,2	-3,6	6,4	36,1	0,3
2011 Nov.	93,8	29,0	1,9	6,5	45,1	11,1	5,0	21,5	-41,1	5,8	8,1	10,7
Dez.	68,9	58,3	30,9	-5,9	-15,6	1,3	194,6	110,0	18,2	5,3	65,2	-4,2
2012 Jan.	91,2	16,4	-0,9	10,8	55,5	9,4	77,2	-7,6	18,7	7,1	39,3	19,7
Febr.	159,1	74,4	10,5	7,4	44,9	22,0	104,6	41,1	19,4	5,2	16,2	22,6
<b>Langfristig</b>												
2010	54,0	1,9	2,0	5,3	41,3	3,5	54,3	1,9	2,2	5,3	41,4	3,5
2011	48,3	12,0	-1,3	2,7	31,0	3,9	48,8	12,1	-1,1	2,8	31,1	3,9
2011 Q1	58,1	27,4	-16,9	2,3	40,5	4,9	53,4	17,1	-1,9	2,5	31,2	4,6
Q2	67,2	16,7	-5,1	2,4	46,7	6,5	35,7	5,6	-9,4	-0,6	35,1	5,0
Q3	-8,8	3,1	-6,5	0,9	-6,9	0,6	32,3	10,9	7,3	2,2	9,1	2,7
Q4	76,7	0,8	23,1	5,4	43,8	3,6	73,8	15,0	-0,4	7,0	48,9	3,2
2011 Nov.	87,6	3,2	5,8	6,8	63,4	8,4	4,8	7,6	-38,4	6,3	21,0	8,4
Dez.	72,6	9,5	26,2	1,1	36,6	-0,8	142,5	40,8	16,8	5,4	80,5	-0,9
2012 Jan.	62,8	8,8	-0,6	7,4	40,7	6,6	89,5	5,4	20,6	9,0	46,0	8,4
Febr.	143,3	64,7	5,6	5,8	49,6	17,7	92,5	39,6	9,3	4,6	20,2	18,9

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

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



Quelle: EZB.

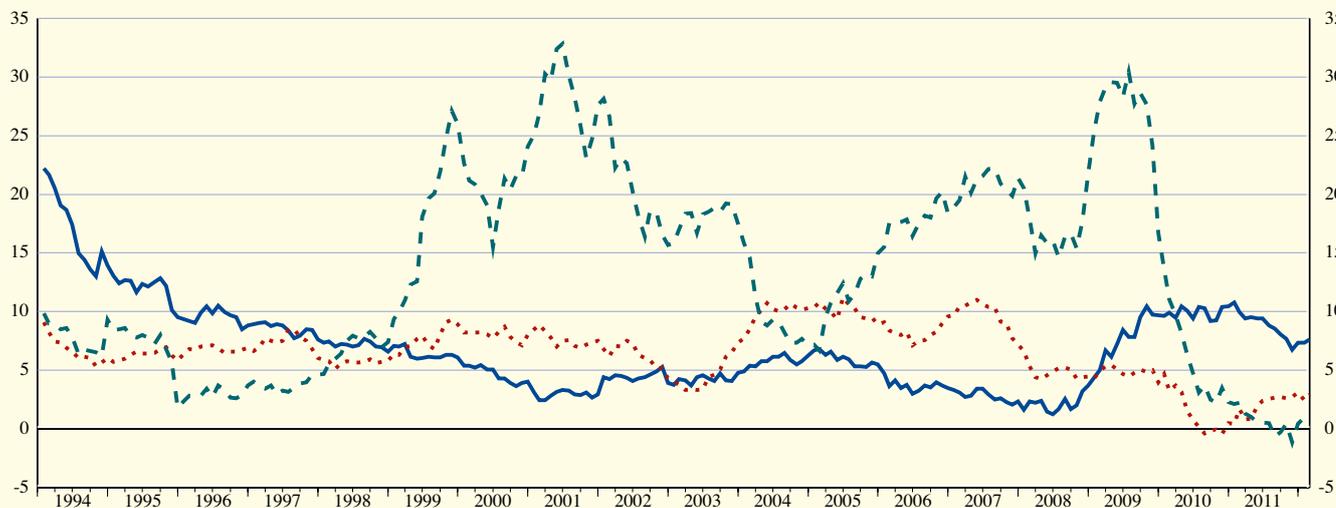
1) Die Monatsangaben zum Nettoabsatz beziehen sich auf die im jeweiligen Monat getätigten Transaktionen. Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Quartals- und Jahreswerte auf die jeweiligen Monatsdurchschnitte.

#### 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
	Insgesamt											
2011 Febr.	4,1	1,6	2,3	5,5	6,7	11,9	4,1	2,5	1,4	6,1	6,4	9,4
März	3,3	0,8	1,2	4,8	5,9	14,5	3,5	2,2	-1,0	5,2	6,3	12,1
April	3,2	0,4	1,1	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,8	2,5	5,3	12,3
Mai	3,6	1,7	0,3	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,1	3,7	2,7	15,8
Juni	3,8	1,8	0,5	4,2	6,5	16,1	3,2	2,8	-2,0	1,8	5,2	20,1
Juli	3,7	1,8	0,4	4,9	6,2	13,3	2,4	1,2	-2,8	2,9	5,1	16,0
Aug.	3,2	1,9	-1,2	5,2	5,6	15,3	2,4	1,3	-3,9	4,4	4,9	22,0
Sept.	3,3	2,3	-0,6	4,8	5,1	14,2	3,0	2,4	-0,3	4,4	4,0	16,8
Okt.	3,3	2,9	-0,2	4,7	4,7	12,8	3,5	2,9	0,4	7,1	4,2	12,9
Nov.	2,4	3,2	-2,3	5,1	3,0	13,6	3,0	3,4	-0,7	6,5	3,4	11,0
Dez.	4,0	5,2	-0,9	5,4	4,7	12,1	4,8	7,7	0,3	9,3	4,1	4,0
2012 Jan.	4,0	4,3	-0,6	6,2	4,8	15,4	5,6	7,6	1,6	9,6	4,5	14,9
Febr.	4,3	4,5	0,0	6,6	4,8	19,9	6,3	7,8	3,9	8,7	4,7	17,8
	Langfristig											
2011 Febr.	5,0	1,7	1,3	6,4	10,1	8,6	5,6	4,1	0,2	6,1	10,0	8,5
März	4,2	0,8	0,2	5,7	9,4	9,0	5,1	3,3	-2,0	5,6	11,0	9,4
April	4,2	0,9	0,1	5,0	9,5	9,5	4,8	3,5	-1,6	4,0	10,0	8,7
Mai	4,5	2,0	-0,6	5,2	9,1	12,1	3,4	3,6	-4,9	3,1	7,9	11,0
Juni	4,6	2,4	-0,3	4,4	9,4	9,4	3,8	2,9	-2,1	1,5	7,8	11,9
Juli	4,4	2,6	-0,5	4,8	8,7	9,8	2,7	1,4	-2,9	2,1	6,6	12,2
Aug.	4,0	2,6	-1,8	4,4	8,4	10,2	2,5	1,2	-3,9	2,8	6,8	12,1
Sept.	4,0	2,7	-1,1	3,4	7,9	9,4	2,8	2,1	-0,4	1,3	5,0	9,3
Okt.	4,0	2,6	-0,3	3,5	7,6	8,7	3,2	1,7	1,0	3,0	5,3	8,5
Nov.	3,2	2,7	-2,3	4,0	6,4	10,0	3,0	1,9	0,1	4,8	4,9	9,1
Dez.	4,1	3,1	-0,5	4,4	7,2	9,4	4,4	3,3	1,3	7,4	6,5	6,9
2012 Jan.	4,0	2,4	-0,1	5,7	7,0	11,1	5,3	3,5	2,7	9,4	7,3	10,1
Febr.	4,3	2,9	0,0	6,0	7,0	13,5	6,2	4,7	4,1	9,3	7,3	15,2

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

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



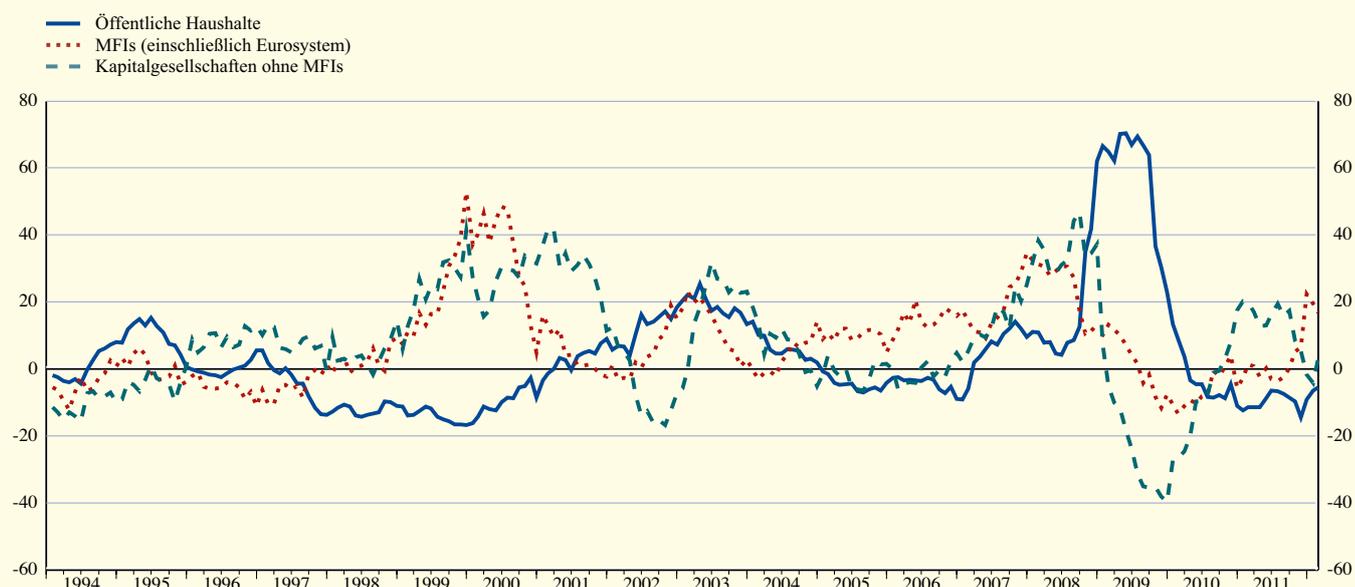
Quelle: EZB.

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
<b>Alle Währungen</b>												
2010	8,8	5,7	6,4	19,6	9,9	8,8	-0,6	-3,9	0,7	-1,5	6,4	27,5
2011	6,4	5,0	3,4	6,3	7,8	7,6	-0,6	-1,4	-5,3	-1,9	22,3	16,1
2011 Q1	6,9	3,4	3,1	9,2	9,7	5,6	0,4	-1,8	-1,9	-1,2	19,0	20,0
Q2	6,5	4,6	3,7	6,4	8,2	7,9	-0,5	-2,1	-4,7	-1,5	23,5	18,4
Q3	6,6	6,2	4,2	5,2	7,4	8,9	-1,5	-1,4	-7,7	-2,3	25,7	13,0
Q4	5,6	5,7	2,7	4,5	6,1	8,1	-1,0	-0,5	-6,9	-2,5	21,0	13,9
2011 Sept.	6,1	6,4	4,7	4,3	6,4	8,3	-1,6	-1,2	-8,5	-3,7	28,3	13,4
Okt.	5,7	5,7	3,6	4,2	6,2	7,5	-0,6	-1,0	-6,3	-2,9	25,8	12,7
Nov.	5,2	5,2	1,6	4,6	5,8	8,5	-1,8	0,0	-7,9	-2,3	14,6	15,1
Dez.	5,5	5,7	1,1	5,0	6,3	8,0	0,4	0,3	-4,4	-1,0	18,7	14,3
2012 Jan.	5,7	5,2	2,1	6,4	6,4	8,7	-0,1	-0,5	-4,5	-0,9	15,6	19,3
Febr.	6,1	5,6	3,1	6,5	6,7	10,1	0,2	0,4	-4,9	-0,8	15,3	24,4
<b>Euro</b>												
2010	9,1	5,6	7,4	19,9	10,0	8,3	-0,3	-3,3	0,4	-1,9	5,9	26,2
2011	6,5	4,2	3,6	6,6	8,1	7,2	-0,2	0,0	-5,9	-2,8	22,2	15,3
2011 Q1	7,0	2,2	3,3	9,6	9,9	4,5	1,0	-0,1	-2,8	-1,7	19,1	21,0
Q2	6,6	3,8	4,0	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,8	-2,6	23,5	18,1
Q3	6,7	5,5	4,5	5,9	7,6	8,6	-1,2	-0,2	-8,4	-3,5	25,6	11,1
Q4	5,7	5,5	2,6	4,7	6,4	8,5	-0,6	0,9	-7,6	-3,5	20,8	12,3
2011 Sept.	6,2	5,7	4,6	4,8	6,6	8,4	-1,5	-0,1	-9,8	-4,6	28,3	11,4
Okt.	5,8	5,4	3,5	4,5	6,4	8,2	-0,1	0,5	-6,9	-3,9	25,6	11,0
Nov.	5,5	5,2	1,8	4,7	6,1	9,0	-1,3	1,5	-8,4	-3,4	14,3	13,7
Dez.	5,7	5,7	0,8	5,0	6,5	8,6	0,6	1,8	-5,3	-2,1	18,4	13,1
2012 Jan.	6,0	5,5	2,6	6,1	6,6	10,0	0,7	1,5	-4,7	-2,2	15,3	18,2
Febr.	6,4	6,0	3,6	6,1	6,8	10,7	1,0	2,5	-5,1	-2,1	15,1	22,6

**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)

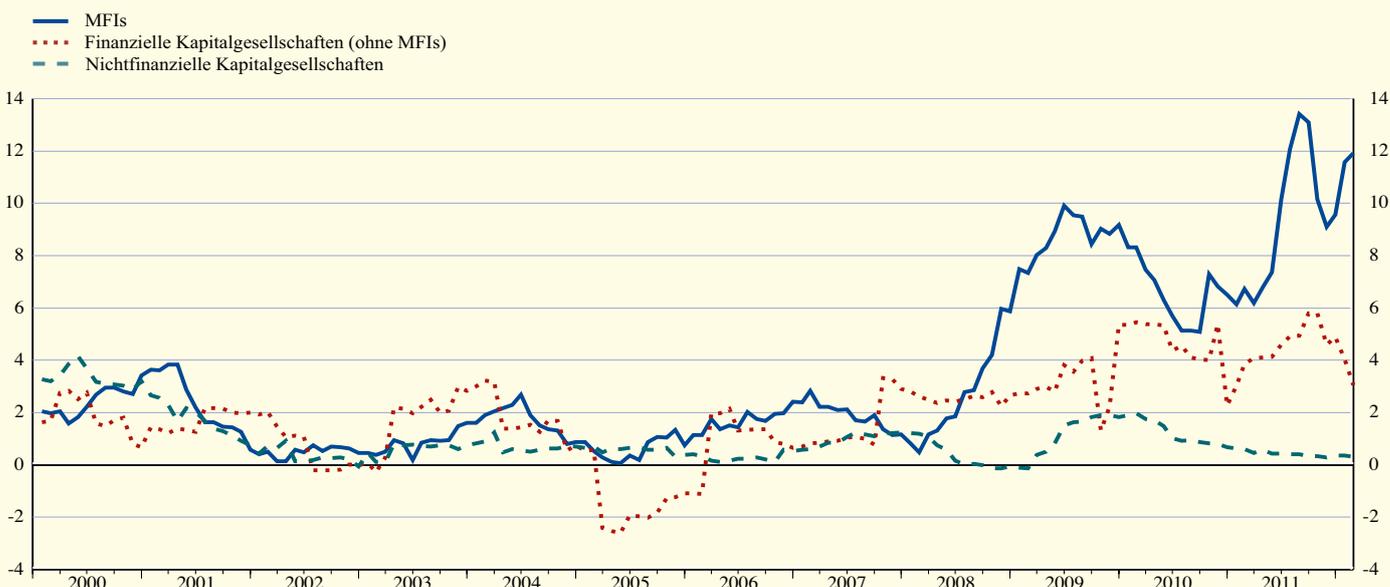
##### 1. Umlauf und Jahreswachstumsraten

(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
2010 Febr.	4 161,5	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3 323,0	2,0
März	4 474,4	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3 565,5	1,8
April	4 409,1	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3 555,0	1,7
Mai	4 093,4	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3 324,9	1,5
Juni	4 054,6	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3 292,7	1,0
Juli	4 256,1	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3 398,3	0,9
Aug.	4 121,2	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3 327,5	0,9
Sept.	4 345,2	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3 531,6	0,9
Okt.	4 531,0	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3 683,1	0,8
Nov.	4 413,3	104,4	1,8	437,8	6,8	316,6	5,4	3 658,9	0,8
Dez.	4 596,2	104,4	1,4	458,4	6,5	334,0	2,3	3 803,8	0,7
2011 Jan.	4 759,8	104,5	1,4	514,3	6,1	365,8	3,0	3 879,7	0,6
Febr.	4 845,8	104,7	1,5	535,0	6,7	378,9	3,9	3 931,9	0,6
März	4 767,3	104,8	1,4	491,7	6,2	363,2	4,1	3 912,5	0,5
April	4 891,8	105,0	1,5	497,5	6,8	371,5	4,1	4 022,8	0,6
Mai	4 777,5	105,0	1,4	475,9	7,4	356,2	4,1	3 945,4	0,4
Juni	4 722,7	105,5	1,7	491,6	10,2	350,5	4,6	3 880,5	0,4
Juli	4 504,3	105,7	1,9	458,8	12,1	325,5	4,9	3 720,0	0,4
Aug.	3 975,3	105,9	2,0	383,0	13,4	281,6	4,9	3 310,7	0,4
Sept.	3 749,2	105,9	2,0	350,7	13,1	264,3	5,8	3 134,2	0,3
Okt.	4 044,0	105,9	1,7	361,3	10,2	288,0	5,8	3 394,7	0,3
Nov.	3 893,4	106,0	1,5	330,6	9,1	271,5	4,6	3 291,3	0,3
Dez.	3 906,8	106,1	1,6	340,1	9,6	270,7	4,9	3 296,0	0,3
2012 Jan.	4 121,3	106,3	1,7	376,5	11,6	298,0	4,0	3 446,8	0,4
Febr.	4 290,7	106,4	1,6	399,0	11,9	311,3	3,1	3 580,3	0,3

#### 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“.

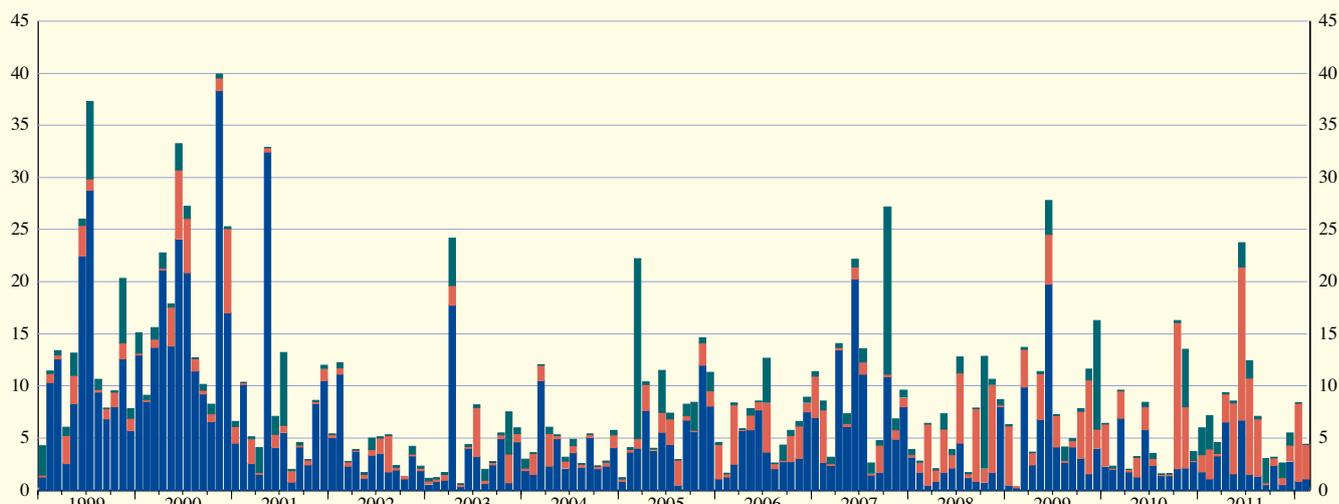
4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet  
(in Mrd €; Marktkurse)

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
2010 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.	13,5	1,5	12,0	5,9	0,0	5,9	5,5	0,1	5,4	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.	6,0	1,3	4,7	1,6	0,0	1,6	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	9,4	0,5	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,5	0,5	6,0
Mai	8,6	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,0
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
Aug.	7,1	1,1	6,0	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,9	0,4
Sept.	2,9	2,9	0,0	0,0	0,9	-0,9	2,3	0,0	2,3	0,5	2,0	-1,4
Okt.	3,1	0,4	2,7	0,7	0,0	0,7	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
Nov.	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,5	1,5	-1,0
Dez.	5,5	1,0	4,5	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,0	1,8
2012 Jan.	8,3	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,5
Febr.	4,4	2,3	2,1	3,3	0,0	3,3	0,0	0,2	-0,2	1,0	2,0	-1,0

A20 Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen  
(in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen; Marktkurse)

- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
- MFIs
- Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)



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	
2011 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	2,96	3,07	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30
Juni	0,49	2,58	3,25	3,15	1,70	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47
Juli	0,52	2,74	3,16	3,10	1,70	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41
Aug.	0,54	2,73	3,16	2,99	1,77	1,93	0,68	1,64	2,69	2,99	1,42
Sept.	0,55	2,73	3,15	2,92	1,79	1,94	0,69	1,71	2,72	2,79	1,47
Okt.	0,55	2,88	3,17	3,14	1,80	1,96	0,69	1,67	2,74	3,23	1,65
Nov.	0,55	2,78	3,08	3,03	1,80	1,96	0,66	1,46	2,61	2,85	1,62
Dez.	0,54	2,78	3,20	3,06	1,81	1,97	0,65	1,50	2,76	2,90	1,38
2012 Jan.	0,53	2,94	3,48	3,15	1,83	1,96	0,61	1,27	2,95	2,92	1,23
Febr.	0,52	2,90	3,37	3,15	1,83	1,96	0,60	1,22	2,96	3,01	1,06

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

	Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite <sup>3)</sup>	Konsumentenkredite				Effektiver Jahres- zinssatz <sup>4)</sup>	Wohnungsbaukredite				Effektiver Jahres- zinssatz <sup>4)</sup>	Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit		
			Mit anfänglicher Zinsbindung			Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mit anfänglicher Zinsbindung					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		
2011 März	8,04	16,88	5,43	6,22	7,82	7,32	3,00	3,82	4,15	4,01	3,93	3,43	4,69	4,43	
April	8,12	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	8,19	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	8,24	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	5,34	6,54	7,97	7,57	3,47	3,96	4,20	4,15	4,16	3,95	4,96	4,39	
Sept.	8,41	17,18	5,77	6,57	7,94	7,64	3,41	3,86	4,02	4,02	4,02	3,97	4,86	4,20	
Okt.	8,43	17,17	5,60	6,53	7,94	7,54	3,44	3,79	3,86	3,94	3,95	3,98	4,76	4,16	
Nov.	8,41	17,11	5,56	6,47	7,78	7,39	3,43	3,74	3,84	3,94	3,96	4,22	4,93	4,02	
Dez.	8,37	17,08	5,26	6,44	7,64	7,16	3,49	3,74	3,81	3,95	4,02	4,13	4,84	3,92	
2012 Jan.	8,46	17,06	5,61	6,58	8,08	7,57	3,50	3,71	3,75	4,03	4,03	3,89	4,76	3,93	
Febr.	8,41	17,05	5,70	6,58	8,09	7,62	3,44	3,64	3,70	3,95	3,92	3,87	4,71	4,04	

### 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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011 März	4,12	4,02	4,38	4,63	4,99	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	4,43	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,87	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24
Aug.	4,49	4,44	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,79	3,56	3,64	3,99	3,87	4,06
Sept.	4,54	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,69	3,63	3,64	3,74
Okt.	4,61	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,54	3,78	3,89	3,60	3,71
Nov.	4,61	4,77	5,26	4,98	5,10	4,65	4,26	2,80	3,66	3,42	3,92	3,60	3,71
Dez.	4,67	4,89	5,15	4,98	5,05	4,58	4,27	3,02	3,74	3,11	3,95	3,73	3,75
2012 Jan.	4,64	4,93	5,36	4,78	5,04	4,40	4,33	2,66	3,70	3,06	3,45	2,70	3,80
Febr.	4,59	4,86	5,25	4,71	5,02	4,65	4,41	2,50	3,76	3,31	3,92	3,77	3,64

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			Reposchäfte
	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
2011 März	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,85	3,13	1,65
April	0,46	2,41	2,73	1,65	1,90	0,61	1,94	3,12	1,72
Mai	0,49	2,45	2,74	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	2,54	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	2,12	3,14	1,97
Sept.	0,55	2,62	2,79	1,79	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07
Okt.	0,55	2,65	2,78	1,80	1,96	0,69	2,16	3,14	2,15
Nov.	0,55	2,70	2,80	1,80	1,96	0,66	2,17	3,16	2,24
Dez.	0,54	2,73	2,78	1,81	1,97	0,65	2,14	3,13	2,37
2012 Jan.	0,53	2,76	2,78	1,83	1,96	0,61	2,09	3,16	2,46
Febr.	0,52	2,79	2,80	1,83	1,96	0,60	2,08	3,20	2,62

**5. Kreditzinsen (Bestände)**

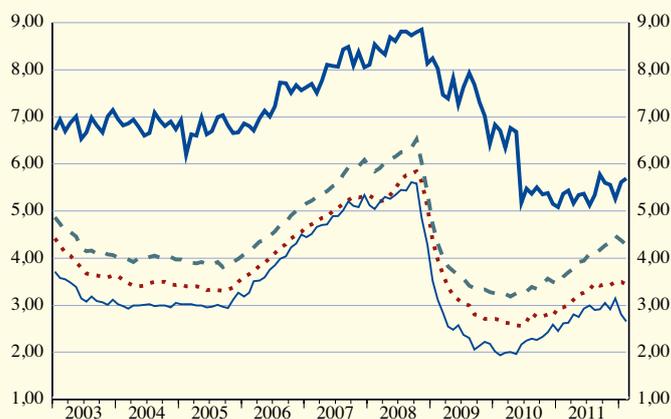
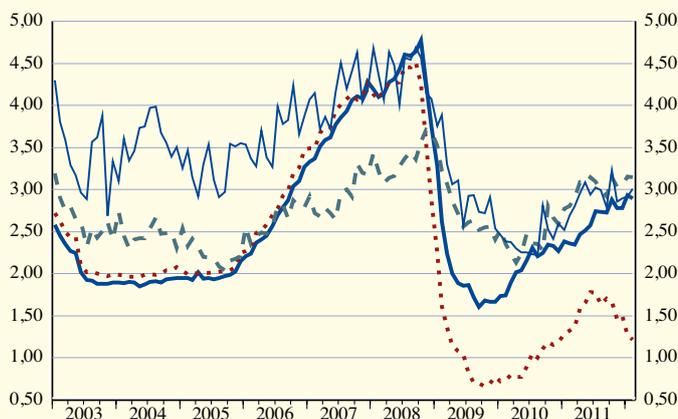
	Kredite an private Haushalte						Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
	Wohnungsbaukredite nach Laufzeiten			Konsumentenkredite und sonstige Kredite nach Laufzeiten			Nach Laufzeiten		
	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 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
2011 März	3,71	3,80	3,84	7,92	6,40	5,20	3,68	3,49	3,48
April	3,81	3,78	3,84	7,94	6,43	5,23	3,78	3,60	3,53
Mai	3,81	3,78	3,85	7,96	6,38	5,24	3,84	3,65	3,56
Juni	3,87	3,78	3,86	7,95	6,45	5,28	3,93	3,73	3,63
Juli	4,03	3,79	3,90	8,03	6,42	5,30	4,00	3,80	3,69
Aug.	4,06	3,78	3,89	8,07	6,42	5,31	4,06	3,84	3,72
Sept.	4,13	3,79	3,92	8,14	6,48	5,32	4,11	3,85	3,73
Okt.	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,18	3,86	3,74
Nov.	4,12	3,77	3,91	8,09	6,44	5,34	4,20	3,89	3,75
Dez.	4,12	3,74	3,89	8,11	6,43	5,31	4,26	3,87	3,72
2012 Jan.	4,06	3,71	3,87	8,14	6,40	5,28	4,23	3,81	3,68
Febr.	4,04	3,69	3,86	8,10	6,42	5,28	4,18	3,78	3,67

**A21 Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit**  
(in % p. a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

**A22 Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr**  
(in % p. a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

- 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

- 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.

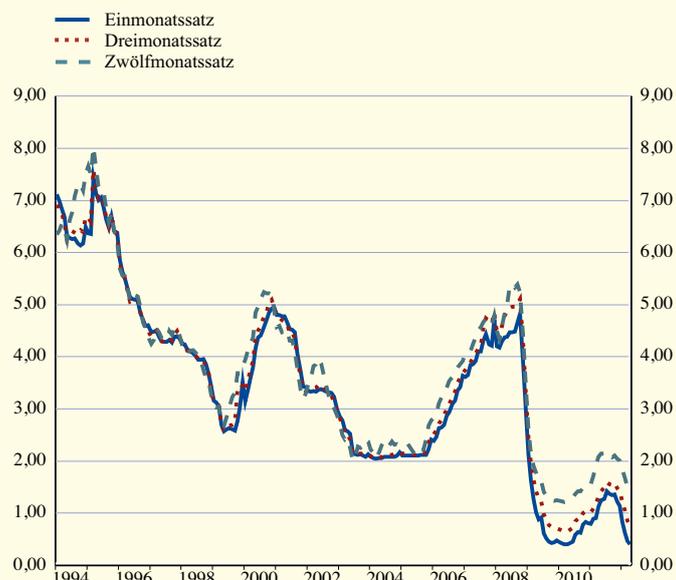
## 4.6 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet <sup>1), 2)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmontagsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
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
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	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
Q4	0,79	1,24	1,50	1,72	2,05	0,48	0,20
2012 Q1	0,37	0,64	1,04	1,34	1,67	0,51	0,20
2011 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
Okt.	0,96	1,36	1,58	1,78	2,11	0,41	0,19
Nov.	0,79	1,23	1,48	1,71	2,04	0,48	0,20
Dez.	0,63	1,14	1,43	1,67	2,00	0,56	0,20
2012 Jan.	0,38	0,84	1,22	1,50	1,84	0,57	0,20
Febr.	0,37	0,63	1,05	1,35	1,68	0,50	0,20
März	0,36	0,47	0,86	1,16	1,50	0,47	0,20
April	0,35	0,41	0,74	1,04	1,37	0,47	0,20

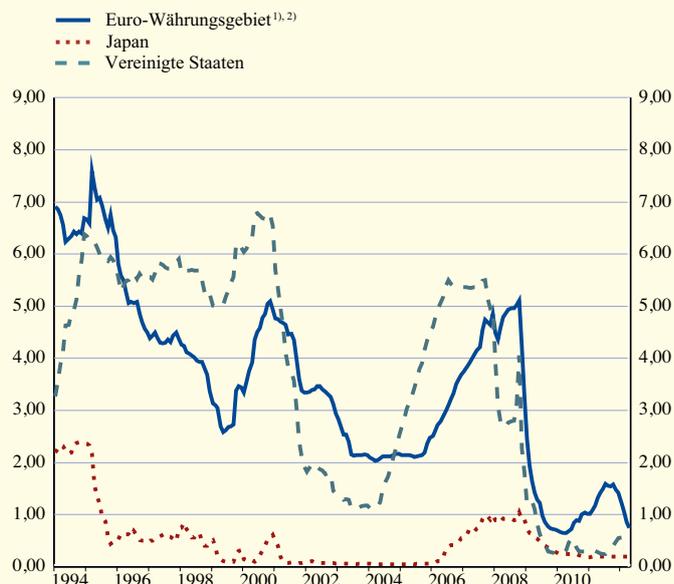
## A23 Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet <sup>1), 2)</sup>

(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>

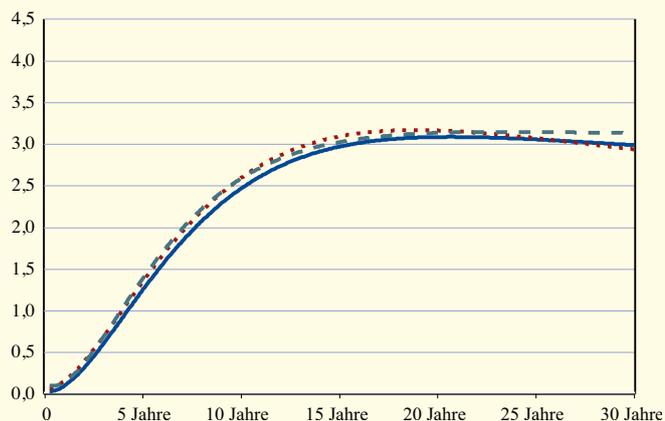
(Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets; Stand am Ende des Berichtszeitraums; Sätze in % p. a.; Spreads in Prozentpunkten)

	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
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
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2011 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
Q3	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
Q4	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 Q1	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
2011 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
Okt.	0,38	0,54	0,81	1,71	2,22	2,79	2,41	1,98	0,78	1,39	3,12	4,29
Nov.	0,20	0,38	0,74	1,92	2,51	3,07	2,87	2,33	0,69	1,53	3,64	4,41
Dez.	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 Jan.	0,11	0,21	0,45	1,44	2,03	2,67	2,55	2,22	0,39	1,03	3,07	4,26
Febr.	0,11	0,15	0,37	1,39	1,99	2,59	2,49	2,22	0,29	0,95	3,06	4,06
März	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
April	0,03	0,10	0,32	1,26	1,84	2,47	2,44	2,15	0,26	0,85	2,84	4,10

#### A25 Kassazinnsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets<sup>2)</sup>

(in % p. a.; Stand am Ende des Berichtszeitraums)

- April 2012
- ... März 2012
- - - Februar 2012



#### A26 Kassazinssätze und Spreads im Euro-Währungsgebiet<sup>2)</sup>

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

- Einjahressatz
- ... Zehnjahressatz
- - - Spread zwischen Zehnjahres- und Dreimonatssatz
- Spread zwischen Zehnjahres- und Zweijahressatz



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											
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2011	256,0	2 611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1 267,6	9 425,4
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
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
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
Q4	222,4	2 277,8	427,1	142,1	327,1	295,5	117,2	296,6	201,8	256,5	320,3	432,4	1 225,7	8 580,6
2012 Q1	243,7	2 473,6	499,1	150,3	372,3	324,6	129,7	333,3	221,7	253,7	300,6	480,6	1 348,8	9 295,3
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
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
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
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
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
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
Okt.	226,1	2 312,3	424,8	142,4	325,6	290,2	123,1	302,3	203,0	269,9	334,1	426,1	1 207,2	8 733,6
Nov.	219,2	2 239,6	423,6	141,5	325,9	293,5	112,8	292,2	205,7	250,6	316,6	423,3	1 226,4	8 506,1
Dez.	222,2	2 283,3	433,2	142,4	329,9	302,9	115,9	295,5	196,6	249,3	310,3	448,4	1 243,3	8 506,0
2012 Jan.	233,4	2 382,1	477,6	146,9	351,8	317,3	120,4	319,2	206,9	248,8	305,0	473,6	1 300,6	8 616,7
Febr.	247,2	2 508,2	507,2	152,1	377,3	327,0	134,4	336,3	223,9	254,6	300,1	477,6	1 352,5	9 242,3
März	250,7	2 532,2	512,9	152,0	388,0	329,5	134,6	344,6	234,3	257,7	296,7	490,5	1 389,2	9 962,3
April	235,0	2 340,8	497,6	145,9	380,9	301,1	116,8	327,8	221,2	237,7	275,2	488,5	1 386,4	9 627,4

## 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	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
		Insgesamt ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie												
Gewichte in % (2012)	100,0	100,0	81,8	58,5	41,5	100,0	11,9	7,2	28,5	11,0	41,5	88,2	11,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5	
2011 Q1	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,5	0,2	6,3	0,5	2,4	3,3	
Q2	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,1	0,3	0,3	2,8	0,6	2,6	3,6	
Q3	112,9	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,1	0,1	-0,3	0,4	0,5	2,6	3,5	
Q4	114,1	2,9	2,0	3,7	1,9	0,8	1,1	1,0	1,1	1,5	0,3	2,9	3,5	
2012 Q1	114,3	2,7	1,9	3,3	1,8	0,8	0,7	0,6	0,2	4,1	0,5	2,6	3,4	
2011 Nov.	114,0	3,0	2,0	3,9	1,9	0,2	0,2	0,4	0,1	0,7	0,1	3,0	3,5	
Dez.	114,4	2,7	2,0	3,3	1,9	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,2	2,7	3,5	
2012 Jan.	113,4	2,7	1,9	3,2	1,9	0,4	0,2	-0,2	0,0	2,6	0,2	2,5	3,5	
Febr.	114,0	2,7	1,9	3,4	1,8	0,3	0,3	0,8	0,1	1,1	0,1	2,6	3,4	
März	115,5	2,7	1,9	3,3	1,8	0,3	0,3	0,2	0,2	1,6	0,1	2,6	3,3	
April <sup>3)</sup>		2,6												

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und Dienstleistungen aus dem persönlichen Bereich	Sonstige Dienstleistungen	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie						
Gewichte in % (2011)	19,1	11,9	7,2	39,5	28,5	11,0	10,1	6,0	6,5	3,1	14,5	7,3
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
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
Q3	2,8	3,7	1,3	3,4	0,4	12,0	1,8	1,5	3,3	-1,8	2,3	2,1
Q4	3,3	4,2	1,8	3,9	1,2	11,5	1,7	1,4	3,0	-1,8	2,2	2,1
2012 Q1	3,2	4,0	2,0	3,3	1,1	9,1	1,7	1,5	2,9	-2,7	2,1	2,4
2011 Okt.	3,3	4,3	1,8	4,2	1,3	12,4	1,7	1,4	2,9	-1,9	2,2	2,0
Nov.	3,4	4,3	1,9	4,1	1,3	12,3	1,7	1,3	2,9	-1,7	2,1	2,2
Dez.	3,1	4,1	1,6	3,4	1,2	9,7	1,7	1,4	3,2	-1,9	2,2	2,3
2012 Jan.	3,1	4,1	1,6	3,2	0,9	9,2	1,8	1,5	2,8	-2,4	2,1	2,6
Febr.	3,3	4,1	2,2	3,4	1,0	9,5	1,7	1,5	2,8	-3,0	2,2	2,4
März	3,3	3,9	2,2	3,4	1,4	8,5	1,7	1,4	3,1	-2,8	2,0	2,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) 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>.

3) 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
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,9
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-3,2
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,1
2011	118,3	5,9	5,5	3,8	5,9	1,4	3,1	2,1	3,3	11,9	3,3	1,0
2010 Q4	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	1,9
2011 Q1	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,1	2,0
Q2	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	1,1
Q3	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,3	1,0
Q4	119,3	5,1	4,5	2,9	3,4	1,5	3,3	2,5	3,4	11,3	2,9	-0,2
2011 Sept.	119,0	5,8	5,3	3,5	5,0	1,5	3,4	2,5	3,5	12,2	-	-
Okt.	119,2	5,5	5,0	3,2	4,1	1,6	3,4	2,5	3,5	12,3	-	-
Nov.	119,5	5,4	4,7	3,0	3,5	1,4	3,4	2,5	3,6	12,3	-	-
Dez.	119,2	4,3	3,7	2,5	2,7	1,4	3,1	2,3	3,3	9,4	-	-
2012 Jan.	120,1	3,8	3,2	1,9	1,6	1,2	3,0	2,3	3,1	9,2	-	-
Febr.	120,8	3,6	3,0	1,6	1,0	1,1	2,8	2,4	2,9	9,3	-	-

### 3. Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

	Ölpreise <sup>3)</sup> (€/Barrel)			Rohstoffpreise ohne Energie				BIP-Deflatoren							
	Importgewicht <sup>4)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>5)</sup>			Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2005=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
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	2,0	2,6	2,7	2,8	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	-0,4	2,0	-0,4	-3,4	-6,0
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	107,9	0,7	1,5	1,7	0,9	1,0	2,8	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	109,3	1,3	2,2	2,5	0,9	2,0	3,7	5,9
2011 Q1	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,8	1,2	2,2	2,5	0,7	2,3	5,1	7,9
Q2	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,2	1,3	2,1	2,5	0,8	1,9	3,7	5,7
Q3	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,5	1,3	2,2	2,4	0,9	1,9	3,2	5,3
Q4	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	109,7	1,4	2,1	2,4	1,3	1,8	2,7	4,5
2012 Nov.	90,1	-5,8	-7,8	-4,9	-4,9	-4,0	-5,6	-	-	-	-	-	-	-	-
2011 Dez.	81,4	-1,9	4,7	-4,9	-0,7	6,0	-5,5	-	-	-	-	-	-	-	-
2012 Jan.	81,7	-6,7	-3,6	-8,1	-6,3	-2,5	-9,0	-	-	-	-	-	-	-	-
2012 Febr.	86,2	-4,6	-4,1	-4,8	-4,1	-1,9	-5,8	-	-	-	-	-	-	-	-
März	89,7	-7,5	-10,5	-6,0	-6,5	-6,5	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-
April	94,2	-5,4	-8,6	-3,8	-4,0	-3,3	-4,6	-	-	-	-	-	-	-	-
	91,4	-3,9	-5,6	-3,1	-2,5	0,1	-4,5	-	-	-	-	-	-	-	-

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**  
 (Veränderung gegen Vorjahr in %)

**4. Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität**  
 (Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt (Index: 2005 = 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe/ Bau	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten <sup>1)</sup></b>												
2010	109,2	-0,8	-1,3	-6,0	1,2	-2,0	-1,3	0,1	2,7	1,8	1,1	1,5
2011	110,2	0,9	-1,7	-0,2	0,3	0,6	3,0	1,6	3,8	3,3	0,9	1,4
2011 Q1	109,6	0,0	0,2	-2,4	0,5	-1,2	1,8	2,5	4,6	3,3	0,8	0,8
Q2	110,2	1,1	-1,8	-0,4	1,7	0,4	3,3	3,3	4,0	3,5	0,8	1,9
Q3	110,1	1,2	-2,3	-0,2	0,6	1,8	3,5	0,5	2,0	2,9	1,0	1,5
Q4	110,7	1,3	-2,8	1,6	-1,6	1,4	3,1	0,1	4,8	3,4	0,8	1,6
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2010	111,5	1,6	1,5	3,7	0,8	1,3	2,4	2,2	3,5	1,5	0,8	1,1
2011	114,0	2,3	2,5	3,5	3,2	2,0	2,1	2,2	2,1	3,0	1,4	1,5
2011 Q1	113,3	2,2	3,6	4,0	3,8	1,7	1,8	1,8	2,2	2,9	1,0	0,7
Q2	113,9	2,3	2,1	4,4	2,7	1,6	1,9	3,2	2,4	3,0	1,3	1,4
Q3	114,2	2,3	2,4	3,4	2,9	2,3	2,4	2,5	1,8	2,9	1,5	1,6
Q4	114,7	2,2	2,0	2,2	3,5	2,2	2,3	1,5	2,0	3,2	1,7	2,5
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen <sup>2)</sup></b>												
2010	102,1	2,4	2,8	10,3	-0,4	3,3	3,7	2,1	0,8	-0,3	-0,2	-0,3
2011	103,5	1,3	4,3	3,7	2,9	1,3	-0,8	0,6	-1,7	-0,3	0,5	0,1
2010 Q1	103,4	2,2	3,4	6,5	3,2	3,0	0,1	-0,7	-2,3	-0,4	0,1	-0,1
2011 Q2	103,3	1,3	4,0	4,7	1,0	1,2	-1,3	-0,2	-1,5	-0,5	0,5	-0,5
Q3	103,7	1,1	4,8	3,6	2,3	0,4	-1,0	2,0	-0,2	0,0	0,5	0,0
Q4	103,6	0,9	5,0	0,6	5,2	0,7	-0,8	1,4	-2,6	-0,2	0,9	0,9
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2010	113,3	1,1	0,1	1,2	1,3	1,1	2,0	1,8	2,5	0,6	0,8	1,3
2011	115,6	2,1	0,3	2,5	3,2	2,0	2,4	1,8	2,4	2,4	1,4	1,8
2011 Q1	114,6	1,6	-1,1	1,6	2,7	2,0	1,9	1,6	1,5	2,1	1,0	1,1
Q2	115,8	2,5	1,4	3,7	3,4	2,1	3,1	3,0	3,6	2,8	1,6	2,1
Q3	115,6	2,2	0,4	2,8	3,0	2,0	2,1	1,9	1,4	2,3	1,7	1,9
Q4	116,5	1,9	0,5	1,9	3,8	1,9	2,4	0,8	2,9	2,3	1,3	2,2
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde <sup>2)</sup></b>												
2010	104,1	1,9	2,8	7,7	-0,3	2,9	3,4	1,6	-0,2	-1,1	-0,3	-0,2
2011	105,4	1,2	3,5	3,0	2,7	1,4	-0,6	0,2	-1,2	-0,7	0,5	0,4
2011 Q1	105,1	1,8	0,4	4,5	2,2	3,4	0,2	-1,1	-2,3	-0,8	0,1	0,4
Q2	105,5	1,6	4,3	4,4	1,6	1,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,5	0,7	0,3
Q3	105,5	1,0	4,9	3,3	2,1	0,3	-1,4	1,4	-0,7	-0,5	0,6	0,0
Q4	105,6	0,7	4,5	0,4	5,2	0,5	-0,7	0,9	-1,6	-0,8	0,5	0,7

**5. Arbeitskostenindizes <sup>3)</sup>**

	Insgesamt (saisonbereinigt; 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	
Gewichte in % (2008)	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	104,3	1,5	1,4	1,8	1,0	1,8	1,8	1,7
2011	107,2	2,8	2,6	3,5	3,2	2,4	2,6	2,0
2011 Q1	106,1	2,5	2,2	3,4	2,4	1,9	2,5	2,0
Q2	107,2	3,3	3,1	3,8	4,2	2,6	2,9	1,9
Q3	107,3	2,6	2,5	3,1	2,8	2,3	2,6	2,1
Q4	108,1	2,8	2,6	3,5	3,3	2,6	2,6	2,0

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).

- Quotient aus dem Arbeitnehmerentgelt (in jeweiligen Preisen) je Arbeitnehmer und der Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen.
- BIP insgesamt und Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen (Volumen) je Arbeitseinsatz (Erwerbstätige und geleistete Arbeitsstunden).
- 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.
- 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>									
2008	9 244,2	9 158,9	5 207,1	1 898,9	1 989,7	63,2	85,3	3 882,1	3 796,8
2009	8 922,9	8 804,8	5 126,5	1 986,5	1 741,4	-49,7	118,0	3 273,6	3 155,6
2010	9 158,0	9 043,8	5 262,2	2 013,5	1 749,7	18,4	114,2	3 746,1	3 631,9
2011	9 414,3	9 281,5	5 403,1	2 030,9	1 807,2	40,3	132,8	4 121,4	3 988,6
2010 Q4	2 310,2	2 282,0	1 334,3	504,3	439,4	3,9	28,2	978,9	950,7
2011 Q1	2 338,3	2 316,2	1 343,2	506,8	450,6	15,6	22,0	1 008,5	986,5
Q2	2 350,9	2 322,7	1 346,1	507,9	452,2	16,6	28,2	1 023,8	995,6
Q3	2 361,8	2 323,2	1 354,4	507,7	452,1	9,0	38,6	1 044,5	1 005,9
Q4	2 359,3	2 315,6	1 357,6	508,4	451,1	-1,5	43,6	1 041,8	998,1
<b>In % des BIP</b>									
2011	100,0	98,6	57,4	21,6	19,2	0,4	1,4	-	-
<b>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</b>									
<b>Veränderung gegen Vorquartal in %</b>									
2010 Q4	0,3	0,3	0,4	0,1	-0,5	-	-	1,5	1,5
2011 Q1	0,7	0,4	0,0	0,0	1,6	-	-	1,3	0,7
Q2	0,1	-0,2	-0,5	0,0	-0,2	-	-	1,2	0,4
Q3	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	-	-	1,4	0,7
Q4	-0,3	-0,7	-0,5	-0,3	-0,5	-	-	-0,4	-1,4
<b>Veränderung gegen Vorjahr in %</b>									
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,3	-3,8	-1,2	2,5	-12,1	-	-	-12,7	-11,7
2010	1,9	1,2	0,9	0,5	-0,5	-	-	11,2	9,6
2011	1,5	0,5	0,2	0,0	1,3	-	-	6,2	3,8
2010 Q4	2,1	1,7	1,2	-0,2	1,1	-	-	11,8	11,1
2011 Q1	2,4	1,6	0,9	0,3	3,2	-	-	9,9	8,1
Q2	1,6	0,7	0,3	0,1	1,1	-	-	6,4	4,2
Q3	1,3	0,4	0,2	-0,1	0,8	-	-	5,6	3,3
Q4	0,7	-0,6	-0,7	-0,4	0,8	-	-	3,6	0,4
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</b>									
2010 Q4	0,3	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	-	-
2011 Q1	0,7	0,4	0,0	0,0	0,3	0,1	0,3	-	-
Q2	0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,4	-	-
Q3	0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,3	-	-
Q4	-0,3	-0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,4	-	-
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</b>									
2008	0,4	0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,3	-3,8	-0,7	0,5	-2,6	-1,0	-0,6	-	-
2010	1,9	1,2	0,5	0,1	-0,1	0,7	0,7	-	-
2011	1,5	0,5	0,1	0,0	0,2	0,1	1,0	-	-
2010 Q4	2,1	1,6	0,7	0,0	0,2	0,8	0,5	-	-
2011 Q1	2,4	1,6	0,5	0,1	0,6	0,4	0,8	-	-
Q2	1,6	0,7	0,2	0,0	0,2	0,3	0,9	-	-
Q3	1,3	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	1,0	-	-
Q4	0,7	-0,6	-0,4	-0,1	0,2	-0,3	1,3	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Sie stimmen nicht vollständig mit den 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 Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe/ Bau	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2008	8 298,9	141,9	1 652,6	561,5	1 597,8	356,5	385,3	930,7	859,8	1 520,8	291,9	945,3
2009	8 029,5	125,8	1 466,1	536,4	1 517,0	359,6	428,0	905,0	810,2	1 582,0	299,4	893,4
2010	8 218,5	137,1	1 553,3	512,3	1 561,9	357,6	439,3	921,9	823,3	1 609,3	302,3	939,5
2011	8 443,3	144,3	1 636,0	518,2	1 614,7	354,9	437,4	957,0	845,6	1 628,0	307,3	970,9
2010 Q4	2 072,9	35,1	396,6	126,8	395,4	89,0	109,4	234,1	208,1	402,2	76,0	237,3
2011 Q1	2 096,6	36,7	404,4	129,9	401,7	88,7	108,3	235,6	209,3	405,6	76,4	241,7
Q2	2 106,5	36,8	407,6	129,1	403,4	88,6	108,6	238,7	210,8	406,9	76,0	244,4
Q3	2 118,2	35,5	413,3	128,8	404,2	88,9	110,2	240,7	212,0	407,5	77,0	243,6
Q4	2 118,0	35,3	408,4	130,1	404,5	88,6	110,2	242,1	213,2	407,9	77,8	241,3
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2011	100,0	1,7	19,4	6,1	19,1	4,2	5,2	11,3	10,0	19,3	3,6	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2010 Q4	0,4	0,6	1,5	-1,5	0,4	0,9	-0,2	0,4	0,3	-0,1	0,0	-0,1
2011 Q1	0,7	1,7	1,4	0,9	1,0	-0,9	1,2	-0,2	0,9	0,3	-0,2	1,0
Q2	0,2	0,2	0,6	-0,5	-0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	0,1	-0,8	0,1
Q3	0,2	-0,4	0,3	-0,7	0,1	0,3	0,8	0,3	0,4	0,2	0,8	-0,4
Q4	-0,2	0,2	-1,7	0,3	-0,1	0,9	-0,6	0,5	-0,1	0,2	0,3	-1,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2008	0,6	1,8	-2,3	-1,1	1,1	2,8	1,2	1,2	1,6	1,9	1,7	-1,3
2009	-4,3	-0,5	-13,4	-6,8	-5,5	1,7	3,9	0,4	-6,7	1,3	0,7	-4,4
2010	2,0	1,8	6,9	-4,2	2,6	2,6	1,0	0,3	1,7	0,8	0,4	0,7
2011	1,5	1,6	3,6	-1,0	1,9	0,7	0,4	0,9	2,3	0,6	-0,2	1,3
2010 Q4	2,2	1,7	7,4	-3,1	3,0	2,7	-0,2	0,7	2,4	0,2	0,0	1,1
2011 Q1	2,3	0,7	6,2	-0,2	3,3	1,1	-0,9	0,9	2,8	0,5	0,2	3,5
Q2	1,6	1,6	4,6	-2,0	2,3	0,7	-0,5	1,0	2,7	0,5	-0,9	1,5
Q3	1,4	2,2	3,8	-1,8	1,3	0,7	1,9	0,8	2,1	0,5	-0,1	0,6
Q4	0,8	1,7	0,6	0,0	0,8	0,6	1,4	0,9	1,8	0,8	0,1	-0,3
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2010 Q4	0,4	0,0	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2011 Q1	0,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q4	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2009	-4,3	0,0	-2,7	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,0	-0,7	0,2	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,2	-0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,0	-
2011	1,5	0,0	0,7	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2010 Q4	2,2	0,0	1,4	-0,2	0,6	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-
2011 Q1	2,3	0,0	1,1	0,0	0,6	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
Q2	1,6	0,0	0,9	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
Q3	1,4	0,0	0,7	-0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
Q4	0,8	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-

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	Insgesamt	Gewichte in % (2005)		
				Verarbeitendes Gewerbe	Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter					
								Zusammen				Gebrauchsgüter	Verbrauchsgüter
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2009	-13,7	90,5	-14,9	-16,0	-16,1	-19,2	-20,9	-5,0	-17,4	-3,0	-5,5	-7,8	
2010	4,1	97,1	7,3	7,7	7,7	10,0	9,2	3,0	2,7	3,1	3,8	-8,0	
2011	2,5	100,5	3,5	4,7	4,7	4,3	8,9	0,5	0,5	0,6	-4,8	-0,9	
2011 Q1	4,5	100,6	6,5	8,1	8,1	9,1	13,2	0,9	2,5	0,7	-2,3	-2,4	
Q2	2,2	100,7	4,1	5,3	5,3	4,4	9,4	1,7	1,2	1,7	-5,3	-4,8	
Q3	3,5	101,5	3,9	4,7	4,8	3,8	9,7	0,6	1,8	0,4	-3,2	1,9	
Q4	0,0	99,4	-0,2	1,1	1,1	0,0	4,0	-0,9	-3,3	-0,6	-8,2	2,1	
2011 Sept.	1,9	100,1	2,1	2,7	2,8	2,1	5,9	0,1	-1,0	0,2	-3,3	1,0	
Okt.	0,3	100,0	0,9	1,8	1,7	0,2	4,9	0,0	-3,2	0,6	-5,0	-1,8	
Nov.	0,3	99,6	0,0	0,9	1,0	-0,3	4,7	-2,0	-3,4	-1,8	-6,4	1,4	
Dez.	0,1	98,7	-1,6	0,4	0,5	0,1	2,3	-0,8	-3,3	-0,6	-12,4	10,1	
2012 Jan.	-1,8	98,6	-1,7	-0,7	-0,7	-1,6	1,7	-2,4	-3,0	-2,3	-7,0	-2,6	
Febr.	-3,1	99,0	-1,9	-2,6	-2,6	-4,3	0,9	-5,2	-6,1	-4,9	3,0	-12,6	
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>													
2011 Sept.	-2,2	-	-2,5	-2,5	-2,8	-2,0	-3,6	-1,7	-3,9	-1,3	-1,9	-1,7	
Okt.	-0,2	-	0,0	0,0	0,2	-0,7	0,8	0,4	-1,2	0,4	-0,9	-1,0	
Nov.	0,1	-	-0,4	-0,5	-0,3	0,0	0,0	-1,5	0,0	-1,6	0,0	1,9	
Dez.	-0,9	-	-0,9	-0,6	-0,5	-1,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-2,3	-2,1	
2012 Jan.	0,0	-	0,0	-0,1	-0,3	0,7	-0,4	-0,8	0,5	-0,8	0,7	-0,5	
Febr.	-0,6	-	0,4	-0,7	-0,7	-1,3	0,7	-1,6	-2,1	-1,5	6,9	-7,0	

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

	Auftragsengang in der Industrie		Umsätze in der Industrie		Einzelhandelsumsätze (einschließlich 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		Tankstellen		
					Textilien, Bekleidung, Schuhe					Haushaltsausstattung				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2009	87,3	-22,7	95,6	-18,3	-4,3	100,5	-2,4	-1,7	-2,4	-1,9	-4,2	-5,7	925	3,3
2010	102,8	17,7	105,2	10,2	2,1	101,5	0,9	0,5	1,8	2,2	1,1	-2,8	843	-8,5
2011	111,6	8,6	114,7	8,9	1,6	100,9	-0,6	-1,0	0,1	-1,3	0,0	-3,6	838	-1,1
2011 Q2	114,3	11,7	114,6	9,6	1,7	100,8	-0,5	-0,5	0,0	1,8	-1,2	-3,8	826	-1,8
Q2	110,8	5,4	115,7	8,8	1,8	101,2	-0,5	-0,8	0,1	-2,2	-0,1	-4,6	824	2,9
Q4	108,6	-0,6	114,5	4,0	1,0	100,1	-1,3	-1,7	-0,8	-4,1	-0,3	-4,3	835	-1,7
2012 Q1													769	-11,4
2011 Okt.	108,3	0,9	113,9	4,7	1,8	100,7	-0,7	-0,4	-0,9	-4,3	-0,4	-4,8	822	-0,6
Nov.	106,9	-2,3	114,7	3,9	1,1	100,4	-1,4	-1,5	-1,0	-4,1	-1,3	-4,5	827	-3,3
Dez.	110,7	-0,3	114,7	3,4	0,2	99,2	-1,7	-2,9	-0,7	-3,8	0,6	-3,7	856	-1,1
2012 Jan.	107,5	-4,3	114,7	1,2	1,0	100,3	-1,1	-1,7	-0,5	0,1	-2,5	-3,4	752	-13,3
Febr.	106,7	-5,7	115,2	0,3	0,1	100,3	-2,0	-0,8	-1,6				759	-14,8
März													796	-7,2
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>														
2011 Nov.	-	-1,3	-	0,7	-0,1	-	-0,3	-0,7	-0,1	0,9	-0,9	-0,3	-	0,6
Dez.	-	3,5	-	0,0	-1,0	-	-1,2	-1,4	-0,9	-0,1	1,2	-1,2	-	3,5
2012 Jan.	-	-2,8	-	0,0	1,1	-	1,1	0,9	1,0	1,1	-1,3	1,7	-	-12,2
Febr.	-	-0,8	-	0,4	0,1	-	0,0	0,8	0,1				-	1,0
März	-		-			-							-	4,9

Quellen: Eurostat, außer Tabelle 4, Spalte 13 und 14 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				Kapazitätsauslastung <sup>3)</sup> (in %)	Vertrauensindikator für die Verbraucher				
		Vertrauensindikator für die Industrie					Insgesamt <sup>4)</sup>	Finanzlage in den nächsten 12 Monaten	Wirtschaftliche Lage in den nächsten 12 Monaten	Arbeitslosigkeit in den nächsten 12 Monaten	Ersparnisse in den nächsten 12 Monaten
		Insgesamt <sup>4)</sup>	Auftragsbestand	Fertigwarenlager	Produktionserwartungen						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	93,5	-8,4	-13,4	10,8	-1,0	82,0	-18,4	-10,1	-25,4	23,9	-14,1
2009	80,2	-28,7	-56,7	14,8	-14,7	70,8	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	100,5	-4,7	-24,7	0,8	11,4	76,7	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,1
2011	101,0	0,1	-6,9	2,3	9,4	80,3	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2
2011 Q1	106,9	6,1	-2,1	-1,8	18,7	80,7	-11,0	-6,2	-10,0	20,1	-7,5
Q2	105,2	4,0	-2,0	-0,7	13,1	80,9	-10,7	-6,7	-12,6	15,2	-8,3
Q3	98,4	-2,8	-9,0	4,5	5,2	80,0	-15,9	-7,4	-21,8	24,1	-10,1
Q4	93,6	-7,0	-14,6	7,0	0,6	79,7	-20,6	-9,7	-28,4	33,8	-10,8
2012 Q1	94,1	-6,6	-15,8	6,1	2,1	79,7	-20,0	-10,1	-24,2	34,7	-11,2
2011 Nov.	93,5	-7,3	-14,2	7,1	-0,5	-	-20,5	-9,2	-28,8	33,9	-10,2
Dez.	92,8	-7,2	-16,2	7,4	2,0	-	-21,3	-10,7	-27,7	34,8	-12,2
2012 Jan.	93,4	-7,0	-16,4	6,5	1,9	79,8	-20,7	-10,9	-27,4	33,1	-11,6
Febr.	94,5	-5,7	-14,2	5,9	3,0	-	-20,3	-10,0	-24,2	36,2	-10,7
März	94,5	-7,1	-16,8	6,0	1,5	-	-19,1	-9,4	-21,0	34,7	-11,3
April	92,8	-9,0	-19,4	6,1	-1,5	79,6	-19,9	-10,5	-24,0	33,5	-11,7

	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
2008	-14,2	-20,7	-7,7	-10,0	-11,0	15,8	-3,3	0,4	-3,8	0,5	4,7
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-15,8	-20,8	-18,2	-8,5
2010	-28,8	-39,3	-18,4	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,5	1,9	3,5	8,0
2011	-27,4	-34,9	-20,0	-5,5	-5,8	11,1	0,5	5,4	2,2	5,4	8,6
2011 Q1	-27,8	-38,2	-17,3	-0,9	-0,5	8,1	5,9	10,1	7,6	9,8	12,9
Q2	-26,9	-33,8	-20,0	-2,4	-1,6	9,7	4,1	9,5	7,1	9,7	11,6
Q3	-27,7	-35,0	-20,4	-7,5	-7,3	12,8	-2,3	3,5	0,3	3,7	6,5
Q4	-27,4	-32,5	-22,3	-11,1	-13,6	14,0	-5,7	-1,6	-6,4	-1,7	3,3
2012 Q1	-26,5	-31,7	-21,2	-13,8	-14,7	16,2	-10,6	-0,6	-6,6	-0,4	5,1
2011 Nov.	-26,0	-30,5	-21,4	-11,2	-14,1	13,8	-5,8	-2,0	-7,0	-1,8	2,8
Dez.	-28,9	-33,5	-24,4	-12,2	-14,5	14,4	-7,6	-2,6	-8,4	-2,6	3,3
2012 Jan.	-28,1	-33,2	-22,9	-15,5	-18,3	16,3	-11,9	-0,7	-7,3	0,6	4,7
Febr.	-24,6	-31,4	-17,9	-14,0	-14,3	16,8	-11,0	-0,9	-6,9	-1,3	5,4
März	-26,7	-30,6	-22,8	-12,0	-11,6	15,5	-8,9	-0,3	-5,5	-0,6	5,2
April	-27,4	-30,7	-24,1	-11,4	-12,2	12,9	-9,0	-2,4	-8,2	-2,2	3,1

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

- 1) Differenz zwischen den prozentualen Anteilen der Umfrageteilnehmer mit positiver und negativer Einschätzung.
- 2) Der Indikator für die konjunkturelle Einschätzung setzt sich aus den Vertrauensindikatoren für die Industrie, den Dienstleistungssektor, die Verbraucher, das Baugewerbe und den Einzelhandel zusammen. Der Vertrauensindikator für die Industrie hat dabei einen Gewichtsanteil von 40 %, der Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor besitzt einen Gewichtsanteil von 30 %, der Vertrauensindikator für die Verbraucher wird mit 20 % und die beiden anderen Indikatoren werden mit jeweils 5 % gewichtet. Werte des Indikators für die konjunkturelle Einschätzung über (unter) 100 zeigen ein überdurchschnittliches (unterdurchschnittliches) Konjunkturvertrauen an, berechnet für den Zeitraum ab 1990.
- 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>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

### 1. Beschäftigung

	Nach Art der Erwerbstätigkeit			Nach Wirtschaftszweigen									
	Insgesamt	Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe/Bau	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<i>Stand (in Tsd)</i>													
2011	146 684	125 631	21 053	4 951	23 066	9 901	35 996	4 022	4 127	1 322	18 088	34 487	10 724
<i>Gewichte in %</i>													
2011	100,0	85,6	14,4	3,4	15,7	6,8	24,5	2,7	2,8	0,9	12,3	23,5	7,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,0	-6,8	-1,7	-0,7	0,1	-2,8	-2,5	1,4	1,0
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-3,1	-3,8	-0,7	-1,1	-1,0	-0,4	2,0	1,0	0,8
2011	0,1	0,3	-1,0	-2,6	-0,1	-3,8	0,6	1,6	-0,2	2,6	2,6	0,1	-0,2
2011 Q1	0,2	0,4	-0,7	-2,6	-0,3	-3,3	0,3	1,1	-0,2	3,3	3,2	0,4	0,3
Q2	0,4	0,5	-0,7	-2,2	-0,2	-3,0	1,0	2,0	-0,4	2,6	3,2	0,0	-0,4
Q3	0,2	0,4	-1,1	-2,5	0,2	-4,0	0,9	1,7	-0,1	1,0	2,1	0,1	-0,1
Q4	-0,2	0,0	-1,3	-3,1	0,0	-4,9	0,1	1,5	0,0	3,6	2,0	-0,1	-0,7
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>													
2011 Q1	0,0	0,0	0,1	-1,7	0,2	-1,2	0,0	1,3	0,3	2,4	0,9	0,0	-0,2
Q2	0,2	0,3	-0,5	0,4	0,0	-0,5	0,6	0,5	-0,3	-0,5	0,9	-0,1	-0,5
Q3	-0,2	-0,1	-0,5	-1,0	0,1	-1,6	-0,1	-0,3	0,1	-0,5	-0,2	0,1	0,0
Q4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,8	-0,3	-1,6	-0,4	0,0	0,0	2,2	0,4	-0,1	-0,1
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<i>Stand (in Mio)</i>													
2011	231 690	186 577	45 113	10 305	36 637	17 590	60 292	6 436	6 519	2 011	27 723	49 073	15 103
<i>Gewichte in %</i>													
2011	100,0	80,5	19,5	4,4	15,8	7,6	26,0	2,8	2,8	0,9	12,0	21,2	6,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2009	-3,4	-3,6	-2,7	-3,0	-8,9	-7,8	-3,0	-1,2	-1,5	-3,6	-3,7	1,1	-0,6
2010	0,0	0,0	-0,3	-0,9	-0,8	-3,9	-0,3	-0,8	-0,6	0,6	2,8	1,1	0,6
2011	0,2	0,5	-1,0	-1,9	0,6	-3,6	0,4	1,4	0,2	2,1	3,0	0,1	-0,5
2011 Q1	0,6	0,9	-0,6	0,3	1,6	-2,3	-0,1	1,0	0,2	3,3	3,7	0,4	-0,2
Q2	0,0	0,3	-1,3	-2,5	0,1	-3,5	0,5	1,0	-0,2	1,2	3,2	-0,2	-1,3
Q3	0,3	0,6	-0,9	-2,6	0,5	-3,8	1,1	2,2	0,4	1,5	2,6	-0,1	-0,1
Q4	0,0	0,3	-1,3	-2,7	0,2	-4,9	0,3	1,3	0,5	2,5	2,6	0,3	-0,6
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>													
2011 Q1	0,5	0,6	0,0	-0,4	0,4	0,1	0,4	1,7	1,1	1,2	1,5	0,4	0,0
Q2	-0,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,4	-1,3	0,2	-0,1	-0,5	-0,7	0,5	-0,3	-1,3
Q3	0,2	0,2	-0,1	-1,2	0,4	-1,1	0,5	0,4	0,2	0,8	0,1	0,1	1,0
Q4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-2,6	-0,8	-0,7	-0,3	1,2	0,5	0,1	-0,3
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Stand (in Tsd)</i>													
2011	1 580	1 485	2 143	2 081	1 588	1 777	1 675	1 600	1 580	1 521	1 533	1 423	1 408
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2009	-1,7	-1,8	-1,0	-0,8	-4,1	-1,0	-1,4	-0,5	-1,6	-0,8	-1,3	-0,3	-1,6
2010	0,5	0,5	0,4	0,0	2,4	-0,1	0,4	0,3	0,5	1,0	0,8	0,0	-0,2
2011	0,1	0,2	-0,1	0,8	0,6	0,2	-0,1	-0,2	0,4	-0,5	0,4	0,0	-0,3
2011 Q1	0,4	0,5	0,1	3,0	1,9	1,0	-0,3	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,0	-0,5
Q2	-0,3	-0,2	-0,6	-0,3	0,3	-0,6	-0,6	-1,0	0,2	-1,4	0,0	-0,2	-0,8
Q3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	-0,2	0,0
Q4	0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,5	-1,0	0,6	0,4	0,2
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>													
2011 Q1	0,5	0,8	-1,1	-0,9	0,3	0,0	0,4	1,1	1,8	0,2	0,2	1,6	0,3
Q2	-2,3	-3,1	1,3	3,9	-2,8	0,6	-1,9	-4,8	-4,1	-3,4	-3,7	-3,8	-1,8
Q3	-1,1	-0,9	-1,4	-0,6	-1,7	-0,7	-1,3	0,7	-0,8	1,2	-1,5	-1,0	-0,4
Q4	2,8	3,2	0,9	-2,1	4,1	-0,3	2,6	2,7	3,2	1,0	5,4	3,3	1,9

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

1) Die Beschäftigungszahlen basieren auf dem ESVG 95.

### 5.3 Arbeitsmärkte

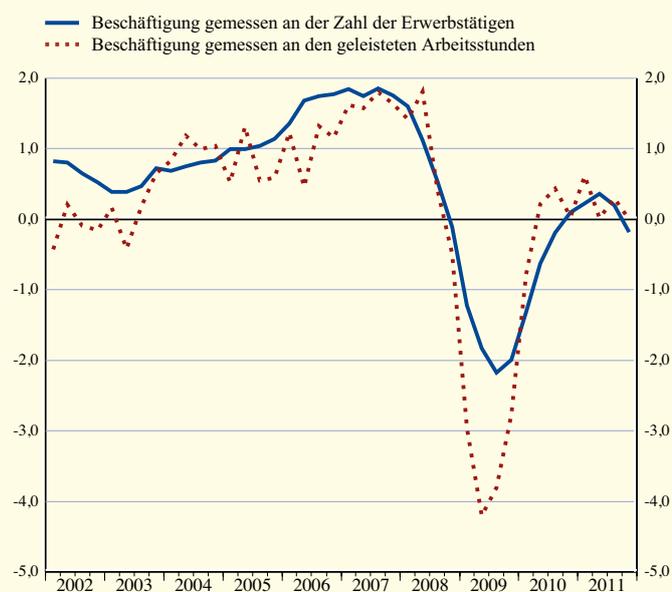
(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

#### 2. Arbeitslosigkeit und offene Stellen <sup>1)</sup>

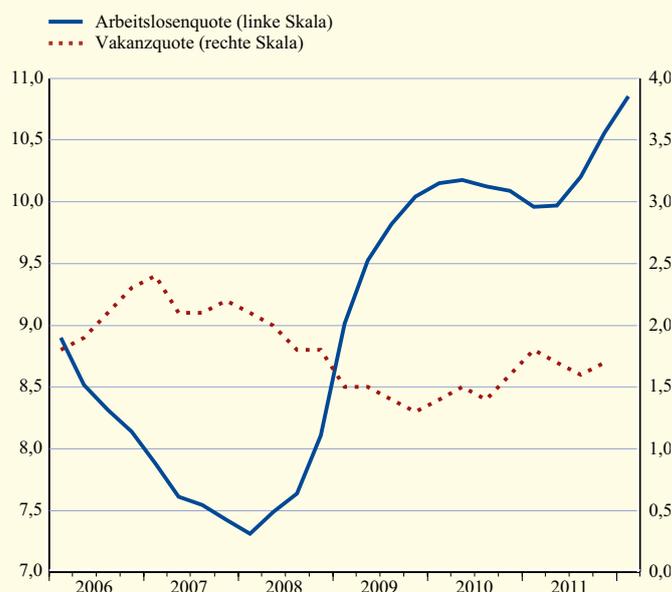
	Arbeitslosigkeit										Vakanz- quote <sup>2)</sup>
	Insgesamt		Nach Alter <sup>3)</sup>				Nach Geschlecht <sup>4)</sup>				
	Mio	In % der Erwerbs- personen	Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
			Mio	In % der Erwerbs- personen	Mio	In % der Erwerbs- personen	Mio	In % der Erwerbs- personen	Mio	In % der Erwerbs- personen	
Gewichte in % (2010)	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	11,950	7,6	9,278	6,6	2,672	16,0	6,037	7,0	5,913	8,5	1,9
2009	15,064	9,6	11,779	8,4	3,285	20,3	8,151	9,4	6,912	9,8	1,4
2010	15,931	10,1	12,660	8,9	3,271	20,9	8,595	10,0	7,336	10,3	1,5
2011	16,051	10,2	12,846	9,0	3,205	20,8	8,547	9,9	7,504	10,5	1,7
2011 Q1	15,662	10,0	12,483	8,8	3,179	20,6	8,331	9,7	7,331	10,3	1,8
Q2	15,720	10,0	12,566	8,8	3,155	20,5	8,374	9,7	7,347	10,3	1,7
Q3	16,108	10,2	12,912	9,1	3,197	20,8	8,541	9,9	7,568	10,6	1,6
Q4	16,713	10,6	13,424	9,4	3,290	21,5	8,941	10,3	7,772	10,8	1,7
2012 Q1	17,206	10,9	13,881	9,7	3,325	21,9	9,214	10,7	7,992	11,1	.
2011 Okt.	16,515	10,4	13,262	9,3	3,254	21,3	8,835	10,2	7,681	10,7	-
Nov.	16,753	10,6	13,435	9,4	3,318	21,6	8,940	10,3	7,813	10,9	-
Dez.	16,872	10,6	13,575	9,5	3,297	21,6	9,049	10,5	7,822	10,9	-
2012 Jan.	17,056	10,8	13,746	9,6	3,310	21,7	9,134	10,6	7,922	11,0	-
Febr.	17,196	10,8	13,877	9,7	3,319	21,9	9,200	10,6	7,996	11,1	-
März	17,365	10,9	14,020	9,8	3,345	22,1	9,307	10,8	8,058	11,2	-

#### 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	Arbeits- geber	Arbeits- nehmer								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,3	0,6	0,5	40,9
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7
2006	45,3	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,3	0,3	41,3
2007	45,3	45,1	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,2	0,3	40,9
2009	44,9	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,6
2010	44,7	44,5	11,6	9,0	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,4
2011	45,3	45,0	11,8	9,1	2,7	13,0	0,3	15,7	8,2	4,6	2,6	0,3	0,3	40,9

### 2. Euro-Währungsgebiet – Ausgaben

	Ins- gesamt	Laufende Ausgaben							Vermögens- wirksame Ausgaben				Nach- richtlich: Primäraus- gaben <sup>3)</sup>	
		Zu- sammen	Arbeitnehmer- entgelte	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Laufende Übertra- gungen	Sozialaus- gaben	Subven- tionen	Investi- tionen	Vermö- gens- transfers	Gezahlt von EU-Institu- tionen			
												Gezahlt von EU-Institu- tionen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	48,0	44,1	10,6	5,0	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	44,7
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,3	47,0	11,0	5,7	2,9	27,4	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,8	5,7	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,2
2011	49,4	46,0	10,6	5,5	3,0	26,9	23,9	1,7	0,4	3,4	2,3	1,2	0,0	46,4

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

	Finanzierungssaldo					Primär- saldo	Konsumausgaben des Staates <sup>4)</sup>							Kollektiv- verbrauch	Individual- verbrauch
	Ins- gesamt	Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- siche- rung		Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelt	Vorlei- stungen	Sachtransfers über Markt- produzenten	Abschrei- bungen	Verkäufe (minus)			
													1		
2003	-3,2	-2,5	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,6	5,0	5,2	1,9	2,3	8,1	12,3	
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3	
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,3	8,0	12,4	
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4	
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,0	10,1	5,0	5,1	1,9	2,3	7,7	12,3	
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,5	10,3	5,2	5,3	2,0	2,3	8,0	12,6	
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,3	11,0	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,6	
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,8	5,7	5,8	2,1	2,6	8,4	13,6	
2011	-4,1	-3,2	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,5	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	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
2008	-1,0	-0,1	-2,9	-7,3	-9,8	-4,5	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,6	0,5	-0,9	-3,6	-1,9	-2,1	4,3
2009	-5,6	-3,2	-2,0	-14,0	-15,6	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,8	-3,8	-5,6	-4,1	-10,2	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-3,8	-4,3	0,2	-31,2	-10,3	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-0,9	-3,7	-5,1	-4,5	-9,8	-6,0	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-1,0	1,0	-13,1	-9,1	-8,5	-5,2	-3,9	-6,3	-0,6	-2,7	-4,7	-2,6	-4,2	-6,4	-4,8	-0,5

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 ESVG 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 ESVG 95.
- Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen und aus Swap- sowie Zinstermingeschäften.

**6.2 Verschuldung <sup>1)</sup>**  
 (in % des BIP)

**1. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldarten und Gläubigergruppen**

	Insgesamt	Schuldart				Gläubiger				
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Inländische Gläubiger <sup>2)</sup>				Sonstige Gläubiger <sup>3)</sup>
						Zusammen	MFIs	Sonstige finanzielle Kapital- gesellschaften	Sonstige Sektoren	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2002	68,0	2,7	11,9	4,6	48,8	40,9	19,6	10,8	10,5	27,2
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	19,8	11,3	9,1	29,1
2004	69,6	2,2	12,1	4,8	50,5	38,7	18,9	11,1	8,7	30,9
2005	70,5	2,4	12,2	4,5	51,3	37,0	18,1	11,2	7,7	33,5
2006	68,6	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	18,3	9,3	7,3	33,8
2007	66,3	2,2	11,3	3,9	48,9	32,6	17,1	8,5	7,0	33,7
2008	70,1	2,3	11,5	6,5	49,8	33,1	17,7	7,8	7,6	37,0
2009	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5	37,3	20,7	8,9	7,7	42,6
2010	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2	40,5	23,4	9,7	7,4	44,8
2011	87,2	2,4	15,4	7,4	62,0	42,6	23,8	10,0	8,7	44,7

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

	Insgesamt	Schuldner <sup>4)</sup>				Ursprungslaufzeit			Restlaufzeit			Währung	
		Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- siche- rung	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabler Zinssatz	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Mitglied- staats	Sonstige Währun- gen
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,3	15,5	25,3	27,2	66,9	1,1
2003	69,2	56,7	6,5	5,0	1,0	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	56,6	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,6	1,0
2005	70,5	57,1	6,7	5,2	1,4	7,7	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,3	61,3	4,4	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7
2007	66,3	53,5	6,2	5,3	1,4	7,1	59,2	4,3	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,0	60,1	5,0	17,6	23,4	29,1	69,2	0,9
2009	79,9	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	67,9	5,0	19,4	27,3	33,1	78,8	1,1
2010	85,3	69,3	8,3	5,8	1,9	12,9	72,4	5,2	22,6	28,6	34,2	84,1	1,3
2011	87,2	70,7	8,5	5,8	2,2	12,5	74,8	6,2	22,8	29,5	34,9	85,6	1,6

**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
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,2	68,2	105,7	48,9	13,7	62,3	58,5	63,8	71,6	21,9	27,9	33,9
2009	95,8	74,4	7,2	65,1	129,4	53,9	79,2	116,0	58,5	14,8	68,1	60,8	69,5	83,1	35,3	35,6	43,5
2010	96,0	83,0	6,7	92,5	145,0	61,2	82,3	118,6	61,5	19,1	69,4	62,9	71,9	93,3	38,8	41,1	48,4
2011	98,0	81,2	6,0	108,2	165,3	68,5	85,8	120,1	71,6	18,2	72,0	65,2	72,2	107,8	47,6	43,3	48,6

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 Teilssektoren 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>	Bewertungseffekte <sup>3)</sup>	Sonstige Volumensänderungen <sup>4)</sup>	Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Inländische Gläubiger <sup>5)</sup>	MFIs		Sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften	Sonstige Gläubiger <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	1,0	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,7	
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	-0,1	0,3	3,0	
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	-0,1	0,5	3,7	
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9	
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,5	-0,3	-0,3	1,6	
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,2	1,1	-0,6	4,1	
2009	7,2	7,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	0,9	4,2	
2010	7,5	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3	
2011	4,2	4,0	0,2	0,0	0,0	0,5	0,2	3,5	3,1	1,0	0,6	1,1	

### 2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

Schuldenstandsänderung	Finanzierungs-saldo <sup>7)</sup>	Deficit-Debt-Adjustments <sup>8)</sup>												
		Ins- gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)								Bewertungseffekte	Wechselkurseffekte	Sonstige Volumensänderungen	Sonstige <sup>9)</sup>
			Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Wertpapiere <sup>10)</sup>	Aktien und sonstige Anteilsrechte	Privatisierungen	Kapitalzuführungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	3,1	-3,2	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	3,2	-2,9	0,3	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	-2,6	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
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	-2,1	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,2	-6,4	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,5	-6,2	1,3	1,8	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2

Quelle: EZB.

- 1) Die Daten beziehen sich auf die 17 Euro-Länder und sind teilweise geschätzt. Jährliche Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert in % des BIP:  $[\text{Verschuldung}(t) - \text{Verschuldung}(t-1)] / \text{BIP}(t)$ . Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert.
- 2) Die Nettoverschuldung entspricht per Definition dem Saldo der Transaktionen in Schuldtiteln.
- 3) Neben den Auswirkungen von Wechselkursschwankungen auch einschließlich der Effekte aus der Bewertung zum Nennwert (z. B. Agios oder Disagios auf emittierte Wertpapiere).
- 4) Umfassen insbesondere den Einfluss von Reklassifizierungen von institutionellen Einheiten und bestimmter Arten von Schuldenübernahmen.
- 5) Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- 6) Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- 7) Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen.
- 8) Differenz zwischen der jährlichen Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert und dem Defizit in % des BIP.
- 9) Umfassen hauptsächlich Transaktionen in sonstigen Aktiva und Passiva (Handelskredite, sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten sowie Finanzderivate).
- 10) 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 3	Indirekte Steuern 4	Sozialbeiträge 5	Verkäufe 6	Vermögens- einkommen 7	Vermögens- wirksame Steuern 8	9	
2005 Q4	48,6	47,8	13,6	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 Q1	42,6	42,1	10,4	12,8	15,1	2,2	0,8	0,4	0,3	38,6
Q2	45,6	45,2	12,5	13,1	15,1	2,3	1,4	0,5	0,3	41,0
Q3	43,6	43,1	11,8	12,4	15,1	2,2	0,8	0,5	0,3	39,5
Q4	49,0	48,4	14,4	14,1	15,8	2,3	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 Q1	42,3	41,9	10,4	12,8	14,8	2,2	0,9	0,4	0,3	38,3
Q2	45,8	45,4	13,0	13,0	14,9	2,3	1,4	0,4	0,3	41,2
Q3	43,6	43,1	12,3	12,3	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,6
Q4	49,2	48,7	14,8	13,9	15,7	2,4	1,0	0,6	0,3	44,7
2008 Q1	42,4	42,1	10,8	12,3	14,8	2,3	1,1	0,3	0,2	38,2
Q2	45,3	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,5
Q3	43,4	43,0	12,2	12,0	15,0	2,2	0,8	0,4	0,3	39,5
Q4	48,8	48,3	13,9	13,4	16,4	2,5	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 Q1	42,6	42,4	10,4	12,0	15,5	2,5	1,1	0,1	0,2	38,2
Q2	45,3	44,7	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
Q3	42,8	42,4	11,0	12,0	15,5	2,4	0,7	0,4	0,3	38,8
Q4	48,6	47,7	13,0	13,6	16,5	2,6	1,0	0,8	0,5	43,6
2010 Q1	42,2	42,0	10,1	12,2	15,5	2,5	0,9	0,2	0,3	38,0
Q2	45,1	44,7	11,8	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,2
Q3	42,9	42,6	11,0	12,4	15,2	2,4	0,7	0,3	0,3	38,9
Q4	48,4	47,7	13,2	13,4	16,4	2,7	1,0	0,7	0,3	43,3
2011 Q1	42,9	42,6	10,6	12,4	15,3	2,6	1,0	0,3	0,3	38,5
Q2	45,2	44,8	12,0	12,6	15,4	2,6	1,5	0,3	0,3	40,2
Q3	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,6
Q4	49,1	48,0	13,3	13,4	16,7	2,7	1,0	1,0	0,4	43,8

**2. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Ausgaben und vierteljährlicher Finanzierungssaldo**

	Insgesamt		Laufende Ausgaben						Vermögenswirksame Ausgaben			Finanzierungs- saldo	Primär- saldo
	Zusammen 1	2	Arbeitsnehmer- entgelte 3	Vorlei- stungen 4	Zins- ausgaben 5	Laufende Übertra- gungen 6	Sozial- leistungen 7	Subven- tionen 8	Investitionen 9	Vermö- gens- transfers 11			
2005 Q4	49,4	45,0	11,3	5,8	2,8	25,2	21,6	1,3	4,4	2,7	1,7	-0,8	2,0
2006 Q1	46,0	42,6	10,1	4,6	3,0	24,9	21,4	1,1	3,4	2,2	1,3	-3,4	-0,5
Q2	45,9	42,5	10,3	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,5	1,0	-0,2	2,9
Q3	45,3	41,7	9,8	4,7	2,9	24,3	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,7	1,2
Q4	49,3	44,3	10,8	5,7	2,7	25,1	21,3	1,3	4,9	2,8	2,2	-0,3	2,4
2007 Q1	45,0	41,5	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,5	2,3	1,2	-2,7	0,2
Q2	45,1	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,7	3,9
Q3	44,7	41,1	9,6	4,7	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,1	1,9
Q4	49,1	44,5	10,8	5,8	2,8	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	0,2	3,0
2008 Q1	45,6	42,0	9,9	4,7	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,2	-0,1
Q2	46,0	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
Q3	45,7	42,0	9,8	4,9	3,0	24,4	21,2	1,1	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,7
Q4	51,1	46,5	11,2	6,2	2,8	26,3	22,2	1,4	4,6	2,9	1,7	-2,3	0,5
2009 Q1	49,8	45,9	10,7	5,4	2,9	26,9	22,9	1,3	3,8	2,6	1,2	-7,2	-4,3
Q2	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,5	-2,4
Q3	50,0	45,9	10,5	5,3	2,9	27,2	23,5	1,3	4,1	2,8	1,2	-7,2	-4,3
Q4	54,3	49,4	11,8	6,6	2,6	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,9	-5,8	-3,1
2010 Q1	50,6	46,7	10,7	5,3	2,8	27,9	23,6	1,4	3,9	2,3	1,6	-8,3	-5,6
Q2	49,6	46,1	10,9	5,5	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,5	-1,5
Q3	50,4	45,2	10,2	5,3	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,5	2,7	-7,5	-4,8
Q4	53,1	48,3	11,4	6,4	2,7	27,7	23,7	1,5	4,8	2,7	2,1	-4,7	-1,9
2011 Q1	48,7	45,7	10,4	5,1	3,0	27,1	23,1	1,3	3,0	2,1	0,9	-5,8	-2,8
Q2	48,6	45,4	10,6	5,4	3,2	26,2	22,8	1,2	3,2	2,3	0,9	-3,4	-0,2
Q3	48,1	44,7	10,0	5,2	3,0	26,5	23,0	1,2	3,4	2,3	1,0	-4,4	-1,3
Q4	51,9	48,2	11,3	6,3	3,0	27,6	23,6	1,4	3,7	2,5	1,4	-2,8	0,2

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

- 1) 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.
- 2) Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.

## 6.5 Vierteljährliche Verschuldung und Veränderung der Verschuldung<sup>1)</sup>

(in % des BIP)

### 1. Euro-Währungsgebiet – Maastricht-Verschuldung nach Schuldarten<sup>2)</sup>

	Insgesamt 1	Schuldarten			
		Bargeld und Einlagen 2	Kredite 3	Kurzfristige Wertpapiere 4	Langfristige Wertpapiere 5
2009 Q1	73,9	2,3	11,8	7,7	52,1
Q2	77,1	2,4	12,2	8,2	54,3
Q3	79,0	2,4	12,4	9,0	55,3
Q4	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5
2010 Q1	81,6	2,4	12,8	8,2	58,2
Q2	82,9	2,4	13,4	7,8	59,2
Q3	83,0	2,4	13,3	7,9	59,3
Q4	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2
2011 Q1	86,2	2,4	15,1	7,4	61,2
Q2	87,1	2,4	14,9	7,5	62,3
Q3	86,7	2,4	15,0	7,8	61,4
Q4	87,2	2,4	15,4	7,4	62,0

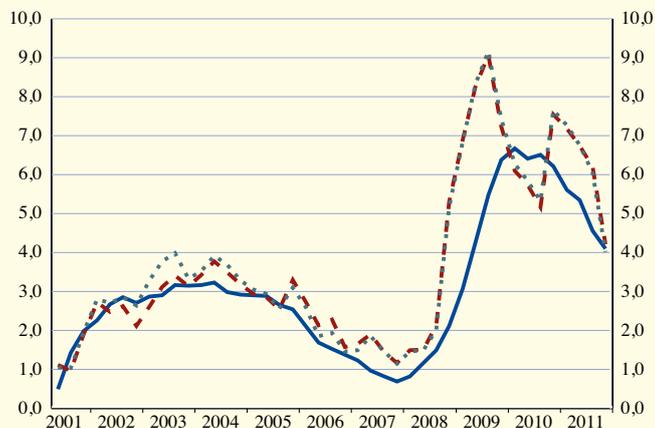
### 2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

	Schuldenstandsänderung 1	Finanzierungssaldo 2	Deficit-Debt-Adjustments							Bewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen 9	Sonstige 10	Nachrichtlich: Nettoverschuldung 11
			Insgesamt 3	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)					Aktien und sonstige Anteilsrechte 8			
				Zusammen 4	Bargeld und Einlagen 5	Kredite 6	Wertpapiere 7					
2009 Q1	12,9	-7,2	5,7	6,6	5,2	-0,1	0,8	0,7	-0,5	-0,5	13,3	
Q2	9,2	-5,5	3,8	3,2	2,3	-0,4	0,2	1,1	-0,4	0,9	9,6	
Q3	5,1	-7,2	-2,1	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,2	0,2	0,5	4,8	
Q4	2,1	-5,8	-3,6	-2,8	-2,9	-0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,7	2,3	
2010 Q1	8,2	-8,3	-0,2	0,7	0,9	-0,1	-0,3	0,2	-0,4	-0,6	8,5	
Q2	7,7	-4,5	3,2	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,5	-0,1	0,0	7,8	
Q3	2,8	-7,5	-4,7	-2,9	-2,3	-0,6	0,0	0,0	0,0	-1,8	2,8	
Q4	11,4	-4,7	6,7	5,7	-0,4	1,7	4,7	-0,3	0,0	1,0	11,4	
2011 Q1	6,7	-5,8	0,9	0,7	2,0	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	0,4	6,9	
Q2	6,0	-3,4	2,5	2,9	2,8	0,5	-0,4	-0,1	0,2	-0,6	5,7	
Q3	0,7	-4,4	-3,6	-3,8	-3,7	-0,3	0,2	0,1	0,6	-0,5	0,1	
Q4	3,5	-2,8	0,7	-0,8	-0,5	-0,3	-0,3	0,2	0,1	1,4	3,4	

### A30 Defizit, Nettoverschuldung und Veränderung der Verschuldung

(gleitende Vierquartalssumme in % des BIP)

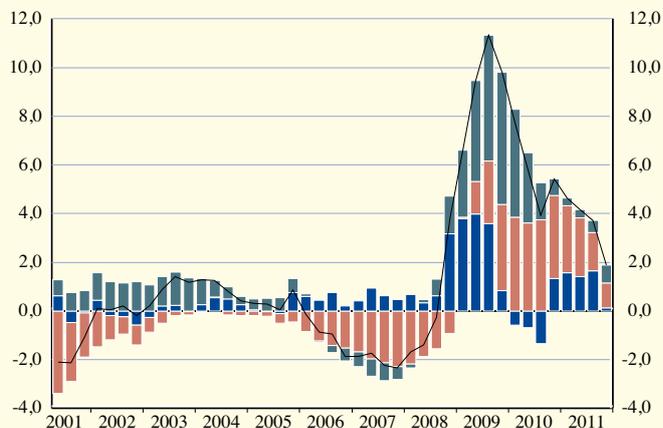
- Defizit
- - - Veränderung der Verschuldung
- ... Nettoverschuldung



### A31 Maastricht-Verschuldung

(jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren)

- 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
2009	-21,9	31,3	36,4	3,5	-93,1	6,7	-15,2	9,4	-105,1	265,7	20,0	-175,7	4,6	5,8
2010	-6,8	15,1	49,6	31,8	-103,3	6,4	-0,4	-2,5	-113,9	165,1	18,5	-61,7	-10,5	3,0
2011	-3,2	4,6	61,1	31,7	-100,6	10,8	7,6	-24,6	-151,1	308,3	-20,8	-150,7	-10,2	17,0
2010 Q4	14,2	6,1	11,5	13,7	-17,1	1,6	15,8	-12,3	49,3	27,7	9,0	-96,6	-1,8	-3,5
2011 Q1	-21,3	-10,1	7,9	14,9	-33,9	2,3	-18,9	-5,3	-42,8	136,0	-0,4	-86,4	-11,7	24,2
Q2	-18,6	-2,4	16,4	-11,7	-20,9	0,8	-17,9	21,2	-31,8	139,1	3,6	-94,1	4,5	-3,3
Q3	2,7	2,8	19,6	8,8	-28,5	1,7	4,4	3,5	-19,2	35,0	-14,8	-1,2	3,7	-7,9
Q4	33,9	14,3	17,2	19,8	-17,3	6,0	39,9	-44,0	-57,3	-1,8	-9,2	31,0	-6,8	4,1
2011 Febr.	-5,5	0,8	2,4	6,0	-14,7	2,1	-3,4	-3,6	-36,7	92,8	1,6	-62,4	1,1	7,0
März	1,0	3,4	1,9	6,0	-10,3	-0,1	0,9	-8,1	-10,4	72,8	-1,4	-62,3	-6,9	7,2
April	-5,0	-3,6	3,9	1,4	-6,7	-0,1	-5,1	-4,7	-31,2	5,3	3,3	11,9	6,0	9,8
Mai	-13,9	0,5	6,2	-14,4	-6,2	0,4	-13,5	18,9	-4,2	44,5	-1,6	-16,6	-3,1	-5,4
Juni	0,3	0,8	6,3	1,3	-8,0	0,4	0,8	7,0	3,6	89,2	1,9	-89,3	1,6	-7,7
Juli	3,4	4,2	7,2	2,7	-10,7	-0,1	3,2	-6,2	-17,3	-24,0	0,3	36,0	-1,2	3,0
Aug.	-1,4	-4,3	5,2	5,6	-7,9	2,1	0,6	-0,6	7,2	26,2	-8,0	-29,4	3,4	-0,1
Sept.	0,8	3,0	7,2	0,5	-9,9	-0,2	0,6	10,3	-9,0	32,7	-7,1	-7,9	1,6	-10,9
Okt.	3,4	0,4	6,0	6,1	-9,1	1,8	5,2	-1,3	-6,5	-1,4	-2,2	9,9	-1,1	-3,9
Nov.	8,9	5,7	4,4	5,5	-6,7	2,6	11,5	-21,9	-42,6	35,2	-3,8	-10,4	-0,2	10,4
Dez.	21,6	8,2	6,8	8,2	-1,5	1,6	23,3	-20,8	-8,2	-35,6	-3,2	31,5	-5,4	-2,4
2012 Jan.	-10,1	-9,2	2,2	4,1	-7,3	0,1	-10,0	10,4	-6,4	-43,4	-4,1	64,8	-0,5	-0,4
Febr.	-5,9	2,4	2,7	5,0	-16,0	1,6	-4,3	3,2	-5,3	18,0	6,2	-14,0	-1,8	1,0
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>														
2012 Febr.	3,1	11,4	60,1	32,0	-100,3	10,1	13,2	-13,8	-130,4	219,7	-19,7	-75,7	-7,7	0,6
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>														
2012 Febr.	0,0	0,1	0,6	0,3	-1,1	0,1	0,1	-0,1	-1,4	2,3	-0,2	-0,8	-0,1	0,0

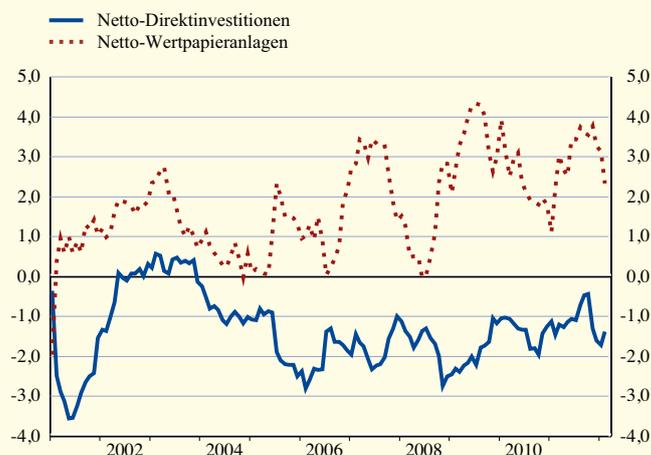
### A32 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Leistungsbilanz

(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

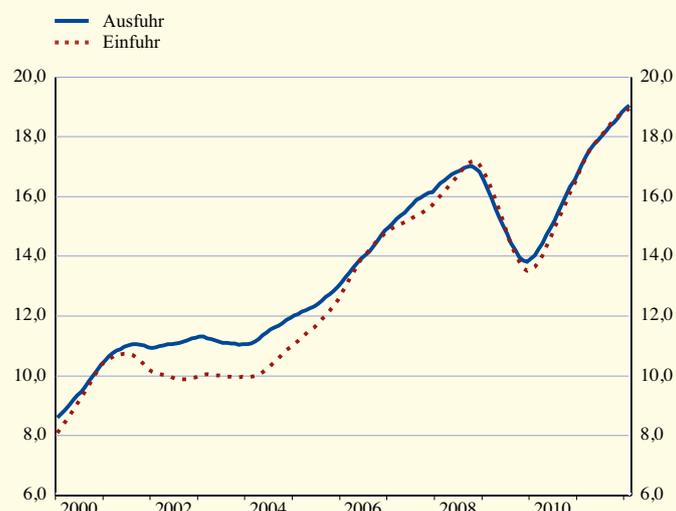
(in Mrd €; Transaktionen)

### 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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2009	2 307,2	2 329,2	-21,9	1 304,1	1 272,8	478,9	442,5	429,9	426,5	94,3	6,4	187,4	22,5	20,5	13,7
2010	2 657,8	2 664,6	-6,8	1 566,8	1 551,7	524,0	474,4	479,4	447,6	87,6	6,3	190,9	22,3	21,4	15,0
2011	2 930,5	2 933,7	-3,2	1 773,8	1 769,1	550,1	489,0	513,9	482,2	92,7	6,4	193,4	22,3	25,5	14,7
2010 Q4	716,0	701,8	14,2	423,4	417,3	137,6	126,1	124,3	110,6	30,8	1,6	47,8	6,0	7,3	5,7
2011 Q1	698,0	719,3	-21,3	427,8	437,9	124,6	116,8	121,1	106,2	24,5	1,5	58,4	5,4	5,0	2,7
Q2	727,8	746,4	-18,6	438,7	441,0	134,4	118,0	135,5	147,3	19,1	1,6	40,0	5,6	4,0	3,2
Q3	732,7	730,0	2,7	444,6	441,8	147,3	127,7	124,0	115,3	16,8	1,8	45,3	5,7	5,2	3,5
Q4	772,0	738,1	33,9	462,7	448,4	143,7	126,6	133,3	113,5	32,3	1,5	49,6	5,6	11,3	5,3
2011 Dez.	270,1	248,5	21,6	151,8	143,6	51,0	44,3	51,0	42,8	16,3	.	17,8	.	4,5	2,9
2012 Jan.	235,8	245,9	-10,1	142,9	152,1	41,1	38,9	42,3	38,1	9,5	.	16,8	.	1,0	0,9
Febr.	242,6	248,5	-5,9	152,7	150,2	40,9	38,2	37,8	32,8	11,2	.	27,2	.	2,4	0,8
	Saisonbereinigt														
2011 Q2	722,9	729,0	-6,1	436,7	438,0	134,8	120,5	129,0	122,3	22,4	.	48,1	.	.	.
Q3	735,2	735,4	-0,2	443,7	442,5	138,5	122,8	129,4	121,9	23,6	.	48,2	.	.	.
Q4	747,2	742,9	4,3	452,4	450,1	139,9	122,9	131,1	121,1	23,8	.	48,7	.	.	.
2011 Dez.	250,4	247,4	3,0	152,7	150,5	46,4	41,0	43,5	39,8	7,9	.	16,3	.	.	.
2012 Jan.	253,2	249,5	3,7	154,7	151,4	44,6	40,5	45,7	41,5	8,2	.	16,2	.	.	.
Febr.	250,0	251,3	-1,3	155,8	154,3	46,3	41,6	40,1	39,0	7,7	.	16,5	.	.	.
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen														
2012 Febr.	2 952,2	2 950,1	2,1	1 792,1	1 782,7	549,2	489,1	517,6	484,5	93,2	.	193,7	.	.	.
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP														
2012 Febr.	31,4	31,3	0,0	19,0	18,9	5,8	5,2	5,5	5,1	1,0	.	2,1	.	.	.

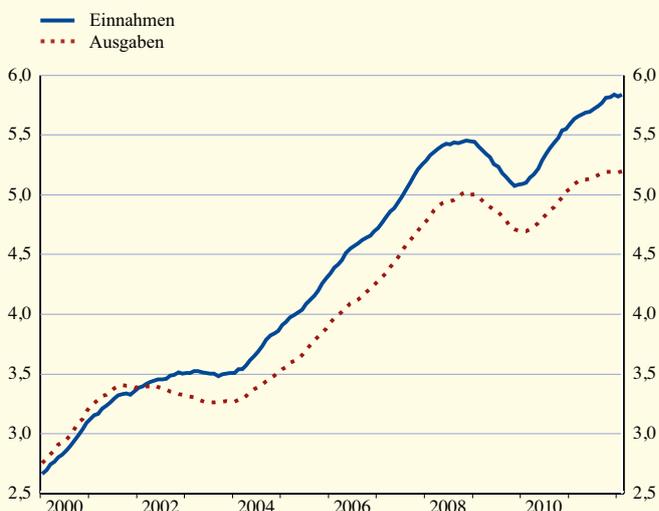
### A34 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Warenhandel

(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	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2009	22,2	12,0	407,7	414,4	156,8	20,7	100,6	15,4	25,0	24,7	24,5	77,5	100,9	121,3	100,4	90,3
2010	24,2	12,0	455,1	435,6	220,5	41,6	137,7	32,7	23,9	22,1	28,7	86,6	102,2	124,0	79,9	65,2
2011	25,1	12,3	488,8	469,9	239,8	65,5	153,1	53,1	25,0	21,9	35,9	96,3	102,6	131,7	85,5	66,8
2010 Q4	6,6	2,9	117,7	107,8	57,1	1,6	34,0	0,7	6,3	7,8	6,3	18,7	26,9	30,0	21,1	17,3
2011 Q1	6,0	2,2	115,1	104,0	55,4	16,0	35,4	20,6	5,8	4,8	7,4	14,4	25,7	32,7	20,7	16,7
Q2	6,1	3,3	129,4	144,0	65,5	13,7	42,3	9,9	5,4	5,5	12,3	46,6	25,7	32,3	20,5	17,2
Q3	6,0	3,7	118,0	111,5	54,5	21,3	37,6	17,7	6,8	5,5	9,0	18,7	25,9	33,2	21,9	16,5
Q4	7,0	3,1	126,3	110,4	64,3	14,5	37,8	4,8	6,9	6,1	7,2	16,6	25,3	33,5	22,5	16,4

**3. Geografische Aufschlüsselung**  
(kumulierte Transaktionen)

	Ins-gesamt	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörende EU-Mitgliedstaaten					Brasi-lien	Kana-da	Chi-na	Indien	Japa-n	Russ-land	Schweiz	Ver-einigte Staaten	Andere	
		Ins-gesamt	Däne-mark	Schwe-den	Verein-igtes König-reich	Andere EU-Mitglied-staaten										EU-Insti-tutionen
2011 Q1 bis 2011 Q4	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Einnahmen</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	2 930,5	959,1	53,5	91,0	445,7	307,5	61,3	58,8	40,1	149,6	41,2	64,2	107,9	228,5	376,2	904,9
Warenhandel	1 773,8	565,8	33,7	59,1	232,0	240,9	0,2	30,3	20,7	115,7	30,9	39,6	80,6	123,6	199,1	567,5
Dienstleistungen	550,1	170,6	11,2	15,4	105,2	32,2	6,6	8,9	9,1	17,8	6,9	13,0	18,2	55,2	81,5	168,9
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	513,9	160,6	7,5	14,8	97,8	31,4	9,0	19,3	9,6	15,4	3,2	10,6	8,6	40,9	89,2	156,5
Vermögenseinkommen	488,8	153,3	6,7	14,7	96,3	30,8	4,8	19,2	9,5	15,4	3,2	10,6	8,5	28,6	87,5	153,0
Laufende Übertragungen	92,7	62,0	1,1	1,7	10,7	3,0	45,5	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,5	8,7	6,5	12,0
<b>Vermögensübertragungen</b>	25,5	20,8	0,0	0,1	1,4	0,4	19,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,6	0,4	3,2	
<b>Ausgaben</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	2 933,7	901,4	46,0	89,6	386,7	272,8	106,4	-	32,7	-	-	95,7	-	189,3	374,7	-
Warenhandel	1 769,1	490,3	30,3	51,5	185,5	223,0	0,0	31,2	15,0	210,1	28,4	52,7	134,5	99,7	142,4	564,9
Dienstleistungen	489,0	140,5	8,3	12,8	83,7	35,5	0,3	5,4	6,5	13,1	6,1	9,3	10,1	42,8	100,5	154,6
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	482,2	152,2	6,6	23,8	105,9	9,8	6,2	-	9,3	-	-	33,0	-	39,3	125,4	-
Vermögenseinkommen	469,9	146,1	6,5	23,6	104,3	5,4	6,2	-	9,1	-	-	32,8	-	38,9	124,1	-
Laufende Übertragungen	193,4	118,4	0,8	1,5	11,6	4,5	100,0	1,5	1,8	4,1	0,7	0,6	0,7	7,5	6,4	51,6
<b>Vermögensübertragungen</b>	14,7	2,1	0,3	0,1	1,1	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,1	0,1	0,6	1,8	8,8
<b>Saldo</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	-3,2	57,7	7,6	1,4	59,0	34,8	-45,2	-	7,4	-	-	-31,4	-	39,1	1,5	-
Warenhandel	4,6	75,6	3,4	7,6	46,5	17,9	0,2	-0,9	5,6	-94,3	2,4	-13,1	-53,9	23,9	56,7	2,6
Dienstleistungen	61,1	30,0	3,0	2,6	21,5	-3,3	6,3	3,5	2,6	4,7	0,8	3,6	8,1	12,4	-19,0	14,2
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	31,7	8,4	0,9	-8,9	-8,0	21,6	2,8	-	0,3	-	-	-22,3	-	1,6	-36,2	-
Vermögenseinkommen	18,9	7,2	0,2	-9,0	-8,0	25,4	-1,4	-	0,4	-	-	-22,2	-	-10,3	-36,6	-
Laufende Übertragungen	-100,6	-56,3	0,4	0,2	-0,9	-1,5	-54,5	-1,1	-1,1	-3,4	-0,5	0,3	-0,2	1,2	0,0	-39,5
<b>Vermögensübertragungen</b>	10,8	18,7	-0,3	-0,1	0,3	0,0	18,8	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	0,1	0,1	0,0	-1,4	-5,6

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>														
2008	13 377,1	14 961,4	-1 584,3	144,7	161,8	-17,1	3 878,4	3 247,8	3 834,9	5 976,8	-0,5	5 290,0	5 736,7	374,2
2009	13 764,1	15 170,3	-1 406,2	154,3	170,0	-15,8	4 287,2	3 403,0	4 341,3	6 781,9	0,2	4 675,9	4 985,4	459,6
2010	15 234,8	16 461,7	-1 226,9	166,4	179,8	-13,4	4 798,2	3 714,8	4 907,5	7 442,9	-61,6	5 002,9	5 304,0	587,8
2011 Q2	15 377,0	16 636,0	-1 259,0	165,1	178,7	-13,5	5 030,5	3 837,6	4 762,1	7 646,7	-48,3	5 051,8	5 151,6	580,9
Q3	15 558,2	16 782,4	-1 224,2	166,0	179,1	-13,1	5 089,1	3 896,4	4 573,8	7 523,4	-45,9	5 294,5	5 362,6	646,6
Q4	15 786,0	16 922,4	-1 136,4	167,7	179,8	-12,1	5 238,8	3 938,1	4 744,0	7 677,3	-30,4	5 166,5	5 307,0	667,1
<b>Veränderung der Bestände</b>														
2008	-615,7	-305,5	-310,3	-6,7	-3,3	-3,4	151,7	25,9	-796,2	-561,3	28,4	-26,7	229,9	27,0
2009	387,1	208,9	178,1	4,3	2,3	2,0	408,8	155,2	506,4	805,1	0,7	-614,1	-751,4	85,4
2010	1 470,7	1 291,5	179,3	16,1	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2
2011	551,2	460,7	90,5	5,9	4,9	1,0	440,7	223,3	-163,5	234,5	31,2	163,5	3,0	79,3
2011 Q3	181,2	146,4	34,8	7,7	6,2	1,5	58,7	58,7	-188,3	-123,3	2,4	242,7	211,0	65,8
Q4	227,8	140,0	87,8	9,4	5,8	3,6	149,7	41,8	170,2	153,9	15,4	-128,0	-55,6	20,5
<b>Transaktionen</b>														
2008	429,9	551,3	-121,3	4,7	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-131,4	-121,9	-9,4	-1,5	-1,4	-0,1	337,0	231,9	90,4	356,1	-20,0	-534,2	-709,9	-4,6
2010	589,9	587,4	2,5	6,4	6,4	0,0	275,8	161,8	143,0	308,1	-18,5	179,1	117,4	10,5
2011	491,0	466,5	24,6	5,2	5,0	0,3	348,3	197,2	-47,2	261,1	20,8	158,9	8,2	10,2
2011 Q2	193,5	214,7	-21,2	8,2	9,1	-0,9	60,0	28,2	39,9	178,9	-3,6	101,7	7,6	-4,5
Q3	133,0	136,5	-3,5	5,7	5,8	-0,1	56,6	37,4	-63,1	-28,1	14,8	128,4	127,2	-3,7
Q4	-78,5	-122,5	44,0	-3,2	-5,1	1,8	106,9	49,5	-46,8	-48,6	9,2	-154,5	-123,5	6,8
2011 Okt.	-40,5	-41,8	1,3	.	.	.	20,4	13,8	-33,6	-35,0	2,2	-30,6	-20,7	1,1
Nov.	-15,5	-37,4	21,9	.	.	.	47,8	5,2	-30,2	5,0	3,8	-37,2	-47,6	0,2
Dez.	-22,5	-43,3	20,8	.	.	.	38,7	30,5	17,0	-18,6	3,2	-86,7	-55,2	5,4
2012 Jan.	74,2	84,6	-10,4	.	.	.	26,8	20,4	28,3	-15,1	4,1	14,4	79,3	0,5
Febr.	51,8	55,0	-3,2	.	.	.	12,4	7,2	26,9	44,9	-6,2	16,9	2,9	1,8
<b>Sonstige Veränderungen</b>														
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	-1 045,7	-856,7	-188,9	-11,3	-9,3	-2,0	-184,9	-79,5	-801,2	-827,7	-56,0	-27,2	50,5	23,7
2009	518,4	330,8	187,6	5,8	3,7	2,1	71,8	-76,7	416,0	449,0	20,7	-80,0	-41,5	89,9
2010	880,8	704,1	176,7	9,6	7,7	1,9	235,2	150,0	423,2	352,9	-43,2	147,9	201,2	117,7
<b>Sonstige wechselkursbedingte Veränderungen</b>														
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	-49,8	27,9	-77,7	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-34,0	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3
2009	-49,6	-55,1	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-27,9	-2,7
2010	535,4	323,9	211,5	5,8	3,5	2,3	160,8	57,6	179,4	101,7	.	182,2	164,6	13,0
<b>Sonstige preisbedingte Veränderungen</b>														
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	-1 002,7	-975,7	-27,1	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	634,2	483,5	150,7	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,2	455,2	20,7	.	.	45,8
2010	296,3	153,8	142,5	3,2	1,7	1,5	50,2	2,2	187,3	151,7	-43,2	.	.	102,0
<b>Sonstige anpassungsbedingte Veränderungen</b>														
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	6,8	91,0	-84,1	0,1	1,0	-0,9	-0,7	15,2	1,8	45,4	.	13,4	30,4	-7,7
2009	-66,2	-97,6	31,4	-0,8	-1,2	0,4	-66,2	-110,8	21,2	26,8	.	-68,1	-13,6	46,8
2010	49,1	226,4	-177,3	1,6	3,1	-1,4	24,2	90,1	56,5	99,6	.	-34,3	36,7	2,7
<b>Veränderung der Bestände in %</b>														
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	-	.	.	.	8,7	7,3	2,3	5,9	.	-10,1	-12,3	-1,2
2010	4,1	3,8	-	.	.	.	6,2	4,6	3,2	4,4	.	3,8	2,3	2,0
2011 Q2	4,4	4,1	-	.	.	.	6,1	5,3	3,2	6,5	.	4,5	-0,2	2,4
Q3	4,5	4,2	-	.	.	.	5,7	6,3	0,9	5,3	.	6,9	1,2	0,9
Q4	3,2	2,9	-	.	.	.	7,2	5,3	-1,1	3,5	.	3,3	0,2	1,6

Quelle: EZB.

1) Finanzderivate (netto) sind in den Aktiva enthalten.

### 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

#### 2. Direktinvestitionen

	Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets						Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet							
	Insgesamt	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)			Insgesamt	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)		
		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>														
2009	4 287,2	3 305,5	236,2	3 069,3	981,7	14,8	966,9	3 403,0	2 501,9	74,2	2 427,7	901,1	18,1	883,0
2010	4 798,2	3 667,1	277,9	3 389,2	1 131,1	17,8	1 113,3	3 714,8	2 820,2	83,2	2 737,0	894,6	12,7	881,9
2011 Q3	5 089,1	3 926,1	287,7	3 638,4	1 163,0	13,2	1 149,8	3 896,4	3 019,1	85,4	2 933,7	877,2	8,7	868,5
Q4	5 238,8	4 067,8	291,3	3 776,6	1 171,0	14,2	1 156,8	3 938,1	3 056,9	85,3	2 971,6	881,2	8,2	873,0
<b>Transaktionen</b>														
2008	336,6	193,8	9,3	184,5	142,8	-0,3	143,1	105,5	64,3	-8,2	72,5	41,1	1,6	39,6
2009	337,0	258,1	21,6	236,5	78,9	2,6	76,3	231,9	236,3	5,6	230,7	-4,4	-0,6	-3,8
2010	275,8	157,0	14,9	142,2	118,7	1,2	117,5	161,8	203,2	6,1	197,1	-41,3	-7,5	-33,8
2011 Q2	60,0	53,8	8,9	44,9	6,2	-2,6	8,9	28,2	33,2	1,3	31,9	-5,0	-1,6	-3,3
Q3	56,6	35,9	2,3	33,5	20,7	-1,7	22,5	37,4	58,7	1,0	57,7	-21,3	-0,8	-20,5
Q4	106,9	105,8	1,2	104,6	1,1	1,0	0,1	49,5	41,7	0,7	41,0	7,9	0,2	7,7
2011 Okt.	20,4	20,8	0,5	20,4	-0,5	0,2	-0,7	13,8	12,2	0,3	11,9	1,6	-0,2	1,8
Nov.	47,8	54,4	0,0	54,4	-6,6	0,3	-6,8	5,2	9,5	0,8	8,7	-4,3	-0,1	-4,1
Dez.	38,7	30,5	0,7	29,8	8,1	0,5	7,7	30,5	19,9	-0,4	20,3	10,5	0,4	10,1
2012 Jan.	26,8	27,1	2,4	24,7	-0,4	0,2	-0,6	20,4	23,8	0,2	23,5	-3,4	-0,5	-2,8
Febr.	12,4	13,7	-3,0	16,6	-1,2	0,2	-1,4	7,2	8,8	1,3	7,5	-1,6	0,2	-1,8
<b>Wachstumsraten</b>														
2009	8,7	8,6	9,9	8,5	9,0	20,5	8,8	7,3	10,4	8,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,4
2010	6,2	4,5	6,2	4,4	12,0	7,8	12,0	4,6	7,9	8,0	7,9	-4,6	-41,3	-3,8
2011 Q2	6,1	6,4	5,8	6,5	5,2	-12,7	5,5	5,3	6,0	6,6	6,0	2,8	-47,2	3,8
Q3	5,7	5,5	5,9	5,4	6,5	-24,0	7,0	6,3	6,9	5,2	6,9	4,5	-51,2	5,7
Q4	7,2	8,2	6,1	8,3	4,0	-19,6	4,4	5,3	7,3	4,2	7,4	-1,2	-27,6	-0,9

#### A36 Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets

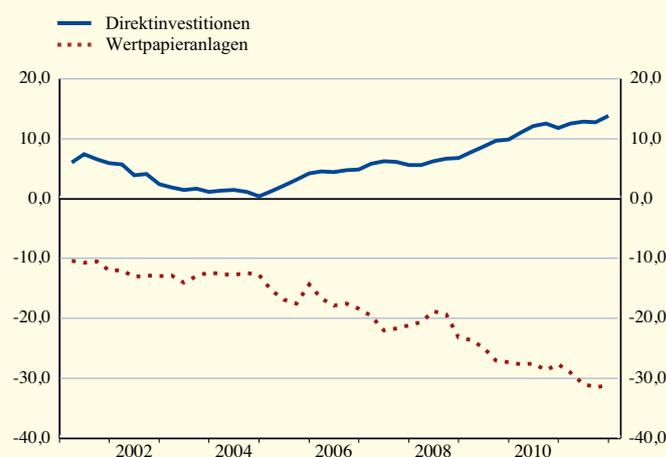
(Bestände am Ende des Berichtszeitraums; in % des BIP)



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								
				Euro-system	Staat	Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs		Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs					
		1	2				3	4	5	6		7	8	Euro-system	Staat	9	10	11	12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>																			
2009	4 341,3	1 514,5	80,8	3,4	1 433,6	36,6	2 426,6	924,6	17,1	1 502,0	36,6	400,2	330,2	44,9	69,9	2,0			
2010	4 907,5	1 914,2	93,8	3,6	1 820,5	47,6	2 588,8	810,7	15,6	1 778,1	75,7	404,5	314,9	41,7	89,6	0,2			
2011 Q3	4 573,8	1 620,4	76,2	3,4	1 544,2	38,1	2 552,5	748,7	17,7	1 803,8	93,9	400,9	301,4	54,9	99,5	0,5			
Q4	4 744,0	1 706,8	70,6	3,1	1 636,2	39,4	2 579,1	727,4	16,0	1 851,7	94,2	458,2	298,8	57,5	159,4	0,5			
<b>Transaktionen</b>																			
2008	5,0	-93,7	-34,3	0,7	-59,4	-0,1	72,1	37,7	3,2	34,4	2,7	26,5	49,6	13,1	-23,0	0,4			
2009	90,4	53,1	-1,3	0,0	54,4	2,5	42,9	-93,0	-3,8	135,9	17,5	-5,6	0,5	-12,9	-6,1	0,9			
2010	143,0	76,7	5,6	-0,2	71,1	1,7	106,7	-125,3	-0,9	232,0	51,5	-40,4	-55,7	-11,7	15,3	-1,9			
2011 Q2	39,9	26,8	3,1	0,1	23,7	-2,4	25,5	-4,6	0,4	30,1	-1,2	-12,5	-11,1	4,8	-1,3	-0,5			
Q3	-63,1	-53,7	-12,9	0,0	-40,8	-2,0	-17,8	-19,4	-0,1	1,6	0,1	8,4	8,1	3,5	0,4	0,0			
Q4	-46,8	-36,8	-9,2	-0,3	-27,6	-0,9	-21,5	-17,3	-1,7	-4,2	-1,7	11,5	14,8	0,6	-3,3	0,0			
2011 Okt.	-33,6	-9,3	-4,9	-0,1	-4,4	.	-11,6	-0,8	7,2	-10,7	.	-12,7	-14,5	-13,0	1,8	.			
Nov.	-30,2	-19,8	-2,7	0,0	-17,1	.	-13,3	-14,6	0,6	1,3	.	2,9	3,6	-1,6	-0,7	.			
Dez.	17,0	-7,7	-1,6	-0,2	-6,1	.	3,4	-1,9	-9,5	5,2	.	21,3	25,8	15,2	-4,5	.			
2012 Jan.	28,3	2,9	-0,6	0,0	3,5	.	20,5	1,3	0,8	19,2	.	5,0	2,7	-7,2	2,2	.			
Febr.	26,9	3,5	0,5	0,0	3,0	.	19,2	5,6	0,1	13,6	.	4,1	1,5	2,4	2,6	.			
<b>Wachstumsraten</b>																			
2009	2,3	3,8	-2,4	-0,6	4,2	8,5	1,8	-9,4	-19,0	10,5	93,4	-2,0	-0,9	-22,3	-7,9	67,2			
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,2	-13,5	-4,9	14,8	122,5	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9			
2011 Q2	3,2	3,7	4,9	-9,8	3,7	-14,6	3,5	-12,4	9,6	12,0	118,6	-0,6	-4,0	9,2	13,2	97,4			
Q3	0,9	0,6	-7,3	-8,7	1,0	-16,4	0,5	-14,9	9,3	8,6	130,0	6,1	1,0	0,9	28,1	-4,8			
Q4	-1,1	-4,0	-21,3	-16,7	-3,1	-15,8	-0,4	-6,9	2,0	2,6	-3,1	7,9	9,8	26,5	2,5	112,5			

### 4. Wertpapieranlagen (Passiva)

	Insgesamt	Aktien und Investmentzertifikate				Schuldverschreibungen								
		Zusammen		MFIs		Anleihen			Geldmarktpapiere					
				Euro-system	Staat	Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs		Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs
		1	2				3	4	5	6		7	Staat	8
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
2009	6 781,9	2 781,9	686,2	2 095,7	3 493,1	1 093,2	2 399,9	1 481,2	506,9	66,2	440,7	409,3		
2010	7 442,9	3 150,7	658,0	2 492,7	3 823,0	1 165,4	2 657,5	1 680,3	469,2	77,2	392,0	352,6		
2011 Q3	7 523,4	2 842,5	618,0	2 224,5	4 148,9	1 222,6	2 926,3	1 844,4	532,0	110,1	421,9	376,8		
Q4	7 677,3	3 078,2	553,6	2 524,6	4 141,2	1 235,2	2 906,0	1 836,6	457,9	98,2	359,8	315,1		
<b>Transaktionen</b>														
2008	266,4	-108,6	78,1	-186,7	175,5	-15,6	191,0	159,4	199,5	-25,0	224,6	191,0		
2009	356,1	124,6	10,7	113,9	140,5	-14,4	154,9	101,3	90,9	-18,5	109,4	144,3		
2010	308,1	144,2	-16,3	160,4	184,2	59,1	125,1	194,5	-20,3	19,2	-39,5	-34,9		
2011 Q2	178,9	-4,3	-4,4	0,2	170,8	43,9	127,0	95,1	12,4	7,3	5,0	0,3		
Q3	-28,1	-22,3	-10,6	-11,7	2,1	14,2	-12,0	-22,9	-7,9	-12,7	4,8	17,9		
Q4	-48,6	42,3	29,0	13,3	-31,5	-31,5	0,1	-4,1	-59,4	0,4	-59,8	-71,6		
2011 Okt.	-35,0	-15,8	7,0	-22,9	-2,9	-18,1	15,3	.	-16,3	-1,8	-14,5	.		
Nov.	5,0	26,6	18,1	8,5	-8,0	-4,2	-3,9	.	-13,5	6,8	-20,3	.		
Dez.	-18,6	31,5	3,8	27,7	-20,6	-9,2	-11,3	.	-29,6	-4,5	-25,0	.		
2012 Jan.	-15,1	9,9	4,1	5,8	-32,0	-6,6	-25,4	.	7,1	-3,4	10,4	.		
Febr.	44,9	-1,0	-3,3	2,3	44,6	19,6	25,0	.	1,4	0,7	0,6	.		
<b>Wachstumsraten</b>														
2009	5,9	5,4	1,7	6,8	4,1	-1,2	7,0	7,2	23,1	-29,1	33,1	53,5		
2010	4,4	5,1	-2,4	7,5	5,1	5,2	5,1	12,9	-4,2	26,3	-9,1	-8,7		
2011 Q2	6,5	7,5	0,9	9,4	5,7	10,1	3,8	7,7	7,8	78,0	-2,8	2,6		
Q3	5,3	4,5	-2,8	6,5	6,7	10,3	5,2	8,5	-0,4	9,3	-2,4	5,3		
Q4	3,5	4,0	3,2	4,1	4,5	5,2	4,2	6,1	-4,9	24,6	-10,9	-10,7		

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 Eurosystem)			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>															
2009	4 675,9	30,2	29,8	0,4	2 834,7	2 804,2	30,5	122,1	8,4	74,9	15,9	1 688,9	201,4	1 344,7	402,6
2010	5 002,9	32,6	32,0	0,7	2 972,3	2 939,9	32,4	166,3	7,6	117,6	21,0	1 831,8	214,4	1 468,5	428,6
2011 Q3	5 294,5	42,4	42,1	0,3	3 206,3	3 148,7	57,6	141,7	7,4	93,5	16,5	1 904,1	228,5	1 518,4	480,5
Q4	5 166,5	35,5	35,2	0,3	3 065,7	3 007,3	58,4	165,8	7,5	116,8	30,2	1 899,5	230,4	1 521,0	463,4
<b>Transaktionen</b>															
2008	0,5	-9,5	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	58,3	-1,1	48,0	-22,0
2009	-534,2	0,1	0,0	0,1	-420,4	-399,9	-20,5	11,8	-0,4	10,4	0,2	-125,6	7,5	-129,0	-34,8
2010	179,1	-2,9	-2,9	0,0	8,6	-0,2	8,8	41,7	-0,3	41,3	4,9	131,7	7,6	101,7	46,7
2011 Q2	101,7	4,6	4,6	0,0	61,3	54,7	6,6	-0,6	0,0	-1,0	2,4	36,4	-0,7	34,9	31,9
Q3	128,4	-2,7	-2,7	0,1	82,7	68,3	14,4	-6,0	-0,1	-6,0	-1,5	54,4	2,4	39,2	19,0
Q4	-154,5	-8,2	-8,2	0,0	-156,9	-157,2	0,3	17,0	0,0	17,0	13,3	-6,3	0,2	4,2	-4,1
2011 Okt.	-30,6	-3,2	.	.	-69,7	.	.	5,1	.	.	7,7	37,3	.	.	16,4
Nov.	-37,2	-3,6	.	.	-39,6	.	.	11,4	.	.	6,9	-5,4	.	.	0,3
Dez.	-86,7	-1,4	.	.	-47,6	.	.	0,5	.	.	-1,3	-38,2	.	.	-20,8
2012 Jan.	14,4	1,8	.	.	5,5	.	.	-1,6	.	.	0,6	8,7	.	.	-2,0
Febr.	16,9	0,1	.	.	12,0	.	.	-8,3	.	.	-6,4	13,1	.	.	4,3
<b>Wachstumsraten</b>															
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-37,0	10,8	-3,5	17,1	3,5	-6,9	3,8	-8,6	-8,2
2010	3,8	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,7	33,2	-3,1	53,2	30,6	7,7	3,7	7,4	11,3
2011 Q2	4,5	65,6	67,1	-0,7	2,8	2,4	37,7	17,5	-2,9	26,8	4,1	5,5	3,9	5,3	18,1
Q3	6,9	46,0	46,3	63,4	6,0	5,1	84,1	16,1	-3,6	25,0	9,1	7,2	4,5	7,0	18,0
Q4	3,3	-5,3	-5,4	40,4	1,8	0,9	88,4	1,2	-3,2	1,4	51,8	6,1	3,8	5,6	12,6

## 6. Übriger Kapitalverkehr (Passiva)

	Ins- gesamt	Eurosistem			MFIs (ohne Eurosystem)			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>															
2009	4 985,4	251,7	251,3	0,4	3 399,7	3 360,7	39,0	85,2	0,0	80,8	4,4	1 248,8	177,8	929,3	141,7
2010	5 304,0	268,8	265,7	3,1	3 508,6	3 462,6	46,0	153,9	0,0	147,2	6,6	1 372,8	200,8	1 016,2	155,8
2011 Q3	5 362,6	315,2	312,3	2,9	3 403,8	3 340,7	63,2	210,2	0,0	204,2	5,9	1 433,4	219,6	1 039,3	174,4
Q4	5 307,0	408,9	406,0	2,8	3 212,4	3 144,8	67,6	222,6	0,1	215,9	6,7	1 463,1	221,5	1 073,7	167,9
<b>Transaktionen</b>															
2008	179,4	280,9	280,9	0,0	-174,7	-186,0	11,3	9,5	0,0	10,9	-1,3	63,6	9,4	44,4	9,8
2009	-709,9	-233,2	-233,4	0,2	-352,8	-341,6	-11,2	17,2	0,0	17,2	0,0	-141,1	0,8	-127,6	-14,3
2010	117,4	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,7	5,9	65,6	0,0	64,8	0,8	53,7	15,4	14,9	23,4
2011 Q2	7,6	7,2	4,9	2,4	-18,1	-19,3	1,2	12,8	0,1	12,5	0,3	5,7	0,6	3,4	1,7
Q3	127,2	29,8	29,8	0,0	24,3	5,6	18,7	23,2	-0,1	23,2	0,1	49,8	6,3	24,2	19,4
Q4	-123,5	87,9	88,0	0,0	-232,2	-240,2	8,0	9,1	0,0	8,9	0,1	11,7	0,6	19,0	-7,9
2011 Okt.	-20,7	-7,5	.	.	-31,8	.	.	3,6	.	.	.	15,0	.	.	.
Nov.	-47,6	-2,8	.	.	-46,1	.	.	-0,2	.	.	.	1,5	.	.	.
Dez.	-55,2	98,2	.	.	-154,3	.	.	5,7	.	.	.	-4,8	.	.	.
2012 Jan.	79,3	-35,8	.	.	106,3	.	.	6,3	.	.	.	2,5	.	.	.
Febr.	2,9	0,1	.	.	-6,2	.	.	-2,1	.	.	.	11,1	.	.	.
<b>Wachstumsraten</b>															
2009	-12,3	-48,1	-48,1	.	-9,4	-9,2	-19,8	24,9	.	26,5	-0,7	-9,9	0,3	-11,6	-9,2
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,5	75,5	.	79,7	11,8	4,1	8,5	1,4	15,4
2011 Q2	-0,2	12,6	11,8	.	-5,2	-5,6	22,8	91,4	.	98,3	-10,6	4,3	7,2	1,3	19,9
Q3	1,2	25,9	25,6	.	-4,3	-5,4	79,4	104,6	.	111,8	-8,4	3,1	10,3	-0,5	19,4
Q4	0,2	50,6	51,2	.	-8,3	-9,5	89,7	48,5	.	51,2	-9,0	6,7	5,1	4,7	22,4

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			
	Insgesamt	Monetäre Goldreserven		SZR-Bestände	Reserveposition 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>																	
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	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 Q2	580,9	361,4	346,988	50,5	22,4	146,5	5,1	13,0	128,2	0,5	108,3	19,3	0,2	0,0	20,4	-18,1	52,2
Q3	646,7	416,3	346,989	52,9	26,1	151,4	5,5	11,1	135,1	0,6	120,5	14,0	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5
Q4	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,6	134,3	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012 Febr.	696,4	456,7	346,846	52,5	30,6	156,4	5,1	6,9	144,2	-	-	-	0,2	0,3	97,4	-83,8	54,6
März	671,3	431,7	346,847	52,5	30,9	155,8	4,5	7,6	143,6	-	-	-	0,1	0,3	55,2	-42,5	54,7
<b>Transaktionen</b>																	
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	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,7	-5,4	6,7	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-
2011 Q2	-4,5	0,0	-	-0,2	0,9	-5,2	-0,5	-5,4	0,8	0,0	0,4	0,4	-0,1	0,0	-	-	-
Q3	-3,7	0,0	-	0,2	2,4	-6,3	0,3	-2,9	-3,8	0,0	3,0	-6,7	0,0	0,0	-	-	-
Q4	6,8	0,0	-	-0,4	3,1	4,1	-0,5	-3,0	7,4	-0,2	8,8	-1,2	0,1	0,0	-	-	-
<b>Wachstumsraten</b>																	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-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	46,4	3,7	-43,3	76,2	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-
2011 Q2	2,4	0,0	-	-2,5	49,0	4,8	-34,5	5,0	7,5	1,9	12,4	-14,7	-	-	-	-	-
Q3	0,9	0,0	-	-2,0	64,6	-2,8	-27,0	-37,0	3,2	1,9	9,9	-42,4	-	-	-	-	-
Q4	1,6	0,0	-	-3,0	82,2	-1,1	-30,0	-52,4	6,9	-21,6	14,6	-45,3	-	-	-	-	-

### 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	Eurosystem	MFIs (ohne Euro-system)	Übrige Sektoren
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>											
2008	10 914,5	5 340,8	398,1	3 377,9	184,1	211,8	1 401,7	1 747,0	482,7	5 006,5	2 276,5
2009	10 391,3	4 622,0	506,9	3 493,1	177,8	185,6	1 405,9	1 975,7	251,7	4 559,1	2 198,9
2010	11 016,4	4 891,7	469,2	3 823,0	200,8	211,5	1 420,2	2 186,8	268,8	4 751,3	2 389,4
2011 Q2	11 057,2	4 729,2	522,7	3 961,4	209,6	212,9	1 421,5	2 329,9	278,0	4 604,5	2 423,3
Q3	11 464,2	4 896,6	532,0	4 148,9	219,7	246,4	1 420,7	2 431,3	315,2	4 736,6	2 560,4
Q4	11 338,1	4 840,4	457,9	4 141,2	221,5	245,0	1 432,0	2 374,3	408,9	4 545,7	2 577,2
<b>Bestände in % des BIP</b>											
2008	118,2	57,8	4,3	36,6	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6
2009	116,5	51,8	5,7	39,2	2,0	2,1	15,8	22,1	2,8	51,1	24,6
2010	120,4	53,5	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1
2011 Q2	118,9	50,9	5,6	42,6	2,3	2,3	15,3	25,1	3,0	49,5	26,1
Q3	122,5	52,3	5,7	44,3	2,3	2,6	15,2	26,0	3,4	50,6	27,4
Q4	120,5	51,4	4,9	44,0	2,4	2,6	15,2	25,2	4,3	48,3	27,4

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- nen	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>2010</b>	<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
<b>Direktinvestitionen</b>	1 083,3	116,9	3,8	-6,6	-170,8	291,8	-1,3	50,4	57,1	-3,9	178,9	-23,2	42,7	-0,3	664,8
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	4 798,2	1 490,8	36,2	141,7	994,2	318,7	0,0	154,7	61,5	87,2	479,5	899,7	586,7	0,0	1 037,9
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	3 667,1	1 114,0	32,2	88,8	733,5	259,4	0,0	121,4	49,5	65,8	374,0	637,1	501,8	0,0	803,6
Sonstige Anlagen	1 131,1	376,8	4,0	52,9	260,7	59,2	0,0	33,3	12,0	21,4	105,6	262,7	85,0	0,0	234,3
Im Euro-Währungsgebiet	3 714,8	1 374,0	32,5	148,4	1 165,0	26,9	1,3	104,3	4,4	91,1	300,6	922,9	544,1	0,4	373,1
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	2 820,2	1 121,1	22,5	133,9	958,4	4,9	1,3	91,7	3,4	73,5	201,8	702,5	387,3	0,1	238,8
Sonstige Anlagen	894,6	252,9	10,0	14,4	206,6	21,9	0,0	12,6	1,0	17,6	98,8	220,4	156,7	0,2	134,3
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	4 907,5	1 550,5	84,0	189,3	1 054,9	103,5	118,9	110,8	59,5	203,6	134,6	1 557,4	460,8	30,8	799,6
Aktien und Investment- zertifikate	1 914,2	379,4	13,7	46,0	300,5	18,1	1,1	44,6	57,2	106,3	117,5	574,9	243,0	1,4	390,1
Schuldverschreibungen	2 993,3	1 171,1	70,3	143,3	754,4	85,3	117,8	66,3	2,2	97,3	17,1	982,5	217,8	29,4	409,6
Anleihen	2 588,8	1 031,4	63,0	121,3	646,1	83,8	117,2	61,8	1,4	44,3	11,7	836,1	208,6	29,0	364,5
Geldmarktpapiere	404,5	139,7	7,3	21,9	108,3	1,6	0,6	4,5	0,8	53,0	5,5	146,4	9,2	0,4	45,1
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	-301,1	-241,1	54,8	1,5	-202,0	85,9	-181,2	-7,3	-8,0	19,9	-34,4	-94,6	-5,0	-25,2	94,7
<b>Aktiva</b>	5 002,9	2 295,1	112,6	96,9	1 869,7	198,5	17,4	28,5	38,7	103,7	275,2	713,1	588,7	48,8	911,2
Staat	166,3	55,0	0,8	6,5	34,6	2,1	11,0	1,9	3,2	2,6	1,2	13,7	3,6	31,8	53,2
MFIs	3 004,9	1 576,0	90,7	52,9	1 268,2	160,9	3,3	15,6	12,1	72,6	136,3	375,8	367,6	16,5	432,4
Übrige Sektoren	1 831,8	664,0	21,1	37,5	566,9	35,5	3,1	11,0	23,4	28,5	137,7	323,6	217,4	0,6	425,5
<b>Passiva</b>	5 304,0	2 536,1	57,9	95,4	2 071,7	112,6	198,6	35,8	46,7	83,8	309,6	807,8	593,6	74,0	816,5
Staat	153,9	92,1	0,2	0,5	57,1	0,2	34,1	0,1	0,1	0,1	0,8	27,3	1,7	27,6	4,1
MFIs	3 777,4	1 855,6	45,5	63,8	1 555,6	84,5	106,1	27,6	22,1	50,4	233,4	491,5	475,5	43,4	577,9
Übrige Sektoren	1 372,8	588,4	12,2	31,1	458,9	27,9	58,3	8,2	24,6	33,2	75,4	289,0	116,5	3,0	234,5
<b>2011 Q1bis 2011 Q4</b>	<b>Kumulierte Transaktionen</b>														
<b>Direktinvestitionen</b>	151,1	78,1	-2,1	-5,5	64,1	21,5	0,0	2,5	11,5	-0,1	-13,4	1,9	25,8	0,0	44,8
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	348,3	97,0	2,4	-0,3	71,0	23,9	0,0	10,7	14,6	0,5	19,2	85,9	41,9	0,0	78,3
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	303,1	80,3	1,9	-1,0	58,7	20,6	0,0	11,1	9,7	1,2	23,0	67,1	45,8	0,0	64,8
Sonstige Anlagen	45,2	16,7	0,5	0,6	12,3	3,3	0,0	-0,4	5,0	-0,7	-3,8	18,8	-3,9	0,0	13,5
Im Euro-Währungsgebiet	197,2	18,9	4,5	5,1	6,9	2,4	0,0	8,2	3,2	0,6	32,6	84,0	16,1	0,0	33,5
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	208,0	26,9	0,9	7,1	17,2	1,8	0,0	14,7	0,4	1,3	15,8	90,6	21,6	0,0	36,6
Sonstige Anlagen	-10,8	-8,0	3,6	-1,9	-10,3	0,7	0,0	-6,5	2,8	-0,7	16,7	-6,6	-5,5	0,0	-3,0
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	-47,2	-5,8	-0,4	10,4	-40,1	2,0	22,4	-4,7	5,4	1,0	-5,4	0,4	-27,5	2,8	-13,4
Aktien und Investment- zertifikate	-69,0	-13,1	-0,8	-0,2	-12,2	-0,3	0,4	3,3	4,0	-5,4	-7,3	-22,3	-9,1	-0,4	-18,8
Schuldverschreibungen	21,8	7,4	0,4	10,6	-28,0	2,3	22,0	-8,0	1,4	6,4	1,8	22,6	-18,4	3,2	5,4
Anleihen	-9,0	7,9	3,4	3,1	-15,8	1,3	15,9	-7,6	0,9	-5,2	1,3	-1,9	-20,4	2,4	13,7
Geldmarktpapiere	30,8	-0,5	-3,0	7,5	-12,1	0,9	6,1	-0,4	0,5	11,6	0,5	24,6	2,1	0,9	-8,3
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	150,7	8,7	1,1	-26,5	86,8	-10,9	-41,9	1,1	0,7	-4,7	-33,4	147,2	127,6	-41,2	-55,3
<b>Aktiva</b>	158,9	-6,9	-7,5	3,2	3,9	-8,2	1,7	0,4	11,8	1,1	9,1	84,2	58,7	-12,5	13,0
Staat	1,5	9,8	0,8	-1,9	10,5	-0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-4,9	-1,0	0,4	-2,2
MFIs	47,7	-81,4	-9,7	1,0	-64,5	-8,9	0,6	-1,2	9,5	3,2	0,2	80,8	49,8	-13,0	-0,2
Übrige Sektoren	109,7	64,7	1,4	4,0	57,9	1,0	0,4	1,6	2,4	-1,5	8,9	8,3	9,9	0,1	15,4
<b>Passiva</b>	8,2	-15,6	-8,6	29,7	-83,0	2,6	43,6	-0,7	11,1	5,8	42,5	-63,0	-68,9	28,7	68,3
Staat	72,7	29,3	0,0	-0,1	1,0	-0,1	28,5	0,0	0,0	0,0	0,3	7,2	-0,3	36,3	0,1
MFIs	-154,3	-90,0	-6,0	26,9	-124,2	4,2	9,2	-2,5	7,9	6,9	40,4	-72,4	-75,5	-7,9	38,8
Übrige Sektoren	89,8	45,1	-2,6	3,0	40,3	-1,5	5,9	1,9	3,2	-1,1	1,8	2,2	7,0	0,3	29,5

Quelle: EZB.

## 7.4 Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz <sup>1)</sup>

(in Mrd €; Transaktionen)

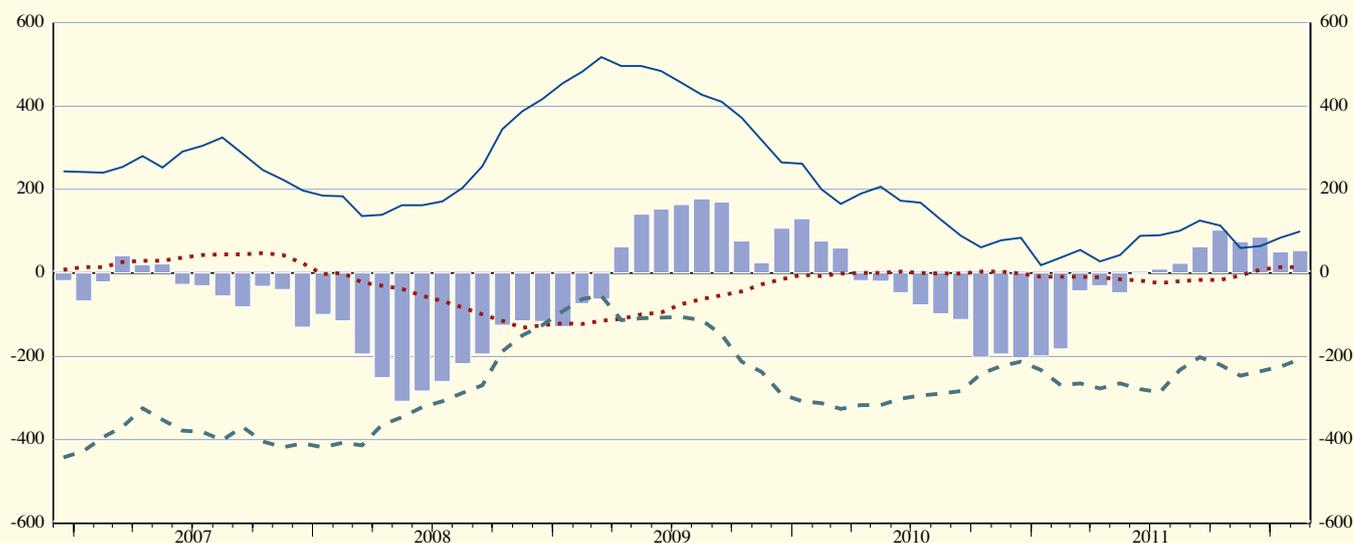
### Zahlungsbilanzposten zur Abbildung der Nettotransaktionen von MFIs

	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	
2009	107,7	-15,7	-312,7	226,7	-54,4	-129,8	114,0	265,4	113,8	-123,6	20,0	4,1
2010	-203,6	-1,7	-259,9	163,1	-70,9	-247,3	160,5	84,8	-172,6	119,2	18,5	2,7
2011	85,7	7,6	-335,0	197,1	50,2	-47,3	100,6	64,9	-111,2	162,5	-20,8	17,0
2010 Q4	-44,7	15,1	-31,6	85,1	-38,6	-112,9	67,2	1,1	-48,2	12,7	9,0	-3,5
2011 Q1	81,0	-18,9	-120,5	82,6	5,5	-24,0	98,8	-0,1	-16,3	50,2	-0,4	24,2
Q2	19,6	-17,9	-53,7	28,5	-23,7	-28,8	0,2	132,0	-35,8	18,5	3,6	-3,3
Q3	7,5	4,4	-56,0	37,2	40,8	-2,0	-11,7	-7,2	-48,4	73,1	-14,8	-7,9
Q4	-22,4	39,9	-104,7	48,7	27,6	7,5	13,3	-59,8	-10,7	20,8	-9,2	4,1
2011 Febr.	3,0	-3,4	-40,4	6,3	-2,1	-12,0	46,0	10,6	3,3	-13,9	1,6	7,0
März	92,8	0,9	-40,1	35,4	7,7	-1,1	43,0	23,3	-0,3	18,1	-1,4	7,2
April	-21,6	-5,1	-46,4	20,8	-14,2	-14,0	4,6	13,7	-0,1	6,0	3,3	9,8
Mai	-0,9	-13,5	-7,0	3,2	-2,1	-18,5	-15,4	73,4	-29,6	15,6	-1,6	-5,4
Juni	42,1	0,8	-0,3	4,5	-7,4	3,7	10,9	44,9	-6,1	-3,1	1,9	-7,7
Juli	-18,1	3,2	-31,0	12,2	3,9	-16,5	14,5	-21,4	-7,6	21,3	0,3	3,0
Aug.	10,7	0,6	1,0	7,7	27,2	1,8	-14,4	-17,1	-12,0	23,9	-8,0	-0,1
Sept.	14,9	0,6	-26,1	17,3	9,7	12,7	-11,7	31,3	-28,8	27,8	-7,1	-10,9
Okt.	-39,4	5,2	-19,7	13,7	4,4	8,9	-22,9	0,8	-42,4	18,6	-2,2	-3,9
Nov.	-28,8	11,5	-47,6	4,5	17,1	-0,6	8,5	-24,2	-6,0	1,3	-3,8	10,4
Dez.	45,9	23,3	-37,5	30,4	6,1	-0,8	27,7	-36,4	37,7	0,9	-3,2	-2,4
2012 Jan.	-50,6	-10,0	-24,2	20,7	-3,5	-21,5	5,8	-15,0	-7,2	8,8	-4,1	-0,4
Febr.	6,5	-4,3	-15,2	5,7	-3,0	-16,3	2,3	25,7	-4,7	9,1	6,2	1,0
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2012 Febr.	53,3	13,2	-294,0	176,3	45,9	-62,1	52,9	99,0	-107,0	148,3	-19,7	0,6

## 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 %)													
2010	20,0	22,5	1 533,6	764,0	311,6	419,9	1 268,8	1 547,9	948,0	230,0	348,4	1 019,8	250,0
2011	12,8	12,5	1 737,8	872,2	350,8	472,0	1 423,0	1 745,0	1 117,6	236,0	364,2	1 097,5	317,9
2011 Q1	21,7	24,2	426,7	215,1	85,6	115,9	350,2	435,2	277,1	59,4	91,7	277,4	74,5
Q2	13,2	13,0	429,9	215,9	87,5	116,1	350,9	436,4	280,7	59,0	90,1	276,1	78,0
Q3	9,6	9,8	437,1	219,6	87,6	118,9	358,3	441,1	283,7	59,3	91,7	275,7	82,2
Q4	8,3	4,7	444,2	221,6	90,1	121,1	363,6	432,3	276,2	58,3	90,7	268,3	83,2
2011 Sept.	9,8	8,6	146,8	73,7	29,2	40,1	119,3	144,9	93,3	19,3	30,5	91,0	27,8
Okt.	5,7	8,2	144,4	72,6	27,9	39,5	116,7	144,1	91,9	19,6	30,2	89,4	27,7
Nov.	10,2	4,5	149,1	74,1	31,3	40,2	122,1	144,5	92,2	19,5	30,2	88,8	28,2
Dez.	9,0	1,4	150,8	74,9	31,0	41,3	124,7	143,7	92,1	19,2	30,3	90,1	27,3
2012 Jan.	10,9	3,8	153,1	76,2	30,1	41,6	122,9	147,9	93,8	20,3	30,3	90,6	28,5
Febr.	11,2	6,9	156,8	.	.	.	126,2	153,1	.	.	.	91,9	.
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2010	14,9	10,7	136,8	132,4	138,5	143,6	133,9	121,1	113,3	131,9	143,3	128,2	104,7
2011	7,4	2,5	147,6	142,1	152,0	154,6	145,0	124,0	116,9	133,7	143,1	133,0	100,8
2011 Q1	13,5	7,9	145,9	141,7	148,6	152,3	143,2	125,2	118,3	132,7	145,1	133,8	100,0
Q2	8,4	3,0	147,0	140,9	153,2	153,9	144,1	124,3	116,9	135,0	143,9	134,7	96,4
Q3	5,4	2,9	148,2	142,6	152,3	155,4	146,1	125,3	118,5	136,2	143,4	133,8	103,8
Q4	3,1	-3,1	149,3	143,1	153,9	156,7	146,7	121,4	114,0	131,0	140,1	129,5	103,0
2011 Aug.	9,4	5,1	150,2	144,4	156,2	158,0	149,4	127,4	119,7	140,6	145,3	136,0	103,4
Sept.	5,5	1,9	149,1	143,8	152,1	156,7	146,0	123,7	117,0	132,4	143,4	132,7	105,2
Okt.	0,3	0,2	145,7	140,1	144,6	153,3	141,3	121,8	114,0	134,1	140,5	129,6	104,0
Nov.	5,0	-4,0	150,9	144,6	160,4	156,6	148,6	122,2	114,7	132,0	140,2	129,3	104,6
Dez.	4,2	-5,4	151,4	144,6	156,7	160,2	150,3	120,1	113,4	126,9	139,6	129,6	100,4
2012 Jan.	6,9	-1,8	152,0	145,7	152,8	157,6	147,0	121,4	113,8	130,8	136,5	127,9	101,1

2. Preise<sup>2)</sup>

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

	Industrielle Erzeugerausfahrpreise (fob) <sup>3)</sup>							Industrielle Einfuhrpreise (cif)						
	Insgesamt (Index: 2005 = 100)	Zusammen				Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt (Index: 2005 = 100)	Zusammen				Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse		
		Vorlei- stungsgüter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie			Vorlei- stungsgüter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie			
Gewichte in %	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	106,2	4,1	4,8	1,4	2,2	26,4	4,1	108,8	9,8	9,7	1,4	2,9	26,1	5,8
2011	110,5	4,0	5,8	1,4	2,2	23,3	4,0	118,7	9,1	4,6	-0,1	3,8	26,1	4,2
2011 Q3	110,8	3,4	5,0	0,9	1,8	25,5	3,4	118,9	8,1	3,0	-1,5	2,9	26,4	3,0
Q4	111,1	3,5	3,8	1,8	2,3	20,3	3,4	119,8	7,6	0,4	0,5	3,4	24,0	2,8
2012 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	.	.	1,5
2011 Okt.	110,8	3,9	4,4	1,7	2,4	24,4	3,8	119,4	9,0	1,5	0,5	4,0	28,1	3,6
Nov.	111,1	3,7	3,8	1,8	2,4	22,3	3,6	119,9	8,2	0,8	0,5	3,4	26,6	3,0
Dez.	111,4	3,1	3,1	1,9	2,2	14,8	3,0	120,2	5,6	-1,0	0,6	2,8	17,8	1,8
2012 Jan.	112,6	3,2	2,2	2,0	2,5	17,8	3,2	121,8	5,2	-1,3	1,4	2,4	16,2	1,8
Febr.	113,0	3,1	1,6	2,0	2,5	19,0	3,0	122,9	4,6	-1,5	0,9	2,0	15,3	1,2
März	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	.	.	1,3

Quelle: Eurostat.

- 1) 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.
- 2) 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.
- 3) Die industriellen Erzeugerausfahrpreise 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>															
2010	1 533,6	30,2	52,6	194,8	208,2	63,0	92,8	47,4	180,6	356,6	94,8	34,6	104,0	73,4	130,1
2011	1 737,8	32,8	60,3	213,2	241,1	79,8	108,9	56,6	197,6	406,1	115,4	39,4	111,1	84,5	145,6
2010 Q3	397,2	7,5	13,4	50,0	53,7	16,9	23,9	12,2	47,9	92,3	24,0	8,9	26,4	19,4	33,6
Q4	406,2	8,2	14,2	50,4	55,9	17,4	24,8	13,3	46,3	93,6	25,6	9,0	27,1	19,0	35,9
2011 Q1	426,7	8,1	15,0	53,0	59,2	18,6	25,8	15,3	49,6	99,8	28,8	9,3	27,9	20,2	34,1
Q2	429,9	8,2	15,4	52,7	60,5	19,7	26,1	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	26,8	20,7	38,9
Q3	437,1	8,3	15,6	53,6	61,1	20,6	28,7	13,6	48,6	101,7	28,7	10,2	27,8	21,7	35,7
Q4	444,2	8,3	14,4	53,9	60,3	20,9	28,2	13,5	51,2	106,2	30,6	10,5	28,5	21,9	37,0
2011 Sept.	146,8	2,8	5,1	17,8	20,4	7,0	9,9	4,5	15,8	34,1	9,6	3,4	9,5	7,2	12,6
Okt.	144,4	2,7	4,8	17,7	19,7	6,6	9,3	4,4	15,7	34,5	10,2	3,6	9,2	6,8	12,9
Nov.	149,1	2,8	4,7	18,2	20,3	7,0	9,4	4,4	17,5	35,6	10,2	3,5	9,6	7,2	12,3
Dez.	150,8	2,8	4,9	18,0	20,3	7,2	9,5	4,7	18,0	36,2	10,1	3,4	9,7	7,9	11,7
2012 Jan.	153,1	2,8	5,0	18,6	20,3	7,1	9,9	4,7	18,2	35,9	10,5	3,5	9,7	7,7	13,2
Febr.	156,8	.	.	.	.	7,5	9,8	4,8	18,6	37,4	11,0	3,6	10,2	8,0	.
<i>In % der Ausfuhren insgesamt</i>															
2011	100,0	1,9	3,5	12,3	13,9	4,6	6,3	3,3	11,4	23,4	6,6	2,3	6,4	4,9	8,4
<b>Einfuhren (cif)</b>															
2010	1 547,9	27,4	47,3	147,8	195,4	112,2	72,8	30,7	129,9	494,8	208,6	51,4	118,8	75,3	95,5
2011	1 745,0	29,7	53,2	166,1	226,5	138,4	80,1	34,8	139,4	548,0	216,9	52,5	128,3	90,5	110,1
2010 Q3	400,6	6,9	12,4	37,5	49,9	28,2	18,6	7,7	34,3	130,5	55,8	13,2	29,9	19,4	25,2
Q4	408,9	7,0	12,5	38,6	52,3	30,3	17,9	8,1	34,2	129,0	54,4	13,1	32,5	21,0	25,4
2011 Q1	435,2	7,2	13,3	40,9	55,6	36,0	19,1	9,0	35,4	135,8	54,7	13,7	34,9	21,5	26,6
Q2	436,4	7,6	13,5	41,2	56,4	34,3	19,3	8,8	34,2	139,4	55,7	12,7	30,6	21,9	29,4
Q3	441,1	7,4	13,8	42,3	57,2	33,0	22,0	8,5	34,5	139,1	54,6	13,2	31,2	23,5	28,7
Q4	432,3	7,5	12,7	41,8	57,3	35,1	19,8	8,5	35,4	133,7	52,0	12,8	31,6	23,6	25,3
2011 Sept.	144,9	2,5	4,5	14,2	19,2	10,4	7,0	2,6	11,8	44,8	17,3	4,3	10,6	7,6	9,7
Okt.	144,1	2,4	4,2	13,8	18,8	12,0	6,6	2,9	11,9	44,9	17,6	4,3	10,7	7,7	8,2
Nov.	144,5	2,6	4,3	14,0	19,3	11,7	6,8	2,7	11,7	44,5	17,1	4,3	10,4	7,7	8,8
Dez.	143,7	2,5	4,2	14,0	19,2	11,4	6,4	2,9	11,8	44,2	17,3	4,3	10,6	8,1	8,4
2012 Jan.	147,9	2,4	4,4	14,0	18,9	11,6	6,8	2,7	12,2	44,5	17,7	4,1	12,0	7,7	10,7
Febr.	153,1	.	.	.	.	12,5	6,8	2,8	12,3	46,4	18,5	4,3	13,1	8,2	.
<i>In % der Einfuhren insgesamt</i>															
2011	100,0	1,7	3,0	9,5	13,0	7,9	4,6	2,0	8,0	31,4	12,4	3,0	7,4	5,2	6,3
<b>Saldo</b>															
2010	-14,2	2,7	5,3	47,0	12,7	-49,1	20,0	16,7	50,7	-138,2	-113,8	-16,8	-14,8	-1,8	34,6
2011	-7,2	3,1	7,1	47,1	14,6	-58,6	28,8	21,9	58,1	-141,8	-101,6	-13,0	-17,2	-6,0	35,6
2010 Q3	-3,4	0,6	1,0	12,5	3,8	-11,3	5,3	4,5	13,6	-38,2	-31,8	-4,3	-3,5	0,0	8,4
Q4	-2,7	1,3	1,7	11,7	3,6	-12,9	6,8	5,2	12,1	-35,4	-28,8	-4,1	-5,4	-1,9	10,5
2011 Q1	-8,5	0,8	1,7	12,1	3,7	-17,4	6,8	6,3	14,3	-36,0	-26,0	-4,5	-7,0	-1,4	7,5
Q2	-6,5	0,7	2,0	11,5	4,1	-14,6	6,8	5,5	13,9	-41,0	-28,3	-3,1	-3,8	-1,2	9,5
Q3	-4,0	0,9	1,7	11,3	3,9	-12,4	6,7	5,1	14,1	-37,4	-25,9	-3,1	-3,3	-1,7	6,9
Q4	11,9	0,7	1,7	12,1	2,9	-14,3	8,5	5,0	15,8	-27,5	-21,4	-2,4	-3,1	-1,7	11,6
2011 Sept.	1,9	0,3	0,6	3,7	1,2	-3,4	2,9	1,9	4,0	-10,7	-7,7	-0,8	-1,1	-0,4	2,9
Okt.	0,2	0,3	0,6	3,9	0,9	-5,4	2,8	1,5	3,9	-10,4	-7,3	-0,7	-1,5	-0,9	4,7
Nov.	4,5	0,1	0,4	4,2	1,0	-4,7	2,6	1,7	5,8	-9,0	-6,8	-0,8	-0,8	-0,5	3,6
Dez.	7,1	0,3	0,7	4,0	1,1	-4,2	3,1	1,8	6,2	-8,1	-7,2	-0,9	-0,9	-0,2	3,4
2012 Jan.	5,3	0,4	0,6	4,6	1,4	-4,4	3,1	2,0	6,0	-8,6	-7,2	-0,6	-2,3	0,0	2,5
Febr.	3,7	.	.	.	.	-5,0	3,0	2,0	6,2	-9,0	-7,5	-0,7	-2,9	-0,2	.

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
2009	110,6	109,2	104,3	104,9	118,7	104,8	119,7	106,8
2010	103,6	101,6	98,1	96,8	107,8	97,2	111,4	98,1
2011	103,4	100,7	97,6	95,1	107,4	95,8	112,1	97,6
2011 Q1	102,7	100,2	97,1	94,9	105,7	95,3	110,7	96,7
Q2	105,2	102,6	99,3	97,1	109,0	97,7	113,5	99,0
Q3	103,5	100,6	97,6	95,1	108,1	95,7	112,5	97,7
Q4	102,1	99,4	96,3	93,3	106,9	94,5	111,6	97,0
2012 Q1	99,5	96,9	94,3	.	.	.	108,3	94,1
2011 April	105,9	103,3	100,0	-	-	-	114,0	99,6
Mai	104,9	102,2	98,8	-	-	-	113,2	98,6
Juni	105,0	102,2	99,0	-	-	-	113,4	98,8
Juli	104,0	101,0	98,1	-	-	-	112,4	97,7
Aug.	103,9	100,8	97,9	-	-	-	112,9	98,0
Sept.	102,8	100,0	96,8	-	-	-	112,0	97,4
Okt.	103,0	100,3	97,0	-	-	-	112,6	97,9
Nov.	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,1	97,4
Dez.	100,8	98,2	95,1	-	-	-	110,3	95,8
2012 Jan.	98,9	96,3	93,6	-	-	-	108,0	93,7
Febr.	99,6	97,2	94,6	-	-	-	108,4	94,1
März	99,8	97,3	94,8	-	-	-	108,6	94,3
April	99,5	96,9	94,5	-	-	-	108,4	94,1
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2012 April	-0,4	-0,4	-0,3	-	-	-	-0,2	-0,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2012 April	-6,0	-6,2	-5,5	-	-	-	-4,9	-5,6

### 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“.

## 8.2 Bilaterale Wechselkurse

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Einheiten der nationalen Währungen je Euro)

	Bulgarischer Lew	Tschechische Krone	Dänische Krone	Lettischer Lats	Litauischer Litas	Ungarischer Forint	Polnischer Zloty	Rumänischer Leu (neu)	Schwedische Krone	Pfund Sterling	Kroatische Kuna	Neue türkische Lira
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2011	1,9558	24,590	7,4506	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	7,4390	2,3378
2011 Q3	1,9558	24,387	7,4506	0,7093	3,4528	275,10	4,1527	4,2587	9,1451	0,87760	7,4629	2,4535
2011 Q4	1,9558	25,276	7,4398	0,7017	3,4528	303,47	4,4207	4,3365	9,0910	0,85727	7,4968	2,4759
2012 Q1	1,9558	25,084	7,4350	0,6985	3,4528	296,85	4,2329	4,3533	8,8529	0,83448	7,5568	2,3556
2011 Okt.	1,9558	24,841	7,4442	0,7061	3,4528	296,79	4,3516	4,3244	9,1138	0,87036	7,4849	2,5089
2011 Nov.	1,9558	25,464	7,4412	0,7015	3,4528	309,15	4,4324	4,3560	9,1387	0,85740	7,4923	2,4565
2011 Dez.	1,9558	25,514	7,4341	0,6975	3,4528	304,19	4,4774	4,3282	9,0184	0,84405	7,5136	2,4632
2012 Jan.	1,9558	25,531	7,4353	0,6990	3,4528	307,33	4,3760	4,3417	8,8503	0,83210	7,5543	2,3759
2012 Febr.	1,9558	25,042	7,4341	0,6988	3,4528	290,68	4,1835	4,3513	8,8196	0,83696	7,5815	2,3264
2012 März	1,9558	24,676	7,4354	0,6977	3,4528	292,26	4,1370	4,3668	8,8873	0,83448	7,5358	2,3631
2012 April	1,9558	24,809	7,4393	0,6993	3,4528	294,81	4,1782	4,3789	8,8650	0,82188	7,4991	2,3520
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2012 April	0,0	0,5	0,1	0,2	0,0	0,9	1,0	0,3	-0,3	-1,5	-0,5	-0,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2012 April	0,0	2,1	-0,2	-1,4	0,0	11,1	5,3	6,8	-1,2	-6,9	1,8	7,0
	Australischer Dollar	Brasilianischer Real	Kanadischer Dollar	Chinesischer Renminbi Yuan	Hongkong-Dollar	Isländische Krone <sup>1)</sup>	Indische Rupie <sup>2)</sup>	Indonesische Rupiah	Israelischer Schekel	Japanischer Yen	Malaysischer Ringgit	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	-	67,3611	14 443,74	5,4668	130,34	4,9079	
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	-	60,5878	12 041,70	4,9457	116,24	4,2668	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	-	64,8859	12 206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2011 Q3	1,3459	2,3063	1,3841	9,0653	11,0105	-	64,7000	12 181,09	5,0174	109,77	4,2666	
2011 Q4	1,3316	2,4240	1,3788	8,5682	10,4879	-	68,5352	12 111,94	5,0172	104,22	4,2458	
2012 Q1	1,2425	2,3169	1,3128	8,2692	10,1725	-	65,8991	11 901,67	4,9431	103,99	4,0121	
2011 Okt.	1,3525	2,4336	1,3981	8,7308	10,6616	-	67,5519	12 150,54	5,0253	105,06	4,2963	
2011 Nov.	1,3414	2,4210	1,3897	8,6154	10,5495	-	68,8330	12 214,99	5,0521	105,02	4,2756	
2011 Dez.	1,3003	2,4175	1,3481	8,3563	10,2496	-	69,2066	11 965,40	4,9725	102,55	4,1639	
2012 Jan.	1,2405	2,3084	1,3073	8,1465	10,0187	-	66,0601	11 709,25	4,9141	99,33	4,0151	
2012 Febr.	1,2327	2,2729	1,3193	8,3314	10,2553	-	65,0589	11 913,82	4,9474	103,77	3,9978	
2012 März	1,2538	2,3674	1,3121	8,3326	10,2474	-	66,5399	12 082,50	4,9679	108,88	4,0229	
2012 April	1,2718	2,4405	1,3068	8,2921	10,2163	-	68,1939	12 068,69	4,9362	107,00	4,0277	
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2012 April	1,4	3,1	-0,4	-0,5	-0,3	-	2,5	-0,1	-0,6	-1,7	0,1	
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2012 April	-6,9	6,6	-5,5	-12,0	-9,0	-	6,4	-3,4	-0,4	-11,1	-7,4	
	Mexikanischer Peso	Neuseeland-Dollar	Norwegische Krone	Philippinischer Peso	Russischer Rubel	Singapur-Dollar	Südafrikanischer Rand	(Süd-)Koreanischer Won	Schweizer Franken	Thailändischer Baht	US-Dollar	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1 772,90	1,5100	47,804	1,3948	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1 531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1 541,23	1,2326	42,429	1,3920	
2011 Q3	17,3908	1,6976	7,7652	60,371	41,1734	1,7309	10,0898	1 532,60	1,1649	42,574	1,4127	
2011 Q4	18,3742	1,7353	7,7602	58,566	42,0737	1,7348	10,9209	1 542,87	1,2293	41,791	1,3482	
2012 Q1	17,0195	1,6030	7,5868	56,421	39,5496	1,6573	10,1730	1 482,75	1,2080	40,630	1,3108	
2011 Okt.	18,4315	1,7361	7,7474	59,412	42,8569	1,7493	10,9188	1 578,17	1,2295	42,297	1,3706	
2011 Nov.	18,5646	1,7584	7,7868	58,743	41,8082	1,7476	11,0547	1 537,42	1,2307	41,969	1,3556	
2011 Dez.	18,1174	1,7102	7,7451	57,537	41,5686	1,7070	10,7829	1 513,26	1,2276	41,099	1,3179	
2012 Jan.	17,3140	1,6132	7,6752	56,208	40,4394	1,6510	10,3405	1 474,96	1,2108	40,718	1,2905	
2012 Febr.	16,9159	1,5845	7,5522	56,419	39,4232	1,6585	10,1289	1 485,58	1,2071	40,614	1,3224	
2012 März	16,8239	1,6104	7,5315	56,634	38,7804	1,6624	10,0475	1 487,83	1,2061	40,557	1,3201	
2012 April	17,1900	1,6095	7,5698	56,145	38,8087	1,6459	10,3060	1 495,40	1,2023	40,639	1,3162	
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2012 April	2,2	-0,1	0,5	-0,9	0,1	-1,0	2,6	0,5	-0,3	0,2	-0,3	
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2012 April	1,6	-12,2	-3,0	-10,0	-4,3	-8,7	6,0	-4,6	-7,4	-6,4	-8,9	

Quelle: EZB.

1) Der letzte Kurs der isländischen Krone bezieht sich auf den 3. Dezember 2008.

2) Für diese Währung errechnet und veröffentlicht die EZB seit dem 1. Januar 2009 Referenzkurse gegenüber dem Euro. Die Angaben für frühere Zeiträume haben lediglich indikativen Charakter.



# ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

## 9.1 Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen in anderen EU-Mitgliedstaaten (soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Bulgarien 1	Tschechische Republik 2	Dänemark 3	Lettland 4	Litauen 5	Ungarn 6	Polen 7	Rumänien 8	Schweden 9	Vereinigtes Königreich 10
<b>HVPI</b>										
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011	3,4	2,1	2,7	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2011 Q4	2,5	2,8	2,5	4,1	4,0	4,1	4,2	3,4	0,9	4,7
2012 Q1	1,9	4,0	2,8	3,3	3,6	5,6	4,2	2,7	0,9	3,5
2012 Jan.	1,9	3,8	2,8	3,4	3,4	5,6	4,1	2,8	0,7	3,6
Febr.	2,0	4,0	2,7	3,3	3,7	5,8	4,4	2,7	1,0	3,4
März	1,7	4,2	2,7	3,2	3,7	5,5	3,9	2,5	1,1	3,5
<b>Finanzierungssaldo des Staates in % des BIP</b>										
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,8	-9,4	-4,6	-7,4	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,5	-8,2	-7,2	-4,2	-7,8	-6,8	0,3	-10,2
2011	-2,1	-3,1	-1,8	-3,5	-5,5	4,3	-5,1	-5,2	0,3	-8,3
<b>Bruttoverschuldung des Staates in % des BIP</b>										
2009	14,6	34,4	40,6	36,7	29,4	79,8	50,9	23,6	42,6	69,6
2010	16,3	38,1	42,9	44,7	38,0	81,4	54,8	30,5	39,4	79,6
2011	16,3	41,2	46,5	42,6	38,5	80,6	56,3	33,3	38,4	85,7
<b>Renditen langfristiger Staatsanleihen in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>										
2011 Okt.	5,27	3,14	2,23	5,62	5,06	7,88	5,71	7,72	1,90	2,52
Nov.	5,27	3,67	2,01	5,73	5,25	8,53	5,80	7,43	1,69	2,29
Dez.	5,23	3,70	1,86	5,93	5,75	8,97	5,84	7,39	1,68	2,12
2012 Jan.	5,30	3,39	1,74	5,74	5,35	9,51	5,68	7,02	1,70	1,47
Febr.	5,31	3,12	1,84	5,45	5,15	8,60	5,46	6,99	1,89	1,48
März	5,07	3,51	1,89	5,15	5,29	8,73	5,37	6,48	1,95	1,54
<b>Zinssatz für Dreimonatsgeld in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>										
2011 Okt.	3,68	1,17	1,40	0,99	1,88	6,18	4,80	5,96	2,52	0,97
Nov.	3,64	1,15	1,29	1,27	1,87	7,25	4,94	6,01	2,62	1,01
Dez.	3,64	1,16	1,08	1,86	1,78	6,50	4,98	6,05	2,69	1,06
2012 Jan.	3,34	1,17	1,01	1,79	1,48	8,54	4,99	5,26	2,61	1,09
Febr.	3,19	1,20	1,00	1,31	1,43	8,83	4,97	4,79	2,44	1,07
März	2,91	1,23	0,99	1,19	1,31	-	4,95	4,25	2,30	1,04
<b>Reales BIP</b>										
2010	0,4	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,7	6,1	2,1
2011	1,7	1,7	1,0	5,5	5,9	1,7	4,3	2,5	3,9	0,7
2011 Q3	1,6	1,3	0,0	5,9	6,7	1,5	4,2	3,4	4,4	0,3
Q4	1,6	0,6	0,5	5,9	5,2	1,5	4,4	2,2	1,2	0,5
2012 Q1	.	.	.	.	4,3	.	.	.	.	0,0
<b>Saldo aus Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen in % des BIP</b>										
2010	-0,2	-3,0	5,6	4,9	4,2	3,0	-2,8	-4,2	6,7	-3,1
2011	2,2	-2,5	6,7	0,9	0,9	3,6	-2,1	-4,1	7,1	-1,7
2011 Q2	0,6	-5,9	7,0	-0,7	-2,1	3,2	-2,1	-7,5	6,7	-0,3
Q3	11,9	-5,7	8,4	0,8	5,7	4,4	-3,3	-4,3	8,6	-3,1
Q4	-4,1	-0,6	5,9	2,6	-1,6	3,2	-1,4	-1,8	5,3	-1,6
<b>Bruttoauslandsverschuldung in % des BIP</b>										
2009	108,3	51,6	188,5	156,5	87,0	144,9	59,4	68,5	210,5	416,9
2010	102,8	56,5	191,3	165,4	87,4	144,0	66,0	75,8	191,3	413,9
2011 Q2	95,9	55,6	181,8	154,6	85,4	137,2	68,7	76,5	188,2	416,8
Q3	93,3	57,9	183,5	151,4	82,0	146,9	73,6	76,9	196,4	434,2
Q4	92,0	58,4	182,8	145,9	80,8	145,3	72,2	73,5	194,7	426,0
<b>Lohnstückkosten</b>										
2010	5,6	-0,7	-1,0	-9,8	-7,3	-3,2	2,2	7,9	-1,9	1,7
2011	1,1	0,2	0,3	2,1	-0,2	4,4	0,9	1,7	-0,9	1,6
2011 Q2	-0,1	0,4	-0,8	3,1	-1,1	5,8	0,1	1,9	-1,0	1,1
Q3	3,1	0,0	0,9	2,1	-0,9	6,0	2,0	3,9	-0,9	2,4
Q4	4,8	0,4	1,5	2,1	3,1	3,4	0,3	0,3	0,4	3,3
<b>Standardisierte Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)</b>										
2010	10,2	7,3	7,5	18,7	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,2	6,7	7,6	15,4	15,4	10,9	9,7	7,4	7,5	8,0
2011 Q4	11,6	6,6	7,8	14,6	14,3	10,9	10,0	7,5	7,5	8,3
2012 Q1	12,4	6,7	7,9	.	.	11,2	10,1	7,3	7,5	.
2012 Jan.	12,2	6,7	7,9	.	.	11,3	10,1	7,2	7,6	8,2
Febr.	12,5	6,8	7,9	.	.	11,1	10,1	7,1	7,5	.
März	12,6	6,7	8,1	.	.	11,2	10,1	7,5	7,3	.

Quellen: EZB, Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen sowie Eurostat), nationale Statistiken, Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

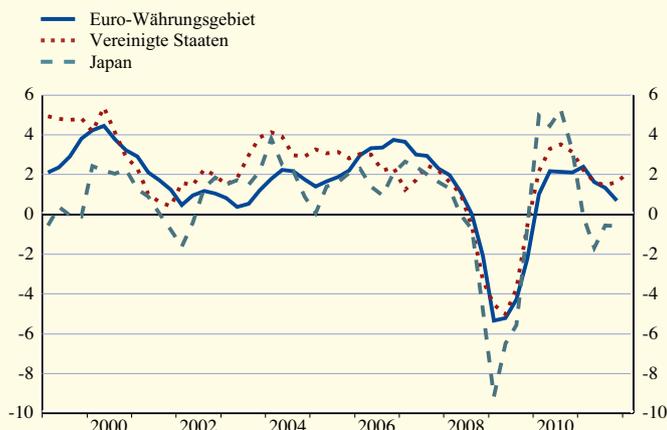
## 9.2 Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und Japan

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

	Verbraucherpreisindex	Lohnstückkosten <sup>1)</sup>	Reales BIP	Industrieproduktionsindex (verarbeitendes Gewerbe)	Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen <sup>2)</sup> (saisonbereinigt)	Weit gefasste Geldmenge <sup>3)</sup>	Zinssätze für dreimonatige Interbank-einlagen <sup>4)</sup>	Renditen zehnjähriger Nullkupon-Staatsanleihen; <sup>4)</sup> Stand am Ende des Berichtszeitraums	Wechselkurs <sup>5)</sup> in nationaler Währung je Euro	Finanzierungs-saldo der öffentlichen Haushalte in % des BIP	Bruttoverschuldung des Staates <sup>6)</sup> in % des BIP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Vereinigte Staaten											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,8	5,8	6,8	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,8	9,3	8,0	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-2,0	3,0	6,3	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-10,7	82,4
2011	3,2	1,9	1,7	4,8	9,0	7,3	0,34	2,10	1,3920	-9,7	86,4
2011 Q1	2,1	1,3	2,2	6,8	9,0	4,7	0,31	3,76	1,3680	-9,9	83,3
Q2	3,4	1,0	1,6	4,0	9,0	5,5	0,26	3,46	1,4391	-10,2	83,0
Q3	3,8	2,0	1,5	3,9	9,1	9,2	0,30	2,18	1,4127	-9,6	84,9
Q4	3,3	3,1	1,6	4,5	8,7	9,7	0,48	2,10	1,3482	-9,1	86,4
2012 Q1	2,8	.	2,1	5,5	8,3	10,1	0,51	2,38	1,3108	.	.
2011 Dez.	3,0	.	.	4,7	8,5	9,7	0,56	2,10	1,3179	.	.
2012 Jan.	2,9	.	.	5,4	8,3	10,4	0,57	1,97	1,2905	.	.
Febr.	2,9	.	.	6,0	8,3	10,1	0,50	2,15	1,3224	.	.
März	2,7	.	.	5,1	8,2	9,8	0,47	2,38	1,3201	.	.
April	.	.	.	.	.	.	0,47	2,11	1,3162	.	.
Japan											
2008	1,4	1,3	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,3	2,9	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,0
2010	-0,7	-2,8	4,5	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,4	188,4
2011	-0,3	.	-0,7	-2,5	4,6	2,8	0,19	1,00	110,96	.	.
2011 Q1	-0,5	0,4	-0,1	-1,3	4,8	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
Q2	-0,4	1,6	-1,7	-5,9	4,6	2,7	0,20	1,18	117,41	.	.
Q3	0,1	0,6	-0,5	-1,0	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
Q4	-0,3	.	-0,6	-1,7	4,5	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2012 Q1	0,3	.	.	4,6	.	3,0	0,20	1,05	103,99	.	.
2011 Dez.	-0,2	.	.	-3,0	4,5	3,2	0,20	1,00	102,55	.	.
2012 Jan.	0,1	.	.	-1,6	4,7	3,1	0,20	0,98	99,33	.	.
Febr.	0,3	.	.	1,5	4,5	3,0	0,20	1,01	103,77	.	.
März	0,5	.	.	14,0	.	3,0	0,20	1,05	108,88	.	.
April	.	.	.	.	.	.	0,20	0,94	107,00	.	.

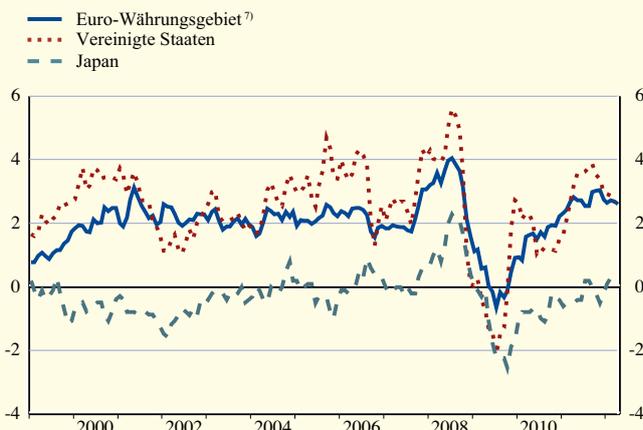
### A41 Reales Bruttoinlandsprodukt

(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) In den Daten für Japan von März bis August 2011 sind die drei Präfekturen, die am stärksten von dem Erdbeben betroffen waren, nicht enthalten. Ab September 2011 wurden sie wieder aufgenommen.

3) Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Vereinigte Staaten: M2, Japan: M2 + Einlagenzertifikate.

4) In % p. a. Weitere Informationen zu den Zinssätzen für dreimonatige Interbank-einlagen finden sich in Abschnitt 4.6.

5) Weitere Informationen finden sich in Abschnitt 8.2.

6) Konsolidierte Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Stand am Ende des Berichtszeitraums).

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



## ABBILDUNGSVERZEICHNIS

A1	Geldmengenaggregate	S12
A2	Gegenposten	S12
A3	Komponenten der Geldmengenaggregate	S13
A4	Komponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten	S13
A5	Kredite an sonstige Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	S14
A6	Kredite an private Haushalte	S14
A7	Kredite an öffentliche Haushalte	S16
A8	Kredite an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S16
A9	Einlagen insgesamt, nach Sektoren (Finanzintermediäre)	S17
A10	Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren (Finanzintermediäre)	S17
A11	Einlagen insgesamt, nach Sektoren (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte)	S18
A12	Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte)	S18
A13	Einlagen öffentlicher Haushalte und Ansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S19
A14	Wertpapierbestände der MFIs	S20
A15	Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien – Umlauf und Bruttoabsatz	S35
A16	Nettoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien: saisonbereinigt und nicht saisonbereinigt	S37
A17	Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S38
A18	Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S39
A19	Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet	S40
A20	Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen	S41
A21	Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit	S43
A22	Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	S43
A23	Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet	S44
A24	Dreimonats-Geldmarktsätze	S44
A25	Kassazinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets	S45
A26	Kassazinssätze und Spreads im Euro-Währungsgebiet	S45
A27	Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225	S46
A28	Beschäftigung – Erwerbstätige und geleistete Arbeitsstunden	S55
A29	Arbeitslosenquote und Vakanzquote	S55
A30	Defizit, Nettoneuverschuldung und Veränderung der Verschuldung	S60
A31	Maastricht-Verschuldung	S60
A32	Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Leistungsbilanz	S61
A33	Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen	S61
A34	Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Warenhandel	S62
A35	Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Dienstleistungen	S62
A36	Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets	S65
A37	Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets	S65
A38	Wichtige Zahlungsbilanzposten zur Abbildung der Entwicklung der Netto-Auslandstransaktionen der MFIs	S70
A39	Effektive Wechselkurse	S73
A40	Bilaterale Wechselkurse	S73
A41	Reales Bruttoinlandsprodukt	S76
A42	Verbraucherpreisindizes	S76





## 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 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 eines Sektors darstellen.

#### 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 2. Mai 2012.

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 Banknoten-umlaufs (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 verbriefte Kredite, Wertpapiere ohne Aktien oder sonstige verbrieft 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 verbriefen 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> ab 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 Versicherungshilftätigkeiten) 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 Rev. 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 Verordnung

(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 Rev. 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 des Monatsberichts 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<sup>11</sup>. Das ESVG 95 wurde durch Verordnung (EU) Nr. 715/2010 der Kommission vom 10. August 2010<sup>12</sup> im Hinblick auf die Einführung der überarbeiteten statistischen Systematik der Wirtschaftszweige (NACE Rev. 2) geändert. Daten zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen im Euro-Währungsgebiet, die dieser neuen Systematik entsprechen, werden seit Dezember 2011 veröffentlicht.

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, che-

mische Industrie, Metallherzeugung 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 Grund-

9 ABl. L 69 vom 13.3.2003, S. 1.

10 ABl. L 169 vom 8.7.2003, S. 37.

11 ABl. L 310 vom 30.11.1996, S. 1.

12 ABl. L 210 vom 11.8.2010, S. 1.

lage der von den NZBen gelieferten harmonisierten Daten berechnet, die regelmäßig aktualisiert werden. Die Angaben zum Defizit und zur Verschuldung der Euro-Länder können daher von den Daten, die die Europäische Kommission im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit verwendet, abweichen. Die vierteljährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 6.4 und 6.5 werden von der EZB auf der Grundlage der von Eurostat gelieferten Daten und nationaler 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>13</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>14</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>15</sup> und der EZB-Leitlinie vom 31. Mai 2007 zur Änderung der Leitlinie EZB/2004/15 (EZB/2007/3)<sup>16</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

13 ABl. L 172 vom 12.7.2000, S. 3.

14 ABl. L 179 vom 9.7.2002, S. 1.

15 ABl. L 354 vom 30.11.2004, S. 34.

16 ABl. L 159 vom 20.6.2007, S. 48.

Force beruht und dem im April 2008 veröffentlichten ECB Statistics Quality Framework folgt, steht auf der Website der EZB zur Verfügung.

Am 9. Dezember 2011 wurde die Leitlinie der EZB über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank im Bereich der außenwirtschaftlichen Statistiken (EZB/2011/23)<sup>17</sup> vom EZB-Rat verabschiedet. In diesem Rechtsakt sind neue Berichtspflichten für die Außenwirtschaftsstatistiken niedergelegt, die im Wesentlichen auf die in der 6. Auflage des „Balance of Payments and International Investment Position Manual“ des IWF eingeführten methodischen Änderungen zurückzuführen sind. Die EZB wird im Jahr 2014 damit beginnen, die Statistiken zur Zahlungsbilanz, zum Auslandsvermögensstatus und zu den Währungsreserven des Eurogebiets nach Maßgabe der Leitlinie EZB/2011/23 und der 6. Auflage des „Balance of Payments Manual“ mit zurückreichenden Daten zu veröffentlichen.

Die Tabellen in Abschnitt 7.1 und 7.4 entsprechen der Vorzeichenkonvention des „Balance of Payments Manual“ des IWF, d. h., Überschüsse in der Leistungsbilanz und bei den Vermögensübertragungen werden mit einem Pluszeichen dargestellt, wohingegen ein positives Vorzeichen in der Kapitalbilanz auf eine Zunahme der Passiva oder einen Rückgang der Aktiva hinweist. In den Tabellen in Abschnitt 7.2 werden sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben mit einem Pluszeichen dargestellt. Darüber hinaus wurden die Tabellen in Abschnitt 7.3 neu strukturiert, sodass ab dem Monatsbericht vom Februar 2008 die Zahlungsbilanzangaben, der Auslandsvermögensstatus und die entsprechenden Wachstumsraten zusammen ausgewiesen werden; in den neuen Tabellen werden Transaktionen in Forderungen und Verbindlichkeiten, die mit einer Zunahme der entsprechenden Bestände verbunden sind, mit einem Pluszeichen dargestellt.

Die Daten zur Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets werden von der EZB zusammengestellt. Die jeweils jüngsten Monatsangaben sind als vorläufig anzusehen. Sie werden mit der Veröffentlichung der Daten für den darauffolgenden Monat und/oder der detaillierten vier-

teljährlichen 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 Wirtschafts-

<sup>17</sup> ABl. L 65 vom 3.3.2012, S. 1.

einheit 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 Vermögenswerte zugrunde legt. In dieser Tabelle beziehen sich die Spalten 5 und 6 auf Direktinvestitionen gebietsansässiger Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets und Direktinvestitionen gebietsfremder Einheiten im Euroraum.

In Tabelle 5 von Abschnitt 7.3 basiert die Aufgliederung in „Finanzkredite“ und „Bargeld und Einlagen“ auf der Sektorzugehörigkeit der außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässigen Kontrahenten. So werden Forderungen an gebietsfremde Banken als Einlagen erfasst, während Forderungen an die übrigen gebietsfremden Sektoren als Finanzkredite eingestuft werden. Diese Aufschlüsselung entspricht der Aufgliederung in anderen Statistiken wie der konsolidierten Bilanz der MFIs und ist mit dem „Balance of Payments Manual“ des IWF konform.

Die Bestände an Währungsreserven und sonstigen Fremdwährungsaktiva und -passiva des Eurosystems sind in Tabelle 7 in Abschnitt 7.3 ausgewiesen. Aufgrund von Unterschieden in der Erfassung und Bewertung sind diese Angaben nicht vollständig mit den Angaben im 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 Ansäs-

sige 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 Volumenindizes 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 Erzeugerausfahrpreise (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 Rechtsgrund-

lage 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 Erzeugerausfahrpreise 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 Erzeugerausfahrpreise 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 die-

sen Handelspartnern in den Zeiträumen von 1995 bis 1997, 1998 bis 2000, 2001 bis 2003, 2004 bis 2006 und 2007 bis 2009 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 fünf 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>



### 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 18. 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.

<sup>1</sup> Die Chronik der geldpolitischen Maßnahmen, die das Eurosystem von 1999 bis 2009 ergriffen hat, findet sich im Jahresbericht der EZB für das jeweilige Jahr.

## **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 Men-

gentender 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.

### 3. NOVEMBER 2011

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 9. November 2011 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 1,25 % zu verringern. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Ein-

lagefazilität mit Wirkung vom 9. November 2011 um jeweils 25 Basispunkte auf 2,00 % bzw. 0,50 % zu senken.

### 8. DEZEMBER 2011

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 14. Dezember 2011 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 1,00 % zu verringern. Er fasst ferner den Beschluss, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 14. Dezember 2011 um jeweils 25 Basispunkte auf 1,75 % bzw. 0,25 % zu senken. Außerdem beschließt er die Einführung weiterer Sondermaßnahmen, und zwar a) die Durchführung von zwei längerfristigen Refinanzierungsgeschäften mit einer Laufzeit von jeweils etwa drei Jahren, b) die Erhöhung der Verfügbarkeit von Sicherheiten, c) eine Absenkung des Mindestreservesatzes auf 1 % und d) eine bis auf Weiteres gültige Aussetzung der am letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperioden durchgeführten Feinsteuerungsoperationen.

### 12. JANUAR 2012

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.

### 9. FEBRUAR 2012

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. Darüber hinaus genehmigt er für eine Reihe von Ländern spezifische nationale Zulassungskriterien und Risikokontrollmaßnahmen bezüglich der temporären Hereinnahme zusätzlicher Kreditforderungen als Sicherheiten für die Kreditgeschäfte des Eurosystems.

#### 8. MÄRZ, 4. APRIL UND 3. MAI 2012

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.



## 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.

**Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen:** Teilbilanz der Zahlungsbilanz, in der zwei Arten von Transaktionen mit Gebietsfremden erfasst sind, nämlich a) Transaktionen im Zusammenhang mit Arbeitnehmerentgelten, die an Gebietsfremde (z. B. Grenzgänger, Saisonarbeiter und sonstige kurzfristig beschäftigte Arbeitskräfte) gezahlt werden, sowie b) Transaktionen im Zusammenhang mit Kapitaleinnahmen und Kapitalzahlungen aus finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets, wobei letztere

Transaktionen Zahlungszuflüsse und -abflüsse aus Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen und dem übrigen Kapitalverkehr sowie die Einkommen aus Währungsreserven umfassen.

**Bilanz der laufenden Übertragungen:** Technische Teilbilanz der Zahlungsbilanz, in welcher der Wert realer und finanzieller Leistungen erfasst wird, die ohne wirtschaftliche Gegenleistung übertragen werden. Zu den laufenden Übertragungen zählen sämtliche Transaktionen, bei denen es sich nicht um Vermögensübertragungen handelt.

**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 finanzpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

**Deflation** (deflation): Starker und anhaltender Rückgang der Preise einer sehr breiten Palette von Konsumgütern und verbrauchernahen Dienstleistungen, der 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. Diese Wertpapiere sind durch ein von der FMKG gehaltenes Forderungsportfolio (in der Regel Kredite) gedeckt. Mitunter können an einem Verbriefungsgeschäft auch mehrere FMKGs beteiligt sein, wobei eine Gesellschaft die verbrieften Forderungen hält und eine andere die durch diese Forderungen gedeckten Wertpapiere emittiert.

**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 Geschäfte mit Laufzeiten von einer Mindestreserveperiode bis zu 36 Monaten 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 gegebene 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 gegebenen 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 a) das Eurosystem, b) ansässige Kreditinstitute im Sinne des Unionsrechts, c) alle anderen 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, sowie E-Geld-Institute, die in ihrer Hauptfunktion finanzielle Mittlertätigkeiten in Form der Ausgabe von E-Geld ausüben, und d) Geldmarktfonds, d. h. Investmentgesellschaften, die in kurzfristige und risikoarme Anlageformen 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 Teilspektoren Zentralstaat, Länder, Gemeinden und Sozialversicherung. Einrichtungen der öffentlichen Hand mit Erwerbszweck, 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 finanzpolitischen 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 Teilssektoren 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 Übernachtkredit 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): finanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften, 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