



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

01 | 2014

02 | 2014

03 | 2014

04 | 2014

05 | 2014

06 | 2014

**07 | 2014**

08 | 2014

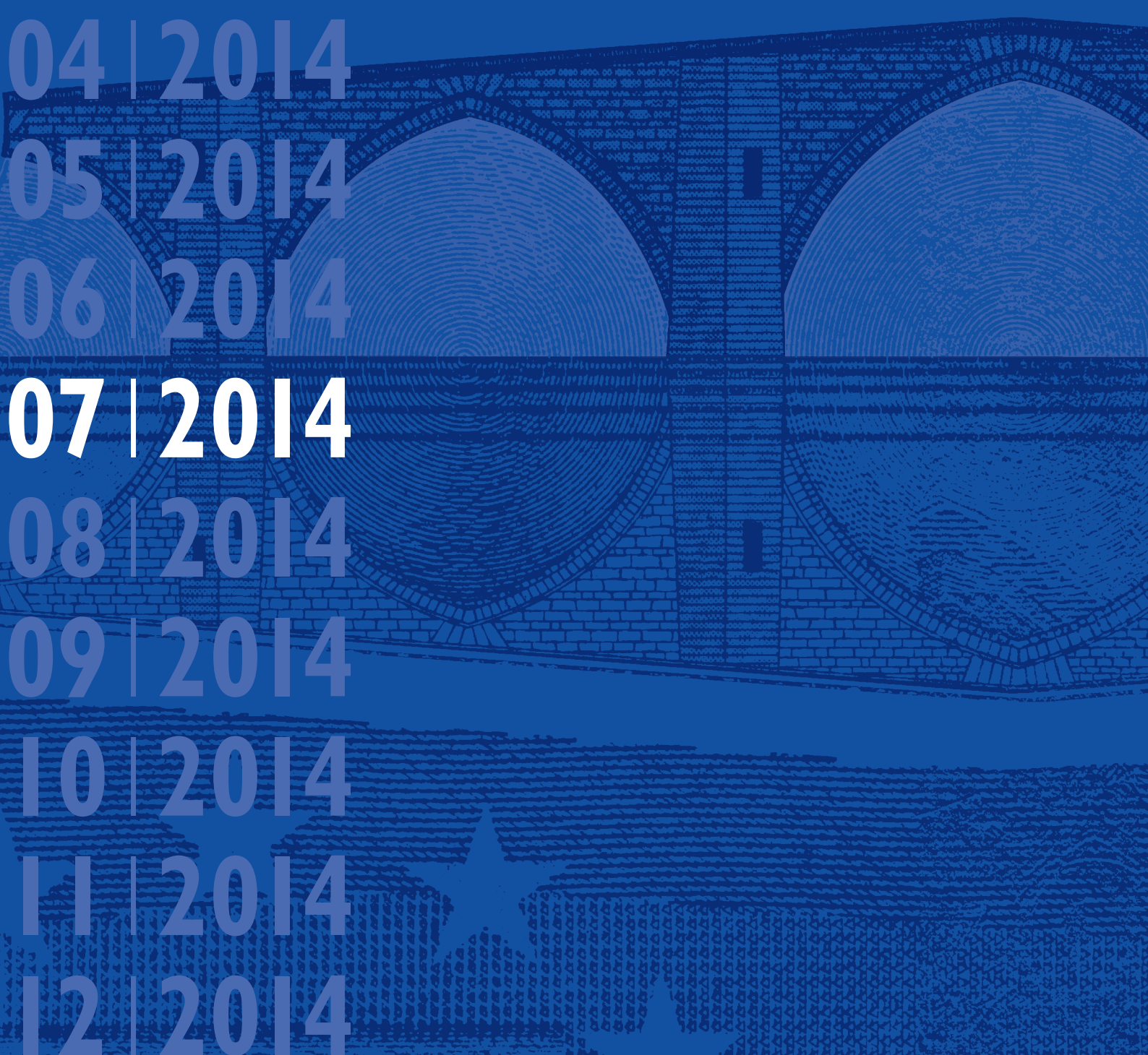
09 | 2014

10 | 2014

11 | 2014

12 | 2014

MONATSBERICHT  
JULI





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM



## MONATSBERICHT JULI 2014

Auf allen  
Veröffentlichungen  
der EZB ist im  
Jahr 2014 ein  
Ausschnitt der  
20-€-Banknote  
abgebildet.

© Europäische Zentralbank, 2014

**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

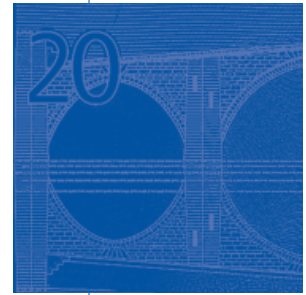
*Für die Erstellung dieses Monatsberichts ist das Direktorium der EZB verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht (deutsche Fassung von der Deutschen Bundesbank, der Oesterreichischen Nationalbank und der Europäischen Zentralbank). In Zweifelsfällen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

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

*Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 2. Juli 2014.*

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Online-Version)



# INHALT

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN</b>	
1 Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets	9
Kasten 1 Die Elastizität des Welthandels – Was hat sich verändert?	10
Kasten 2 Entwicklung der Rohstoffpreise und die Auswirkungen auf die weltweite Inflation	15
2 Monetäre und finanzielle Entwicklung	23
Kasten 3 Die Realzinsen im Euro-Währungsgebiet aus langfristiger Sicht	33
Kasten 4 Inflationsrisikoprämien in marktbasierter Messgrößen der Inflationserwartungen	38
3 Preise und Kosten	44
Kasten 5 Jüngste Entwicklungen der Inflationsprognosen und der kürzer- und längerfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet	49
4 Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	53
Kasten 6 Prognose der Stärke von Erholungsphasen	54
Kasten 7 Makroökonomische Effekte von Strukturreformen	63
<b>AUFSÄTZE</b>	
Risikofreie Zinssätze für das Euro-Währungsgebiet: Messprobleme, jüngere Entwicklung und Bedeutung für die Geldpolitik	69
Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln – Hindernisse und mögliche Gegenmaßnahmen der Politik	87
Die Phillips-Kurven-Beziehung im Euro-Währungsgebiet	109
<b>STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS</b>	<b>SI</b>
<b>ANHANG</b>	
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	I
Publikationen der Europäischen Zentralbank	VII
Glossar	IX

## 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
HR	Kroatien	FI	Finnland
IT	Italien	SE	Schweden
CY	Zypern	UK	Vereinigtes Königreich
LV	Lettland	JP	Japan
LT	Litauen	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
EA	Euro-Währungsgebiet
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWK	Effektiver Wechselkurs
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
HWWI	Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
LSK/GW	Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft
MFI	Monetäres Finanzinstitut
NACE	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Union
NZB	Nationale Zentralbank
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
SITC Rev. 4	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (4. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

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



## EDITORIAL

Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse beschloss der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 3. Juli 2014, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Die jüngsten Indikatoren signalisieren, dass sich die moderate Erholung der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets im zweiten Quartal bei niedrigen Inflationsraten und verhaltenem Geldmengen- und Kreditwachstum fortgesetzt hat. Gleichzeitig sind die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen für das Eurogebiet weiterhin fest auf einem Niveau verankert, das mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang steht, die Preissteigerung unter, aber nahe 2 % zu halten. Die im vergangenen Monat beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen haben insgesamt bereits zu einer weiteren Lockerung des geldpolitischen Kurses geführt. Die für die kommenden Monate vorgesehenen monetären Operationen werden zu diesem akkommodierenden Kurs beitragen und die Kreditvergabe der Banken unterstützen. Da die Maßnahmen auf die Wirtschaft durchwirken, werden auch sie dafür sorgen, dass die Inflationsraten auf ein Niveau zurückkehren, das näher bei 2 % liegt. Was die Forward Guidance des EZB-Rats betrifft, so werden die EZB-Leitzinsen angesichts der gegenwärtigen Inflationssichten für längere Zeit auf dem aktuellen Niveau bleiben. Der EZB-Rat vertritt einstimmig die Absicht, innerhalb seines Mandats auch unkonventionelle Instrumente einzusetzen, falls es erforderlich werden sollte, den Risiken einer zu lang anhaltenden Phase niedriger Inflation weiter entgegenzutreten. Der EZB-Rat ist fest entschlossen, die solide Verankerung der Inflationsrisiken auf mittlere bis lange Sicht zu wahren.

Im Nachgang zu den Anfang Juni gefassten Beschlüssen hat der EZB-Rat auch die spezifischen Modalitäten der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) festgelegt. Ziel dieser Geschäfte ist es, die Funktionsfähigkeit des geldpolitischen Transmissionsmechanismus durch Unterstützung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft zu verbessern. Wie bereits letzten Monat angekündigt, hat der EZB-Rat außerdem damit begonnen, die Vorbereitungen im Zusammenhang mit den Outright-Käufen am Markt für Asset-Backed Securities (ABS) zu verstärken, um das Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu verbessern.

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so erhöhte sich das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euro-Währungsgebiets im ersten Jahresviertel 2014 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal. Die Wirtschaftsindikatoren einschließlich der bis Juni verfügbaren Umfrageergebnisse signalisieren eine Fortsetzung der sehr allmählichen Erholung im zweiten Quartal 2014. Was die nähere Zukunft betrifft, dürfte die Binnennachfrage durch eine Reihe von Faktoren begünstigt werden, unter anderem durch die weitere Akkommodierung des geldpolitischen Kurses und die anhaltenden Verbesserungen der Finanzierungsbedingungen. Darüber hinaus sollten die Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung und den Strukturreformen sowie die Zunahme des real verfügbaren Einkommens einen positiven Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisten. Zudem dürfte die Exportnachfrage von der anhaltenden globalen Erholung profitieren. Allerdings ist die Arbeitslosigkeit im Eurogebiet nach wie vor hoch, obschon sich an den Arbeitsmärkten weitere Anzeichen einer Besserung erkennen lassen, und die ungenutzten Kapazitäten sind insgesamt immer noch beträchtlich. Darüber hinaus blieb die Jahresänderungsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor im Mai negativ, und die notwendigen Bilanzanpassungen im öffentlichen und im privaten Sektor dürften das Tempo der wirtschaftlichen Erholung weiterhin dämpfen.

Die Risiken für den Wirtschaftsausblick im Eurogebiet sind nach wie vor abwärts gerichtet. Insbesondere geopolitische Risiken sowie die Entwicklung in den Schwellenländern und an den globalen Finanzmärkten könnten die Konjunkturlage negativ beeinflussen, etwa über die Wirkung auf die Energiepreise und auf die weltweite Nachfrage nach Erzeugnissen des Eurogebiets. Zu den

weiteren Abwärtsrisiken zählen eine unzureichende Umsetzung von Strukturreformen in den Ländern des Euroraums und eine schwächer als erwartet ausfallende binnenwirtschaftliche Nachfrage.

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet belief sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im Juni 2014 auf 0,5 % und blieb somit gegenüber Mai unverändert. Betrachtet man die wichtigsten Komponenten, so erhöhte sich der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen von 1,1 % im Mai auf 1,3 % im Juni, während er bei den Nahrungsmitteln von 0,1 % auf -0,2 % zurückging. Auf der Grundlage aktueller Informationen wird damit gerechnet, dass die jährliche HVPI-Inflation in den kommenden Monaten weiterhin auf einem niedrigen Niveau liegen und sich im Jahresverlauf 2015 und 2016 allmählich erhöhen wird. Die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen für das Eurogebiet sind indessen weiterhin fest auf einem Niveau verankert, das mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang steht, die Preissteigerung unter, aber nahe 2 % zu halten.

Der EZB-Rat erachtet sowohl die Aufwärts- als auch die Abwärtsrisiken in Bezug auf die Aussichten für die Preisentwicklung als begrenzt und auf mittlere Sicht weitgehend ausgewogen. In diesem Zusammenhang wird der EZB-Rat die möglichen Auswirkungen der geopolitischen Risiken und der Wechselkursentwicklungen genau beobachten.

Was die monetäre Analyse betrifft, so deuten die Daten für Mai 2014 weiterhin auf eine verhaltene Grunddynamik des Wachstums der weit gefassten Geldmenge (M3) hin. Die Zwölfmonatsrate von M3 betrug im Mai 1,0 %, verglichen mit 0,7 % im April. Die jährliche Zuwachsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 verringerte sich im Mai auf 5,0 % gegenüber 5,2 % im Vormonat. Das jährliche M3-Wachstum wurde in jüngster Zeit maßgeblich vom Anstieg der Nettoauslandsposition der MFIs getragen, worin sich zum Teil das anhaltende Interesse internationaler Anleger an Vermögenswerten des Euroraums niederschlug.

Die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigte jährliche Änderungsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften betrug im Mai -2,5 % (gegenüber -2,8 % im April). Die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften fällt nach wie vor schwach aus; darin kommen deren verzögerte Reaktion auf den Konjunkturzyklus, das Kreditrisiko, die Kreditangebotsfaktoren sowie die anhaltenden Bilanzanpassungen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor zum Ausdruck. Die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigte Zwölfmonatsrate der Buchkreditvergabe an private Haushalte lag im Mai des laufenden Jahres bei 0,5 % und ist damit seit Anfang 2013 weitgehend unverändert.

Vor dem Hintergrund des schwachen Kreditwachstums ist die derzeit laufende umfassende Bewertung der Bankbilanzen durch die EZB von zentraler Bedeutung. Banken sollten diese Bewertung in vollem Umfang nutzen, um ihre Eigenkapitalposition und Solvabilität zu verbessern und dadurch den Spielraum für eine Ausweitung des Kreditvolumens in den nächsten Phasen der Erholung zu vergrößern.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die HVPI-Teuerungsrate der wirtschaftlichen Analyse zufolge nach dem aktuell niedrigen Stand allmählich auf ein Niveau steigen dürften, das näher bei 2 % liegt. Die Gegenprüfung anhand von Signalen aus der monetären Analyse bestätigt diesen Eindruck.

Was die Finanzpolitik anbelangt, so hat die umfangreiche Haushaltskonsolidierung der vergangenen Jahre zum Abbau von Haushaltsungleichgewichten beigetragen. Durch wichtige Strukturreformen hat sich die Wettbewerbs- und Anpassungsfähigkeit der Arbeits- und Gütermärkte der Länder erhöht. Es bleiben allerdings große Herausforderungen bestehen. Um das Fundament für ein nachhaltiges Wachstum und solide öffentliche Finanzen zu stärken, sollten die Euro-Länder nicht hinter die im Einklang mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt bei der Haushaltskonsolidierung erzielten Fortschritte zurückfallen und die Strukturreformen auch in den kommenden Jahren fortführen. Die Haushaltskonsolidierung sollte wachstumsfreundlich konzipiert sein, und Strukturreformen sollten sich auf die Förderung privater Investitionen und die Schaffung von Arbeitsplätzen konzentrieren. Eine vollständige und einheitliche Umsetzung des bestehenden finanzpolitischen Regelwerks und des Rahmens zur makroökonomischen Überwachung im Euro-Währungsgebiet ist von zentraler Bedeutung, um die hohen öffentlichen Schuldenquoten zu senken, das Potenzialwachstum zu steigern und die Widerstandsfähigkeit des Euroraums gegenüber Schocks zu erhöhen.

Der EZB-Rat gab am 3. Juli 2014 außerdem eine Änderung des Rhythmus der geldpolitischen Sitzungen, die ab Januar 2015 alle sechs Wochen stattfinden werden, bekannt. Die Mindestreserve-Erfüllungsperioden werden zur Anpassung an den neuen Turnus auf sechs Wochen verlängert. Darüber hinaus gab der EZB-Rat bekannt, regelmäßig Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen zu veröffentlichen, und zwar erstmals nach der Sitzung im Januar 2015.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Im ersten Aufsatz wird das Konzept der risikofreien Zinssätze für das Euro-Währungsgebiet sowie dessen Bedeutung für die Wirtschaft im Allgemeinen und die Geldpolitik im Besonderen erörtert. Im zweiten Aufsatz werden die Schwierigkeiten kleiner und mittlerer Unternehmen während der Finanzkrise beschrieben. Außerdem wird ein Überblick über bestehende und mögliche neue Instrumente zur Verbesserung des Zugangs dieser Unternehmen zu Finanzmitteln gegeben. Im dritten Aufsatz wird die Phillips-Kurve für das Euro-Währungsgebiet insgesamt und die einzelnen Euro-Länder untersucht, wobei der Schwerpunkt auf dem Zusammenhang zwischen der Inflation und verschiedenen Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung im Zeitraum ab 1999 liegt.





# WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

## I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Das allmähliche Wachstum der Weltwirtschaft setzt sich ungeachtet einer moderaten Abschwächung im ersten Quartal 2014 weiter fort und wird durch eine solide Dynamik in einer Reihe von Industrieländern gestützt. Während geopolitische Unsicherheiten und strukturelle Hindernisse eine raschere Erholung in den Schwellenländern insgesamt verzögern, zeichnet sich immer deutlicher ein zunehmendes Auseinanderdriften der Wachstumsperspektiven in den einzelnen Ländern ab. Die Inflation hat sich in letzter Zeit weltweit verstärkt, bleibt aber im Vergleich zum historischen Durchschnitt relativ gering.

### I.1 WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG UND WELTHANDEL

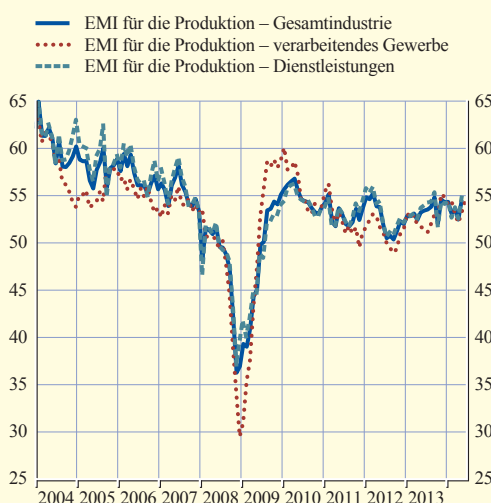
Die globale Erholung schreitet weiter voran, allerdings immer noch in moderatem und uneinheitlichem Tempo. Der Anstieg der Stimmungsindikatoren im Mai und Juni lässt darauf schließen, dass die weltweite Konjunktur im zweiten Quartal 2014 – nach einer vorübergehenden leichten Schwächeperiode im ersten Jahresviertel – wieder an Schwung gewonnen hat. So kletterte der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe im Juni weiter auf 52,7 Punkte nach 52,1 Zählern im Mai; dabei wurde die Konjunktur vor allem durch die fortgeschrittenen Volkswirtschaften, insbesondere die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich, gestützt. In China kehrte das verarbeitende Gewerbe unterdessen auf den Wachstumspfad zurück, während es seine Dynamik in Indien aufrechterhalten konnte. Dies weist auf eine Verbesserung des Geschäftsklimas in den beiden großen Schwellenländern hin. Ohne das Euro-Währungsgebiet gerechnet erhöhte sich der globale EMI für diesen Sektor im Juni ebenfalls geringfügig (siehe Abbildung 1).

Zukunftsgerichtete Indikatoren zeigen für die kommenden Quartale – bei weiteren Veränderungen der Wachstumsmuster in den einzelnen Regionen – eine leichte Belebung der weltwirtschaftlichen Aktivität an. Die EMI-Komponente für den Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe wies im Juni einen etwas höheren Stand auf. Der Frühindikator der OECD, mit dem konjunkturelle Wendepunkte gemessen am Trend vorhergesagt werden sollen, signalisierte indes im April erneut eine stabile Dynamik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und ein unter dem Trend liegendes Wachstum in wichtigen Schwellenländern (siehe Abbildung 2). Die Konjunkturaussichten einiger großer Schwellenländer werden nach wie vor durch geopolitische Bedenken und strukturelle Hemmnisse getrübt.

Das Wachstum des Welthandels entwickelte sich im April 2014 erstmals seit Oktober 2012 negativ. Den Angaben des CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis zufolge sanken die weltweiten Wareneinfuhren im genannten Monat volumenmäßig um 0,4 % (im Dreimonatsvergleich). Dieser Rückgang konzentrierte sich auf die aufstrebenden Volkswirtschaften und war auf einen schwachen Handel in Asien sowie Mittel- und Osteuropa zurückzuführen; die Industrieländer konnten zugleich ihre positive Handelsentwicklung fortsetzen.

Abbildung 1 Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) ohne Euro-Währungsgebiet

(saisonbereinigt; Monatswerte)



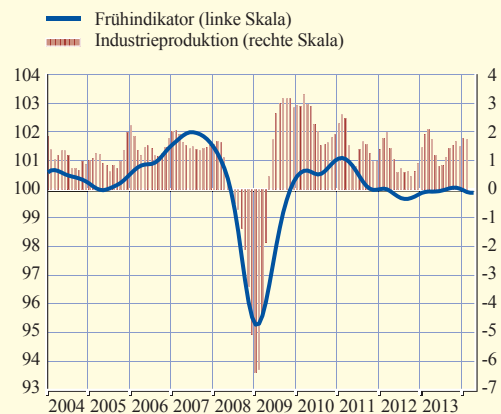
Quelle: Markit.

Der globale EMI für die Auftragseingänge im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes deutete indes im Juni auf eine leichte Verlangsamung des weltweiten Handels im zweiten Quartal hin. In der Vorausschau dürfte das Wachstum des Welthandels vor dem Hintergrund der zunehmenden Investitionstätigkeit in den Industrieländern zwar allmählich wieder anziehen, aber unter den vor der Krise verzeichneten Durchschnittswerten bleiben; dies lässt auf einen etwas schwächeren Zusammenhang zwischen dem internationalen Handel und der Wirtschaftsleistung schließen. In Kasten 1 werden die Faktoren erörtert, die der Einkommenselastizität des Welthandels zugrunde liegen. Darüber hinaus wird dargelegt, dass die Elastizität des Handels aufgrund struktureller Veränderungen mittelfristig unter den Vorkrisenständen verharren dürfte.

Die Risiken für den Weltwirtschaftsausblick bleiben insgesamt abwärtsgerichtet. Geopolitische Risiken sowie die Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften und an den globalen Finanzmärkten könnten sich negativ auf die Konjunkturlage auswirken, etwa über Effekte auf die Energiepreise.

**Abbildung 2 Frühindikator und Industrieproduktion**

(linke Skala: normierter Indexdurchschnitt = 100; rechte Skala: Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der Frühindikator bezieht sich auf die OECD-Länder zuzüglich Brasilien, China, Indien, Indonesien, Russland und Südafrika. Die Horizontale bei 100 stellt den konjunkturellen Trend dar. Die Industrieproduktion bezieht sich auf die obigen Länder ohne Indonesien.

## Kasten 1

### DIE ELASTIZITÄT DES WELTHANDELS – WAS HAT SICH VERÄNDERT?

Das Wachstum des Welthandels hat sich in den vergangenen Jahren nicht nur in realer Betrachtung, sondern auch im Verhältnis zur globalen Wirtschaftsleistung zögerlich entwickelt. Im vorliegenden Kasten wird die Schwäche des internationalen Handels seit Mitte 2011 aus historischer Sicht untersucht. Des Weiteren werden die Faktoren, die der Beziehung zwischen Welthandel und BIP zugrunde liegen, erörtert. Dabei wird gezeigt, dass die Einkommenselastizität des Handels im Zeitverlauf starken Schwankungen unterworfen war und dass strukturelle Faktoren – neben zyklischen Nachfrageentwicklungen – offenbar dafür gesorgt haben, dass die Einkommenselastizität des Handels schon lange vor der jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise zurückgegangen ist. Wenngleich die Elastizität des Welthandels ihr aktuell niedriges Niveau überwinden dürfte, ist es eher unwahrscheinlich, dass sie mittelfristig zu den vor der Krise verzeichneten Durchschnittswerten zurückkehren wird.

#### Schwäche des Welthandels

Das Wachstum des internationalen Handels lag 2013 in absoluter Betrachtung sogar noch unter dem bereits niedrigen Wert des Jahres 2012. Auch gemessen an der globalen

### Historische Betrachtung des Welthandels in Relation zum Wirtschaftswachstum

Untersuchungszeitraum	Verhältnis <sup>1)</sup>	Handelsvariable	Wachstumsvariable
1981-2007	1,8	Einfuhr von Waren und Dienstleistungen	BIP <sup>2)</sup>
2011-2013	1,1		
1981-2007	2,0	Einfuhr von Waren und Dienstleistungen	BIP <sup>3)</sup>
2011-2013	1,4		
1950-2007	1,6	Warenausfuhr	Warenproduktion
1981-2007	1,9		
2011-2013 <sup>4)</sup>	1,4		
1950-2007	1,6	Ausfuhr des verarbeitenden Gewerbes	Produktion des verarbeitenden Gewerbes
1981-2007	2,1		
2011-2013 <sup>4)</sup>	1,5		

Quellen: EZB-Berechnungen, Welthandelsorganisation, CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis und Organisation der Vereinten Nationen für industrielle Entwicklung (UNIDO).

1) Einfuhr, BIP: Quartalswerte; Ausfuhr, Produktion: Jahreswerte.

2) Zu Kaufkraftparitäten.

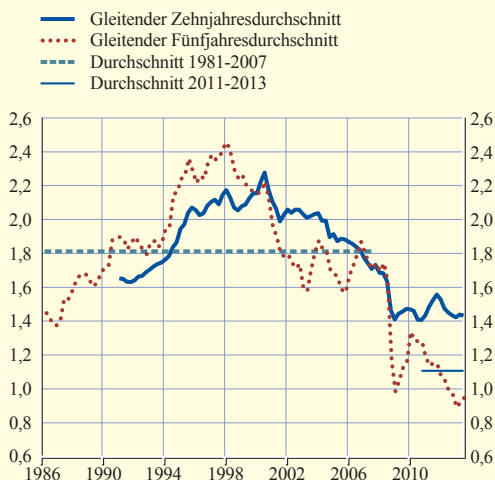
3) Zu Marktwechsellkursen.

4) Für 2013 sind die Zeitreihen der Welthandelsorganisation anhand von Wachstumsraten extrapoliert, die auf CPB- und UNIDO-Daten basieren.

Wirtschaftsleistung nahm es deutlich ab. Im Zeitraum von 1981 bis 2007 belief sich die Bruttoeinkommenselastizität des Welthandels, berechnet als das Verhältnis von durchschnittlicher Wachstumsrate der Einfuhr von Waren und Dienstleistungen zu durchschnittlichem BIP-Wachstum, auf 1,8. In den Jahren 2011 bis 2013 sank dieser Wert signifikant auf 1,1.<sup>1</sup> Dieser Rückgang hat auch Bestand, wenn unterschiedliche Aggregationsgewichte auf das globale BIP angewandt oder enger definierte Sektoren wie etwa der Warenhandel oder der Handel im verarbeitenden Gewerbe zugrunde gelegt werden (siehe Tabelle). Die Ergebnisse scheinen aber vom gewählten Vorkrisenzeitraum abzuhängen: So ergibt sich ein relativ geringer Rückgang, wenn der untersuchte Zeitraum bis in die 1950er-Jahre ausgeweitet wird. Dies deutet darauf hin, dass das Verhältnis zwischen Handel und Wirtschaftswachstum im Laufe der Zeit variiert hat.

Wird der als Anteil am BIP gemessene Handel unter Verwendung gleitender Durchschnittswerte analysiert, so zeigt sich in der Tat eine deutliche und anhaltende Abweichung der Elastizität vom konstanten Mittelwert. Während sich das Wachstum des Handels von Mitte der 1980er-Jahre bis Mitte der 1990er-Jahre in Relation zur Wirtschaftsleistung beschleunigte, nahm die Elastizität Ende der 1990er-Jahre allmählich ab, sank nach der Krise auf ein zwanzigjähriges Tief und blieb auch danach schwach ausgeprägt (siehe Abbildung A). Die Abbildung verdeutlicht

Abbildung A Globales Importwachstum in Relation zum BIP-Wachstum



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Quartalswerte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2013.

1 Die Quantifizierung der Elastizität anhand der Periode von 2011 bis 2013 dient nur als Anhaltspunkt, da der Untersuchungszeitraum relativ kurz ist.

insbesondere, dass die Verringerung der Bruttoeinkommenselastizität des Welthandels schon rund zehn Jahre vor der Krise begann.

### **Bestimmungsfaktoren der Elastizität des Welthandels**

Die jüngste Veränderung der Beziehung zwischen Handel und BIP lässt sich teilweise durch konjunkturelle Faktoren und Verschiebungen innerhalb der Nachfragestruktur erklären. Globale Verwendungskomponenten, die normalerweise einen hohen Importgehalt aufweisen (z. B. Unternehmensinvestitionen), zeigen sich seit Beginn der Finanzkrise ungewöhnlich schwach. Die rückläufige Entwicklung der handelsintensiven Verwendungskomponenten schlug sich in hohem Maße negativ im globalen Handelswachstum nieder und hatte zur Folge, dass dieses geringer ausfiel als das Wachstum des BIP. Dieser Effekt ist lediglich vorübergehender Natur, da er sich bei einer Erholung der Weltwirtschaft und der Investitionen umkehren würde.

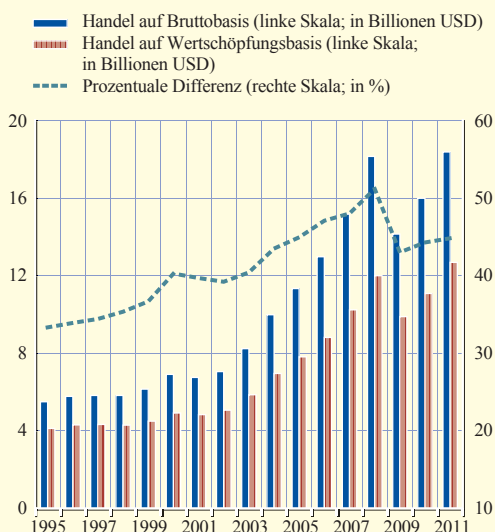
Aus historischer Sicht ist der Rückgang der Handelselastizität aber auch auf strukturelle Bestimmungsgrößen zurückzuführen, die einen dauerhafteren Einfluss auf die Beziehung zwischen Handel und BIP ausüben dürften. So spielt eine Reihe von Faktoren, die den Handel bis zum Jahr 2000 über Dekaden hinweg angetrieben hatten, nur noch eine untergeordnete oder zu vernachlässigende Rolle. In der einschlägigen Literatur werden sinkende Transportkosten, ein Rückgang der relativen Preise von Handelsgütern und der Abbau von Handelsbarrieren gemeinhin als Faktoren angeführt, die zu einem rascheren Anstieg des Handels verglichen mit dem Wirtschaftswachstum beitragen.<sup>2</sup> Bis Mitte der 1990er-Jahre flachten die kräftigen Kostensenkungen infolge früherer Technologiefortschritte, die Belebung des Handels aufgrund von Liberalisierungsabkommen sowie die Produktivitätszuwächse bei den Handelsgütern jedoch wieder ab und liefern seitdem schwächere Impulse für das Handelswachstum; dies erklärt auch zum Teil die Mitte bis Ende der 1990er-Jahre verzeichneten Höchststände der Handelselastizität (siehe Abbildung A).

In der jüngeren Vergangenheit haben die zunehmend globalen Wertschöpfungsketten dazu beigetragen, dass sich der Handel schneller ausweitete als das Wirtschaftswachstum. Die globalen Wertschöpfungsketten bringen eine Fragmentierung der Produktion auf internationaler Ebene mit sich, was zu einer verstärkten Auslagerung der Herstellung von Vorleistungsgütern auf ausländische Lieferanten führt. Die Handelsströme werden auf Bruttobasis gemessen, sodass Handelsgüter doppelt erfasst werden, sobald sie mehr als eine internationale Grenze überschreiten. Dies wiederum impliziert, dass Auslagerungen einen Anstieg des (Brutto-)Handels in Relation zur Wirtschaftsleistung bewirken. Die Zunahme der globalen Wertschöpfungsketten und der Auslagerungen lässt sich durch einen Vergleich des Handels auf Brutto- mit dem auf Wertschöpfungsbasis bemessen, da Letzterer davon unberührt bleibt, wo Vorleistungsgüter hergestellt werden. Daten der World Input-Output Database (WIOD) zeigen in der Tat, dass sich die Differenz zwischen den beiden Handelsarten von 33 % im Jahr 1995 auf 51 % im Vorfeld der Krise erhöhte (siehe Abbildung B). Eine Gegenüberstellung der impliziten Einkommenselastizität des Handels auf Brutto- und auf Wertschöpfungsbasis im Vorkrisenzeitraum ergibt, dass Auslagerungen in dieser Zeit einen Beitrag von 0,2 Prozentpunkten zur Elastizität des Welthandels leisteten.

Diese Form der Unterstützung des relativen Handelswachstums dürfte jedoch wieder nachlassen. Aus WIOD-Daten, die allerdings nur bis 2011 verfügbar sind, geht hervor, dass die Krise

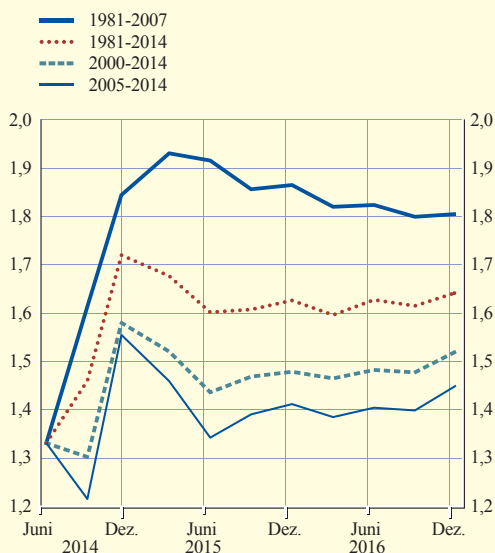
<sup>2</sup> Siehe z. B. D. Jacks, C. Meissner und D. Novy, Trade Costs, 1870-2000, in: American Economic Review, Bd. 98, Nr. 2, 2008, S. 529-534, sowie S. Baier und J. Bergstrand, The growth of world trade: tariffs, transport costs, and income similarity, in: Journal of International Economics, Bd. 53, Nr. 1, 2001, S. 1-27.

Abbildung B Welthandel auf Brutto- und auf Wertschöpfungsbasis



Quellen: EZB-Berechnungen und WIOD.

Abbildung C Projektionen für das Welthandelwachstum in Relation zum BIP-Wachstum für verschiedene Untersuchungszeiträume



Quelle: EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Linien zeigen die Projektionen anhand eines BVAR-Modells, das für verschiedene Untersuchungszeiträume geschätzt wurde.

der Jahre 2008-2009 bereits zu einer Verringerung der durchschnittlichen Länge globaler Wertschöpfungsketten geführt hat. Zudem gibt es anekdotische Evidenz dafür, dass mehrere Unternehmen seit dem Erdbeben in Japan von 2011 und den daraus resultierenden Versorgungsgaps in einigen Bereichen des verarbeitenden Gewerbes bestrebt sind, die Komplexität und Länge ihrer Lieferketten zu vermindern.<sup>3</sup> Dies hätte einen abwärtsgerichteten Effekt auf die mittel- bis langfristige Elastizität des Welthandels.

Anhand einer empirischen Analyse auf Basis eines bivariaten Bayesianischen Vektorautoregressionsmodells (BVAR-Modell) lässt sich der Rückgang der Handelselastizität weiter quantifizieren. Das Modell wird mit der realen vierteljährlichen globalen Einfuhr von Waren und Dienstleistungen und dem realen globalen BIP mit fünf Verzögerungen geschätzt. Es prognostiziert den Handel in Abhängigkeit vom Pfad des weltweiten BIP, der aus den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2014 hervorgeht. Abbildung C verdeutlicht, dass die am BIP-Wachstum gemessene Ausweitung des Handels am Ende des Prognosezeitraums bei 1,8 liegt und damit der Handelselastizität vor der Krise entspricht, wenn das Modell für den Zeithorizont vor der Krise, d. h. vom ersten Quartal 1981 bis zum vierten Quartal 2007, geschätzt wird. Werden die nach der Rezession erhobenen Daten vollständig berücksichtigt, indem die Zeit bis zum ersten Quartal 2014 mit einbezogen wird, sinkt der prognostizierte Wert für Ende 2016 auf 1,6; dies bedeutet, dass der Handel mittelfristig unter dem Niveau bleiben dürfte, das die Vorkrisenelastizität impliziert. Bei einer stärkeren Gewichtung aktuellerer Daten, beispielsweise wenn lediglich die letzten fünfzehn oder zehn Jahre betrachtet werden, sinkt der Wert weiter auf 1,5 bzw. 1,4.

<sup>3</sup> Siehe z. B. OECD, Global value chains: Managing the risks, in: Interconnected Economies: Benefiting from Global Value Chains, OECD Publishing, 2013.

## Schlussbemerkungen

Zusammenfassend war die Beziehung zwischen dem Welthandel und dem Wirtschaftswachstum in den vergangenen drei Jahren schwächer ausgeprägt als in den 25 Jahren vor der letzten Wirtschafts- und Finanzkrise. Zum Teil dürfte dies auf konjunkturelle Einflüsse zurückzuführen sein, die ihrerseits den seit der Krise verzeichneten relativ moderaten Anstieg der handelsintensiven Verwendungskomponenten (insbesondere der Unternehmensinvestitionen) widerspiegeln. Die Bruttoeinkommenselastizität des globalen Handels weist jedoch im Zeitverlauf große Schwankungen auf, wobei der Rückgang der Elastizität bereits lange vor der Krise einsetzte. Das spricht dagegen, einen bestimmten Vorkrisentrend als gegeben anzunehmen. Vielmehr deuten empirische Modelle und die Aussicht auf einen schwächeren Handelsimpuls durch die globalen Wertschöpfungsketten darauf hin, dass die mittelfristige Handelselastizität unterhalb des Niveaus bleiben wird, das die Vorkrisenbeziehung zwischen Welthandel und globaler Wirtschaftsleistung nahelegt.

## 1.2 INTERNATIONALE PREISENTWICKLUNG

Dank der verhältnismäßig stabilen Rohstoffpreise und reichlich vorhandenen Kapazitätsreserven ist die globale Inflation gemessen an historischen Durchschnittswerten nach wie vor relativ gering, wenngleich sie sich in den vergangenen Monaten etwas verstärkt hat. Der Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern insgesamt beschleunigte sich von 2,0 % im April auf 2,1 % im Mai, wofür in erster Linie ein höherer Beitrag der Energie- und Nahrungsmittelpreise verantwortlich war. Ohne diese Komponenten gerechnet verlangsamte sich die jährliche Preissteigerung auf der Verbraucherebene im OECD-Raum leicht und belief sich im Mai auf 1,9 %. Die Zunahme der Inflation war in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften – vornehmlich außerhalb Europas – zu beobachten, aber auch in der Mehrzahl der großen Schwellenländer (siehe Tabelle 1).

Die globalen Inflationsaussichten werden stark von der Entwicklung der Rohstoff- und insbesondere der Energiepreise beeinflusst. Nachdem sich die Rohölnotierungen in den vergangenen Monaten in einer Spanne von 106 USD bis 111 USD je Barrel bewegt hatten, erhöhten sie sich im Juni kurz nach der Eskalation des Irakkonflikts auf 115 USD (siehe Abbildung 3). Am 2. Juli kostete Rohöl der Sorte Brent 112 USD je Barrel und damit rund 9 % mehr als vor Jahresfrist. Was die Angebotsseite betrifft, so verbirgt sich hinter dem jüngsten Anstieg der Ölnotierungen die Sorge

Tabelle 1 Preisentwicklung in ausgewählten Volkswirtschaften

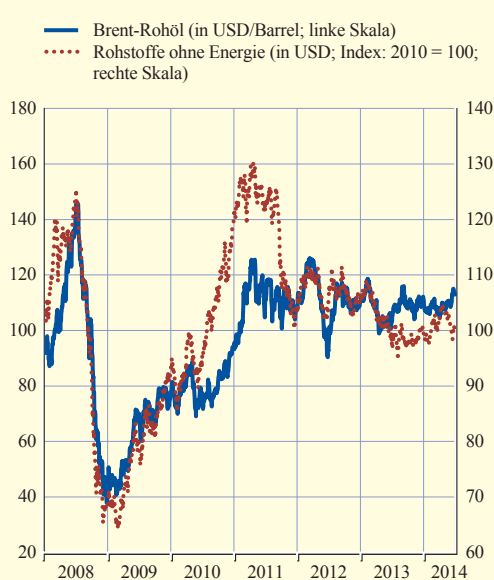
(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2012	2013	2013 Dez.	Jan.	Febr.	2014 März	April	Mai
OECD	2,3	1,6	1,6	1,7	1,4	1,6	2,0	2,1
Vereinigte Staaten	2,1	1,5	1,5	1,6	1,1	1,5	2,0	2,1
Japan	0,0	0,4	1,6	1,4	1,5	1,6	3,4	3,7
Vereinigtes Königreich	2,8	2,6	2,0	1,9	1,7	1,6	1,8	1,5
China	2,6	2,6	2,5	2,5	2,0	2,4	1,8	2,5
Nachrichtlich:								
OECD, ohne Nahrungsmittel und Energie	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	2,0	1,9

Quellen: OECD, nationale Statistiken, BIZ, Eurostat und EZB-Berechnungen.

über mögliche Lieferausfälle wegen des Konflikts im Irak, obwohl es bislang noch nicht zu Produktionsstörungen gekommen ist. Zugleich belasten politische Instabilität und technische Probleme weiterhin die Ölförderung sowohl in OPEC- als auch in Nicht-OPEC-Staaten; dessen ungeachtet war das weltweite Ölangebot im Mai höher als im Vormonat. Im Einklang mit dem moderaten globalen BIP-Wachstum steigt die weltweite Ölnachfrage den Angaben der Internationalen Energieagentur zufolge nach wie vor nur verhalten. Mittelfristig rechnen die Marktteilnehmer mit fallenden Ölpreisen; so werden Terminkontrakte für Brent-Rohöl zur Lieferung im Dezember 2015 zu 105 USD je Barrel gehandelt. In Kasten 2 wird gezeigt, dass vor allem die in den vergangenen Jahren stabileren Rohstoffpreise für den Rückgang der globalen Inflation maßgeblich waren. Zudem werden die Angebots- und Nachfragefaktoren erörtert, welche die Rohstoffpreisentwicklung in nächster Zeit bestimmen dürften.

Abbildung 3 Wichtige Entwicklungen bei den Rohstoffpreisen



Quellen: Bloomberg und HWWI.

In aggregierter Betrachtung sanken die Preise für Rohstoffe ohne Energie im Juni um rund 1 %, was einer Verringerung der Nahrungsmittel- und Metallnotierungen zuzuschreiben war. Die Nahrungsmittel verbilligten sich in Erwartung günstigerer Wetterbedingungen, da das Klimaphänomen „El Niño“ den Vorhersagen zufolge nun schwächer ausfallen soll als zu Jahresbeginn vermutet. Der Gesamtindex der (in US-Dollar gerechneten) Rohstoffpreise ohne Energie liegt zurzeit etwa 1,3 % über seinem Vorjahrsniveau.

## Kasten 2

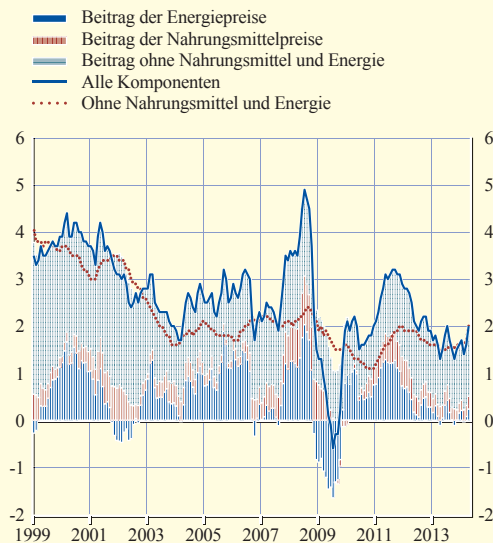
### ENTWICKLUNG DER ROHSTOFFPREISE UND AUSWIRKUNGEN AUF DIE WELTWEITE INFLATION

Der in den vergangenen Jahren weltweit zu beobachtende Inflationsrückgang ist zum größten Teil eine Folge des geringeren Beitrags der Energie- und Nahrungsmittelpreise. Die Teuerungsrate der OECD-Länder insgesamt sank von einem Höchststand von 3,2 % im Sommer 2011 auf einen Tiefstwert von 1,4 % im Februar 2014; anschließend zog sie wieder leicht an (siehe Abbildung A). Mehr als vier Fünftel dieses Rückgangs ist durch die niedrigeren Beiträge der Komponenten Nahrungsmittel und Energie bedingt. In diesem Kasten werden die Bestimmungsfaktoren der niedrigeren Teuerungsbeiträge von Energie- und Nahrungsmittelpreisen betrachtet, die Aussichten für die Rohstoffpreise auf Grundlage der jüngsten Entwicklungen beurteilt und die Folgen für die Inflation auf globaler Ebene erörtert.



**Abbildung A Beitrag der Energie- und Nahrungsmittelpreise zur Inflation im OECD-Raum**

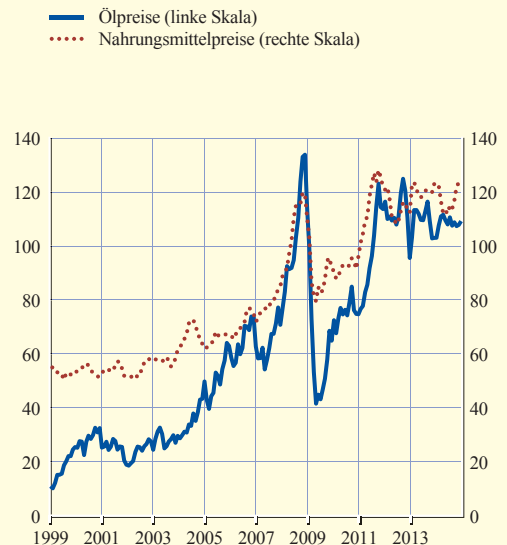
(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Monatswerte; die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2014. Die Ermittlung der jeweiligen Beiträge beruht auf EZB-Berechnungen.

**Abbildung B Öl- und Nahrungsmittelpreise**

(in USD/Barrel; Index: 2010 = 100)



Quelle: IWF.  
Anmerkung: Monatswerte; die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2014.

### Ursachen der zuletzt verzeichneten Stabilität der Rohstoffpreise

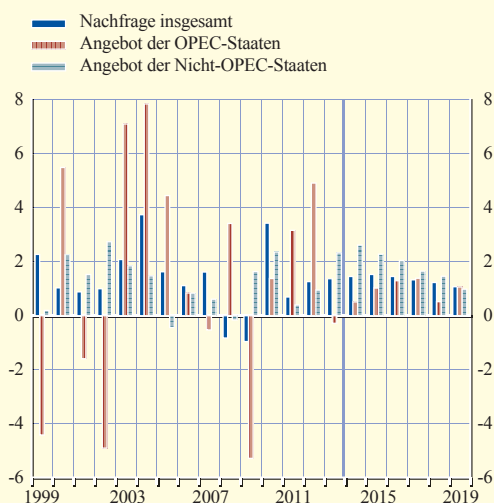
Ab dem Jahr 1999 kam es zu einem breit angelegten Anstieg der internationalen Öl- und Nahrungsmittelpreise, der erst 2008 durch die Finanzkrise unterbrochen wurde (siehe Abbildung B).<sup>1</sup> Für diesen Aufwärtstrend ist vor allem die zunehmende Rohstoffnachfrage verantwortlich, die ihre Ursache im kräftigen Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern, insbesondere in China, hat. In Verbindung mit einer etwas schleppenden Angebotsausweitung trieb die kräftig wachsende Rohstoffnachfrage die Öl- und Nahrungsmittelpreise spürbar in die Höhe. Die anziehenden Rohstoffnotierungen spiegelten sich in einem fast durchgängig hohen Beitrag der Energie- und Nahrungsmittelpreise zur Teuerung in den OECD-Ländern – durchschnittlich 1 Prozentpunkt in den Jahren von 1999 bis 2008 – wider (siehe Abbildung A).

Seit 2011 entwickelten sich die Öl- und Nahrungsmittelpreise – im deutlichen Gegensatz zu diesem Aufwärtstrend – weitgehend stabil (siehe Abbildung B). Dahinter verbergen sich Veränderungen auf der Angebots- wie auch der Nachfrageseite. Angebotsseitig haben die hohen Öl- und Nahrungsmittelpreise Investitionen begünstigt, die eine vermehrte Produktion dieser Rohstoffe und damit ein umfangreicheres Angebot am Rohstoffmarkt zur Folge hatten. Besonders auffällig ist dies am Ölmarkt, wo technische Neuerungen zusammen mit den hohen Ölnotierungen zu Umwälzungen im Bereich der Gewinnung von Öl aus Schiefergestein in Nordamerika führten, wodurch die Ölförderung in den Nicht-OPEC-Staaten in die Höhe schnellte (siehe Abbildung C). Bei den Nahrungsmittelpreisen machte sich beispielsweise – unter anderem aufgrund

<sup>1</sup> Das Hauptaugenmerk bei der Energiekomponente liegt auf den Notierungen für Öl, da diese den größten Beitrag zur Preissteigerung bei Energie liefern und überdies am stärksten Preisschwankungen unterworfen sind.

**Abbildung C Entwicklung von Nachfrage und Angebot am Ölmarkt und entsprechende Prognosen**

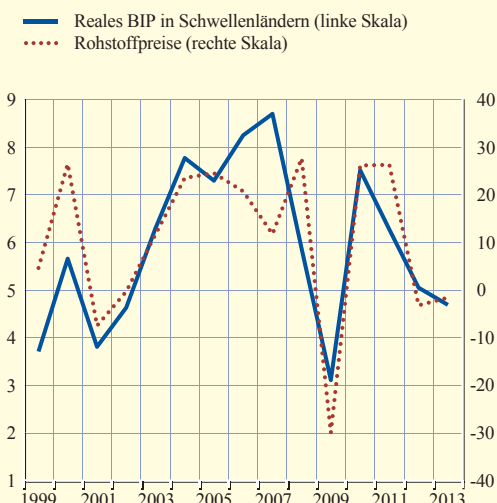
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Internationale Energieagentur (IEA).  
Anmerkung: Die Werte ab 2014 beziehen sich auf IEA-Prognosen (auf Grundlage des Medium-Term Oil Market Report vom Juni). Da keine Prognosen zur Produktion der OPEC-Staaten vorliegen, beziehen sich die Prognosen zur OPEC auf die entsprechende Förderkapazität für Rohöl.

**Abbildung D Änderungen der Rohstoffpreise und Wachstum des realen BIP in Schwellenländern**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Haver Analytics und IWF.  
Anmerkung: Der Rohstoffpreisindex enthält alle Primärrohstoffe.

günstiger Witterungsbedingungen – ein Überangebot an Getreide bemerkbar. Nachdem schlechtes Wetter im Jahr 2012 zu schwerwiegenden Angebotsengpässen geführt hatte, schlugen sich die daraus resultierenden höheren Preise in einer vermehrten Erzeugung und deutlichen Ausweitung des Angebots nieder. Auf der Nachfrageseite trug vor allem die Wachstumsbeschleunigung in den Schwellenländern von 1999 bis 2008 zu den kräftig anziehenden Öl- und Nahrungsmittelpreisen bei. Seither hat sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum in diesen Staaten jedoch verlangsamt (siehe Abbildung D). Wenngleich die Ölnachfrage noch immer hoch ist, schwächt sich der Nachfragezuwachs bei Rohstoffen allmählich ab. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die langsamer steigende Nachfrage im Zusammenspiel mit der günstigen Angebotsentwicklung seit 2011 dafür gesorgt hat, dass die Öl- und Nahrungsmittelpreise nicht mehr so rasch wie im Zeitraum von 2003 bis 2011 angezogen haben. Stattdessen sind die Preise ungeachtet einer gewissen kurzfristigen Volatilität weitgehend stabil geblieben. Diese Preisentwicklung bei den Rohstoffen hat dazu geführt, dass sich der Beitrag der Öl- und Nahrungsmittelpreise zur weltweiten Teuerung ab 2013 (aufgrund der Verzögerungseffekte beim Durchwirken auf die Inflation) verringerte und seither durchschnittlich bei 0,4 Prozentpunkten liegt gegenüber 1 Prozentpunkt in den zehn Jahren zuvor.

### Aussichten für die Öl- und Nahrungsmittelpreise

Im Hinblick auf die Aussichten für die Rohstoffpreise deutet die aktuellere Angebots- und Nachfrageentwicklung darauf hin, dass im Vergleich zu jener Phase, in der die nachfragebedingte Knappheit die Preise kontinuierlich nach oben trieb, ein umfangreicheres Angebot am Rohstoffmarkt zu erwarten ist.

Was die Ölpreise betrifft, so rechnet die Internationale Energieagentur (IEA) am Ölmarkt in den nächsten fünf Jahren mit einer weiterhin ausgewogenen Entwicklung, da das Angebot stärker steigen dürfte als die Nachfrage (siehe Abbildung C). Laut IEA-Prognosen wird sich die Ölnachfrage jedes Jahr im Durchschnitt um 1,3 Millionen Barrel pro Tag erhöhen, während das durchschnittliche jährliche Wachstum der Lieferkapazitäten auf 1,5 Millionen Barrel pro Tag geschätzt wird. Auf der Nachfrageseite wird mit einer weiterhin relativ stabilen Entwicklung gerechnet, unter anderem weil eine verlangsamt steigende Nachfrage aus China erwartet wird. So soll der Anteil Chinas am weltweiten Wachstum der Ölnachfrage in den kommenden fünf Jahren auf 30 % zurückgehen, verglichen mit 60 % in den vergangenen sechs Jahren. Auf der Angebotsseite herrscht die Erwartung vor, dass die OPEC-unabhängige Produktion im Zusammenhang mit der Ölgewinnung aus Schiefergestein in den kommenden Jahren den größten Beitrag zum Anstieg der Ölförderkapazitäten leisten wird. Überdies wird es den Projektionen zufolge auch in den OPEC-Ländern aufgrund von Investitionen zu einer Ausweitung der Produktionskapazitäten kommen.

Allerdings sind die Aussichten für die Ölpreisentwicklung mit Risiken behaftet. Das größte Risiko stellen dabei mögliche Störungen der Ölversorgung dar. Der Irak verfügt zwar über das größte Potenzial zur Steigerung der Ölproduktion, aber die politische Instabilität und Sicherheitsprobleme könnten einer Ausweitung der Ölförderkapazitäten entgegenstehen und damit das globale Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage beeinflussen. Ebenso könnte eine Eskalation der Spannungen in der Ukraine die Energieversorgung gefährden und zu einem Auftrieb der Ölpreise führen.

Bei den Nahrungsmitteln gestaltet sich die Festlegung auf einen Ausblick schwieriger. Auf kurze bis mittlere Sicht sind die Preise für Nahrungsmittel im Vergleich zu anderen Rohstoffen wie Öl im Allgemeinen weniger konjunkturanfällig und reagieren typischerweise stärker auf witterungsbedingte Entwicklungen und andere weitgehend exogene angebotsseitige Faktoren wie die Ausweitung der Anbauflächen.

### **Schlussbemerkungen – Auswirkungen auf die weltweite Inflation**

Die in den OECD-Ländern in jüngerer Zeit rückläufige Teuerung ist zu einem großen Teil einem sinkenden Beitrag der Komponenten Energie und Nahrungsmittel zu verdanken, der seinerseits durch stabilere Öl- und Nahrungsmittelpreise bedingt ist. Im Gegensatz zu den zurückliegenden zehn Jahren hat sich der Anstieg der Öl- und Nahrungsmittelpreise seit 2011 verlangsamt, was auf ein im Allgemeinen umfangreicheres Angebot an den Rohstoffmärkten in Verbindung mit einem langsameren Wachstum in den Schwellenländern zurückzuführen ist. Für die Zukunft wird erwartet, dass sich der Rohstoffmarkt unter sonst gleichen Umständen insgesamt weiterhin ausgewogen entwickelt. Dies bedeutet, dass der Beitrag von Energie und Nahrungsmitteln zur Inflation auf globaler Ebene begrenzt bleiben dürfte. Aufgrund potenzieller Störungen auf der Angebotsseite ist dieser Ausblick jedoch mit einem Aufwärtsrisiko behaftet.

## **I.3 WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG IN AUSGEWÄHLTEN VOLKSWIRTSCHAFTEN**

### **VEREINIGTE STAATEN**

In den Vereinigten Staaten war das reale BIP im ersten Quartal 2014 vor allem aufgrund des ungewöhnlich strengen Winters rückläufig, nachdem es im zweiten Halbjahr 2013 noch zugelegt hatte (siehe Tabelle 2). Der dritten Schätzung des Bureau of Economic Analysis zufolge verringerte sich

**Tabelle 2 Wachstum des realen BIP in ausgewählten Volkswirtschaften**

(Veränderung in %)	Jährliche Wachstumsraten					Vierteljährliche Wachstumsraten		
	2012	2013	2013	2013	2014	2013	2013	2014
			Q3	Q4	Q1	Q3	Q4	Q1
Vereinigte Staaten	2,8	1,9	2,0	2,6	1,5	1,0	0,7	-0,7
Japan	1,4	1,5	2,4	2,4	2,8	0,3	0,1	1,6
Vereinigtes Königreich	0,3	1,7	1,8	2,7	3,1	0,8	0,7	0,8
China	7,7	7,7	7,8	7,7	7,4	2,3	1,7	1,4

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

das reale BIP auf Jahresrate hochgerechnet um 2,9 % (-0,7 % im Quartalsvergleich) nach einem Anstieg von 2,6 % (+0,7 % im Quartalsvergleich) im Schlussquartal 2013. Gegenüber dem in der zweiten Schätzung ausgewiesenen Wert wurde das reale BIP weiter nach unten revidiert, was im Wesentlichen auf eine Abwärtskorrektur der privaten Konsumausgaben und einen stärker negativen Außenbeitrag zurückzuführen war. Die im ersten Quartal 2014 in vierteljährlicher Betrachtung beobachtete Kontraktion spiegelte hauptsächlich negative Wachstumsimpulse der Vorratsinvestitionen und einen Rückgang der Exporte wider.

Die jüngsten Indikatoren deuten auf eine kräftige Erholung des Wachstums im zweiten Quartal hin. Der private Konsum wird sich den Erwartungen nach weiter behaupten; dies geht aus dem im Juni gestiegenen Verbrauchervertrauen, nachhaltigen Verbesserungen am Arbeitsmarkt und positiven Vermögenseffekten infolge höherer Aktiennotierungen und Wohnimmobilienpreise hervor. Die im Mai verzeichnete Ausweitung der Industrieproduktion und des Auftragseingangs bei den Investitionsgütern (Kernkomponente) sowie das hohe Vertrauen im verarbeitenden Gewerbe im Juni lassen erwarten, dass die Unternehmensinvestitionen auf einem solideren Fundament stehen. Unterdessen hat der Wohnimmobilienmarkt seine Talsohle – nach der witterungsbedingten Konjunkturabschwächung – offenbar Ende des ersten Quartals durchschritten. Für eine Belebung dieses Sektors sprechen der Wiederanstieg der Hausverkäufe im April und Mai sowie das stärkere Vertrauen der Wohnungsbauunternehmen im Juni. Mit Blick auf die Zukunft ist damit zu rechnen, dass sich die Erholung in der zweiten Jahreshälfte festigt. Hierfür dürften eine Zunahme der privaten Inlandsnachfrage, die sich auf die günstigen Finanzierungsbedingungen und das wachsende Vertrauen stützt, sowie ein geringerer Fiscal Drag entscheidend sein.

Die jährliche am VPI gemessene Teuerungsrate kletterte von 2,0 % im April auf 2,1 % im Mai, was vor allem dem kräftigen Anstieg der Nahrungsmittel- und Energiepreise zuzuschreiben war. Die jährliche Inflationsrate ohne Nahrungsmittel und Energie legte indes auf 2,0 % zu (nach 1,8 % im April). Für die Zunahme der Gesamtinflation spielten erneut Basiseffekte bei den Energie- und Nahrungsmittelpreisen eine wichtige Rolle; diese dürften allerdings abklingen. Mit Blick auf die Zukunft sollten die ausgeprägte wirtschaftliche Flaute, insbesondere am Arbeitsmarkt, sowie das verhaltene Lohnwachstum dafür sorgen, dass sich der Preisauftrieb in Grenzen hält.

Vor dem Hintergrund der sich allgemein aufhellenden Konjunkturaussichten kündigte der Offenmarktausschuss der Federal Reserve auf seiner Sitzung am 18. Juni 2014 an, die monatlichen Wertpapierkäufe ab Juli um weitere 10 Mrd USD zu drosseln und nur mehr Titel im Umfang von 35 Mrd USD zu erwerben. Die Verringerung des Volumens betrifft gleichermaßen die hypothekarisch besicherten Wertpapiere (Ankauf von 15 Mrd USD nach zuvor 20 Mrd USD) wie auch die längerfristigen US-Staatsanleihen (Ankauf von 20 Mrd USD statt bisher 25 Mrd USD). Der

Offenmarktausschuss bekräftigte zudem erneut, dass er bei der Entscheidung, wie lange der Zinssatz für Tagesgeld in einem Zielkorridor von 0 % bis ¼ % gehalten wird, eine breite Palette an Informationen zugrunde legen wird, darunter Arbeitsmarktindikatoren, Messgrößen des Inflationsdrucks und der Inflationserwartungen sowie Angaben zu finanziellen Entwicklungen.

## **JAPAN**

In Japan fiel das BIP-Wachstum im ersten Quartal kräftiger aus als von den Marktteilnehmern erwartet. Vor allem aufgrund eines umfangreicheren Beitrags der privaten Investitionen außerhalb des Wohnungsbaus wurde es von 1,5 % auf 1,6 % nach oben revidiert. Allerdings wird damit gerechnet, dass das reale BIP im zweiten Jahresviertel geschrumpft ist, da es zu Korrekturen bei den privaten Ausgaben gekommen sein dürfte. Die im April und Mai verzeichneten Rückgänge bei der Industrieproduktion und den Einzelhandelsumsätzen stehen mit dieser Einschätzung in Einklang. Die aktuellen Stimmungsindikatoren zeichnen ein gemischteres Bild der kurzfristigen Entwicklung. So überschritt der EMI-Teilindex für das verarbeitende Gewerbe die Wachstumsschwelle und erhöhte sich von 49,9 Punkten im Mai auf 51,5 Zähler im Juni. Im Gegensatz dazu zeigt der Economy Watchers Survey weiterhin eine wirtschaftliche Kontraktion an, wenngleich er im Mai anstieg.

Die jährliche Änderungsrate der Verbraucherpreise kletterte weiter von 3,4 % im April auf 3,7 % im Mai, während die enger gefasste Messgröße der Inflation, nämlich der VPI ohne Nahrungsmittel, Getränke und Energie, im Mai um 0,1 Prozentpunkte auf 2,2 % zurückging. Die seit März beobachtete Zunahme der am VPI gemessenen Inflationsrate um 2,1 Prozentpunkte deutet darauf hin, dass die Mehrwertsteuererhöhung nahezu vollständig an die Verbraucherpreise weitergegeben wurde .

Auf ihrer geldpolitischen Sitzung am 13. Juni 2014 beschloss die Bank von Japan, an ihren bestehenden Zielvorgaben für die Geldbasis unverändert festzuhalten.

## **VEREINIGTES KÖNIGREICH**

Im Vereinigten Königreich wird die seit mehreren Quartalen verzeichnete robuste Konjunktorentwicklung weiterhin von der Inlandsnachfrage getragen. Aus den jüngsten Veröffentlichungen von Umfrageindikatoren und hochfrequenten Daten lässt sich ablesen, dass die Konsumausgaben der privaten Haushalte wie auch die Unternehmensinvestitionen seit April kräftig zugelegt haben. Vor dem Hintergrund der konjunkturellen Dynamik hat sich die Arbeitslosenquote in den drei Monaten bis April 2014 weiter auf 6,6 % verringert, und die Kreditkonditionen haben sich allgemein verbessert. Ungeachtet dieser positiven Entwicklungen könnten jedoch mit Blick auf die Zukunft die ungünstigen Veränderungen des Produktivitätswachstums im Zusammenwirken mit den notwendigen Bilanzanierungen im privaten und öffentlichen Sektor die Nachhaltigkeit der Erholung infrage stellen.

Die jährliche VPI-Teuerungsrate verringerte sich erneut und lag im Mai 2014 bei 1,5 %. Der Inflationsdruck dürfte vor dem Hintergrund des verhaltenen Lohnwachstums für geraume Zeit begrenzt bleiben. Obwohl in großem Umfang neue Arbeitsplätze geschaffen wurden, stiegen die Löhne in den drei Monaten bis April im Vorjahresvergleich nur um 0,7 %. Zwar ergab sich diese Entwicklung zum Teil aus Basiseffekten im Zusammenhang mit dem Zeitpunkt von Bonuszahlungen, doch auch das durchschnittliche Grundgehalt ohne Prämienzahlungen nahm deutlich langsamer zu. Im Gegensatz dazu führte das Missverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage am Wohnimmobilienmarkt abermals zu einem Preisauftrieb.

In seiner Sitzung am 5. Juni 2014 beließ der geldpolitische Ausschuss der Bank of England den Leitzins bei 0,5 % und den Umfang des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten bei 375 Mrd GBP.

## CHINA

Nachdem die Zahlen für das erste Quartal des Jahres relativ schwach ausgefallen waren, festigt sich die konjunkturelle Entwicklung – trotz anhaltender Korrekturen am Wohnimmobilienmarkt –, da sie durch moderate finanz- und geldpolitische Impulse sowie eine robustere Auslandsnachfrage gestützt wird. Bestätigt wurde diese Einschätzung durch einen weiteren Anstieg des EMI-Teilindex für das verarbeitende Gewerbe im Juni. Die Behörden wiesen erneut darauf hin, dass China einen Wachstumspfad mit geringeren, aber nachhaltigeren Zuwachsraten eingeschlagen habe und die Wachstumserwartungen dementsprechend angepasst werden sollten; damit dämpften sie die Hoffnung auf weitere Konjunkturmaßnahmen.

Der Inflationsdruck blieb verhalten. So schwankte die jährliche VPI-Teuerungsrate im Mai weiterhin um einen Wert von 2 %, während der Preisauftrieb auf der Erzeugerebene nach wie vor im negativen Bereich lag. Infolge der zusätzlichen Konjunkturmaßnahmen verringert sich das Kreditwachstum seit Kurzem nicht mehr; dies führte in China zu einer neuerlichen Zunahme des ohnehin schon hohen Verschuldungsgrads. Nachdem der Außenhandel Anfang des Jahres eingebrochen war, belebte er sich aufgrund anziehender Ausfuhren in das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und die asiatischen Schwellenländer allmählich wieder, auch wenn die Exporte nach Japan träge blieben.

## 1.4 WECHSELKURSE

Im Juni verlor der Euro gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets zumeist an Wert. Am 2. Juli 2014 lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 20 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, 0,3 % unter seinem Niveau von Anfang Juni, aber 1,6 % über seinem ein Jahr zuvor verbuchten Stand (siehe Abbildung 4 und Tabelle 3). Ausschlaggebend für die Wechselkursbewegungen in dieser Zeit waren vor allem die Entwicklung der Erwartungen hinsichtlich der künftigen Ausrichtung der Geldpolitik sowie die veränderten Einschätzungen der Marktteilnehmer bezüglich der Konjunkturaussichten im Eurogebiet im Vergleich zu anderen führenden Volkswirtschaften.

Was die bilateralen Wechselkurse anbelangt, so wertete die Gemeinschaftswährung seit Anfang Juni gegenüber dem US-Dollar leicht auf (um 0,3 %), schwächte sich aber zum Pfund Sterling und – in geringerem Maße – zum japanischen Yen ab (um 2,1 % bzw. 0,2 %). Die Entwicklung des Euro im Verhältnis zu den Währungen

Abbildung 4 Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro

(Tageswerte; Index: Q1 1999 = 100)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der nominale effektive Wechselkurs des Euro wird gegenüber den Währungen von 20 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets berechnet.

**Tabelle 3 Entwicklung des Euro-Wechselkurses**

(Tageswerte; Währungseinheiten je Euro; Veränderung in %)

	Gewicht im Index des effektiven Wechselkurses des Euro (EWK-20)	Änderung des Euro-Wechselkurses (Stand: 2. Juli 2014) gegenüber	
		2. Juni 2014	2. Juli 2013
EWK-20		-0,3	1,6
Chinesischer Renminbi Yuan	18,7	-0,3	6,2
US-Dollar	16,8	0,3	4,9
Pfund Sterling	14,8	-2,1	-7,2
Japanischer Yen	7,2	-0,2	6,6
Schweizer Franken	6,4	-0,6	-1,8
Polnischer Zloty	6,2	0,2	-4,3
Tschechische Krone	5,0	-0,2	5,6
Schwedische Krone	4,7	0,6	5,2
Koreanischer Won	3,9	-1,1	-6,8
Ungarischer Forint	3,2	2,7	6,1
Dänische Krone	2,6	-0,1	-0,1
Rumänischer Leu	2,0	0,0	-1,3
Kroatische Kuna	0,6	0,1	1,8

Quelle: EZB.

Anmerkung: Der nominale effektive Wechselkurs wird gegenüber den Währungen von 20 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets berechnet.

der asiatischen Schwellenländer und der rohstoffexportierenden Staaten verlief im Berichtszeitraum uneinheitlich. Betrachtet man die Währungen anderer EU-Mitgliedstaaten, so verzeichnete der Euro zum ungarischen Forint und zur schwedischen Krone Kursgewinne von 2,7 % bzw. 0,6 %, blieb im Verhältnis zu den übrigen Währungen aber stabil. Der litauische Litas und die dänische Krone, die am WKM II teilnehmen, änderten sich gegenüber der Gemeinschaftswährung kaum und wurden zu oder nahe bei ihrem jeweiligen Leitkurs gehandelt.

## 2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

### 2.1 GELDMENGE UND MFI-KREDITE

Die monetären Daten für Mai 2014 deuten auf eine nach wie vor schwache Grunddynamik des Geldmengenwachstums und der Kreditvergabe hin. Das jährliche M3-Wachstum blieb verhalten, erhöhte sich aber etwas vor dem Hintergrund einer weiterhin robust zunehmenden Geldmenge M1 und eines nicht mehr ganz so negativen Wachstums der anderen Komponenten. Die geringe Verzinsung monetärer Aktiva führt dazu, dass der geldhaltende Sektor täglich fällige Einlagen gegenüber sonstigen Einlagen oder marktfähigen Finanzinstrumenten innerhalb von M3 bevorzugt. Was die Gegenposten betrifft, so wurde der jährliche Zuwachs der weit gefassten Geldmenge von beträchtlichen monatlichen Zuflüssen bei den Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets getragen, die zum Teil Leistungsbilanzüberschüsse sowie ein fortgesetztes Interesse internationaler Anleger an Wertpapieren des Euro-Währungsgebiets widerspiegeln. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte jährliche Änderungsrate der MFI-Kreditvergabe an den privaten Sektor blieb im Mai zwar negativ, stieg aber den zweiten Monat in Folge an. Die Konsolidierung der Bankbilanzen und die in einigen Sektoren und Bankensystemen bestehende Notwendigkeit zum weiteren Abbau der Verschuldung wirkten sich immer noch stark wachstumshemmend auf die Kreditvergabe aus.

#### WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

Die Grunddynamik des weit gefassten Geldmengenaggregats blieb im Mai 2014 verhalten. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 erhöhte sich im Berichtsmonat auf 1,0 % nach 0,7 % im April (siehe Abbildung 5). Eine Betrachtung der Mittelströme innerhalb der Geldmenge M3 bestätigt, dass der Trend zur Umschichtung von sonstigen kurzfristigen Einlagen und marktfähigen Finanzinstrumenten hin zu hochliquiden Anlagen anhält.

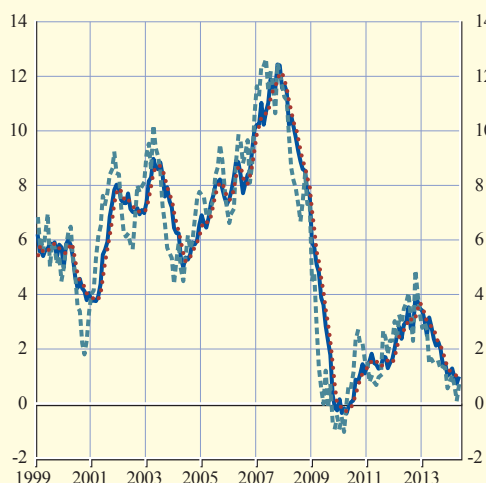
Was die Komponenten der weit gefassten Geldmenge betrifft, so leistete das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 weiterhin als einzige Hauptkomponente einen positiven Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen (M2 - M1) und die marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2) wirkten sich nicht mehr ganz so negativ aus. Die per saldo verzeichneten Abflüsse aus M3-Instrumenten, die eine vergleichsweise niedrige Verzinsung aufweisen, deuteten auf eine fortgesetzte Renditesuche des geldhaltenden Sektors hin. Diese Suche nach Rendite bewirkte eine Umschichtung von Mitteln aus M3-Instrumenten mit einer höheren Rendite hin zu weniger liquiden, risiko-reicheren Anlagen außerhalb von M3.

Bei den Gegenposten wurde die Geldschöpfung im Mai durch einen weiteren kräftigen Anstieg der Netto-Vermögensposition der MFIs gegenüber dem Ausland gestützt, der auf Leistungsbilanzüberschüsse sowie ein anhaltendes Interesse internationaler Investoren an Wertpapieren des

Abbildung 5 M3-Wachstum

(Veränderung in %; saison- und kalenderbereinigt)

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



Quelle: EZB.



Euro-Währungsgebiets zurückzuführen war. Das Kreditwachstum blieb hingegen schwach, allerdings hat die Unsicherheit im Zusammenhang mit einem Wendepunkt bei der Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften etwas nachgelassen. Grund für die rückläufigen längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs ist weiterhin der gesunkene Finanzierungsbedarf dieses Sektors vor dem Hintergrund des Verschuldungsabbaus und der durch die aktuellen Regulierungsvorschriften stimulierten Substitution von marktbasierter Fremdfinanzierungsmitteln durch einlagenbasierte Finanzierungsmittel.

Das Volumen der wichtigsten Aktiva der MFIs nahm in den drei Monaten bis Mai erneut ab, und zwar weitgehend in der gleichen Größenordnung wie in der jüngsten Vergangenheit, was darauf hindeutet, dass der allgemeine Trend zum Abbau der Verschuldung noch nicht zum Ende gekommen ist. Der Rückgang im Dreimonatszeitraum bis Mai belief sich auf 119 Mrd €.

#### HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Was die Hauptkomponenten von M3 im Einzelnen betrifft, so sank die jährliche Zuwachsrate von M1 im Mai auf 5,0 % nach 5,2 % im Vormonat (siehe Tabelle 4). Im Berichtsmonat wurde ein beträchtlicher monatlicher Zufluss bei der Geldmenge M1 verbucht, für den in erster Linie die Entwicklung der täglich fälligen Einlagen verantwortlich war und zu dem alle wichtigen Wirtschaftssektoren beitrugen. Ganz allgemein bestätigt die kräftige jährliche Zuwachsrate von M1 sowohl die anhaltend starke Liquiditätspräferenz des geldhaltenden Sektors als auch das wiedererstarke Vertrauen internationaler Anleger in finanzielle Vermögenswerte des Euroraums.

Die Zwölfmonatsrate der sonstigen kurzfristigen Einlagen (M2 - M1) belief sich im Berichtsmonat auf -1,9 % nach -2,4 % im April. Ausschlaggebend hierfür war eine Zunahme der Vorjahrsrate der kurzfristigen Termineinlagen, d. h. der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei

Tabelle 4 Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % von M3 <sup>1)</sup>	Jährliche Wachstumsraten					
		2013 Q2	2013 Q3	2013 Q4	2014 Q1	2014 April	2014 Mai
<b>M1</b>	<b>55,7</b>	<b>8,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>
Bargeldumlauf	9,4	2,7	2,6	4,1	6,0	5,3	5,5
Täglich fällige Einlagen	46,4	9,2	7,8	6,9	6,0	5,2	4,9
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	38,3	0,2	0,3	-1,2	-2,4	-2,4	-1,9
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	16,9	-5,8	-5,0	-6,3	-6,8	-6,0	-4,7
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	21,4	5,8	5,0	3,3	1,4	0,7	0,5
<b>M2</b>	<b>94,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	6,0	-14,9	-17,2	-17,1	-13,9	-15,3	-13,4
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>							
Kredite an öffentliche Haushalte		-0,1	-0,5	-1,2	-1,9	-2,2	-2,3
Buchkredite an öffentliche Haushalte		3,3	2,0	0,1	-0,2	-0,9	-1,4
Buchkredite an den privaten Sektor		-2,6	-6,0	-6,7	-4,0	-3,9	-1,6
Buchkredite an den privaten Sektor		-1,0	-1,2	-1,6	-2,3	-2,5	-2,5
Buchkredite an den privaten Sektor (um Verkäufe und Verbriefungen bereinigt) <sup>2)</sup>		-1,1	-1,9	-2,2	-2,2	-1,8	-2,0
		-0,6	-1,4	-1,8	-2,0	-1,6	-1,4
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>		<b>-4,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,4</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.

Jahren, von -6,0 % im April auf -4,7 % im Mai. Dagegen blieb das jährliche Wachstum der kurzfristigen Spareinlagen, d. h. der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten, im positiven Bereich, verringerte sich allerdings weiter von 0,7 % im April auf 0,5 % im Berichtsmonat.

Die Jahresänderungsrate der marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2) erhöhte sich, verbuchte aber im Mai mit -13,4 % abermals einen deutlich negativen Wert (nach -15,3 % im Vormonat). Maßgeblich hierfür waren weiterhin hohe negative Jahresänderungsraten der Geldmarktfondsanteile und Repogeschäfte sowie der kurzfristigen MFI-Schuldverschreibungen (d. h. mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren).

Die Jahreswachstumsrate sämtlicher M3-Einlagen – die auch Repogeschäfte umfassen und die größte Komponente von M3 darstellen, für die eine zeitnahe sektorale Aufschlüsselung vorliegt – lag im Berichtsmonat bei 1,6 %, verglichen mit 1,5 % im April. Auch die Vorjahrsraten der Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften legten leicht zu (um 0,1 bzw. 0,2 Prozentpunkte). Die Änderungsrate der Einlagen nichtmonetärer Finanzinstitute fiel indes weniger negativ aus als in den Vormonaten.

#### HAUPTGEGENPOSTEN ZU M3

Die Zwölfmonatsrate der MFI-Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euroraum sank im Mai leicht auf -2,3 % nach -2,2 % im Vormonat (siehe Tabelle 4). Grund hierfür war eine gesunkene Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte. Die Vorjahrsrate der Kredite an den privaten Sektor blieb unterdessen unverändert und belief sich den dritten Monat in Folge auf -2,5 %.

Die jährliche Änderungsrate der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte verringerte sich von -0,9 % im April auf -1,4 % im Mai, was damit zusammenhing, dass die MFIs im Eurogebiet auf Monatssicht per saldo staatliche Papiere abstießen. So kehrte sich die Jahreswachstumsrate der von den MFIs gehaltenen staatlichen Schuldverschreibungen im Berichtsmonat wieder ins Negative. Der Umstand, dass die MFIs im Euroraum staatliche Schuldtitel veräußern, steht mit der Beobachtung im Einklang, dass internationale Anleger vor dem Hintergrund der nachlassenden Spannungen an den Staatsanleihemärkten wieder Interesse an finanziellen Vermögenswerten des Euroraums zeigen.

Die Zusammensetzung der Kredite an den privaten Sektor wurde maßgeblich von einem einzelnen Verbriefungsgeschäft in Frankreich bestimmt, durch das die Zahlen zu den Wertpapieren ohne Aktien des privaten Sektors nach oben und zu den Wohnungsbaukrediten an private Haushalte nach unten verzerrt wurden.

Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte jährliche Änderungsrate der Vergabe von MFI-Buchkrediten an den privaten Sektor lag im Mai bei -1,4 %, hat sich also den zweiten Monat in Folge erhöht. Im Vormonatsvergleich kam es zu einem geringfügigen Abfluss, was in erster Linie auf monatliche Nettotilgungen von Buchkrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen war. Insbesondere bei den kurzen und mittleren Laufzeiten war eine Abnahme zu beobachten, während im langfristigen Bereich ein leichtes Plus zu verzeichnen war.

Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Zwölfmonatsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verbesserte sich im Mai auf -2,5 % nach -2,8 % im Vormonat (siehe Tabelle 5); allerdings wurden auf Monatssicht Nettotilgungen in einer ähnlichen Höhe wie in den beiden vorangegangenen Monaten vorgenommen. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Zwölfmonatsrate

**Tabelle 5 Buchkredite der MFIs an den privaten Sektor**

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts <sup>1)</sup>	Jährliche Wachstumsraten					
		2013 Q2	2013 Q3	2013 Q4	2014 Q1	2014 April	2014 Mai
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>	<b>41,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,6</b>
<i>Um Verkäufe und Verbriefungen bereinigt<sup>2)</sup></i>	-	-2,0	-2,8	-2,9	-3,0	-2,8	-2,5
Bis zu 1 Jahr	24,0	-1,0	-3,7	-4,1	-4,8	-5,1	-4,9
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	17,1	-6,4	-5,7	-5,3	-5,3	-3,6	-3,8
Mehr als 5 Jahre	58,8	-2,9	-3,1	-2,9	-1,5	-1,5	-1,2
<b>Private Haushalte<sup>3)</sup></b>	<b>49,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,7</b>
<i>Um Verkäufe und Verbriefungen bereinigt<sup>2)</sup></i>	-	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5
Konsumentenkredite <sup>4)</sup>	10,9	-3,4	-2,7	-3,0	-2,7	-2,1	-2,2
Wohnungsbaukredite <sup>4)</sup>	73,8	1,1	0,8	0,9	0,6	0,7	-0,3
Sonstige Kredite	15,2	-1,0	-1,2	-1,5	-1,7	-1,7	-1,7
<b>Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen</b>	<b>0,9</b>	<b>12,4</b>	<b>12,8</b>	<b>10,9</b>	<b>9,5</b>	<b>5,4</b>	<b>2,8</b>
<b>Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute</b>	<b>8,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-5,7</b>	<b>-9,0</b>	<b>-11,2</b>	<b>-7,4</b>	<b>-6,7</b>

Quelle: EZB.

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

1) Stand am Ende des letzten Monats, für den Daten vorliegen. 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.

der Buchkreditvergabe an private Haushalte erhöhte sich um 0,1 Prozentpunkte und lag im Berichtsmonat bei 0,5 %.

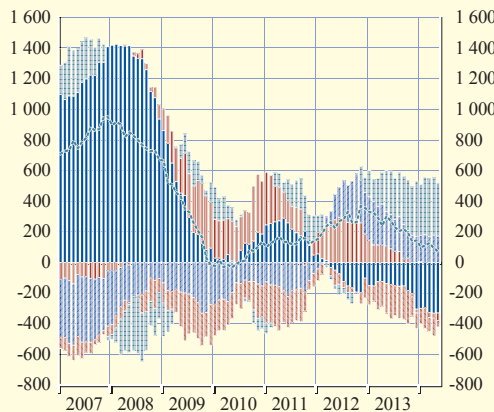
Die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) ist nun seit mehr als zwei Jahren negativ. Im Mai belief sie sich auf -3,4 % und war damit im Vergleich zu den letzten sechs Monaten weitgehend unverändert (siehe Tabelle 4). Auch gegenüber dem Vormonat waren im Mai Abflüsse zu verzeichnen, die mit anhaltenden Nettotilgungen in mehreren Euro-Ländern zusammenhängen.

Die Nettoforderungen der MFIs im Eurogebiet an Ansässige außerhalb des Euroraums erhöhten sich im Mai um 27 Mrd €. Die Netto-Auslandsaktiva der MFIs nehmen nun schon seit Juli 2012 kontinuierlich zu und sind der wichtigste Wachstumsmotor der Geldmenge M3; zudem wirken sie dem negativen Beitrag der Nettotilgungen von MFI-Krediten an Ansässige im Euro-Währungsgebiet entgegen. Im Zwölfmonatszeitraum bis Mai erhöhten sich die Nettoforderungen der MFIs im Euroraum an Gebietsfremde um 344 Mrd € (siehe Abbildung 6).

**Abbildung 6 Gegenposten zu M3**

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

- Kredite an den privaten Sektor (1)
- Kredite an öffentliche Haushalte (2)
- Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets (3)
- Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen) (4)
- Sonstige Gegenposten (einschließlich Kapital und Rücklagen) (5)
- M3



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.

Die jüngsten monetären Daten bestätigen insgesamt die schwache Grunddynamik der des Geldmengenwachstums und der Kreditvergabe. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge wird nach wie vor durch den Anstieg der Netto-Auslandsaktiva der MFIs und durch Umschichtungen zulasten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten begünstigt. Indes kommt in der verhaltenen monetären Dynamik auch die Renditesuche des geldhaltenden Sektors angesichts der niedrigen Verzinsung monetärer Anlagen und eines wiedererstarzten Vertrauens zum Ausdruck. Das Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen bleibt verhalten, allerdings hat die Unsicherheit im Zusammenhang mit einem Wendepunkt bei der Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften etwas nachgelassen.

## 2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

Im April 2014 nahm die Emission von Schuldverschreibungen durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet erneut ab und fiel etwas negativer aus als im März. Ausschlaggebend hierfür waren zum einen die zunehmende Begebung von Staatsanleihen angesichts günstigerer Marktbedingungen und zum anderen die weiter gesunkene Jahreswachstumsrate der Emission von Schuldtiteln durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Während die Zuwachsrate der Begebung von Schuldverschreibungen durch MFIs im negativen Bereich blieb, leistete dieser Sektor den größten Beitrag zur Emission börsennotierter Aktien durch Ansässige im Euroraum.

### SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen wies im April mit -1,0 % (nach -0,7 % im Vormonat) abermals ein negatives Vorzeichen auf (siehe Tabelle 6). Die sektorale Betrachtung zeigt, dass die jährliche Zuwachsrate der Emission von Schuldtiteln durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften weiter zurückging, und zwar von 7,9 % im März auf 6,2 % im April, während die Wachstumsrate der Begebung entsprechender Papiere durch MFIs mit -7,6 % nach wie vor negativ ausfiel. Bei den öffentlichen Haushalten erhöhte sich die Emissionsrate leicht von 4,2 % im März auf 4,7 % im Berichtsmonat. Dies war unter anderem dem zunehmenden Interesse der Anleger an relativ hoch verzinslichen Anleihen von

**Tabelle 6 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet**

Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €) April 2014	Jahreswachstumsraten <sup>1)</sup>					
		2013 Q2	2013 Q3	2013 Q4	2014 Q1	2014 März	2014 April
<b>Schuldverschreibungen</b>	<b>16 430</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>
MFIs	4 797	-6,5	-8,7	-8,9	-8,0	-7,7	-7,6
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	3 166	-0,7	0,9	0,3	-2,0	-2,2	-3,6
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	1 084	11,9	10,3	9,8	8,8	7,9	6,2
Öffentliche Haushalte	7 383	3,5	3,3	3,3	3,9	3,8	4,0
<i>Darunter:</i>							
Zentralstaaten	6 709	4,0	4,1	4,0	4,5	4,2	4,7
Sonstige öffentliche Haushalte	675	-0,6	-3,8	-3,1	-0,7	-0,8	-1,9
<b>Börsennotierte Aktien</b>	<b>5 840</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>
MFIs	639	2,5	7,8	7,4	8,7	9,0	10,9
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	484	2,6	1,5	0,8	1,3	2,0	1,8
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	4 717	0,2	0,3	0,5	0,8	1,2	1,3

Quelle: EZB.

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

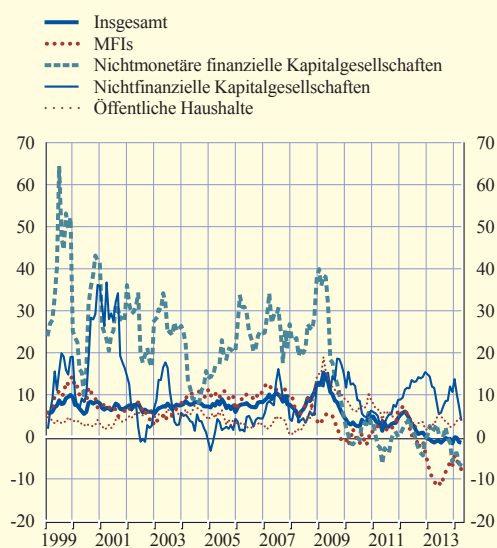
Euro-Ländern mit niedrigerem Rating zuzuschreiben; einige dieser Anleger nutzten die günstigeren Bedingungen für den Zugang zu den Anleihemärkten. Die Vorjahrsrate der von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen sank im April weiter in den negativen Bereich (-3,6 % nach -2,2 % im Vormonat).

Eine Aufgliederung der emittierten Schuldtitel nach Laufzeiten zeigt, dass sich die Refinanzierungsaktivität im April auf das festverzinsliche langfristige Marktsegment konzentrierte. Die Zwölfmonatsrate der Begebung langfristiger Schuldverschreibungen verringerte sich geringfügig von 0,0 % im März auf -0,1 % im Berichtsmonat. Dabei nahm die Emission variabel verzinslicher Papiere mit langer Laufzeit auf Jahressicht um 5,3 % ab (-5,0 % im Vormonat), was durch ein Plus bei der Begebung entsprechender festverzinslicher Schuldtitel von 1,7 % (unverändert gegenüber März) teilweise kompensiert wurde. Somit wies das Wachstum der Emission langfristiger Schuldverschreibungen mit variabler Verzinsung den 21. Monat in Folge ein negatives Vorzeichen auf. Die jährliche Zuwachsrates der Begebung kurzfristiger Schuldverschreibungen blieb den 20. Monat nacheinander negativ und belief sich im April auf -10,2 %, verglichen mit -8,3 % im März.

Die kurzfristigen Trends deuten darauf hin, dass die Emissionstätigkeit von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften schwächer war, als die Jahreswachstumsrate erkennen ließ (siehe Abbildung 7). Die annualisierte Sechsmonatsrate des Absatzes von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verringerte sich von 7,2 % im März auf 3,8 % im Berichtsmonat, während die entsprechende Rate der MFIs von -6,9 % auf -7,7 % sank. Bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften blieb diese Rate mit -6,8 % (nach -6,4 % im März) im negativen Bereich. Unterdessen erhöhte sich die annualisierte Sechsmonatsrate der Emissionstätigkeit der öffentlichen Haushalte von 3,9 % auf 4,9 %.

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

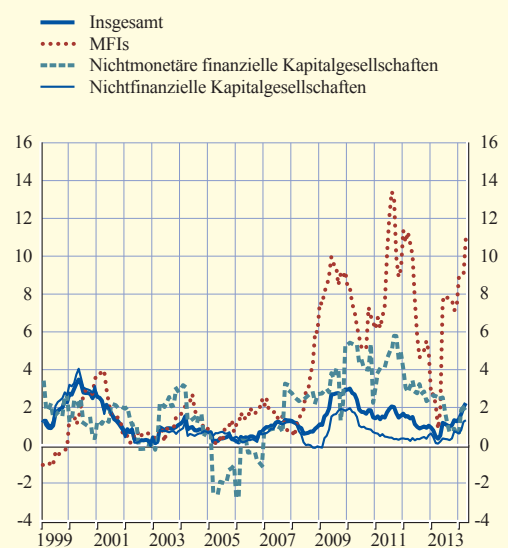
(auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

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

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

## BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien stieg im April auf 2,2 % gegenüber 2,0 % im März (siehe Abbildung 8). Bei den nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften beschleunigte sich das Jahreswachstum der Aktienemission von 1,2 % auf 1,3 %. Die entsprechende Zuwachsrate bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften verringerte sich von 2,0 % im März auf 1,8 % im Berichtsmonat. Die Zwölfmonatsrate der Aktienbegebung durch MFIs blieb indes robust und kletterte im selben Zeitraum von 9,0 % auf 10,9 %, worin die anhaltende Stärkung der Bilanzen des MFI-Sektors zum Ausdruck kommt.

## 2.3 GELDMARKTSÄTZE

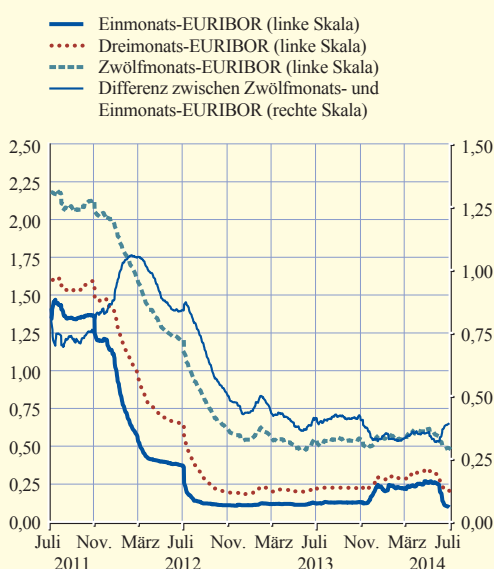
Im Zeitraum vom 4. Juni bis zum 2. Juli waren die Geldmarktsätze einschließlich des EONIA und des EONIA-Swapsatzes rückläufig. Dabei konzentrierte sich der Rückgang weitgehend auf die Zeit nach der Sitzung des EZB-Rats am 5. Juni. Durch die Aussetzung der wöchentlichen Feinsteueroptionsoperationen, mit denen bislang die im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte bereitgestellte Liquidität sterilisiert wurde, kam es zu einer Liquiditätszuführung, die zum Teil durch eine geringere Inanspruchnahme der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems und eine höhere Abschöpfung durch autonome Faktoren ausgeglichen wurde.

Die Zinsen am unbesicherten Geldmarkt waren im Zeitraum vom 4. Juni bis zum 2. Juli 2014 rückläufig. Der stetige Rückgang setzte nach der EZB-Ratssitzung am 5. Juni ein, auf der beschlossen wurde, die Leitzinsen der EZB zu senken und weitere Maßnahmen zur Verbesserung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu ergreifen. So fielen beispielsweise die Zinssätze für Einmonats- und Dreimonatsgeld um 15 bzw. 10 Basispunkte. Auch im längeren Laufzeitenbereich (z. B. sechs und zwölf Monate) gingen die Zinsen am unbesicherten Geldmarkt zurück. Infolgedessen betrugen die EURIBOR-Zinssätze für Einmonats-, Dreimonats-, Sechsmonats- und Zwölfmonatsgeld am 2. Juli 0,10 %, 0,21 %, 0,30 % bzw. 0,49 %. Dadurch vergrößerte sich der Abstand zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR, der eine Messgröße für den Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt darstellt, geringfügig und belief sich am 2. Juli auf rund 39 Basispunkte (siehe Abbildung 9).

Was die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Höhe der Geldmarktzinsen betrifft, so lagen die Zinssätze, die sich aus den Preisen für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im September und Dezember 2014 sowie im März und Juni 2015 ableiten, am 2. Juli 2014 bei 0,175 %, 0,165 %, 0,170 % bzw. 0,175 % und damit praktisch auf dem gleichen Niveau wie am 4. Juni. Die Unsicherheit

Abbildung 9 Geldmarktsätze

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



Quellen: EZB und Thomson Reuters.

am Geldmarkt, gemessen an der impliziten Volatilität der kurzfristigen Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Futures, ließ im Berichtszeitraum weiter nach und war mit 0,04 % am 2. Juli so gering wie seit Juli 2007 nicht mehr. Der Dreimonats-EONIA-Swapsatz sank unterdessen kontinuierlich und lag zuletzt bei 0,06 %. Der Spread zwischen dem Dreimonats-EURIBOR und dem Dreimonats-EONIA-Swapsatz verringerte sich bis zum 2. Juli um 6 auf 15 Basispunkte.

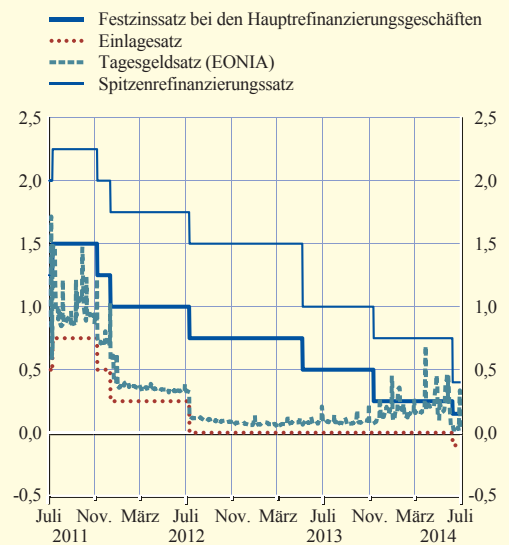
Von Ende Mai bis zur Sitzung des EZB-Rats am 5. Juni wies der EONIA eine gewisse Volatilität auf und schwankte in einer Bandbreite von 0,14 % bis 0,45 %. Diese Volatilität hing in erster Linie mit einer geringeren Überschussliquidität sowie mit einem Anstieg zum Monatsende zusammen. Ab der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, die am 11. Juni begann, sank der EONIA bei deutlich nachlassender Volatilität beträchtlich und lag die meiste Zeit nahe null (siehe Abbildung 10). Am 30. Juni erreichte er mit 0,34 % einen Höchststand, bevor er in den Tagen danach wieder auf ein Niveau nahe null zurückkehrte. Dieser Anstieg zum Monatsende resultierte vermutlich aus einer erhöhten Liquiditätsnachfrage aus Gründen der Bilanzkosmetik.

Vom 4. Juni bis zum 2. Juli führte das Eurosystem mehrere Refinanzierungsgeschäfte im Mengtenderverfahren durch. Bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften (HRGs) der fünften Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres, die am 10., 17. und 24. Juni sowie am 1. Juli durchgeführt wurden, wurden 136,8 Mrd €, 97,9 Mrd €, 115,0 Mrd € bzw. 97,1 Mrd € zugeteilt. Darüber hinaus fanden im Juni zwei längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) statt: am 10. Juni ein Geschäft mit einer Sonderlaufzeit von einer Erfüllungsperiode, bei dem 10 Mrd € bereitgestellt wurden, und am 25. Juni ein dreimonatiges LRG, bei dem 10,4 Mrd € zugeteilt wurden. Am 5. Juni 2014 beschloss der EZB-Rat, die Refinanzierungsgeschäfte mit einer Sonderlaufzeit von einer Erfüllungsperiode nach der Zuteilung am 10. Juni 2014 einzustellen.

Ferner wurde entschieden, die wöchentlichen Feinststeuerungsoperationen, mit denen bislang die im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte bereitgestellte Liquidität sterilisiert wurde, nach der am 10. Juni zugeteilten Operation auszusetzen. Bei diesem Geschäft schöpfte die EZB im Rahmen eines Zinstenders mit einem Höchstbietungssatz von 0,15 % 108,6 Mrd € ab. Außerdem machten die Geschäftspartner des Eurosystems von der Möglichkeit Gebrauch, die im Rahmen der dreijährigen LRGs vom 21. Dezember 2011 und 29. Februar 2012 aufgenommenen Mittel auf wöchentlicher Basis vorzeitig zurückzuzahlen. Insgesamt wurde vom 30. Januar 2013 bis zum 2. Juli 2014 ein Betrag von 586,4 Mrd € getilgt. Davon entfielen 343,2 Mrd € auf das am 21. Dezember 2011 zugeteilte LRG, die verbleibenden 243,2 Mrd € auf das am 29. Februar 2012 zugeteilte Geschäft.

Abbildung 10 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p. a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Thomson Reuters.

Die Überschussliquidität sank in der fünften Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2014 geringfügig auf durchschnittlich 116,6 Mrd € nach 117,2 Mrd € in der vorangegangenen Erfüllungsperiode. Der Anstieg der ausstehenden Offenmarktgeschäfte wurde fast vollständig durch die höhere Abschöpfung über autonome Faktoren ausgeglichen. Ursächlich für den Nettowachstum bei den ausstehenden Offenmarktgeschäften waren hauptsächlich eine vermehrte Inanspruchnahme der HRGs und LRGs (mit einer Laufzeit von einer Erfüllungsperiode bzw. drei Monaten) sowie eine geringere Liquiditätsabsorption durch Termineinlagen. Die tagesdurchschnittliche Nutzung der Einlagefazilität ging in der fünften Reserveerfüllungsperiode leicht auf 28,3 Mrd € zurück (verglichen mit 29,7 Mrd € in der vorangegangenen Erfüllungsperiode), und die über das Mindestreserve-Soll hinausgehenden Giro Guthaben der Banken beim Eurosystem erhöhten sich im Durchschnitt von 87,7 Mrd € auf 88,3 Mrd €. Die durchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität verringerte sich geringfügig von 0,2 Mrd € auf 0,1 Mrd €.

Die Überschussliquidität stieg und belief sich in den ersten drei Wochen der sechsten Erfüllungsperiode des Jahres 2014 im Schnitt auf rund 132,1 Mrd €. Bedingt war dies hauptsächlich durch den höheren Betrag an ausstehenden Offenmarktgeschäften, der sich aus der Aussetzung der wöchentlichen Feinsteuerungsoperationen ergab, die bislang zur Sterilisierung der im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte bereitgestellten Liquidität durchgeführt worden waren. Die daraus resultierende Liquiditätszuführung wurde zum Teil durch die geringere Inanspruchnahme der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems (HRGs und LRGs) und eine höhere Abschöpfung durch autonome Faktoren kompensiert. Somit wurde durch die Aussetzung der wöchentlichen liquiditätsabschöpfenden Feinsteuerungsoperationen per saldo Liquidität in Höhe von 66,1 Mrd € zugeführt.

## 2.4 ANLEIHEMÄRKTE

*Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet gingen im Juni und Anfang Juli – insbesondere nach der Sitzung des EZB-Rats am 5. Juni – weiter zurück und lagen zuletzt auf dem niedrigsten Niveau, das jemals verzeichnet wurde. Dagegen nahmen die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen vor dem Hintergrund sich verbessernder Arbeitsmarktbedingungen und einer höheren Inflation im selben Zeitraum geringfügig zu. Die Renditeabstände der Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet verringerten sich angesichts einer leicht rückläufigen Unsicherheit am Anleihemarkt und eines wiederkehrenden Vertrauens. Den Finanzmarktindikatoren zufolge waren die langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum weiterhin vollständig mit Preisstabilität vereinbar.*

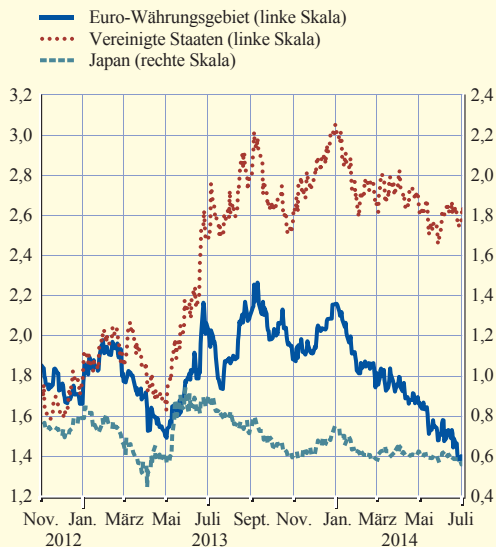
Von Ende Mai bis zum 2. Juli 2014 gingen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen mit AAA-Rating im Euro-Währungsgebiet um etwa 10 Basispunkte auf rund 1,4 % zurück. Dies ist der niedrigste Stand seit der Einführung der Zeitreihe im Jahr 2004 (siehe Abbildung 11). Auch bei den kürzerfristigen Laufzeiten gaben die Renditen der Schuldtitel von Euro-Ländern mit AAA-Bonität im Berichtszeitraum nach. Die Verzinsung zehnjähriger US-Staatsanleihen zog um etwa 15 Basispunkte auf 2,6 % an, während die Renditen entsprechender Staatstitel in Japan mit rund 0,6 % weitgehend unverändert blieben.

Bei näherer Betrachtung der Entwicklung zeigt sich, dass der Renditerückgang bei den langfristigen Staatsanleihen im Eurogebiet vor allem eine Reaktion auf die Juni-Sitzung des EZB-Rats war, auf der beschlossen wurde, die EZB-Leitzinsen zu senken und weitere Maßnahmen zur Verbesserung



**Abbildung 11 Renditen langfristiger Staatsanleihen**

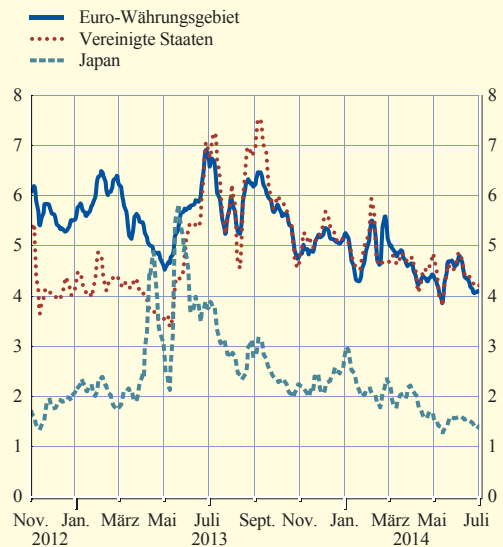
(in % p. a.; Tageswerte)



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 basiert auf Daten der EZB zu Anleihen mit AAA-Rating; derzeit umfassen diese Daten deutsche, finnische, niederländische und österreichische Anleihen.

**Abbildung 12 Implizite Volatilität an den Staatsanleihemärkten**

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



Quelle: Bloomberg.  
 Anmerkung: Die implizite Volatilität an den Anleihemärkten stellt eine Messgröße für die Unsicherheit hinsichtlich der kurzfristigen (bis zu drei Monate) Kursentwicklung von deutschen und US-Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit dar. Sie basiert auf den Marktwerten der entsprechenden gehandelten Optionskontrakte. Die Berechnungen von Bloomberg basieren auf der impliziten Volatilität der am nächsten am Geld liegenden Ausübungspreise von Put- und Call-Optionen, wobei solche Futures zugrunde gelegt werden, die als nächste auslaufen.

des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu ergreifen. Einige Tage nach der Ratssitzung kehrten die Renditen langfristiger Staatstitel im Euroraum wieder auf das zu Beginn des Beobachtungszeitraums verzeichnete Niveau zurück, um dann bis zum Ende der Berichtsperiode geringfügig weiter bis auf 1,4 % zu sinken. In den Vereinigten Staaten zogen die Renditen langfristiger Staatsanleihen vor dem Hintergrund besserer Arbeitsmarktbedingungen und einer höheren Inflation an. Die Ankündigung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank vom 18. Juni, das Wertpapierankaufprogramm um weitere 10 Mrd USD auf 35 Mrd USD pro Monat zu drosseln, löste keine nennenswerten Renditeänderungen aus.

Die Unsicherheit der Anleger in Bezug auf die kurzfristige Entwicklung am Anleihemarkt (gemessen an der aus Optionen auf Anleihen mit kurzer Laufzeit abgeleiteten impliziten Volatilität) ließ während des Berichtszeitraums im Euroraum insgesamt nach, wobei sie im Vorfeld der EZB-Ratssitzung vom Juni zunächst zugenommen hatte und danach einem steten Abwärtspfad gefolgt war (siehe Abbildung 12). Die Unsicherheit an den Anleihemärkten der Vereinigten Staaten war unterdessen ebenfalls rückläufig. Am 2. Juli belief sich die implizite Volatilität an den Anleihemärkten der beiden Wirtschaftsräume auf gut 4 %.

Insgesamt gingen die Renditen langfristiger Anleihen in den meisten Ländern des Euro-Währungsgebiets von Ende Mai bis Anfang Juli weiter zurück, und die Renditeabstände zwischen den staatlichen Schuldtiteln der einzelnen Euro-Länder engten sich weiter ein, was vor dem Hintergrund eines

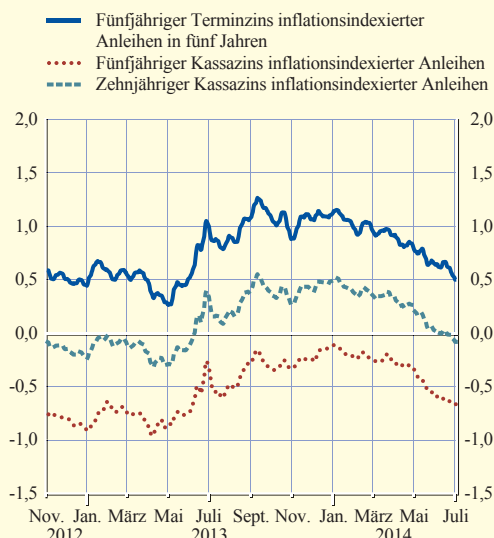
sich anhaltend verbessernden Anlegervertrauens erfolgte. Diese Entwicklung steht im Einklang mit der starken Nachfrage nach den von Spanien und Portugal neu emittierten Staatsanleihen. Die Anleihe-spreads der einzelnen Länder gegenüber den Zinssätzen für Tagesgeldsatz-Swaps (Over-night Index Swaps – OIS) verringerten sich in den meisten Staaten des Eurogebiets.

Die anhand der Renditen inflationsindexierter Staatsanleihen gemessenen Realrenditen im Eurogebiet<sup>1</sup> bewegten sich im Berichtszeitraum weiter nach unten (siehe Abbildung 13). Von Ende Mai bis zum 2. Juli sanken die realen Anleiherenditen im Fünf- und Zehnjahresbereich um rund 8 bzw. 11 Basispunkte auf -0,66 % bzw. -0,08 %. Infolgedessen verringerten sich die langfristigen realen Terminzinssätze im Eurogebiet um 15 Basispunkte auf zuletzt etwa 0,50 %. Aktuell liegen die Realrenditen auf ihrem niedrigsten Stand seit rund einem Jahr. In Kasten 3 findet sich eine kurze Darstellung der Realzinsen im Euro-Währungsgebiet und ihrer Bestimmungsfaktoren.

1 Die Realrendite inflationsindexierter Staatsanleihen im Eurogebiet wird berechnet als BIP-gewichtete Durchschnittsrendite französischer und deutscher inflationsindexierter Staatsanleihen. Nähere Einzelheiten finden sich in: EZB, Schätzung der Realrenditen und Breakeven-Inflationsraten im Gefolge der jüngsten Verschärfung der Staatsschuldenkrise, Kasten 5, Monatsbericht Dezember 2011.

Abbildung 13 Nullkuponrenditen inflationsindexierter Anleihen im Euro-Währungsgebiet

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



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die realen Anleiherenditen werden als BIP-gewichteter Durchschnitt der separaten realen Renditen deutscher und französischer Anleihen ermittelt.

### Kasten 3

#### DIE REALZINSEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET AUS LÄNGERFRISTIGER SICHT

Unterschiedlichen Messgrößen zufolge liegen die längerfristigen risikofreien Realzinsen im Euro-Währungsgebiet derzeit deutlich unter ihrem vor der Krise verzeichneten Stand.<sup>1</sup>

Abbildung A zeigt die fünfjährigen realen Terminzinssätze in fünf Jahren für den Euroraum und die Vereinigten Staaten, die als Differenz zwischen den Nominalzinsen für Tagesgeldsatz-Swaps (Overnight Index Swaps – OIS) und den inflationsindexierten Swapsätzen mit fünf- und zehnjähriger Laufzeit berechnet werden.<sup>2</sup> Vordergründig deuten die Daten darauf hin, dass die Märkte momentan Realzinsen im Eurogebiet von knapp unter 0 % erwarten, verglichen mit einem Wert von rund 2 % vor der Krise.

1 Risikofreie Zinsen sind die Renditen idealer, vollkommen liquider Anleihen, die keinerlei Kreditrisiko beinhalten. Eine detaillierte Erörterung findet sich im Aufsatz „Risikofreie Zinssätze für das Euro-Währungsgebiet: Messprobleme, jüngere Entwicklung und Bedeutung für die Geldpolitik“ im vorliegenden Monatsbericht.

2 Die nominalen fünfjährigen Terminzinssätze in fünf Jahren werden anhand fünf- und zehnjähriger OIS-Sätze berechnet. Die Ermittlung der fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsätze in fünf Jahren erfolgt mittels der fünf- und zehnjährigen inflationsindexierten Swapsätze.

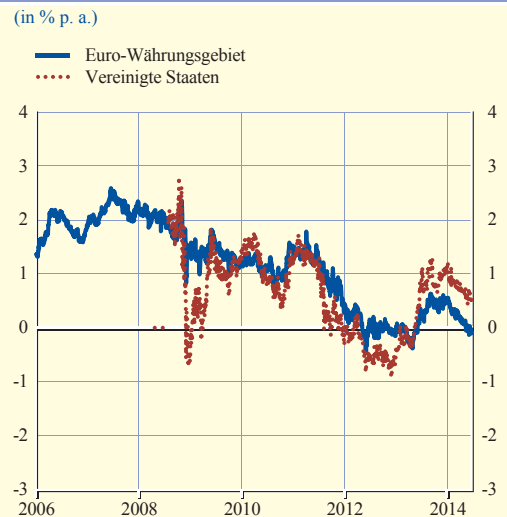
Für den Rückgang der längerfristigen risikofreien Realzinsen ist eine Vielzahl komplementärer, wenn auch unterschiedlicher Erklärungen angeführt worden. Einige nehmen Bezug auf die Auswirkungen einer stark akkommodierenden Geldpolitik in einem Umfeld, in dem sich die kurzfristigen nominalen Leitzinsen in der Nähe der Untergrenze befinden. Andere verweisen auf mittelfristige Entwicklungen wie beispielsweise die Bilanzanpassungen im Gefolge der Finanzkrise sowie die binnenwirtschaftlichen und globalen Ungleichgewichte zwischen Investitionen und Ersparnissen. Wieder andere stellen auf Veränderungen der langfristigen Einflussfaktoren der Realzinsen ab, die unter anderem die Bevölkerungsentwicklung und das trendmäßige Produktivitätswachstum widerspiegeln.

Im vorliegenden Kasten werden einige der Faktoren betrachtet, die aus längerfristiger Sicht die risikofreien realen Zinssätze nach unten drücken. Eine solche Analyse kann jedoch nicht ohne eine ungefähre begriffliche Abgrenzung des gleichgewichtigen Realzinses erfolgen.<sup>3</sup> Obwohl kein Konsens über seine genaue Definition herrscht, kann dieser Zinssatz ganz allgemein beschrieben werden als das Niveau des Realzinses, bei dem die Produktion ihrem Potenzial und die Inflation ihrem Zielwert entspricht.<sup>4</sup>

Am einfachsten und direktesten lässt sich der gleichgewichtige Realzins anhand des in ferner Zukunft von den Marktteilnehmern erwarteten realen risikofreien Zinssatzes ermitteln (siehe Abbildung A). Allerdings weisen die marktbasieren Messgrößen, die zwar zukunftsgerichtet und täglich verfügbar sind, zwangsläufig erhebliche Schwächen auf. So sind sie nicht unfundamentalen optimistischen und pessimistischen Phasen ausgesetzt und werden tendenziell von zeitvariablen Prämien verzerrt. Zahlreiche Messgrößen der Laufzeitprämien für längere Zeithorizonte sind derzeit im negativen Bereich, was dem stark akkommodierenden geldpolitischen Kurs zuzuschreiben ist. Dies ist eine Erklärung dafür, weshalb längerfristige Realzinsen niedrig sein können, auch wenn die längerfristigen Schätzungen zum Potenzialwachstum des BIP in den nächsten sechs bis zehn Jahren laut Europäischer Kommission und der Umfrage von Consensus Economics bei rund 1,5 % liegen.

Aus konzeptioneller Sicht erfordert eine fundiertere Diskussion, die darauf abzielt, die Bestimmungsfaktoren des gleichgewichtigen Realzinses aus der Perspektive des allgemeinen Gleichgewichts zu erklären, eine Taxonomie, welche sich auf den Zeitrahmen bezieht, in dem Produktions- und Inflationsstabilität erreicht und aufrechterhalten werden. Um längerfristige

Abbildung A Fünfjährige reale Terminzinssätze in fünf Jahren



Quellen: Reuters, Bloomberg und EZB-Berechnungen. Tageswerte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 23. Juni 2014.  
 Anmerkung: Die realen Zinssätze werden berechnet als Differenz zwischen den Nominalzinsen für Tagesgeldsatz-Swaps und den inflationsindexierten Swapsätzen mit fünf- und zehnjähriger Laufzeit.

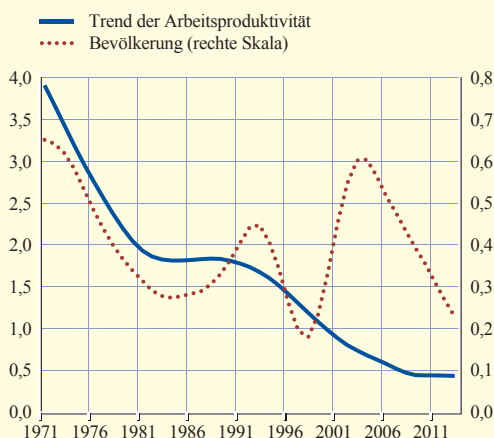
3 Ein Überblick findet sich in: EZB, Der natürliche Realzins im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Mai 2004.

4 Siehe hierzu: EZB, Produktionspotenzial, gesamtwirtschaftliche Unterauslastung und der Zusammenhang mit der nominalen Entwicklung seit Beginn der Krise, Monatsbericht November 2013, sowie EZB, Entwicklung des Produktionspotenzials, Monatsbericht Januar 2011.

Determinanten zu identifizieren, ist ein neutrales Konzept ratsam, in dem von der Dynamik des Konjunkturzyklus abstrahiert wird. Diesem Ansatz folgend wird davon ausgegangen, dass der gleichgewichtige Realzinssatz auf dem Realzins beruht, der in ferner Zukunft erwartet wird, wenn sich die Auswirkungen sämtlicher wirtschaftlicher Schocks abgeschwächt haben. Das reale BIP würde dann sein Potenzialniveau erreichen, und die Inflation würde ihrem Zielwert entsprechen. Dementsprechend wird der gleichgewichtige Realzins auf lange Sicht vollständig von Fundamentalprozessen (binnenwirtschaftlicher und globaler Natur) bestimmt, die mit dem technischen Fortschritt, der Bevölkerungsentwicklung und der Zeitpräferenz der Verbraucher zusammenhängen. Darüber hinaus sind je nach den strukturellen Merkmalen des jeweiligen als angemessen erachteten Analyserahmens auch die Trends des finanzpolitischen Kurses, die Ausgestaltung der sozialen Sicherungssysteme und Veränderungen der Finanzstruktur von Bedeutung.<sup>5</sup>

Abbildung B Ausgewählte langfristige Determinanten des gleichgewichtigen Realzinses im Euro-Währungsgebiet

(in %; Veränderung gegen Vorjahr)



Quellen: Vereinte Nationen, Eurostat, AWM-Datenbank und EZB-Berechnungen.

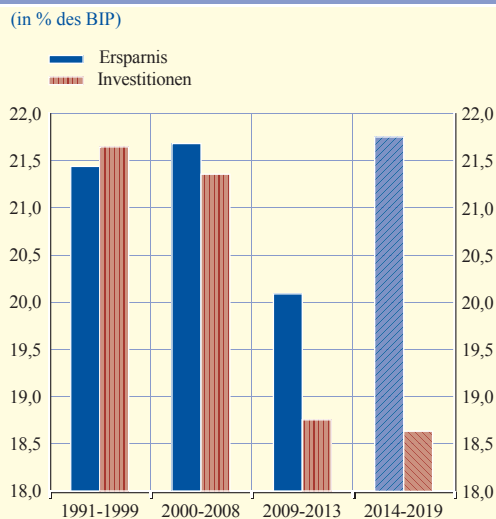
Anmerkung: Der Trend der Arbeitsproduktivität wurde mithilfe eines Hodrick-Prescott-Filters geschätzt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2013.

Einige der langfristigen Determinanten des gleichgewichtigen Realzinses, die in den Wirtschaftswissenschaften vorgeschlagen werden, begünstigen einen Abwärtstrend dieses Zinssatzes. In Abbildung B sind die langfristige Zuwachsrates des technischen Fortschritts (hier vereinfacht als Produktionsleistung je Erwerbstätigen berechnet) sowie das Bevölkerungswachstum dargestellt. Dabei wird ein Abwärtstrend in der Produktivität ersichtlich, der in den frühen Siebzigerjahren einsetzte und sich in den vergangenen Jahren auf niedrigem Niveau stabilisiert hat. Das Bevölkerungswachstum war in den letzten Jahrzehnten zwar etwas volatil, sank aber von rund 0,7 % Anfang der 1970er-Jahre auf unter 0,3 % im Jahr 2012. Auch in den nächsten Jahren ist mit einem weiteren Rückgang zu rechnen.

Was eine eher mittelfristig orientierte Perspektive betrifft, so ist hervorzuheben, dass der gleichgewichtige Realzins in der Regel von Verschiebungen beim relativen Angebot an privaten Ersparnissen sowie bei der Nachfrage nach Buchkrediten beeinflusst wird. Das bedeutet, dass der aktuelle, durch die Finanzkrise bedingte Abbau von Ungleichgewichten im Euro-Währungsgebiet zu einem Abwärtsdruck auf die realen Zinssätze führt. Dies geschieht im Wesentlichen über zwei Kanäle: a) Die Ersparnisse der öffentlichen und privaten Haushalte dürften im Zuge einer Stärkung der öffentlichen Finanzen und der Bilanzen des privaten Sektors zunehmen, und b) was die Nachfrage nach inländischen Finanzierungsmitteln anbelangt, so sind die Investitionen gemessen am BIP des Euroraums in den vergangenen Jahren deutlich zurückgegangen. Für die kommenden Jahre ist mit einem leichten Anstieg dieser Quote zu rechnen, doch besteht das Risiko einer schleppenden Erholung. Insgesamt gesehen dürfte sich die Lücke zwischen Ersparnis und Investitionen im Eurogebiet, die sich in den letzten fünf Jahren stark vergrößert hat, im

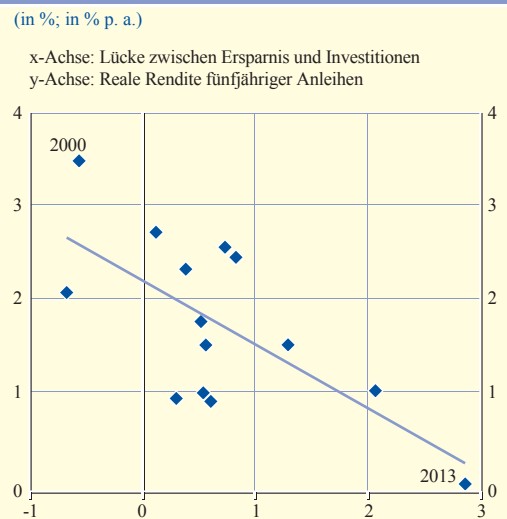
<sup>5</sup> Eine aktuelle Diskussion aus Sicht des allgemeinen Gleichgewichts findet sich in: E. Kara und L. v. Thadden, Interest rate effects of demographic changes in a New-Keynesian life-cycle framework, in: Macroeconomics Dynamics, erscheint in Kürze.

**Abbildung C Nationale Bruttoersparnis und -investitionen im Euro-Währungsgebiet**



Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.

**Abbildung D Reale Rendite fünfjähriger Anleihen und Lücke zwischen Ersparnis und Investitionen im Euro-Währungsgebiet (2000 bis 2013)**



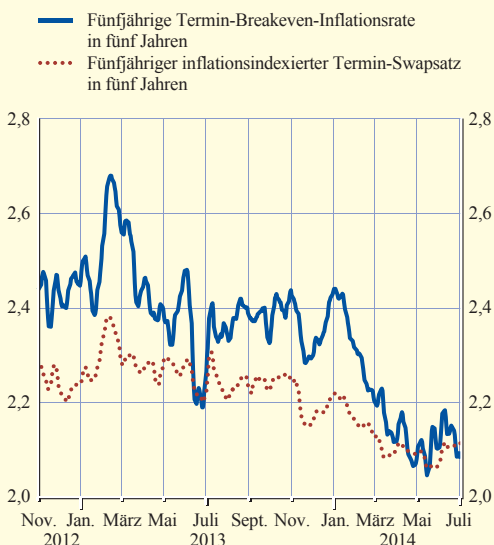
Quellen: IWF, Consensus Economics, Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die nominalen Renditen fünfjähriger Staatsanleihen wurden mit den gewichteten Inflationserwartungen in fünf Jahren von Consensus Economics für die vier größten Euro-Länder deflationiert.

Zeitraum von 2014 bis 2019 noch weiter ausdehnen (siehe Abbildung C, die auf IWF-Schätzungen basiert). Zwar ist die Größenordnung dieses Effekts sehr ungewiss, doch dürfte sich – wie aus Abbildung D hervorgeht – Abwärtsdruck auf die realen Zinssätze entwickeln. Diese Abbildung zeigt eine einfache Streudiagrammanalyse im Hinblick auf das Verhältnis der realen Ex-ante-Renditen fünfjähriger Staatsanleihen zur Lücke zwischen Ersparnis und Investitionen im Euro-Währungsgebiet und lässt den Schluss zu, dass eine negative Korrelation besteht. Allerdings könnten globale Entwicklungen wie beispielsweise die voraussichtlich kleiner werdende Lücke zwischen Ersparnis und Investitionen in Schwellenländern die Wirkung solcher Kräfte durchaus abschwächen. Darüber hinaus müssen vor dem Hintergrund der Bevölkerungsalterung und veränderter Regulierungs- und Rechnungslegungsgrundsätze auch strukturelle Faktoren wie etwa die jüngst beobachtete hohe Nachfrage nach risikofreien Vermögenswerten durch Institutionen wie Pensionseinrichtungen und Versicherungsgesellschaften berücksichtigt werden, um eine vollständige Analyse zu ermöglichen.

Die Finanzmarktindikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum, die als Differenz zwischen den entsprechenden nominalen und inflationsindexierten Anleihen berechnet werden, sind seit Ende Mai praktisch konstant geblieben. Die fünfjährigen Breakeven-Inflationsraten beliefen sich am 2. Juli auf rund 1,1 %, im Zehnjahresbereich lagen sie bei etwa 1,6 %. Die anleihebasierte fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren war somit – ungeachtet einer gewissen Volatilität – am Ende des Beobachtungszeitraums ebenfalls weitgehend unverändert und lag am 2. Juli bei 2,1 % (siehe Abbildung 14). Zugleich zogen die etwas weniger volatilen langfristigen Termin-Breakeven-Inflationsraten, die anhand von inflationsindexierten Swaps berechnet werden, geringfügig auf 2,1 % an. Insgesamt weisen die marktbasierenden Indikatoren weiter darauf

**Abbildung 14 Nullkupon-Breakeven-Inflationsraten und inflationsindexierte Swapsätze im Euro-Währungsgebiet**

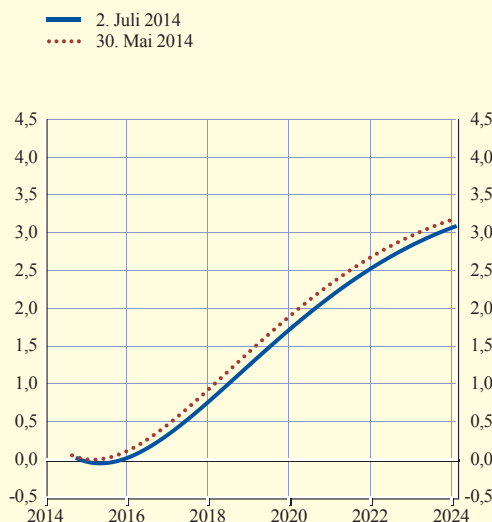
(in % p. a.; gleitender Fünftagesdurchschnitt der Tageswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die Breakeven-Inflationsraten werden als BIP-gewichteter Durchschnitt separat geschätzter Breakeven-Inflationsraten für Deutschland und Frankreich ermittelt.

**Abbildung 15 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet**

(in % p. a.; Tageswerte)



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

Anmerkung: Die implizite Terminzinnskurve, 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 Terminzinnskurven 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.

hin, dass die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer nach wie vor vollständig mit Preisstabilität vereinbar sind.<sup>2</sup> In Kasten 4 werden die in den marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen enthaltenen Inflationsrisikoprämien beschrieben.

Die Strukturkurve der impliziten Terminzinsen für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet hat sich von Ende Mai bis zum 2. Juli für alle Laufzeiten nach unten verlagert, wobei die größte Verschiebung bei Laufzeiten von circa fünf Jahren erfolgte (siehe Abbildung 15).

Die Renditeabstände von Investment-Grade-Unternehmensanleihen im Euroraum gegenüber dem EMU-AAA-Government-Bond-Index von Merrill Lynch verringerten sich im Berichtszeitraum in allen Ratingklassen.

<sup>2</sup> Eine ausführlichere Analyse der Verankerung langfristiger Inflationserwartungen findet sich in: EZB, Bewertung der Verankerung längerfristiger Inflationserwartungen, Monatsbericht Juli 2012.

### INFLATIONSRIKOPRÄMIEN IN MARKTBASIERTEN MESSGRÖSSEN DER INFLATIONSERWARTUNGEN

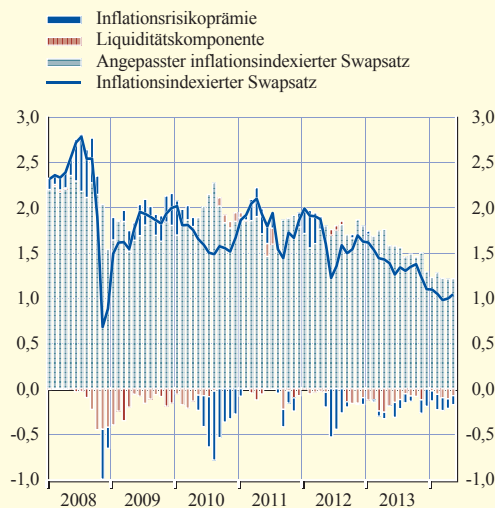
Analog zur Entwicklung der HVPI-Inflation ist auch bei den kürzerfristigen marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen seit Sommer 2012 ein rückläufiger Trend zu beobachten. Derzeit deuten die marktbasieren Inflationserwartungen darauf hin, dass sich die Teuerung in den kommenden Jahren nur ganz allmählich erhöhen und frühestens 2020 wieder ein Niveau nahe 2 % erreichen wird. Im Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB wird hingegen mit einer etwas schnelleren Annäherung an die 2 %-Marke gerechnet (siehe hierzu auch Abbildung B in Kasten 5 dieses Monatsberichts; dort wird die jüngste Entwicklung der umfragebasierten Messgrößen genauer erörtert). Im vorliegenden Kasten wird dargelegt, dass die Differenz zwischen marktbasieren und umfragebasierten Inflationserwartungen teilweise auf Risikokomponenten der inflationsindexierten Swapsätze zurückzuführen ist.

#### Bemessung der in inflationsindexierten Swapsätzen enthaltenen Risikokomponenten

Die aus Swapsätzen abgeleitete Messgröße der Inflationserwartungen kann durch zeitweise beträchtliche Liquiditätseffekte und Risikoprämien beeinflusst werden. Eine Schätzung dieser Komponenten kann daher zu einem besseren Verständnis der marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen beitragen.

**Abbildung A Zerlegung der einjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsätze in einem Jahr in ihre Komponenten**

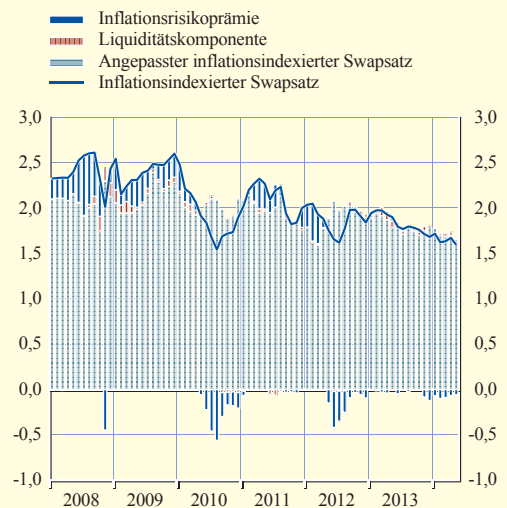
(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Zerlegung basiert auf der Regression der Differenz zwischen den einjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsätzen in einem Jahr und den zweijährigen Inflationsprognosen des SPF auf verschiedene Risikoindikatoren (siehe Haupttext). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2014.

**Abbildung B Zerlegung der einjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsätze in vier Jahren in ihre Komponenten**

(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Zerlegung basiert auf der Regression der Differenz zwischen den einjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsätzen in vier Jahren und den fünfjährigen Inflationsprognosen des SPF auf verschiedene Risikoindikatoren (siehe Haupttext). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2014.

Die Schätzung der Risikoprämien und der Liquiditätseffekte erfolgt anhand einer Regression der Differenz zwischen den aus inflationsindexierten Swapsätzen und den aus dem SPF abgeleiteten Inflationserwartungen auf Risikoindikatoren (z. B. Preise für Inflationsoptionen, Volatilität der Inflation usw.) und Liquiditätsmaße (gemessen als Differenz zwischen anleihebasierten Break-even-Inflationsraten und inflationsindexierten Swapsätzen mit entsprechendem Zeithorizont). Der Anteil, der sich durch die risikobedingten Regressoren erklären lässt, wird als Messgröße der Inflationsrisikoprämie betrachtet. In Abbildung A und B werden die beobachteten inflationsindexierten Termin-Swapsätze in angepasste Teuerungsraten, Inflationsrisikoprämien und eine Liquiditätskomponente zerlegt.

Hierbei zeigt sich, dass die Inflationsrisikoprämie zwar im Schnitt positiv war, aber in den letzten Monaten negative Werte aufwies. Das Vorhandensein einer (leicht) negativen Inflationsrisikoprämie signalisiert, dass die Inflationserwartungen zurzeit möglicherweise höher sind und damit näher an den umfragebasierten Messgrößen liegen, als aufgrund der Inflationsswapsätze zu erwarten. Dies dürfte vor allem auf die kurzen Laufzeithorizonte zutreffen, wohingegen der Effekt bei den langen Laufzeiten sehr gering ausfällt. Liquiditätseffekte scheinen hingegen nur eine untergeordnete Rolle zu spielen, was die Vermutung nahelegt, dass die Märkte für Produkte zur Absicherung gegen Inflationsrisiken – anders als unmittelbar nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers – derzeit gut funktionieren.

### Interpretation der Inflationsrisikoprämie

Die Inflationsrisikoprämie hängt mit den unterschiedlichen Absicherungseigenschaften nominaler Anleihen einerseits und inflationsindexierter Anleihen und Swaps andererseits zusammen. Diese Eigenschaften ergeben sich wiederum aus der Art der am ehesten zu erwartenden Schocks auf die Volkswirtschaft.

Gehen Marktteilnehmer beispielsweise von einem Rückgang der realen Produktion (und des Konsums) aus, halten aber eine Zunahme der Teuerung für sehr wahrscheinlich, dann bietet eine nominale Anleihe keine gute Absicherung gegen dieses Szenario, da sich ihre reale Rendite bei einem geringen Konsum verschlechtern würde (keine Konsumglättung). Wären hingegen sowohl Produktion/Konsum als auch Inflation rückläufig, dann könnten nominale Anleihen Schutz vor einem Konsumeinbruch bieten, weil sich ihre reale Rendite bei einem Inflationsrückgang erhöht. Eine negative Inflationsrisikoprämie kann daher rational sein, wenn die Märkte davon ausgehen, dass ein makroökonomischer Schock mit sinkenden Konsumausgaben und fallender Inflation wahrscheinlicher ist als ein Schock, der mit einer steigenden Teuerung einhergeht.

Zusammenfassend ist anzumerken, dass die Märkte für Instrumente zur Absicherung gegen Inflationsrisiken – anders als unmittelbar nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers – zurzeit gut funktionieren und Liquiditätseffekte nur eine untergeordnete Rolle zu spielen scheinen. Die Abwärtsrisiken für die Inflation können daher teilweise als negative Inflationsrisikoprämie interpretiert werden. Dies hängt damit zusammen, dass nominale Anleihen andere Absicherungseigenschaften gegen eine sinkende Inflation haben als inflationsindexierte Anleihen und Swaps. Insgesamt dürfte das derzeit niedrige Niveau der inflationsindexierten Swapsätze auf das Zusammenspiel von niedrigen Inflationserwartungen und einem geringen Absicherungsbedarf gegen hohe Teuerungsraten zurückzuführen sein.



## 2.5 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

Im April 2014 sanken die MFI-Zinsen für Einlagen privater Haushalte, während kurzfristige Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften höher verzinst wurden. Die Zinssätze für langfristige Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften blieben indessen im Großen und Ganzen unverändert. Auch die meisten MFI-Kreditzinsen waren im April weiterhin stabil; eine Ausnahme bildeten die Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte, die erneut nachgaben. Der Abstand zwischen Kreditzinsen und Marktsätzen verengte sich im kurzen Zinsbindungsbereich leicht, während er sich bei den langen Fristen ausweitete.

Was die kurzen Laufzeiten und kürzeren Zinsbindungsfristen betrifft, so erhöhten sich die MFI-Zinssätze für Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr im April 2014 um 7 Basispunkte auf 0,7 %, während die Zinsen für entsprechende Einlagen privater Haushalte um 1 Basispunkt auf 1,6 % sanken. Die Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit variabler Verzinsung oder einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr gaben um 7 Basispunkte auf 2,7 % nach, während sich die Zinssätze für Konsumentenkredite um 17 Basispunkte auf 5,7 % verringerten (siehe Abbildung 16). Bei den Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieben die Zinsen für kleine Kredite (bis zu 1 Mio €) und große Darlehen (mehr als 1 Mio €) mit kurzer Zinsbindung relativ stabil bei 3,8 % bzw. 2,3 %. Der Zinsabstand zwischen kleinen und großen Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit kurzer Zinsbindungsfrist weitete sich im Berichtsmontat geringfügig auf 155 Basispunkte aus und lag damit weiterhin deutlich über dem seit 2007 verzeichneten Durchschnitt von rund 120 Basispunkten. Die relative Größenordnung dieses Spreads deutet darauf hin, dass die Finanzierungsbedingungen für kleine und mittlere Unternehmen noch immer schlechter sind als für große Firmen.

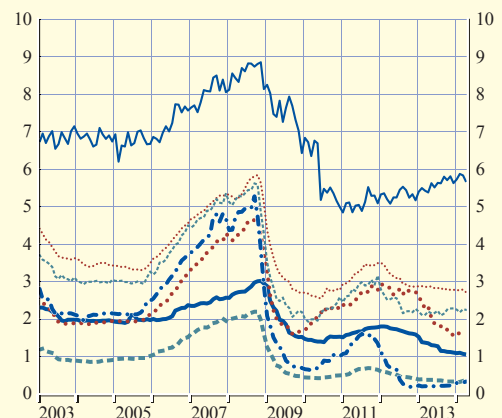
Da der Dreimonats-EURIBOR im April stabil war, verringerte sich sein Abstand gegenüber den MFI-Zinsen für Kredite an private Haushalte mit kurzer Zinsbindung um 9 Basispunkte auf 238 Basispunkte und sein Abstand gegenüber den Zinsen für große Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit kurzer Zinsbindungsfrist um 4 Basispunkte auf 191 Basispunkte (siehe Abbildung 17).

Die MFI-Zinsen für kurzfristige Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und privater

**Abbildung 16 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



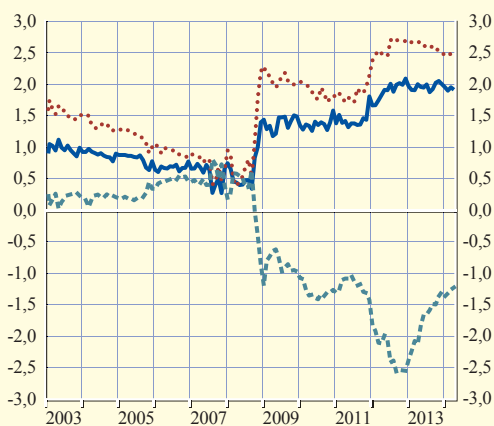
Quelle: EZB.

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 17 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



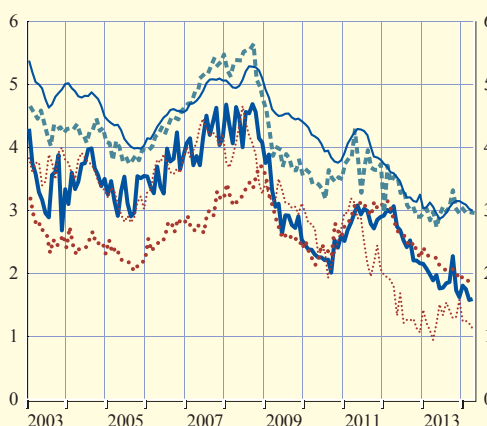
Quelle: EZB.

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 18 Langfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Kapitalmarktsatz**

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

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Aufgrund methodischer Änderungen im Zusammenhang mit der Umsetzung der Verordnungen EZB/2008/32 und EZB/2009/7 (zur Änderung der Verordnung EZB/2001/18) sind die Daten für den Zeitraum ab Juni 2010 möglicherweise nicht vollständig mit älteren Daten vergleichbar. Die Rendite siebenjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet basiert auf Daten der EZB zu Anleihen mit AAA-Rating; derzeit umfassen diese Daten deutsche, finnische, niederländische und österreichische Anleihen.

Haushalte sind seit Anfang 2012 um 70 bis 140 Basispunkte gesunken, während die Kurzfristzinsen für große Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen wie auch für Wohnungsbaukredite an Privathaushalte um 50 bis 70 Basispunkte nachgegeben haben.

Was die längeren Laufzeiten und Zinsbindungsfristen anbelangt, so waren die MFI-Zinsen für langfristige Einlagen privater Haushalte im April rückläufig, während sie sich für entsprechende Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften leicht erhöhten: Bei den privaten Haushalten verringerten sie sich um 3 Basispunkte auf 1,8 %, bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften stiegen sie hingegen um 1 Basispunkt auf 1,6 %. Die Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit langer Zinsbindung sanken unterdessen um 3 Basispunkte auf 3,0 % (siehe Abbildung 18). Die Zinsen für kleine und große Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit langer Zinsbindungsfrist lagen unverändert bei 3,3 % bzw. 3,0 %. Dadurch blieb der Abstand zwischen den Zinsen für kleine und große Kredite mit langer Zinsbindung im Berichtsmonat stabil bei 30 Basispunkten. Da die durchschnittlichen Renditen siebenjähriger Staatsanleihen des Euro-raums mit AAA-Rating im April leicht (um 8 Basispunkte) auf 1,13 % sanken, vergrößerten sich die Spreads dieser Renditen gegenüber den Kreditzinsen für sämtliche Ausleihungen mit langer Zinsbindung.

Die MFI-Zinssätze für langfristige Einlagen sind seit Anfang 2012 um rund 140 Basispunkte gesunken, während die Zinsen für langfristige Ausleihungen weniger stark, nämlich um etwa 60 Basispunkte, nachgegeben haben. Der Abstand zwischen den Kreditzinsen mit langer Zinsbindung und der Durchschnittsrendite siebenjähriger Staatsanleihen mit AAA-Rating, der als Richtwert für längere Laufzeiten betrachtet werden kann, schwankte indes zwischen 140 und 280 Basispunkten (bei Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften) bzw. zwischen 140 und 220 Basispunkten (im Fall von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte). Die Spreads sind damit viel größer als vor der Krise, als sie bei großen Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften rund 80 Basispunkte und bei kleinen Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften wie auch bei Wohnungsbaukrediten an private Haushalte etwa 100 Basispunkte betragen.

Insgesamt wirken die Leitzinssenkungen der EZB sowie die von ihr umgesetzten bzw. angekündigten Sondermaßnahmen allmählich auf die Einlagen- und Kreditzinsen der Banken durch. Zugleich dürften die Kreditzinsen der Banken in einigen Euro-Ländern weiterhin durch die schwache Konjunktur sowie die Notwendigkeit der Konsolidierung der Bankbilanzen unter Druck stehen.

## 2.6 AKTIENMÄRKTE

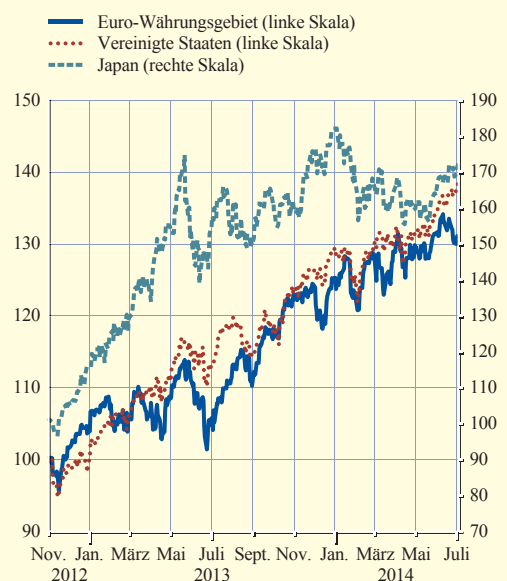
*Von Ende Mai bis Anfang Juli 2014 gaben die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet vor dem Hintergrund uneinheitlicher Wirtschaftsdaten und erhöhter geopolitischer Spannungen leicht nach. In den Vereinigten Staaten und Japan zogen die Kurse aufgrund besserer Konjunkturdaten an. Gleichzeitig sank die anhand der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit an den Aktienmärkten im Euroraum und in den USA auf den niedrigsten Stand seit 2005 bzw. 2007.*

In den Tagen nach der EZB-Ratssitzung vom 5. Juni, auf der beschlossen wurde, die Leitzinsen der EZB zu senken und weitere Maßnahmen zur Verbesserung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu ergreifen, stiegen die Notierungen im Euroraum, wobei die Finanzwerte das größte Plus verzeichneten. Gegen Ende des Berichtszeitraums sanken die Kurse jedoch wieder, und zwar in etwa auf das vor der EZB-Ratssitzung beobachtete Niveau. Grund hierfür waren uneinheitliche Wirtschaftsdaten und erhöhte geopolitische Spannungen.

Insgesamt gaben die Aktienkurse im Eurogebiet, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, von Ende Mai bis zum 2. Juli leicht nach (siehe Abbildung 19). Unterdessen verbuchte der Standard-&-Poor's-500-Index in den Vereinigten Staaten ein Plus von rund 3 %. Ursächlich für diesen Anstieg waren optimistischere Wirtschaftsmeldungen für die USA und die an den Aktienmärkten positiv aufgenommene jüngste Sitzung des

Abbildung 19 Aktienindizes

(Index: 1. November 2012 = 100; Tageswerte)



Quelle: Thomson Reuters.

Offenmarktausschusses der Federal Reserve, auf welcher der überaus akkommodierende geldpolitische Kurs als angemessen bestätigt wurde. In Japan wurden, gemessen am Nikkei 225, Kursgewinne von rund 5 % verzeichnet. Dies war Ausdruck besserer Konjunkturdaten und des anhaltenden Bekenntnisses der Bank von Japan, ihre expansive Geldpolitik so lange fortzusetzen wie erforderlich, um das Inflationsziel zu erreichen.

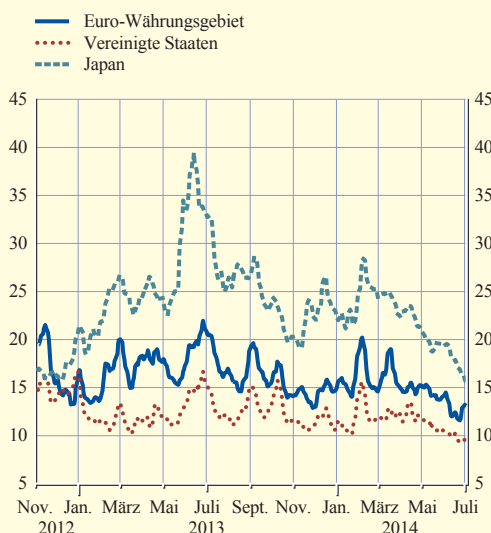
In sektoraler Betrachtung waren im Eurogebiet bei den verbrauchernahen Dienstleistungen, im Finanzsektor sowie in der Industrie im Berichtszeitraum die stärksten Rückgänge zu beobachten. Kursgewinne wurden hingegen im Öl- und Gassektor sowie bei den Versorgungsunternehmen verbucht (etwa 4 %).

In den Vereinigten Staaten waren ebenfalls gewisse Unterschiede bei der Entwicklung der einzelnen Sektoren festzustellen. Die Öl- und Gasunternehmen sowie das Gesundheitswesen verbuchten mit rund 5 % das größte Plus, während die Telekommunikationsbranche mit einem leichten Kursrückgang am schwächsten abschnitt.

Die an der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit an den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet verringerte sich von Ende Mai bis Anfang Juli (etwa 14 % nach rund 13 %), und zwar vor allem in den Tagen nach der EZB-Ratssitzung am 5. Juni (siehe Abbildung 20). In den Vereinigten Staaten und in Japan ging die implizite Volatilität im Berichtszeitraum ebenfalls zurück und belief sich am 2. Juli auf etwa 9 % bzw. 16 %. Damit war die Volatilität in Japan weiterhin deutlich höher als in den anderen großen Wirtschaftsräumen. Im Euroraum sank die implizite Aktienmarktvolatilität unterdessen zeitweise auf den tiefsten Stand seit Ende 2005 und in den USA auf den niedrigsten Wert seit Jahresbeginn 2007.

Abbildung 20 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.

## 3 PREISE UND KOSTEN

Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet belief sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im Juni 2014 auf 0,5 % und war demnach gegenüber Mai unverändert. Betrachtet man die wichtigsten Komponenten, so erhöhte sich der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen von 1,1 % im Mai auf 1,3 % im Juni, während er bei den Nahrungsmitteln von 0,1 % auf -0,2 % zurückging. Auf der Grundlage aktueller Informationen wird damit gerechnet, dass die jährliche HVPI-Inflation in den kommenden Monaten weiterhin auf einem niedrigen Niveau liegen und sich im Jahresverlauf 2015 und 2016 allmählich erhöhen wird. Die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen für das Eurogebiet sind nach wie vor fest auf einem Niveau verankert, das mit dem vorrangigen Ziel der EZB im Einklang steht, die Inflationsraten mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten.

Sowohl die Aufwärts- als auch die Abwärtsrisiken in Bezug auf die Aussichten für die Preisentwicklung sind nach wie vor begrenzt und auf mittlere Sicht weitgehend ausgewogen. In diesem Zusammenhang werden die möglichen Auswirkungen der geopolitischen Risiken und der Wechselkursentwicklungen genau beobachtet.

### 3.1 VERBRAUCHERPREISE

Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet belief sich der aktuellen Vorausschätzung von Eurostat zufolge im Juni 2014 auf 0,5 % und war demnach gegenüber Mai unverändert. Dahinter verbergen sich höhere Jahresänderungsraten der Preise für Dienstleistungen und Energie, die durch niedrigere Vorjahresraten bei den Nahrungsmitteln ausgeglichen wurden (siehe Tabelle 7 und Abbildung 21). Lässt man die Entwicklung in den einzelnen Monaten außer Acht, so ist die geringe Teuerung im Eurogebiet weiterhin auf gedämpfte Änderungsraten der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie sowie vor allem auf niedrige oder negative Änderungsraten der Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel zurückzuführen. Der verhaltene Preisdruck im Euroraum steht hauptsächlich im Zusammenhang mit der hohen Unterauslastung in der Wirtschaft und der zurückliegenden Wechselkursentwicklung.

**Tabelle 7 Preisentwicklung**

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

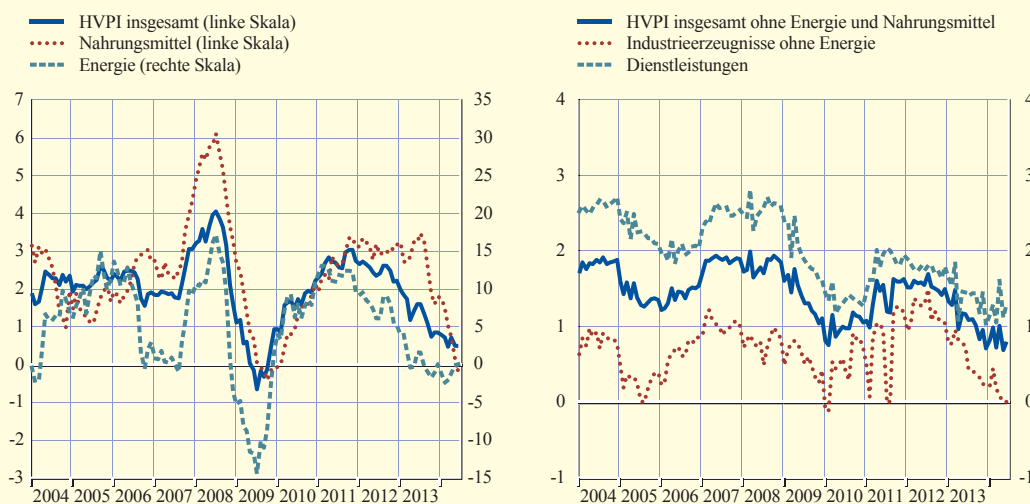
	2012	2013	2014 Jan.	2014 Febr.	2014 März	2014 April	2014 Mai	2014 Juni
<b>HVPI und seine Komponenten<sup>1)</sup></b>								
Gesamtindex	2,5	1,4	0,8	0,7	0,5	0,7	0,5	0,5
Energie	7,6	0,6	-1,2	-2,3	-2,1	-1,2	0,0	0,1
Nahrungsmittel	3,1	2,7	1,7	1,5	1,0	0,7	0,1	-0,2
Unverarbeitete Nahrungsmittel	3,0	3,5	1,3	0,9	-0,1	-0,7	-2,1	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	3,1	2,2	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	.
Industrieerzeugnisse ohne Energie	1,2	0,6	0,2	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0
Dienstleistungen	1,8	1,4	1,2	1,3	1,1	1,6	1,1	1,3
<b>Weitere Preisindikatoren</b>								
Industrielle Erzeugerpreise	2,8	-0,2	-1,3	-1,7	-1,7	-1,2	-1,0	.
Ölpreise (in € je Barrel)	86,6	81,7	78,8	79,4	77,8	78,2	79,4	82,3
Rohstoffpreise ohne Energie	-5,2	-8,0	-13,1	-13,1	-12,4	-7,5	-6,9	-2,7

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

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI (ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und verarbeitete Nahrungsmittel) im Juni 2014 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

Abbildung 21 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtigste Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Eine genauere Betrachtung der wichtigsten HVPI-Komponenten zeigt, dass laut der Vorausschätzung von Eurostat für Juni die Preissteigerungsrate bei Energie im Monatsverlauf aufgrund höherer Ölpreise von 0,0 % im Vormonat auf 0,1 % im Juni gestiegen ist.

Nach der Vorausschätzung von Eurostat ist die Vorjahrsrate der Preise für Nahrungsmittel insgesamt, also der Preise für verarbeitete und unverarbeitete Nahrungsmittel zusammengenommen, erneut gesunken, nämlich auf -0,2 % nach 0,1 % im Mai. Für Juni sind noch keine offiziellen Angaben zur Aufschlüsselung der Nahrungsmittelkomponente verfügbar. Der schwache Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln in den letzten Monaten, vor allem bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln, ist vor allem bedingt durch die günstige Witterung im laufenden Jahr, verglichen mit den ungünstigeren Wetterbedingungen im Vorjahr. Maßgeblich für diese niedrige Teuerungsrate waren in erster Linie das drastische Absinken der Jahresänderungsrate der Obst- und Gemüsepreise, das zusammen mit einem abwärtsgerichteten Basiseffekt zu einer Verringerung der Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel um 1,4 Prozentpunkte auf -2,1 % im Mai führte. Dies ist der niedrigste Stand, der seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 1991 verzeichnet wurde. Der Preisauftrieb bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln schwächte sich im Mai gegenüber dem Vormonat nur geringfügig ab, und zwar von 1,6 % auf 1,5 %.

Die Jahreswachstumsrate der HVPI-Inflation ohne die volatilen Komponenten Nahrungsmittel und Energie stieg im Juni auf 0,8 % nach 0,7 % im Vormonat. Hinter dieser Entwicklung stand eine höhere Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise (1,3 % im Juni nach 1,1 % im Mai), wohingegen die Vorjahrsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie mit 0,0 % im Juni unverändert war. Die Zwölfmonatsrate der Dienstleistungspreise war in den letzten Monaten sehr volatil; zurückzuführen ist dies zum Teil auf Saison- und Kalendereffekte (Beginn der Sommersaison und unterschiedliche Ferientermine), die sich auf die Preise für Dienstleistungen im Reiseverkehr (z. B. Pauschalreisen, Flugreisen und Beherbergungsdienstleistungen) auswirken. Die Jahressteigerungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie lag mit 0,0 % im Berichtsmonat auf

ihrem niedrigsten Stand seit Sommer 2011, was auf die noch immer relativ schwache Verbrauchernachfrage und den dämpfenden Einfluss des zurückliegenden Wechselkursanstiegs auf die Importpreise zurückzuführen war.

Die niedrige HVPI-Inflation ohne die volatilen Komponenten Nahrungsmittel und Energie deutet darauf hin, dass der zugrunde liegende Inflationsdruck vor dem Hintergrund hoher ungenutzter Kapazitäten in der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets weiterhin gedämpft ist.

### 3.2 INDUSTRIELLE ERZEUGERPREISE

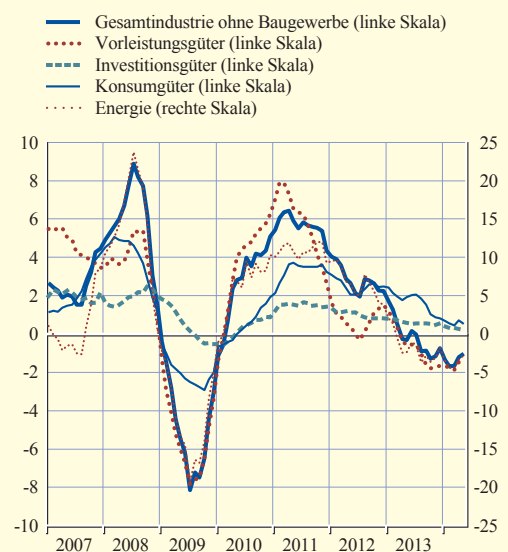
Die jährliche Änderungsrate der industriellen Erzeugerpreise (ohne Baugewerbe) lag im Mai bei -1,0 % nach -1,2 % im Vormonat (siehe Tabelle 7 und Abbildung 22). Ohne Energie gerechnet betrug die Vorjahrsrate der industriellen Erzeugerpreise im Mai -0,2 % nach -0,3 % im April.

Der Preisdruck bei den im HVPI erfassten Industrieerzeugnissen ohne Energie blieb schwach. Die Jahresänderungsrate der im Erzeugerpreisindex enthaltenen Konsumgüter ohne Nahrungsmittel kletterte im Mai auf 0,5 % nach 0,4 % im Vormonat; ausgehend von ihrem Tiefstand von 0,1 % (November 2013), setzte sie damit ihre leichte Aufwärtsbewegung fort. Umfragebasierte Indikatoren für den Einzelhandel zeigten indes ein leichtes Nachlassen des Preisdrucks in den nachgelagerten Stufen der Preiskette. In den vorgelagerten Stufen scheint sich dieser Druck etwas verstärkt zu haben, ist aber nach wie vor negativ. Insbesondere der von externen Faktoren (z. B. den in Euro gerechneten Ölpreisen und den Preisen für industrielle Rohstoffe) sowie binnenwirtschaftlichen Faktoren (z. B. den im Erzeugerpreisindex verzeichneten Vorleistungspreisen) ausgehende Preisdruck hat sich im Juni bzw. Mai weiter abgeschwächt.

Der Preisdruck bei den im HVPI erfassten Nahrungsmitteln ließ sowohl auf den vorgelagerten als auch auf den nachgelagerten Stufen der Preiskette weitgehend nach. Die Vorjahrsrate der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel auf der Verbraucherebene schwächte sich im Mai 2014 auf 0,5 % ab nach 0,7 % im April. Die Umfrageergebnisse zu den Vorleistungspreisen im Nahrungsmittelleinzelhandel waren im Mai weitgehend unverändert, während sich die Ergebnisse zu den dort erzielten Margen verringerten. In den vorgelagerten Stufen der Preiskette war die Zwölfmonatsrate der Ab-Hof-Preise in der EU und der in Euro gerechneten internationalen Nahrungsmittelrohstoffpreise im Juni erneut rückläufig. Damit wurde der in den vorangegangenen beiden Monaten verzeichnete Anstieg wettgemacht, weil die Befürchtungen abnahmen, es könnte infolge eines kräftigen El-Niño-Ereignisses zu witterungsbedingten Einflüssen auf die Ernten in verschiedenen Teilen der Erde kommen.

Abbildung 22 Industrielle Erzeugerpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

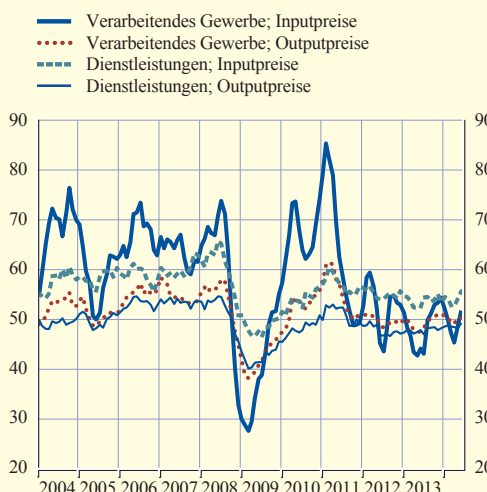


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

In sektoraler Betrachtung bestätigen die jüngsten umfragebasierten Ergebnisse einen sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor vorherrschenden mäßigen Preisdruck. Die Ergebnisse der Umfrage zum Einkaufsmanagerindex (EMI) lassen für Juni sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungsbereich einen moderaten Anstieg der Vorleistungspreisindizes erkennen, allerdings ausgehend von einem nach wie vor gemäßigten Niveau. Alle Teilindizes schwankten weiterhin um den Schwellenwert von 50 Punkten herum, der auf einen Preisanstieg hindeutet, blieben allerdings unter ihrem langfristigen Durchschnitt (siehe Abbildung 23). Die sich aus der Umfrage der Europäischen Kommission ergebenden Verkaufspreiserwartungen in der Gesamtindustrie (ohne Baugewerbe) und im Dienstleistungssektor erhöhten sich im Juni zwar, lagen in beiden Fällen jedoch weiterhin unter ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt.

Abbildung 23 Umfragen zu Input- und Outputpreisen der Erzeuger

(Diffusionsindizes; Monatswerte)



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

### 3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Die aktuellen Angaben zu den Arbeitskosten bestätigen einen nach wie vor vorhandenen moderaten binnenwirtschaftlichen Preisdruck (siehe Tabelle 8 und Abbildung 24). Gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer wie auch am Arbeitnehmerentgelt je geleisteter Arbeitsstunde war das jährliche Lohnwachstum auf Ebene des Eurogebiets im ersten Quartal 2014 rückläufig. Hinter dem Lohnzuwachsprofil für den Euroraum insgesamt verbergen sich weiterhin markante Unterschiede der Lohnentwicklung auf Länderebene.

Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer stieg im ersten Quartal 2014 mit einer Vorjahrsrate von 1,3 % nach 1,6 % im Schlussquartal 2013. Das anhand des Arbeitnehmerentgelts je Stunde gemessene Lohnwachstum sank von 1,4 % im Schlussquartal 2013 auf 0,8 % im

Tabelle 8 Arbeitskostenindikatoren

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

	2012	2013	2013 Q1	2013 Q2	2013 Q3	2013 Q4	2014 Q1
Tarifverdienste	2,2	1,8	1,9	1,7	1,7	1,7	2,0
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,9	1,6	1,7	1,6	1,7	1,6	1,3
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,6	1,9	3,0	1,6	1,8	1,4	0,8
<i>Nachrichtlich:</i>							
Arbeitsproduktivität	0,0	0,4	-0,1	0,4	0,5	0,9	0,8
Lohnstückkosten	1,9	1,2	1,7	1,2	1,3	0,7	0,5

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

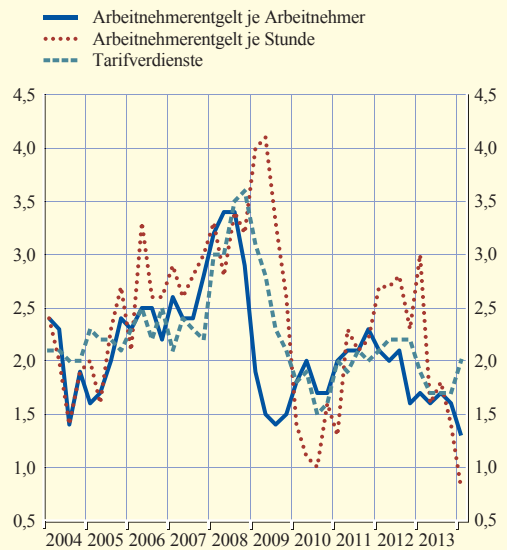


ersten Jahresviertel 2014. Maßgeblich für die Abschwächung des Lohnwachstums insgesamt war vor allem der niedrigere Beitrag der nicht marktbestimmten Dienstleistungen (siehe Abbildung 25), wo das Wachstumsprofil durch Basiseffekte im Zusammenhang mit der in einer Reihe von Euro-Ländern 2013 vorgenommenen Erhöhung des Arbeitnehmerentgelts im öffentlichen Sektor geprägt war. Die jährliche Zuwachsrate der Tariflöhne im Euroraum lag im ersten Quartal 2014 bei 2,0 % und damit deutlich über jener des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, wofür hauptsächlich Einmalfaktoren in Deutschland verantwortlich waren.

Die Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten verringerte sich im ersten Jahresviertel 2014 auf 0,5 %, was im Wesentlichen eine Folge der niedrigeren Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der relativ stabilen Jahresänderungsrate der Arbeitsproduktivität war.

**Abbildung 24 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren**

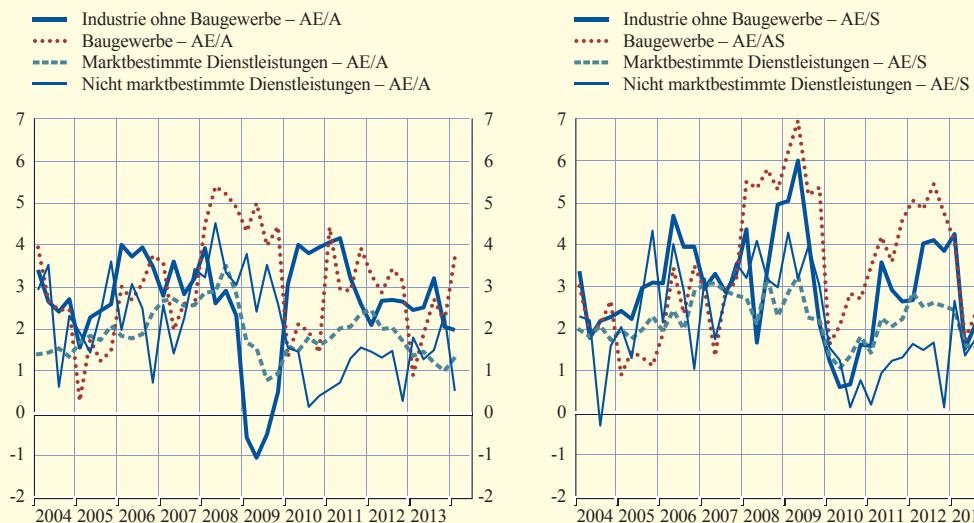
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 25 Entwicklung der Arbeitskosten nach Sektoren**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: AE/A steht für Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und AE/S für Arbeitnehmerentgelt je Stunde. „Nicht marktbestimmte Dienstleistungen“ umfasst Tätigkeiten staatlicher Stellen und privater gemeinnütziger Institutionen in Bereichen wie der allgemeinen öffentlichen Verwaltung, dem Bildungs- und dem Gesundheitswesen (als Näherungswert der Summe der Sektoren O bis Q der Wirtschaftszweigsystematik NACE Rev. 2 ermittelt). „Marktbestimmte Dienstleistungen“ wird als verbleibender Unterschied zu den Dienstleistungen insgesamt (siehe Sektoren G bis U der Wirtschaftszweigsystematik NACE Rev. 2) definiert.

### 3.4 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Auf der Grundlage aktueller Informationen wird damit gerechnet, dass die jährliche HVPI-Inflation in den kommenden Monaten weiterhin auf einem niedrigen Niveau liegen und sich im Jahresverlauf 2015 und 2016 allmählich erhöhen wird. Die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen für das Eurogebiet sind nach wie vor fest auf einem Niveau verankert, das mit dem vorrangigen Ziel der EZB im Einklang steht, die Inflationsraten mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten.

Kasten 5 zeigt, dass markt- und umfragebasierte Inflationserwartungen weitgehend mit den aktuellen von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für die Teuerung übereinstimmen. Für den Zeithorizont in zwei Jahren liegen die Inflationserwartungen im Bereich von 1,0 % bis 1,5 %, während jene für die Teuerung in fünf Jahren bei 1,5 % bis 2,1 % liegen, was auf einen moderaten und allmählichen Anstieg der Teuerungsraten ausgehend von den aktuellen niedrigen Ständen hindeutet.

Sowohl die Aufwärts- als auch die Abwärtsrisiken in Bezug auf die Aussichten für die Preisentwicklung sind nach wie vor begrenzt und auf mittlere Sicht weitgehend ausgewogen. In diesem Zusammenhang werden die möglichen Auswirkungen der geopolitischen Risiken und der Wechselkursentwicklungen genau beobachtet.

#### Kasten 5

#### JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER INFLATIONS- UND DER KÜRZER- UND LÄNGERFRISTIGEN INFLATIONSERWARTUNGEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Seit Ende 2011 sind sowohl die am HVPI gemessene Gesamtinflation als auch die Messgrößen der zugrunde liegenden Teuerung gegenüber ihren erhöhten Ständen merklich gesunken. Betrachtet man die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen, den Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB und die aus Inflations-Swaps abgeleiteten marktbasierenden Messgrößen, so war dieser Rückgang zum Großteil erwartet worden, spiegelte er doch im Wesentlichen eine Abschwächung des Energiepreisanstiegs wider. Überraschender war hingegen die seit dem Schlussquartal 2013 zu beobachtende weitere Abwärtsbewegung der Teuerung, die zu einer Neubewertung der kurzfristigen Inflationserwartungen durch die Wirtschaftsakteure Anlass gab.

Obschon das gesamte zukunftsgerichtete Profil der Inflationserwartungen bezogen auf die seit 1999 verzeichneten Durchschnittsstände niedrig ist, deuten derzeit alle Messgrößen der Inflationserwartungen wieder auf einen Anstieg der Teuerung in den kommenden Jahren auf rund 2 % hin. Abbildung A zeigt die tatsächliche aktuelle Inflationsentwicklung und die Inflationserwartungen über kurze bis längerfristige Zeithorizonte und zieht hierzu unterschiedliche Quellen heran (marktbasierende, von inflationsindexierten Swaps abgeleitete Messgrößen, umfragebasierte Messgrößen aus dem SPF und von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen ((B) MPE). Jede Messgröße wird einem die historische Entwicklung repräsentierenden Boxplot gegenübergestellt. Dabei ist zu erkennen, dass die derzeitige Inflation historisch gesehen relativ gering ist, auch wenn in der Vergangenheit zuweilen noch etwas niedrigere Inflationsraten verzeichnet wurden. Für den kurz- bis mittelfristigen Zeithorizont

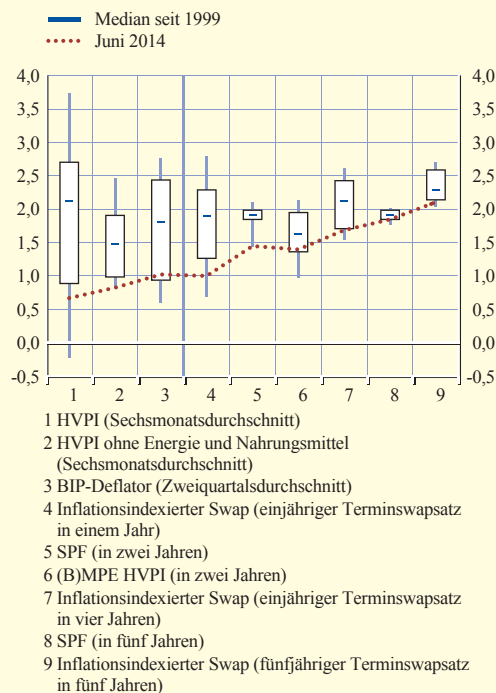
(Entwicklung in zwei Jahren) bewegen sich die Inflationserwartungen im Bereich von 1,0 % bis 1,5 %. Dies lässt darauf schließen, dass für die kommenden Jahre ein moderater und allmählicher Anstieg der Teuerung gegenüber den derzeitigen niedrigen Raten erwartet wird. Für den längerfristigen Zeithorizont (Entwicklung in fünf Jahren) liegen die in den markt- und umfragebasierten Messgrößen zum Ausdruck kommenden Inflationserwartungen im Bereich von 1,5 % bis 2,1 %.

In der Gegenüberstellung der aus unterschiedlichen Quellen stammenden aktuellen Profile der Inflationserwartungen zeigt Abbildung B, dass die markt-basierten Messgrößen dieser Erwartungen etwas niedriger sind als jene, die auf Umfragen bzw. den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen beruhen. Wie in Kasten 4 in Abschnitt 2 erläutert, spiegelt dies zum Teil die jüngste Entwicklung der in inflationsindexierten Swapsätzen enthaltenen Inflationsrisikoprämien wider. Im Schnitt ist die Inflationsrisikoprämie zwar positiv gewesen, hat sich aber zuletzt ins Negative gekehrt. Unter Berücksichtigung dieses Effekts stimmen die Ergebnisse der aus drei unterschiedlichen Quellen stammenden kürzerfristigen Inflationserwartungen weitgehend überein.

Um die mit dem zentralen Szenario verbundenen Risiken herauszuarbeiten, ist es hilfreich, die Unsicherheit im Zusammenhang mit den Inflationserwartungen für unterschiedliche Zeithorizonte – wie von den SPF-Teilnehmern berichtet – zu berücksichtigen. Die Abbildungen C und D zeigen, mit welcher Wahrscheinlichkeit die Teuerung in unterschiedlichen Zeithorizonten (in einem Jahr, in zwei Jahren und in fünf Jahren) bei unter 1 % bzw. 0 % liegt. Derzeit ist die Wahrscheinlichkeit einer Teuerungsrate von unter 1 % für kürzere Zeithorizonte relativ hoch und befindet sich weitgehend auf dem Niveau von 2009, als die Rohstoffpreise ebenfalls einen Abwärtsdruck auf die Inflation ausübten. Zugleich ist die wahrgenommene Wahrscheinlichkeit einer

**Abbildung A** Boxplot des Profils der aus unterschiedlichen Quellen stammenden Inflationserwartungen

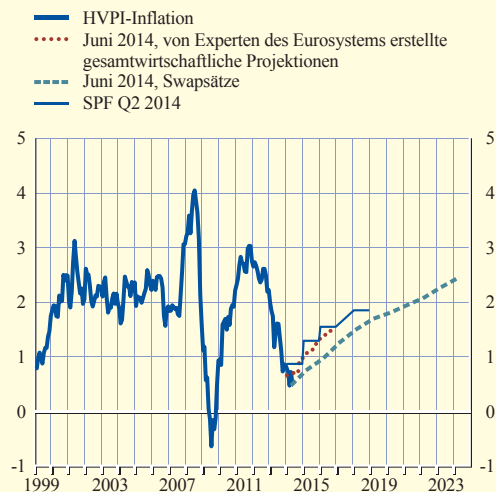
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB, Eurostat, Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die weißen Boxen stellen die 10. bis 90. Perzentile dar. Auf der SPF-Umfrage basierende Inflationserwartungen stammen aus dem zweiten Quartal 2014.

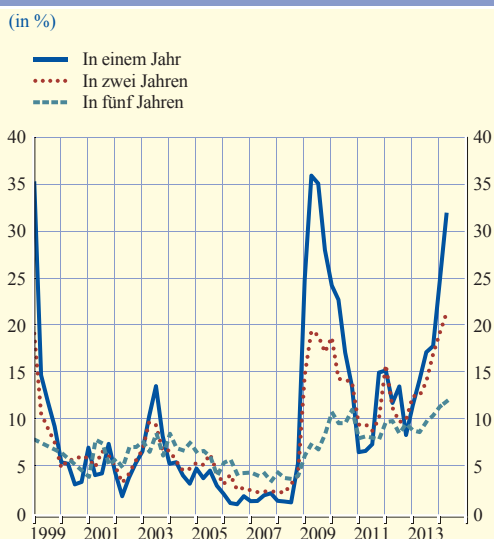
**Abbildung B** Aktuelles Profil der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



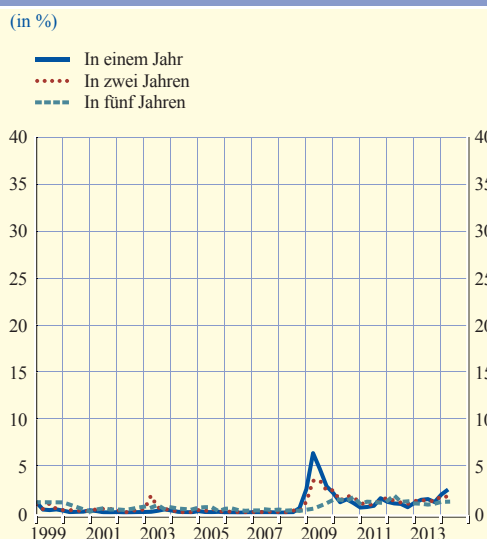
Quellen: EZB, Eurostat, Reuters und EZB-Berechnungen.

Abbildung C Wahrscheinlichkeiten einer unter 1 % liegenden Inflationsrate



Quelle: EZB.

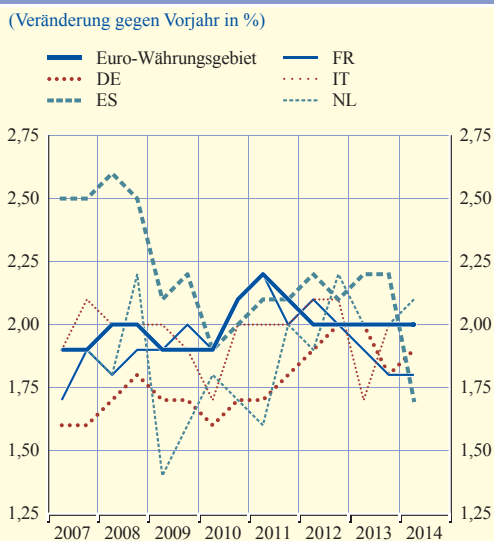
Abbildung D Wahrscheinlichkeiten einer unter 0 % liegenden Inflationsrate



Quelle: EZB.

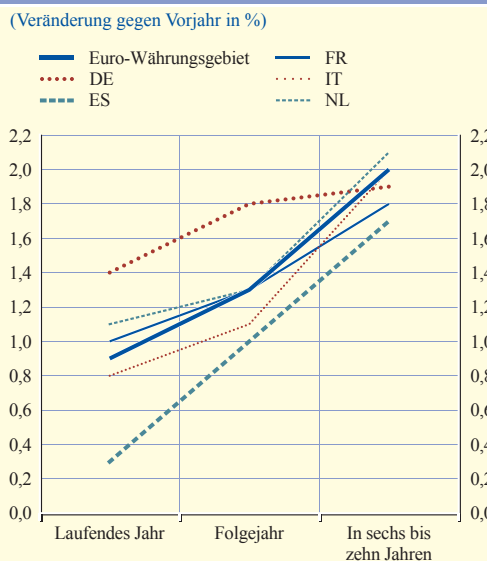
negativen Teuerung immer noch sehr niedrig (unter 5 %) und liegt unter dem 2009 beobachteten Stand. Die SPF-Teilnehmer nehmen also für die kommenden Jahre ein gewisses Risiko einer Teuerung von unter 1 %, aber nur ein begrenztes Risiko einer echten Deflation wahr.

Abbildung E Erwartungen bezüglich der Inflation in sechs bis zehn Jahren in den größten Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets



Quelle: Consensus Economics.

Abbildung F Jüngstes (April 2014) Profil der Inflationserwartungen in den größten Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets



Quelle: Consensus Economics.

Vor dem Hintergrund einer divergierenden Wirtschaftsentwicklung in den einzelnen Euro-Ländern und des Abbaus von Ungleichgewichten können sich hinter den Inflationserwartungen für den Euroraum insgesamt unterschiedliche Verlaufsmuster auf nationaler Ebene verbergen. Die von Consensus-Economics-Ergebnissen abgeleiteten längerfristigen Inflationserwartungen für die fünf größten Volkswirtschaften im Eurogebiet sind volatil und weisen eine gewisse Heterogenität auf, haben sich seit 2008 aber tatsächlich etwas angenähert (siehe Abbildung E). Das aufwärtsgerichtete Profil findet sich in allen Ländern, wenngleich der Steigungsgrad in Widerspiegelung der aktuellen Inflationssituation für Deutschland am flachsten und für Spanien am steilsten verläuft (siehe Abbildung F). Die Konvergenz selbst ist eine begrüßenswerte Entwicklung, denn sie deutet möglicherweise auf eine Normalisierung gegenüber der in einigen Euro-Ländern vor der Krise verzeichneten Boomphase hin.

Insgesamt stimmt das niedrige Niveau der aktuellen Messgrößen der kurzfristigen Inflationserwartungen weitgehend mit den von den Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen überein; dies gilt auch für die Erwartung eines im Zeitverlauf erfolgenden Anstiegs. Das Niveau der stärker mittelfristigen Inflationserwartungen scheint durch das Ziel des EZB-Rats, die Teuerung auf mittlere Sicht unter, aber nahe 2 % zu halten, nach wie vor fest verankert zu sein.

## 4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euro-Währungsgebiets erhöhte sich im ersten Jahresviertel 2014 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal. Die Wirtschaftsindikatoren einschließlich der bis Juni verfügbaren Umfrageergebnisse signalisieren eine Fortsetzung der sehr allmählichen Erholung im zweiten Quartal 2014. Die Binnennachfrage dürfte durch eine Reihe von Faktoren begünstigt werden, unter anderem durch den weiter akkommodierenden geldpolitischen Kurs und die anhaltenden Verbesserungen der Finanzierungsbedingungen. Darüber hinaus sollten die Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung und den Strukturreformen sowie die Zunahme des real verfügbaren Einkommens einen positiven Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisten. Zudem dürfte die Exportnachfrage von der anhaltenden globalen Erholung profitieren. Allerdings ist die Arbeitslosigkeit im Eurogebiet nach wie vor hoch, obschon sich an den Arbeitsmärkten weitere Anzeichen einer Besserung erkennen lassen, und die ungenutzten Kapazitäten sind insgesamt immer noch beträchtlich. Außerdem blieb die Jahresänderungsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor im Mai negativ, und die notwendigen Bilanzanpassungen im öffentlichen und im privaten Sektor dürften das Tempo der wirtschaftlichen Erholung weiterhin dämpfen. Die Risiken für die wirtschaftlichen Aussichten im Eurogebiet sind nach wie vor abwärtsgerichtet.

### 4.1 DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

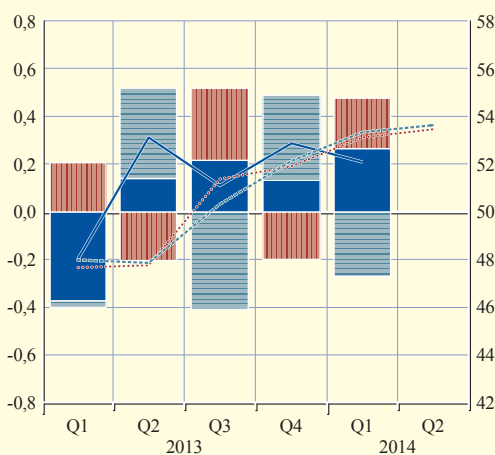
Das reale BIP erhöhte sich im ersten Jahresviertel 2014 weiter um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal und ist damit vier Quartale in Folge gestiegen (siehe Abbildung 26). Gleichzeitig erfolgte für das Wirtschaftswachstum des Schlussquartals 2013 eine Aufwärtskorrektur um 0,1 Prozentpunkte auf 0,3 %. In den Werten des ersten Vierteljahres 2014 spiegeln sich positive Impulse der Binnennachfrage und der Vorratsveränderungen wider, während vom Außenhandel ein negativer Effekt ausging. Die Binnennachfrage leistete zwar einen positiven Wachstumsbeitrag, fiel aber immer noch etwas geringer aus als erwartet. Geschuldet ist dies jedoch möglicherweise temporären Faktoren wie dem milden Winter, der zu einem niedrigen Energieverbrauch führte, und der Durchführung verschiedener finanzpolitischer Maßnahmen mit Auswirkung auf das Wachstumsprofil der privaten Konsumausgaben. Die gesamtwirtschaftliche Produktionsleistung lag im Berichtsquartal noch immer 2,5 % unter ihrem vor der Rezession verzeichneten Höchststand vom ersten Vierteljahr 2008, jedoch 3,5 % über dem nach der Rezession verbuchten Tiefstand vom zweiten Jahresviertel 2009.

Für das zweite Vierteljahr 2014 stehen die Umfrageergebnisse mit einer Fortsetzung der sehr zögerlich verlaufenden Erholung im Einklang. Sowohl der EMI-Gesamtindex für die Produktion als auch der von der Europäischen

Abbildung 26 Beiträge zum Wachstum des realen BIP, EMI-Gesamtindex für die Produktion und Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung

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

- Inländische Verwendung ohne Vorräte (linke Skala)
- Vorratsveränderungen (linke Skala)
- Außenbeitrag (linke Skala)
- BIP-Wachstum insgesamt (linke Skala)
- ... EMI-Gesamtindex für die Produktion (rechte Skala)
- ... Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung<sup>1)</sup> (rechte Skala)



Quellen: Eurostat, Markit, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission sowie EZB-Berechnungen.  
1) Normiert auf den Mittelwert und die Standardabweichung des EMI über den Betrachtungszeitraum der Abbildung.

Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung gingen im Juni zwar zurück, stiegen aber vom ersten Quartal zum zweiten Jahresviertel 2014 insgesamt weiter an. Im zweiten Quartal lagen beide Indikatoren jeweils über ihrem langfristigen Durchschnitt. Im übrigen Jahresverlauf 2014 wird das Wachstum den Erwartungen zufolge verhalten bleiben und danach etwas anziehen. Wie in Kasten 6 dargelegt, gibt es eine Tendenz, die Stärke eines Aufschwungs zu unterschätzen.

## Kasten 6

### PROGNOSE DER STÄRKE VON ERHOLUNGSPHASEN

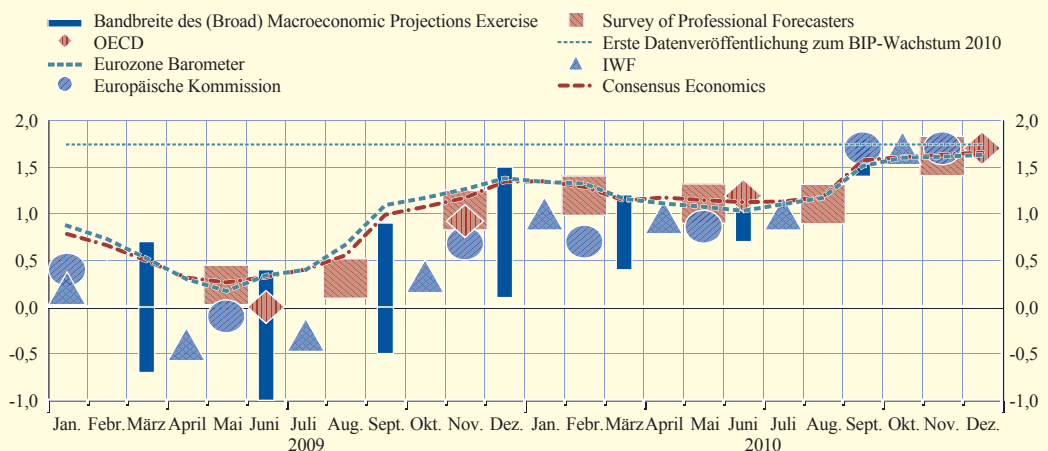
Die Wirtschaftsprognostiker sind sich einig, dass es besonders schwierig ist, konjunkturelle Wendepunkte vorherzusagen und das Ausmaß der BIP-Veränderungen in diesen Umschwungphasen vorzuberechnen.<sup>1</sup> So könnte insbesondere eine Tendenz bestehen, die Tiefe von Rezessionen und die Stärke von Erholungen systematisch zu unterschätzen. Der vorliegende Kasten möchte Aufschluss darüber geben, ob die Stärke wirtschaftlicher Erholungsphasen tatsächlich tendenziell unterschätzt wird und was die möglichen Gründe dafür sein könnten.

### Erfahrungen der Wirtschaftsprognostiker

Die jüngeren Erfahrungen zeigen, dass in der Tat eine Tendenz bestehen könnte, die Stärke von Erholungsphasen zu unterschätzen. So erholte sich beispielsweise die Wirtschaft im Euroraum im Jahr 2010 kräftiger als erwartet: Von Januar 2009 bis Mitte 2010 hatten die Fachleute in ihren Projektionen die Jahreswachstumsrate des realen BIP für das Jahr 2010 zu niedrig angesetzt (siehe Abbildung A).

**Abbildung A Ausgewählte Projektionen des jährlichen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet für 2010**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Consensus Economics, EZB, Eurosystem, Eurozone Barometer, IWF und OECD.

Anmerkung: Das BIP-Wachstum 2010 wurde von 1,7 % in der ersten Veröffentlichung auf 2,0 % nach oben korrigiert.

<sup>1</sup> Aus diesem Grund wurden „qualitative“ Frühindikatoren entwickelt, die frühzeitige Hinweise auf konjunkturelle Wendepunkte liefern sollen. Belege für das Euro-Währungsgebiet finden sich in: EZB, Messung und Vorhersage des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet, Kasten 6, Monatsbericht Mai 2011, sowie G. de Bondt und E. Hahn, Introducing the Euro Area-wide Leading Indicator (ALI): Real-time signals of turning points in the growth cycle from 2007 to 2011, in: Journal of Forecasting, 33(1), 2014, S. 47-68.

### Prognosefehler der professionellen Prognostiker bei der Vorhersage des realen BIP-Wachstums<sup>1)</sup>

(in Prozentpunkten)

	Konjunkturphase <sup>2)</sup>				
	Insgesamt	Aufschwung	Rezession	Erstes Erholungs-jahr	Zweites Erholungs-jahr
Prognosefehler für das laufende Jahr	0,1 [-0,1 - 0,2]	-0,2 [-0,4 - -0,1]	1,2 [0,8 - 1,6]	-0,6 [-1,0 - -0,2]	0,1 [-0,4 - 0,5]
Prognosefehler für das Folgejahr	1,0 [0,6 - 1,5]	0,0 [-0,2 - 0,3]	4,7 [3,5 - 5,8]	-1,1 [-1,7 - -0,6]	0,2 [-0,4 - 0,8]

Quellen: Consensus Economics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben in eckigen Klammern beziehen sich auf zwei Standardabweichungen um den Mittelwert des durchschnittlichen Prognosefehlers (prognostiziertes BIP-Wachstum minus tatsächliches BIP-Wachstum), wobei der durchschnittliche Prognosefehler zunächst einzeln für jedes Land und dann für alle 25 Länder berechnet wird.

1) Ergebnisse auf der Basis von 25 Ländern im Zeitraum 1990 bis 2013.

2) „Aufschwung“ bezieht sich auf alle Jahre ausgenommen Rezessionsjahre (Jahre mit negativem BIP-Wachstum) und das jeweils erste Erholungs-jahr.

Empirische Untersuchungen zur Prognose der Stärke von Konjunkturerholungen sind rar. Neben einigen Fallstudien zur Entwicklung nach der Finanzkrise 2008 bis 2009 belegen frühere Hinweise aus den Vereinigten Staaten, dass die Stärke von Konjunkturaufschwüngen immer wieder unterschätzt worden ist.<sup>2</sup> Eine empirische Analyse aggregierter Umfragedaten von Consensus Economics zu 25 Volkswirtschaften für den Zeitraum von 1990 bis 2013 weist indes darauf hin, dass dies auch für andere Länder gilt. Die Untersuchung bestätigt, dass das BIP-Wachstum im ersten Jahr der Erholung tatsächlich tendenziell zu niedrig angesetzt wird; für das zweite Jahr lässt sich diese Fehleinschätzung hingegen nicht beobachten (siehe Tabelle). Dies gilt sowohl für Prognosen für das jeweils laufende Jahr als auch für das nachfolgende Jahr, wobei die Projektionen für das Folgejahr etwas stärker vom tatsächlichen Wert abweichen.

Diese Ergebnisse legen die Vermutung nahe, dass die Experten mit ihren Projektionen für das Wirtschaftswachstum 2014 möglicherweise zu niedrig liegen, denn 2014 sollte nach der Rezession der Jahre 2012 und 2013 das erste Jahr mit einem positiven Wachstum des realen BIP werden.

#### Die Rolle des Lagerzyklus

Ein Grund für die offenkundige Neigung zur Unterschätzung des Aufschwungtempos könnte mit dem Lagerzyklus zusammenhängen. Üblicherweise gehen die Fachleute davon aus, dass Bestandsveränderungen sich neutral auswirken; sie setzen deshalb deren Beitrag zum Wirtschaftswachstum im Allgemeinen mit null (oder fast null) an. Diese Praxis lässt sich wohl dadurch erklären, dass der Beitrag der Lagerbestände zum BIP-Wachstum im langfristigen Durchschnitt zumeist nahe null liegt, die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zu den Vorräten bisweilen erheblich korrigiert werden und außerdem in einigen Ländern verlässliche Angaben fehlen, die eine Schätzung der Bestandsveränderungen zulassen.

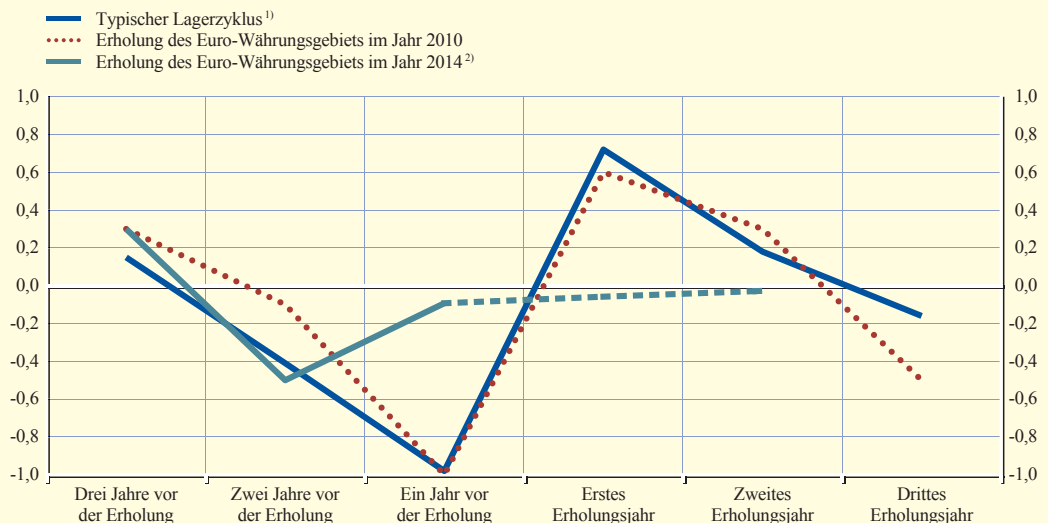
In der Fachliteratur wird der Lagerzyklus jedoch mit einem klar umrissenen Verlaufsmuster über den Konjunkturzyklus hinweg dargestellt. Nach diesem Muster, das durch Beobachtungen in den Vereinigten Staaten untermauert wird, leisten die Lagerbestände in einer Rezession einen deutlich negativen Beitrag zum Wirtschaftswachstum, während sie im Aufschwung den Trend

2 Siehe beispielsweise P. Braun und V. Zarnowitz, Twenty-two years of the NBER-ASA quarterly outlook surveys: Aspects and comparisons of forecasting performance, Working Paper des NBER, Nr. 3965, New York, 1992.



Abbildung B Beitrag der Lagervorräte zum BIP-Wachstum

(in Prozentpunkten)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

1) Auf der Basis von Angaben zu 16 fortgeschrittenen Volkswirtschaften für den Zeitraum 1970 bis 2013.

2) Die grün gestrichelte Linie bezieht sich auf die Prognosen der Europäischen Kommission für die Jahre 2014 und 2015.

positiv verstärken. Vorratsveränderungen haben sich als wichtigster Motor des Wirtschaftswachstums in stark expansiven Erholungsphasen erwiesen.<sup>3</sup> Zieht man Daten von 16 fortgeschrittenen Volkswirtschaften für den Zeitraum von 1970 bis 2013 heran, so zeigen sich überdeutlich ausgeprägte Vorratsveränderungen rund um die Wendepunkte im Konjunkturzyklus. Im ersten Jahr einer Erholung tragen die Lagerbestände etwa 0,7 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum bei, während der negative Beitrag im Jahr vor Beginn der Erholung (laut Definition ein Jahr mit negativem BIP-Wachstum) rund 1 Prozentpunkt beträgt (siehe Abbildung B). Während die Vorräte im ersten Erholungsjahr und im Jahr davor einen sehr deutlichen Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisten, ist ihr Beitrag in den übrigen Jahren nicht signifikant. Dies gilt sowohl für Erholungsphasen nach Finanzkrisen als auch für Aufschwünge nach „normalen“ Rezessionen. Wie eine Regressionsanalyse zeigt, besteht ein enger und signifikanter Zusammenhang zwischen der kontraktiven Wirkung vor dem Aufschwung und der wachstumssteigernden Wirkung im ersten Jahr der Erholung. Das bedeutet: Je stärker die Lagervorräte die Konjunktur im Jahr vor dem Aufschwung dämpfen, desto positiver ist ihr Beitrag im ersten Aufschwungsjahr.

Während der Erholung, die 2010 einsetzte (erstes Erholungsjahr), sowie in den Jahren vor dem Beginn dieser Erholung stand der Beitrag der Lagerbestände zum BIP-Wachstum im Euro-Raum weitgehend im Einklang mit dem typischen Lagerzyklus. Im aktuellen Zyklus jedoch dürfte der Wachstumsbeitrag der Vorräte weniger stark ausfallen. So prognostiziert die Europäische Kommission, dass der Wachstumseinfluss der Vorratsveränderungen 2014 (dem ersten Erholungsjahr) und 2015 nahe null liegen wird. Obgleich die Belege aus der Vergangenheit also dafür sprechen, dass die Stärke von Erholungen unterschätzt wird, weil der Umschwung bei der Lagerhaltung stärker ausfällt als erwartet, erscheint dieses Risiko im gegenwärtigen

3 Siehe beispielsweise D. E. Sichel, Inventories and the three phases of the business cycle, in: Journal of Business and Economic Statistics, 12(3), 1994, S. 269-277, sowie F. Bec und M. Ben Salem, Inventory investment and the business cycle: the usual suspect, in: Studies in Nonlinear Dynamics and Econometrics, 17(3), 2013, S. 335-343.

Zyklus relativ begrenzt, da das BIP-Wachstum im Jahr 2013 (ein Jahr vor dem Aufschwung) auch weniger stark von Vorratsveränderungen gedämpft wurde als in früheren Zyklen (-1,0 Prozentpunkte).

### Rückpralleffekte auf das BIP

Konjunkturelle Erholungsphasen können sich mitunter durch (nichtlineare) „Rückpralleffekte“ auf das BIP auszeichnen, d. h., je schwächer das BIP-Wachstum während der vorangegangenen Rezession ausfällt, desto stärker ist es in der nachfolgenden Erholung. Solche Effekte werden von Faktoren ausgelöst, die nicht auf den Lagerzyklus beschränkt sind, und können insbesondere dann zutage treten, wenn eine Volkswirtschaft von vorübergehenden Schocks erfasst wird, die das BIP-Wachstum erwartungsgemäß nicht dauerhaft dämpfen sollten. Es ist schwer, aus der vorhandenen Fachliteratur Schlussfolgerungen hinsichtlich der Existenz von Rückpralleffekten auf das BIP in Erholungsphasen zu ziehen. Während insbesondere im Falle der Vereinigten Staaten (vor der Finanzkrise von 2008 bis 2009) einige Belege für die Existenz solcher Effekte vorliegen, sind die Anhaltspunkte in verschiedenen anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften deutlich schwächer oder weisen in manchen Fällen sogar darauf hin, dass sich dort überhaupt keine Rückpralleffekte manifestierten.<sup>4</sup> Darüber hinaus kann auch von Bedeutung sein, welche Art von Rezession – eine normale oder eine durch eine Finanzkrise ausgelöste – dem Rückpralleffekt vorausgegangen ist. So folgen auf Finanzkrisen nach den Erkenntnissen der Forschung in der Regel besonders schwache Erholungsphasen, und derartige Krisen beeinträchtigen dauerhaft das Niveau des BIP.<sup>5</sup> Diese Ergebnisse stehen weitgehend im Einklang mit der allmählichen Stärkung der wirtschaftlichen Erholung, die die Prognosefachleute gegenwärtig für das Euro-Währungsgebiet vorhersagen.

### Fazit

Insgesamt scheint es einige Belege dafür zu geben, dass professionelle Prognostiker die Stärke der konjunkturellen Erholung im ersten Jahr nach einer Rezession unterschätzen. Die Aufwärtsrisiken für das BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet dürften gegenwärtig jedoch etwas geringer sein als in vergangenen Erholungsphasen. So scheint erstens die Möglichkeit begrenzt, dass der Lagerzyklus zu einer Überzeichnung des Wachstums beisteuert, da der negative Beitrag der Vorratsveränderungen zum BIP-Wachstum in der jüngsten Rezession moderat ausfiel und somit für 2014 eher ein nur mäßig positiver Beitrag zu erwarten ist. Zweitens ist die Möglichkeit eines Rückpralleffekts auf das BIP während der aktuellen Erholungsphase wohl begrenzt, da der Euroraum von einer Finanz- und Staatsschuldenkrise getroffen wurde und ausgeprägte Rückpralleffekte nach derart schweren Finanzkrisen weniger wahrscheinlich sind.

4 Siehe beispielsweise M. D. Bradley und D. W. Jansen, Nonlinear business cycle dynamics: Cross-country evidence on the persistence of aggregate shocks, in: *Economic Inquiry*, 35, Juli 1997, S. 495-509, sowie C.-J. Kim, J. Morley und J. Piger, Nonlinearity and the permanent effects of recessions, in: *Journal of Applied Econometrics*, 20(2), 2005, S. 291-309.

5 Siehe beispielsweise C. M. Reinhart und K. S. Rogoff, *This time it's different: Eight centuries of financial folly*, University Press, Princeton, 2009, sowie IWF, *From recession to recovery: How soon and how strong?*, *World Economic Outlook*, Washington D. C., 2009.

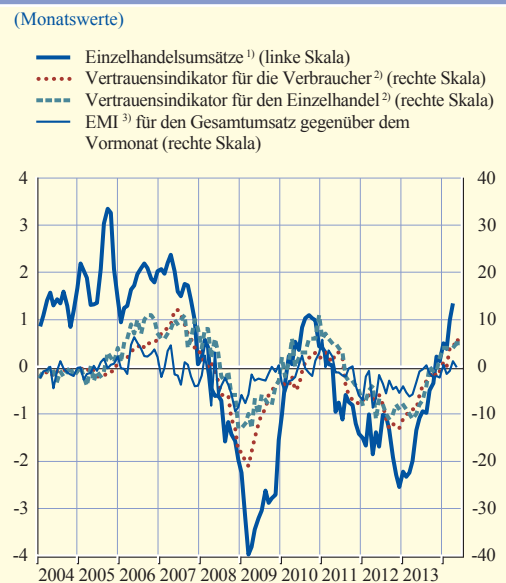
Die privaten Konsumausgaben im Euroraum nahmen im ersten Jahresviertel 2014 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal zu und knüpften damit an das positive, wenngleich verhaltene Wachstum der vorangegangenen drei Quartale an. Dahinter verbirgt sich höchstwahrscheinlich ein zunehmender Konsum von Einzelhandelswaren, der durch gesunkene Ausgaben für Dienstleistungen und einen niedrigeren Pkw-Absatz teilweise kompensiert wurde.

Für das zweite Vierteljahr 2014 lassen die verfügbaren Daten der Tendenz nach insgesamt auf einen weiteren, wenn auch moderaten Zuwachs der privaten Konsumausgaben schließen. Im April erhöhten sich die Einzelhandelsumsätze um 0,4 % gegenüber dem Vormonat und lagen damit 0,6 % über dem Durchschnittswert vom Anfangsquartal 2014, in dem sie um 0,7 % gegenüber dem letzten Jahresviertel 2013 angestiegen waren. Auch die Pkw-Neuzulassungen im Euro-Währungsgebiet lagen im April und Mai zusammengenommen nahezu 2 % über ihrem Durchschnitt vom ersten Quartal, als ein Minus von 2,5 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum verbucht worden war. Aus den Umfrageergebnissen zum Einzelhandel für das zweite Jahresviertel ist ein anhaltend schwaches Konsumwachstum in diesem Bereich abzulesen (siehe Abbildung 27). So war bei dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikator für den Einzelhandel im zweiten Vierteljahr erneut eine Verbesserung festzustellen. Zudem nahm das Verbrauchervertrauen, das seit Anfang 2013 einen Aufwärtstrend aufweist, vom ersten bis zum zweiten Quartal 2014 deutlich zu. Der Vertrauensindikator liegt derzeit über seinem langfristigen Durchschnitt und signalisiert damit einen weiterhin moderaten Anstieg der Konsumausgaben. Der Einkaufsmanagerindex für den Einzelhandel kletterte von durchschnittlich 49,4 Punkten im ersten Quartal auf im Schnitt 50,6 Zähler im April und Mai. Dies steht im Einklang mit dem verhaltenen Umsatzwachstum im zweiten Jahresviertel. Auch der Indikator für die Erwartungen hinsichtlich größerer Anschaffungen blieb auf einem niedrigen Niveau, was darauf schließen lässt, dass die Konsumenten bei ihrer Entscheidung über den Kauf von Gebrauchsgütern weiterhin Zurückhaltung üben.

Die Bruttoanlageinvestitionen erhöhten sich im ersten Vierteljahr 2014 im Quartalsvergleich um 0,2 % und sind damit zum vierten Mal in Folge gestiegen. Aufgeschlüsselt nach Komponenten verzeichneten die Bauinvestitionen im ersten Quartal einen Zuwachs, der durch einen Rückgang der Investitionen außerhalb des Baugewerbes teilweise aufgezehrt wurde (beide Komponenten machen jeweils rund die Hälfte der Gesamtinvestitionen aus). Die Unternehmensinvestitionen dürften im Zuge der allmählich anziehenden Nachfrage, des zunehmenden Vertrauens, der günstigeren Finanzierungsbedingungen und der nachlassenden Unsicherheit im gemäßigten Tempo steigen.

Die aktuellen Daten zu den Anlageinvestitionen weisen insgesamt auf ein anhaltend moderates Wachstum im zweiten Vierteljahr 2014 hin. Die Investitionsgüterproduktion (ein Indikator zukünftiger Investitionen außerhalb des Bausektors) wurde im April 2014 um 0,1 % verglichen mit dem Vormonat gedrosselt und lag 0,5 % unter ihrem Durchschnittswert vom ersten Jahresviertel 2014, als eine Zunahme von 0,6 % gegenüber dem Schlussquartal 2013 verzeichnet worden war. Dies deutet zwar auf einen schwachen Auftakt in das zweite Vierteljahr hin, doch ist in Anbetracht

**Abbildung 27 Einzelhandelsumsätze, EMI für den Einzelhandel und Vertrauensindikatoren**



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, Markit und EZB-Berechnungen.  
 1) Veränderung gegen Vorjahr in %; gleitender Dreimonatsdurchschnitt; arbeitstäglich bereinigt; einschließlich Tankstellen.  
 2) Salden in %; saison- und mittelwertbereinigt.  
 3) Einkaufsmanagerindex; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten.

der sehr volatilen monatlichen Produktionsdaten bei der Interpretation der Zahlen Vorsicht geboten. Die Umfrageergebnisse zeichnen ein etwas erfreulicheres Bild. So ging der seit Mitte 2012 im Aufwärtstrend befindliche EMI-Teilindex für das verarbeitende Gewerbe im zweiten Vierteljahr zwar zurück, liegt aber immer noch deutlich über der theoretischen Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie, der im dritten Quartal 2013 seinen langfristigen Durchschnittswert überschritten hatte, blieb vom ersten Jahresviertel bis zum zweiten Quartal weitgehend stabil.

Die Produktion im Baugewerbe wurde im April 2014 gegenüber dem Vormonat um 0,8 % ausgeweitet, nachdem im März ein geringfügiger Rückgang verbucht worden war. Infolgedessen lag die Bauproduktion im April 0,7 % über dem Durchschnittswert vom ersten Jahresviertel. Dies stellt eine leichte Verschlechterung gegenüber dem Anfangsquartal 2014 dar, als die Erzeugung im Baugewerbe in vierteljährlicher Betrachtung um 2,3 % zugenommen hatte. Allerdings ist die zuletzt genannte Entwicklung zumindest teilweise auf positive Effekte zurückzuführen, die sich aus den zu Jahresbeginn ungewöhnlich milden Witterungsbedingungen in Teilen des Euroraums ergaben. Die weichen Daten deuten auf eine gedämpfte Entwicklung im zweiten Jahresviertel hin. So blieb der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für das Baugewerbe im zweiten Quartal nach wie vor weit hinter seinem historischen Durchschnittswert zurück, und der EMI-Teilindex für das Baugewerbe im Eurogebiet lag im April und Mai deutlich unterhalb der Marke von 50 Punkten.

Der Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum kehrte sich im ersten Jahresviertel trotz positiver Handelsströme erneut ins Negative. Während das vierteljährliche Exportwachstum auf 0,2 % sank, beschleunigte sich der Importanstieg im ersten Quartal auf 0,8 %. Für das zweite Jahresviertel deuten die verfügbaren Indikatoren auf einen leicht rückläufigen Exportzuwachs und eine deutlich stärkere Schrumpfung des Importwachstums hin, was mit einem geringfügig positiven Beitrag des Außenhandels in Einklang stünde. In wertmäßiger Betrachtung lagen die Ausfuhren im April 0,4 % über dem Durchschnitt des ersten Quartals, während die Einfuhren ihren Durchschnittswert um 0,3 % unterschritten. Konjunkturindikatoren zufolge blieben die Außenhandelspreise im Berichtsmonat hinter dem durchschnittlichen Niveau des ersten Jahresviertels zurück, was darauf schließen lässt, dass sich der Handel volumenmäßig etwas stärker entwickelte. Aktuellere Umfrageergebnisse für das gesamte zweite Quartal weisen auf ein etwas niedrigeres Wachstum der Ausfuhren gegenüber dem ersten Vierteljahr hin. Der EMI-Teilindex für die Auftragseingänge im Exportgeschäft lag im zweiten Jahresviertel zwar durchweg oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten, verzeichnete aber gegenüber dem Vorquartal einen Rückgang. Der Umfrageindikator der Europäischen Kommission zur Auftragslage im Exportgeschäft zeichnet ein im Großen und Ganzen ähnliches Bild.

## 4.2 SEKTORALE WERTSCHÖPFUNG

Die reale Wertschöpfung stieg im ersten Quartal 2014 weiter um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal an, wobei in fast allen wichtigen Wirtschaftssektoren eine Zunahme zu beobachten war. Eine Ausnahme bildete die Industrie (ohne Baugewerbe); hier wurde ein leichter Rückgang verbucht. Seit dem ersten Vierteljahr 2013 hat sich die gesamte Wertschöpfung um insgesamt 1 % erhöht und liegt derzeit 4 % über dem nach der Rezession verzeichneten Tiefstand vom zweiten Quartal 2009. Für das zweite Jahresviertel 2014 deuten die Umfragedaten auf einen anhaltenden Anstieg der Wertschöpfung hin. Wie sich an den aktuellen EMI-Produktionsindizes für die einzelnen Sektoren ablesen lässt, fällt der Zuwachs im verarbeitenden Gewerbe am höchsten aus, gefolgt vom

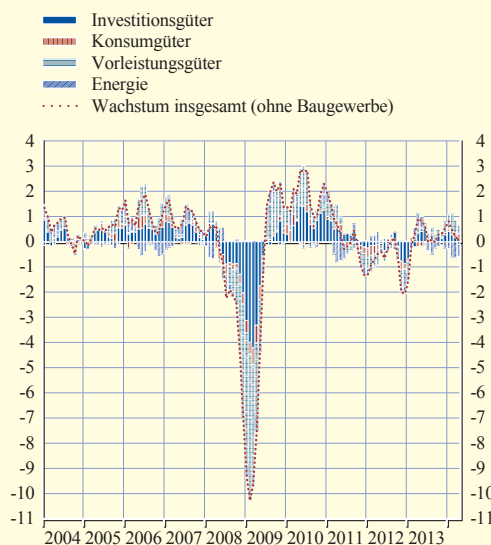
Dienstleistungssektor, während sich die Produktion im Baugewerbe eher verhalten entwickelt haben dürfte.

Was das zweite Quartal 2014 betrifft, so nahm die Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe) im April um 0,8 % gegenüber dem Vormonat zu. Infolgedessen lag das Produktionsniveau im Berichtsmonat 0,6 % über seinem Durchschnittswert vom ersten Jahresviertel. Im Vergleich zu dem vierteljährlichen Anstieg von 0,2 % in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres stellt dies einen recht robusten Start in das zweite Quartal dar (siehe Abbildung 28). Unterdessen stieg der EZB-Indikator für den Auftragseingang in der Industrie des Euro-Währungsgebiets (ohne Schwerfahrzeugbau) im April um 0,5 % gegenüber dem Vormonat, nachdem im März ein leichter Rückgang verzeichnet worden war. Das Bestellvolumen lag somit 0,3 % über jenem des ersten Jahresviertels, als eine Zunahme von 0,9 % gegenüber dem Vorquartal verbucht worden war. Die bis Juni verfügbaren Umfrageergebnisse lassen darauf schließen, dass die Erzeugung in der Industrie im zweiten Vierteljahr abermals ausgeweitet wurde (siehe Abbildung 29). Wenngleich der Einkaufsmanagerindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe vom ersten zum zweiten Quartal des laufenden Jahres rückläufig war, deutet er dennoch auf ein kräftiges Wachstum im zweiten Jahresviertel hin.

Die Produktion im Baugewerbe nahm im April ebenfalls zu, und zwar um 0,8 % gegenüber dem Vormonat, sodass das zweite Vierteljahr 2014 recht gut begann. Aktuellere Umfrageergebnisse sprechen jedoch für eine anhaltende Flaute im Baugewerbe.

**Abbildung 28 Beiträge zum Wachstum der industrieproduktion**

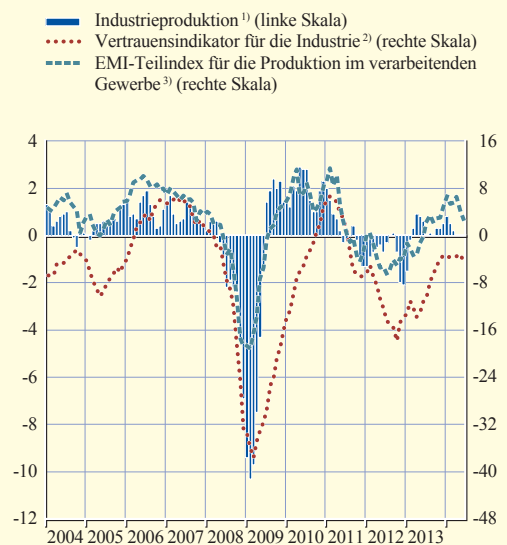
(Wachstum in % und Beiträge in Prozentpunkten; Monatswerte; saisonbereinigt)



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

**Abbildung 29 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.

Obwohl der EMI-Teilindex für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor im Juni einen leichten Rückgang verzeichnete, legte er vom ersten bis zum zweiten Quartal dennoch zu. So steht er für das zweite Vierteljahr ermittelte Durchschnittswert des Index von 53,1 Punkten mit einer erneuten geringfügigen Produktionsausweitung im Dienstleistungssektor in diesem Quartal im Einklang. Andere Branchenumfragen, wie etwa die der Europäischen Kommission, zeichnen ein ähnliches Bild.

### 4.3 ARBEITSMARKT

Am Arbeitsmarkt des Euro-Währungsgebiets, an dem seit Frühjahr 2013 eine Stabilisierung zu beobachten ist, gab es weitere Anzeichen einer allmählichen Erholung. In den letzten Monaten hat die Beschäftigung zugenommen, und die Arbeitslosigkeit ist zurückgegangen. Trotz einer weiteren Verbesserung der Umfrageergebnisse ist davon auszugehen, dass der Arbeitsmarkt im Euroraum in nächster Zeit nur allmählich in Schwung kommen wird. Hierin zeigt sich die in der Regel verzögerte Reaktion der Arbeitsmärkte auf eine wirtschaftliche Belebung.

Die Beschäftigung, die vom zweiten Quartal 2011 bis zum dritten Quartal 2013 um insgesamt 1,7 % zurückging, legte im letzten Jahresviertel 2013 und in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres geringfügig um jeweils 0,1 % gegenüber dem Vorquartal zu (siehe Tabelle 9). Die jüngste Entwicklung signalisiert damit das Ende der bis dahin verzeichneten länger anhaltenden Phase eines Beschäftigungsabbaus. Was die einzelnen Sektoren betrifft, so lässt sich an den jüngsten Beschäftigtenzahlen ein Zuwachs im Dienstleistungssektor sowie in der Industrie ohne Baugewerbe ablesen, der durch den anhaltenden Stellenabbau im Baugewerbe zum Teil kompensiert wurde. Die geleisteten Arbeitsstunden blieben im Schlussquartal 2013 und im ersten Vierteljahr 2014 weitgehend stabil. Im Vorjahresvergleich erhöhte sich die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden im ersten Jahresviertel gleichwohl um 0,5 %, während die Beschäftigtenzahl im gleichen Zeitraum lediglich um 0,1 % zunahm. Dies deckt sich mit der Annahme, dass die Unternehmen tendenziell zunächst

**Tabelle 9 Beschäftigungswachstum**

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

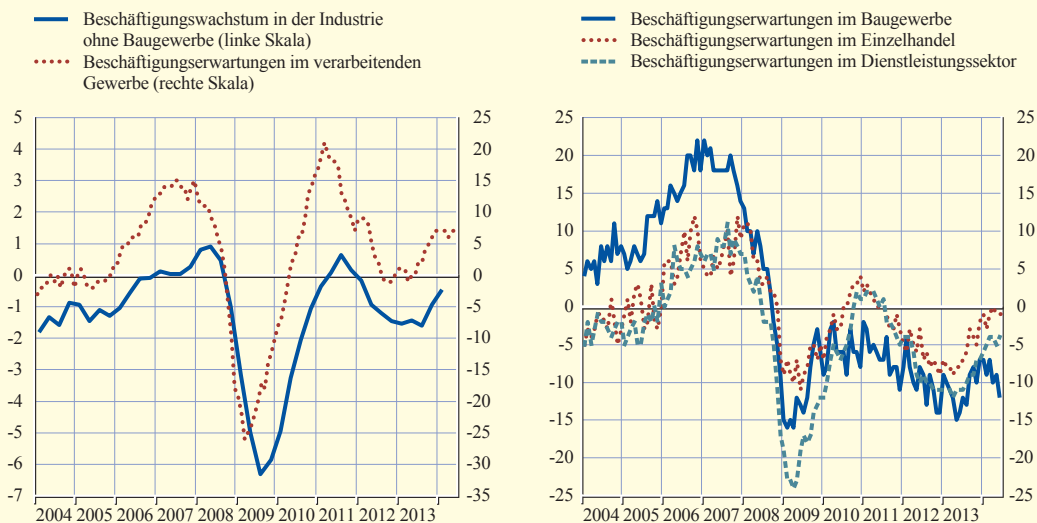
	Personen					Stunden				
	Vorjahresraten		Quartalsraten			Vorjahresraten		Quartalsraten		
	2012	2013	2013 Q3	2013 Q4	2014 Q1	2012	2013	2013 Q3	2013 Q4	2014 Q1
Gesamtwirtschaft	-0,6	-0,8	0,0	0,1	0,1	-1,4	-1,1	-0,1	0,1	-0,1
<i>Darunter:</i>										
Landwirtschaft und Fischerei	-1,9	-1,4	-0,4	-0,5	0,0	-2,9	-1,0	-0,1	-0,1	0,7
Industrie	-2,1	-2,3	-0,4	0,0	-0,2	-3,3	-2,4	-0,2	-0,3	-0,2
Ohne Baugewerbe	-0,9	-1,4	-0,4	0,2	0,1	-2,0	-1,2	-0,1	-0,1	0,1
Baugewerbe	-4,7	-4,6	-0,4	-0,5	-1,0	-6,1	-5,0	-0,6	-0,9	-0,7
Dienstleistungen	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,2	-0,7	-0,7	0,0	0,2	-0,2
Handel und Verkehr	-0,8	-0,8	-0,1	0,2	-0,1	-1,6	-1,2	-0,1	0,1	-0,2
Information und Kommunikation	1,2	0,0	-0,3	0,6	0,1	0,6	-0,1	-0,5	0,7	-0,2
Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	-0,4	-0,7	0,1	-0,1	0,0	-0,9	-0,8	0,1	-0,1	-0,4
Grundstücks- und Wohnungswesen	-0,4	-1,9	0,3	-1,2	1,5	-1,1	-2,4	-1,0	-1,5	1,3
Freiberufliche Dienstleistungen	0,7	0,4	0,5	0,1	0,4	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,4
Öffentliche Verwaltung	-0,3	-0,2	0,2	0,3	0,2	-0,5	-0,5	0,1	0,6	-1,0
Sonstige Dienstleistungen <sup>1)</sup>	0,6	0,0	0,3	0,1	0,4	-0,1	-0,5	0,3	0,1	1,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Umfasst auch haushaltsnahe Dienstleistungen, Kunst und extraterritoriale Organisationen.

**Abbildung 30 Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen**

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



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

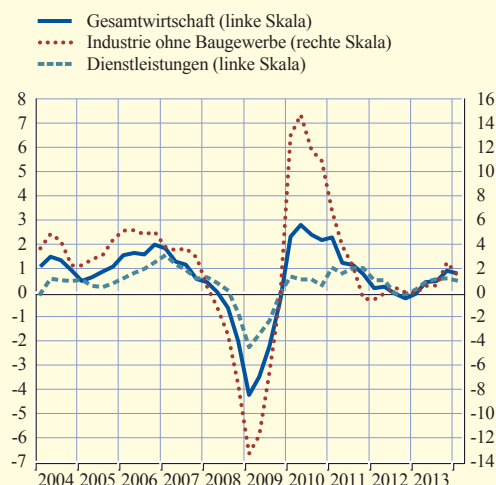
die Arbeitszeit aufstocken, bevor sie neue Arbeitsplätze schaffen. Die besseren Umfrageergebnisse bestätigen den Eindruck einer moderaten Belebung an den Arbeitsmärkten im zweiten Quartal 2014 (siehe Abbildung 30).

Die Arbeitsproduktivität je Beschäftigten stieg im ersten Jahresviertel 2014 binnen Jahresfrist weiter um 0,8 % an und verzeichnete somit das vierte Quartal in Folge ein positives Wachstum (siehe Abbildung 31). Dieser jüngste Zuwachs erstreckte sich auf alle Sektoren, wobei die Produktivität im Baugewerbe und in der Landwirtschaft am stärksten zunahm. Indessen sank die Vorjahrsrate der Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde vom vierten Quartal 2013 zum ersten Vierteljahr 2014 um 0,3 Prozentpunkte auf 0,4 %. Der entsprechende EMI-Teilindex signalisiert für das zweite Jahresviertel ein anhaltend positives Produktivitätswachstum.

Die Arbeitslosenquote, die im Schlussquartal 2013 und im ersten Vierteljahr des laufenden Jahres rückläufig war, sank im April weiter auf 11,6 % und blieb im Mai stabil (siehe Abbildung 32). Die Zahl der Arbeitslosen im Euroraum nahm indes von April bis Mai weiter ab. Die Arbeitslosenquote ist seit ihrem letzten Höchststand vom April 2013 mehr oder weniger in allen Altersgruppen und bei Männern wie Frauen zurückgegangen. Wenngleich

**Abbildung 31 Arbeitsproduktivität je Beschäftigten**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

es in den finanziell angeschlagenen Ländern zu einer stärkeren Abnahme kam, bestehen immer noch erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern des Euro-Währungsgebiets. Dies zeigt sich deutlich an der Arbeitslosenquote insgesamt, die im Mai in den einzelnen Ländern von unter 5 % bis über 25 % reichte.

#### 4.4 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Die Wirtschaftsindikatoren einschließlich der bis Juni verfügbaren Umfrageergebnisse signalisieren eine Fortsetzung der sehr allmählichen Erholung im zweiten Quartal 2014. Die Binnen­nachfrage dürfte durch eine Reihe von Faktoren begünstigt werden, unter anderem durch die weitere Akkommodierung des geldpolitischen Kurses und die anhaltenden Verbesserungen der Finanzierungsbedingungen. Darüber hinaus sollten die Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung und den Strukturreformen (siehe Kasten 7) sowie die Zunahme des real verfügbaren Einkommens einen positiven Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisten. Zudem dürfte die Exportnachfrage von der anhaltenden globalen Erholung profitieren. Allerdings ist die Arbeitslosigkeit im Eurogebiet nach wie vor hoch, obschon sich an den Arbeitsmärkten weitere Anzeichen einer Besserung erkennen lassen, und die ungenutzten Kapazitäten sind insgesamt immer noch beträchtlich. Darüber hinaus blieb die Jahresänderungsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor im Mai negativ, und die notwendigen Bilanzanpassungen im öffentlichen und im privaten Sektor dürften das Tempo der wirtschaftlichen Erholung weiterhin dämpfen.

Die Risiken für den Wirtschaftsausblick im Eurogebiet sind nach wie vor abwärtsgerichtet. Insbesondere geopolitische Risiken sowie die Entwicklung in den Schwellenländern und an den globalen Finanzmärkten könnten sich negativ auf die Konjunkturlage auswirken, etwa über Effekte auf die Energiepreise und auf die weltweite Nachfrage nach Erzeugnissen des Eurogebiets. Zu den weiteren Abwärtsrisiken zählen eine unzureichende Umsetzung von Strukturreformen in den Ländern des Euroraums und eine schwächer als erwartet ausfallende binnenwirtschaftliche Nachfrage.

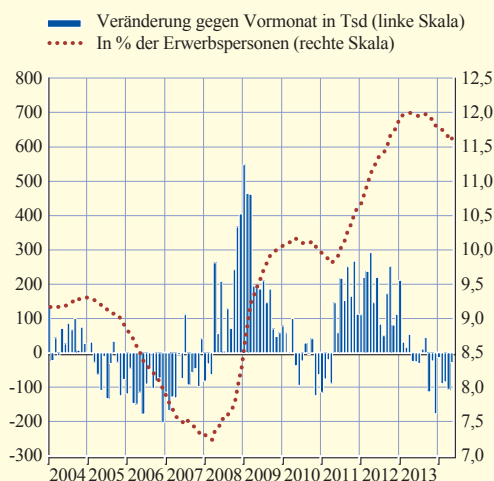
#### Kasten 7

##### MAKRÖKONOMISCHE EFFEKTE VON STRUKTUREREFORMEN

Insgesamt gesehen haben die Finanzkrise und die anschließende Staatsschuldenkrise sowie die daraus resultierende Rezession in einer Reihe von Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets als Katalysator für Strukturreformen gewirkt. Seit Ausbruch der Krise haben mehrere Euro-Länder ihre Reformanstrengungen – vor allem im Zuge ihrer makroökonomischen Anpassungsprogramme – verstärkt, um die Funktionsweise der Arbeits- und Gütermärkte sowie die

Abbildung 32 Arbeitslosigkeit

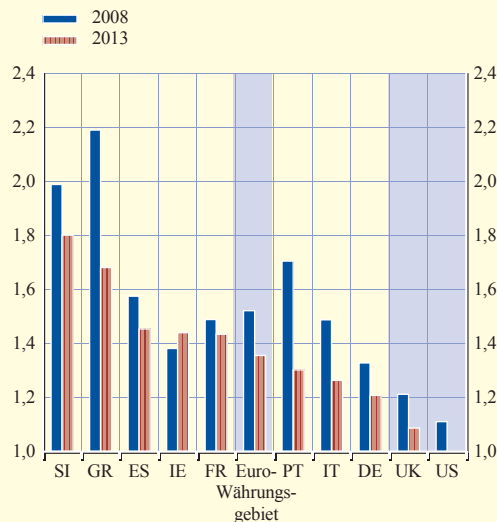
(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

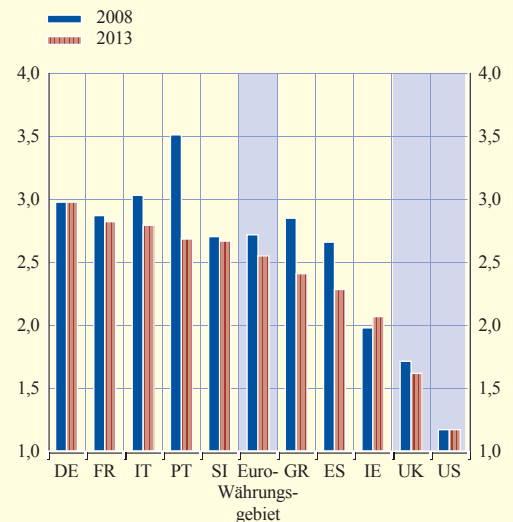


Abbildung A Regulierung der Gütermärkte



Quelle: OECD  
 Anmerkung: Es wird ein synthetischer Indikator für die Regulierungsintensität der Gütermärkte betrachtet (z. B. staatliche Kontrollen, Hemmnisse für Unternehmensgründungen, Handel und Investitionen). Ein höherer Wert zeigt eine stärkere Regulierung an.

Abbildung B Kündigungsschutzbestimmungen

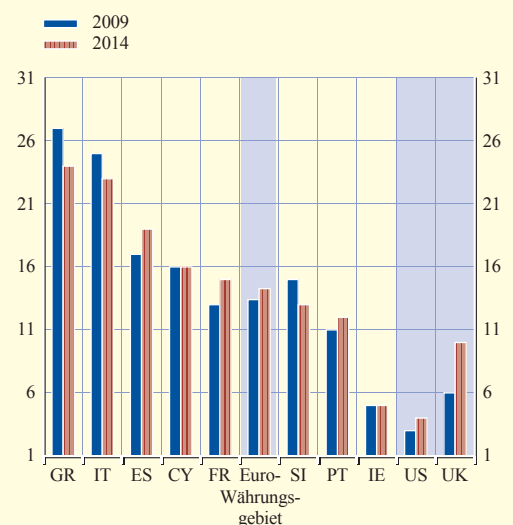


Quelle: OECD.  
 Anmerkung: Es wird ein synthetischer Indikator für die Regulierungsintensität der Arbeitsmärkte betrachtet (z. B. Kündigungsfristen, Abfindungszahlungen, Abschluss befristeter Arbeitsverträge). Ein höherer Wert zeigt eine stärkere Regulierung an.

wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu verbessern. Trotz dieser Anstrengungen sind die verzeichneten Fortschritte nur begrenzt und in den einzelnen Ländern unterschiedlich, wie aus den Abbildungen A, B und C hervorgeht, in denen die zusammenfassenden Indikatoren für die Regulierung der Gütermärkte und des Kündigungsschutzes sowie für das unternehmerische Umfeld in ausgewählten Ländern des Euroraums, im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten dargestellt sind.

Analytische Untersuchungen haben ergeben, dass von Strukturreformen mittel- bis langfristig positive Effekte, wie etwa ein höheres Produktionspotenzial, ausgehen. Einige Studien zeigen jedoch auch, dass bestimmte Wirtschaftskennzahlen (wie z. B. der Konsum) kurzfristig negativ beeinflusst werden können, während in anderen Untersuchungen wiederum – selbst auf kurze Sicht – positive Auswirkungen von Reformen auf wesentliche makroökonomische Größen festgestellt

Abbildung C Platzierungen im Ease-of-Doing-Business-Index



Quelle: Weltbank/International Finance Corporation.  
 Anmerkung: Auf der y-Achse ist die Platzierung des jeweiligen Landes (unter den insgesamt 181 bzw. 189 betrachteten Staaten) nach dem Ease-of-Doing-Business-Index, der anhand einer breiten Palette von Indikatoren die staatliche Regulierung von Geschäftsaktivitäten erfasst, dargestellt.

wurden. Dieser Kasten fasst die wichtigsten Ergebnisse der empirischen Fachliteratur zu den makroökonomischen Effekten von Strukturreformen zusammen.

### Langfristige Effekte von Strukturreformen

Die von Strukturreformen zu erwartende Erhöhung der Beschäftigung und der Produktion vollzieht sich über unterschiedliche Kanäle. So führen beispielsweise Reformen der (Vor-)Ruhestands- und Erwerbsunfähigkeitsregelungen sowie eine verstärkte Aktivierung von Arbeitslosen durch aktive Arbeitsmarktprogramme (z. B. über Schulungsmaßnahmen oder eine effizientere Arbeitsvermittlung) zu einer höheren Erwerbsbeteiligung und Beschäftigung und steigern dadurch das Potenzialwachstum. Weiterhin erhöht eine flexiblere Lohnsetzung die Reagibilität der Löhne auf die Konjunktur- und Produktivitätsentwicklung, sodass die Löhne besser an die individuellen Bedingungen und Anforderungen der einzelnen Unternehmen angepasst werden können. Ein geringerer Kündigungsschutz und ein stärkerer Wettbewerb an den Gütermärkten können dazu führen, dass Arbeitssuchende und offene Stellen effizienter zusammengebracht werden, die Ressourcenallokation verbessert und die Restrukturierung der Volkswirtschaften gefördert wird; dies trägt zur Unterstützung von Produktivität und Wachstum sowie zur Verringerung der strukturellen Arbeitslosigkeit bei.

Sowohl Modellsimulationen als auch empirische Studien deuten überwiegend auf einen positiven Effekt von Strukturreformen auf Produktion, Konsum, Investitionen und Beschäftigung hin.<sup>1</sup> In dynamischen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodellen (DSGE-Modellen) werden Reformen typischerweise als eine Reduzierung von Lohn- und Preisaufschlägen oder als eine Erhöhung des Arbeitskräfteangebots modelliert. Simulationen, bei denen Reformen mit dem Ziel der Senkung der Aufschläge auf die EU- oder OECD-Durchschnittswerte eingeführt werden, ergeben für die am wenigsten flexiblen Länder in der Regel ein Wachstum des BIP und der Beschäftigung von mehreren Prozentpunkten. Mit radikaleren Reformpaketen, die sich beispielsweise an den Spitzenwerten der EU oder der Vereinigten Staaten orientieren, könnte das BIP langfristig um einen Wert im zweistelligen Bereich gesteigert werden.<sup>2</sup> Dies wird tendenziell auch durch länderübergreifende empirische Studien belegt.<sup>3</sup>

### Vorübergehende Effekte

Es könnte mehrere Jahre dauern, bis sich die Wirkung der erwähnten Reformen vollständig entfaltet. Womöglich verursacht der reformbedingte Anpassungsprozess in bestimmten Fällen auch kurzfristige Kosten. So könnte die mit den Reformen (z. B. an den Gütermärkten) einhergehende Reallokation von Ressourcen aus produktivitätsschwachen in produktivitätsstarke Unternehmen vorübergehend zu einem Rückgang der konjunkturellen Aktivität und des privaten Konsums

1 Siehe beispielsweise S. Gomes, P. Jacquinot, M. Mohr und M. Pisani, Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries: A model-based assessment, Working Paper Series der EZB, Nr. 1323, 2011; B. Annicchiarico, F. Di Dio und F. Felici, Structural reforms and the potential effects on the Italian economy, in: Journal of Policy Modeling, Bd. 35(1), 2013, S. 88-109; L. Lusinyan und D. Muir, Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms: The Case of Italy, Working Papers des IWF, Nr. 13/22, 2013; J. Varga, W. Roeger und J. In't Veld, Growth Effects of Structural Reforms in Southern Europe: The case of Greece, Italy, Spain and Portugal, in: Europäische Kommission, European Economy – Economic Papers, Nr. 511, 2013; D. Anderson, B. Barkbu, L. Lusinyan und D. Muir, Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth, Chapter 7, in: IWF, Jobs and Growth: Supporting the European Recovery, 2014.

2 Siehe beispielsweise Gomes et al., a. a. O.; Varga et al., a. a. O.; Annicchiarico et al., a. a. O.; Anderson et al., a. a. O.

3 Siehe beispielsweise R. Bouis und R. Duval, Raising potential growth after the crisis. A quantitative assessment of the potential gains from various structural reforms in the OECD area and beyond, OECD, Economics Department Working Papers, Nr. 835, 2011.

führen.<sup>4</sup> In den meisten auf DSGE-Modellen beruhenden Simulationen werden keine oder allenfalls zu vernachlässigende kurzfristige Kosten festgestellt,<sup>5</sup> während andere Analysen geringe Kosten nachweisen.<sup>6</sup> Dabei werden die Ergebnisse natürlich weitgehend von den kalibrierten Elastizitäten und den übrigen Modellannahmen bestimmt. Sieht das Modell beispielsweise den Nullzins als Untergrenze der Geldpolitik vor, könnten Reformen, die einen Preisrückgang herbeiführen, der seinerseits einen Anstieg der Realzinsen impliziert, wachstumshemmend wirken.<sup>7</sup> Andererseits würde dieser Effekt durch die Erwartung eines reformbedingten künftigen Anstiegs der Verbrauchereinkommen und des Unternehmenswachstums möglicherweise mehr als ausgeglichen, sodass sich hieraus – selbst auf kurze Sicht – ein positiver Wachstumseffekt ergeben könnte.<sup>8</sup> In länderübergreifenden empirischen Schätzungen lassen sich für Strukturreformen in der Regel nur geringe oder gar keine vorübergehenden Effekte erkennen.<sup>9</sup> Freilich kann die Entstehung vorübergehender Kosten auch maßgeblich von der Art der Reform sowie von der gesamtwirtschaftlichen Lage abhängen. Während sich etwa in normalen Zeiten eine stärkere Aktivierung von Arbeitskräften über die Arbeitslosenversicherung bereits innerhalb kurzer Zeit positiv im Beschäftigungswachstum niederschlägt, ist dies möglicherweise bei einer ausgeprägten Unterauslastung am Arbeitsmarkt nicht der Fall.

### Übertragungseffekte

Die Fachliteratur legt auch nahe, dass die Auswirkungen von Reformen vom allgemeineren institutionellen Umfeld abhängen. So können Arbeitsmarktreformen beispielsweise effektiver sein, wenn die Gütermärkte flexibel sind. Daher sind auch bedeutende Übertragungseffekte zwischen Reformen möglich. Studien haben gezeigt, dass ein umfassendes Reformpaket, das sowohl Arbeits- als auch Gütermarktreformen beinhaltet, einen im Verhältnis größeren gesamtwirtschaftlichen Nutzen mit sich bringen kann als entsprechende Einzelreformen.<sup>10</sup> Zudem ist es möglich, dass der aus Reformen gewonnene Nutzen bei positiven Handelsbeziehungen länderübergreifend wirkt.<sup>11</sup>

In Tabelle A sind stellvertretend für die Ergebnisse aus der Fachliteratur die Resultate der Simulationen des IWF zu den kurz- wie auch langfristigen Auswirkungen möglicher Reformen in den Ländern des Eurogebiets dargestellt. Die Simulationen zeigen für jedes einzelne Land die Auswirkungen, wenn die Lücke zum OECD-Grenzfall bei der Arbeits- und Gütermarktpolitik um etwa 50 % geschlossen wird.<sup>12</sup> Aus der Tabelle geht hervor, dass solche Reformen langfristig

4 Die präventive Komponente des Stabilitäts- und Wachstumspakts sieht vor, dass bei der Bestimmung des Anpassungspfads in Richtung des in Form des strukturellen Finanzierungssaldos festgelegten mittelfristigen Haushaltsziels die kurzfristigen Haushaltskosten größerer Strukturreformen berücksichtigt werden dürfen, sofern eine angemessene Sicherheitsmarge in Bezug auf den für das nominale Defizit geltenden Referenzwert von 3 % des BIP gewahrt bleibt und damit gerechnet werden kann, dass das mittelfristige Haushaltsziel innerhalb des Zeitraums des Stabilitäts- bzw. Konvergenzprogramms wieder erreicht wird (siehe Artikel 5 Absatz 1 der Verordnung (EG) Nr. 1466/97 des Rates).

5 Siehe beispielsweise R. Bouis und R. Duval, Raising potential growth after the crisis. A quantitative assessment of the potential gains from various structural reforms in the OECD area and beyond, OECD, Economics Department Working Papers, Nr. 835, 2011; Annicchiarico et al., a. a. O.; Varga et al., a. a. O.

6 Siehe beispielsweise G. Eggertsson, A. Ferrero und A. Raffo, Can structural reforms help Europe?, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 61, 2014, S. 2-22.

7 Siehe beispielsweise Eggertsson et al., a. a. O. Dieses Modell berücksichtigt nicht die Effekte geldpolitischer Sondermaßnahmen.

8 Siehe beispielsweise J. Fernández-Villaverde, P. A. Guerrón-Quintana und J. Rubio-Ramírez, Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound, Working Paper des NBER, Nr. 17543, 2011.

9 Siehe auch R. Bouis, O. Causa, L. Demmou, R. Duval und A. Zdzienicka, The Short-Term Effects of Structural Reforms. An empirical analysis, OECD, Economics Department Working Papers, Nr. 949, 2012.

10 Siehe beispielsweise Cacciatore et al. (2012); Lusinyan und Muir (2013); Anderson et al. (2014).

11 Siehe zum Beispiel Gomes et al. (2011); Anderson et al. (2014).

12 Die Simulationen wurden mithilfe des Global Integrated Monetary and Fiscal Model erstellt; dabei wird angenommen, dass die Länder ihre Regelungen innerhalb von 13 Jahren zur Hälfte in Richtung des OECD-Grenzfalls verändern, wobei die Reformen in die ersten fünf Jahre vorgezogen werden. Einzelheiten finden sich bei Anderson et al. (2014).

**Tabelle A Wachstumseffekte gleichzeitiger Reformpakete im Euro-Währungsgebiet**

	1. Jahr	2. Jahr	5. Jahr	Langfristig
Gütermarkt	0,2	0,5	1,7	7,2
Arbeitsmarkt	0,5	0,9	1,4	3,0
Güter- und Arbeitsmarkt	0,7	1,5	3,3	11,0

Quelle: Anderson et al. (2014).

zu einer Wachstumssteigerung von mehr als zehn Prozentpunkten führen könnten.<sup>13</sup> Bereits im ersten Jahr wirken sich die Reformen positiv auf die Entwicklung des BIP aus. Ferner zeigt die Tabelle auch die gesamtwirtschaftlichen Gewinne, die sich aus der gleichzeitigen Umsetzung von Güter- und Arbeitsmarktreformen ergeben.

### Schlussbemerkungen

Die Fachliteratur zu Strukturreformen belegt, dass die Einführung solcher Reformen – vor allem für stärker von Rigiditäten gekennzeichnete Volkswirtschaften – einen großen Nutzen mit sich bringt. Trotz der in den letzten Jahren erzielten wichtigen Fortschritte besteht nach wie vor viel Spielraum und auch Bedarf für Reformen zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit der Volkswirtschaften im Euro-Währungsgebiet und somit zur Förderung von Wachstum und Beschäftigung. In quantitativer Hinsicht beispielsweise haben die Länder des Euroraums – gemäß der Beurteilung durch Experten der Europäischen Kommission – bisher nur 7 der 86 vom Europäischen Rat im Jahr 2013 gebilligten länderspezifischen Empfehlungen vollständig oder teilweise umgesetzt (siehe Tabelle B).

Flexible Arbeits- und Gütermärkte sind notwendig, damit die Länder des Eurogebiets optimal und rasch auf Schocks reagieren und die durch Produktionseinbußen und eine höhere

**Tabelle B Umsetzung länderspezifischer Empfehlungen 2013**

	Vollständig umgesetzt	Beträchtliche Fortschritte	Einige Fortschritte	Begrenzte Fortschritte	Kein Fortschritt	Anzahl der Empfehlungen insgesamt
Belgien			3	4		7
Deutschland			2	2		4
Estland		1	3	1		5
Spanien	1		8			9
Frankreich			4	2		6
Italien			1	5		6
Lettland		1	5		1	7
Luxemburg			1	5		6
Malta			3	2		5
Niederlande		1	2	1		4
Österreich			6	1		7
Slowenien		1	2	6		9
Slowakei			2	4		6
Finnland		2	3			5

Quelle: Bewertung der Experten der Europäischen Kommission.

<sup>13</sup> Unter Berücksichtigung der vergleichsweise größeren Verringerung der Aufschläge im Forschungspapier des IWF entsprechen die Ergebnisse quantitativ und qualitativ in etwa den Modellsimulationen der EZB (siehe EZB, Modellsimulationen der kurz- und langfristigen Auswirkungen von Strukturreformen, Kasten 2, in: Stand der Anpassungen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets, Monatsbericht, Mai 2013).

Arbeitslosigkeit bedingten Mehrkosten vermeiden können, die mit der in starren Volkswirtschaften beobachteten langsameren und langwierigeren Anpassung verbunden sind. Ehrgeizigere und gemeinsam mit Reformmaßnahmen aus anderen Bereichen umgesetzte Reformen haben einen deutlich höheren Nutzen. Vor diesem Hintergrund bedarf es größerer Anstrengungen bei der Deregulierung der Gütermärkte, an denen die Reformbemühungen in den letzten Jahren verhalten waren. Notwendig sind ebenfalls weitere Arbeitsmarktreformen, die zur Verringerung der strukturellen Arbeitslosigkeit beitragen. Mittels eines umfassenden Reformpakets lässt sich auch die Wahrscheinlichkeit vorübergehender Anpassungskosten reduzieren. Um all diese Ziele zu erreichen, ist es von entscheidender Bedeutung, dass die Länder des Euroraums die kürzlich von der Europäischen Kommission veröffentlichten länderspezifischen Empfehlungen 2014 rasch und vollständig umsetzen.

## RISIKOFREIE ZINSSÄTZE FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET: MESSPROBLEME, JÜNGERE ENTWICKLUNG UND BEDEUTUNG FÜR DIE GELDPOLITIK



Der vorliegende Aufsatz erörtert den Begriff des risikofreien Zinses sowie dessen Bedeutung für die Wirtschaft im Allgemeinen und die Geldpolitik im Besonderen. Er beschreibt die konzeptionellen und quantitativen Herausforderungen bei der Bestimmung risikofreier Zinssätze für das Euro-Währungsgebiet. Wie im Aufsatz dargelegt wird, haben diese Herausforderungen seit Beginn der weltweiten Finanzkrise zugenommen, da die verschiedenen Messgrößen im Vergleich zur Vergangenheit tendenziell stärker voneinander abweichen. Es werden Erklärungen geboten, warum diese Abweichungen entstanden sind. Schließlich wird aufgezeigt, inwiefern sich aus Tagesgeldsatz-Swaps (Overnight Index Swaps – OIS) abgeleitete Zinssätze bei der Beschreibung der risikofreien Zinsen für das Euro-Währungsgebiet als sinnvolle Ergänzung zu den Renditen von Anleihen mit AAA-Bonität eignen können.

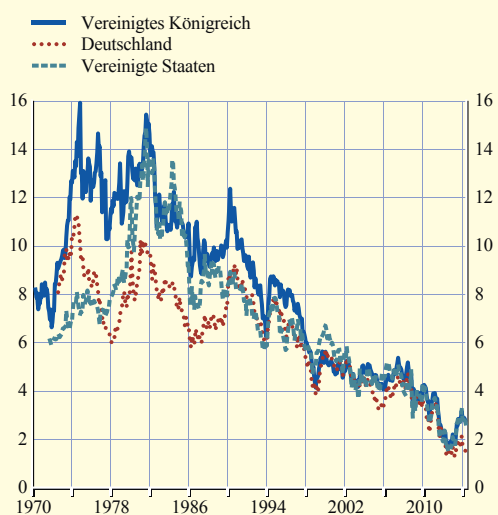
### I EINLEITUNG

Der Begriff des „risikofreien Zinses“, d. h. der Rendite einer idealen, vollkommen liquiden Anleihe, die keinerlei Risiko trägt, spielt an den Finanzmärkten und für die geldpolitische Analyse eine wichtige Rolle. An allererster Stelle dienen risikofreie Zinssätze als elementarer Vergleichsmaßstab für die Bepreisung anderer, risikobehafteter Vermögenswerte. Messgrößen des risikolosen Zinses werden z. B. als Diskontierungsfaktor eingesetzt, wenn der Gegenwartswert von Investitionsvorhaben oder der Wert zukünftiger finanzieller Zahlungen berechnet werden soll. Wichtig sind risikofreie Renditen auch für die geldpolitischen Entscheidungsträger, da die Weitergabe der Leitzinsen entlang der risikofreien Zinsstrukturkurve ein wesentliches Element im geldpolitischen Transmissionsmechanismus darstellt und risikolose Zinssätze zugleich Informationen zu den Erwartungen der Märkte in Bezug auf wichtige Wirtschaftskennziffern einschließlich der Entwicklung der EZB-Leitzinsen liefern können.

Als Messgröße für das theoretische Konzept des risikofreien Zinssatzes dient typischerweise die Rendite erstklassig bewerteter Staatsanleihen. Danach zu urteilen ist in den letzten drei bis vier Jahrzehnten in den großen Industriestaaten ein trendmäßiger Rückgang der risikolosen Renditen zu konstatieren, wobei die langfristigen Renditen in den zurückliegenden Jahren auf ein historisch niedriges Niveau gesunken sind (siehe Abbildung 1). Zweifellos spiegeln sich in diesem Rückgang teils stabilere Inflationserwartungen und geringere Inflationsrisikoprämien wider,<sup>1</sup> doch in jüngerer Zeit waren auch andere Faktoren relevant.<sup>2</sup> So gilt es als wahrscheinlich, dass nach dem Beginn der weltweiten

Abbildung 1 Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in längerfristiger Betrachtung

(in % p. a.)



Quellen: Deutsche Bundesbank, Bank of England und Federal Reserve Board.

1 Bei den langfristigen nominalen Anleiherenditen handelt es sich um langfristige reale Renditen plus durchschnittliche langfristige Inflationserwartungen über die Anleihelaufzeit zuzüglich einer Inflationsrisikoprämie; sie können also als eine Verallgemeinerung der Fischer-Gleichung verstanden werden.  
 2 Eine Erörterung einiger Bestimmungsfaktoren der langfristigen Anleiherenditen findet sich bei P. Turner, Is the long-term interest rate a policy victim, a policy variable or a policy lodestar?, in: J. S. Chadha, A. C. J. Durré, M. A. S. Joyce und L. Sarno (Hrsg.), Developments in Macro-Finance Yield Curve Modelling, Cambridge University Press, 2014.

Finanzkrise Ende 2008 die anschwellende Nachfrage nach liquiden und risikofreien Aktiva zum weiteren Rückgang der Renditen von als nahezu risikolos geltenden Vermögenswerten beitrug. Darüber hinaus steuerten auch eher strukturelle Faktoren wie die starke Nachfrage institutioneller Anleger mit eigenen Mitteln („real money investors“ wie Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften) vor dem Hintergrund alternder Gesellschaften, regulatorischer Anpassungen und von Änderungen bei der Rechnungslegung zum weiteren Renditenrückgang bei. Angebotsseitig war in den jüngsten Jahren ferner zu beobachten, dass einige Kategorien risikofreier Aktiva an Umfang einbüßten. So sind bestimmte mit hohen Bonitätsprädikaten ausgestattete Verbriefungsinstrumente verschwunden, und der Bestand an AAA-Staatsanleihen ist wegen der gesunkenen Kreditwürdigkeit (und schlechteren Ratingeinstufung) mehrerer Emittentenländer geschrumpft. Des Weiteren haben die umfangreichen Ankäufe bonitätsstarker Rentenpapiere durch die Zentralbanken in einigen Ländern zur weiteren Verknappung des privatwirtschaftlichen Investoren zugänglichen Angebots an risikofreien Anlageinstrumenten beigetragen und damit den Renditerückgang befördert.

In Abbildung 1 werden die Renditen deutscher Bundesanleihen als Indikator für die risikofreie Verzinsung im Euro-Währungsgebiet über einen langen Zeitraum – einschließlich der Zeit vor und nach der Euro-Einführung – verwendet. Eine bis September 2004 zurückreichende Strukturkurve, die auf der Grundlage von AAA-Staatsanleihen im Euroraum die Zinssätze über unterschiedliche Laufzeiten hinweg abbildet, wird von der EZB veröffentlicht. Diese könnte grundsätzlich als guter Näherungswert für die risikofreie Zinsstrukturkurve des Eurogebiets betrachtet werden. Während der Finanzkrise schmälerte sich allerdings das Reservoir an Schuldnern mit AAA-Bonität und die Renditen der in diesem Kreise verbleibenden Emittentenländer wiesen bisweilen divergierende Entwicklungen auf, da sich Kreditrisiko- und Liquiditätsprämien sowie sonstige Faktoren in unterschiedlichem Maße auswirkten. Dadurch hat sich die Repräsentativität der auf Anleihen mit AAA-Rating beruhenden Zinsstrukturkurve als risikofreie Kurve für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes verringert.

Vor diesem Hintergrund werden die aktuellen Herausforderungen bei der Messung der risikofreien Zinsen im Eurogebiet einer detaillierteren Betrachtung unterzogen. Der vorliegende Aufsatz beleuchtet einige der Gründe für die Divergenzen zwischen den verschiedenen herkömmlichen Indikatoren der risikolosen Zinsen während der Finanzkrise und kommt unter anderem zu dem Schluss, dass Zinssätze, die aus Tagesgeldsatz-Swap-Kontrakten (OIS) abgeleitet werden, die Rendite von AAA-Papieren sinnvoll ergänzen können, wenn es um die Darstellung risikofreier Zinsen geht.

Der Aufsatz gliedert sich wie folgt: In Abschnitt 2 wird der Begriff des risikofreien Zinses sowie dessen Bedeutung für die Wirtschaft im Allgemeinen und die Geldpolitik im Besonderen erläutert. Abschnitt 3 erörtert die Herausforderungen, die sich – in konzeptioneller wie auch quantitativer Hinsicht – bei der Bestimmung der risikofreien Zinssätze für das Euro-Währungsgebiet ergeben. In Abschnitt 4 folgt eine Beschreibung der Entwicklung der risikofreien Zinsen des Euroraums während der Krise, die zugleich ein Licht auf die entstandenen Renditeunterschiede zwischen AAA-Staatspapieren und OIS-Kontrakten wirft. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

## **2 RISIKOFREIE ZINSSÄTZE: BEGRIFFSBESTIMMUNG UND GELDPOLITISCHE RELEVANZ**

Der Begriff der „risikofreien Anlage“ und der „risikolosen Rendite“ spielt in der ökonomischen Analyse eine zentrale Rolle, und auch in der Berichterstattung über die Finanzmärkte wird

vielfach Bezug darauf genommen. Abstrakt gesehen stellt eine risikofreie Anlage ein Wertpapier dar, für das man zu einem gegebenen Zeitpunkt bei jedem in der Zukunft möglichen Umweltzustand eine genau definierte Zahlung in einer bestimmten Rechnungseinheit erhält. Ein konkretes Beispiel wäre eine Nullkuponanleihe, für die man nach Ablauf von drei Jahren mit absoluter Sicherheit eine Zahlung von 100 € bekommt.<sup>3</sup> Der Preis, zu dem diese Anleihe heute gekauft wird, bestimmt deren Verzinsung, also die „risikofreie Dreijahresrendite“. Die Sicherheit, zum Ende der Laufzeit 100 € zu erhalten, ist im vorliegenden Beispiel gleichbedeutend mit der Aussage, dass der Anleiheemittent seinen Zahlungsverpflichtungen in jedem möglichen Umweltzustand nachkommen wird. Entsprechend kann die Eigenschaft der Risikolosigkeit, über die die Anleihe verfügt, gleichgesetzt werden mit der Abwesenheit von Ausfall- oder Kreditrisiken.

In der Praxis erscheint es unrealistisch, mit absoluter Sicherheit vom Erhalt des versprochenen Anleiheerlöses auszugehen. Auch wenn es immer schon solide öffentliche und privatwirtschaftliche Anleiheemittenten gegeben hat, die noch nie einen Kreditausfall aufgewiesen haben, besteht bei neu begebenen Anleihen stets eine gewisse Restunsicherheit, ob ein Leistungsausfall bis zur Fälligkeit der Anleihe tatsächlich ausgeschlossen werden kann. Daher legen Investoren und Berichtserstatter in der Regel offenbar einen relativen Sicherheitsbegriff zugrunde, wenn sie sich auf einen risikolosen Zins beziehen. So besteht eine gängige Praxis darin, sich bei der Risikobeurteilung einer Anleihe einfach auf das Prädikat der Ratingagenturen zu verlassen, sodass ein AAA-Rating praktisch die Trennlinie zwischen (annähernd) risikofreien Aktiva und ihren risikobehafteten Gegenparts markiert. Freilich gilt es dabei zu beachten, dass ein Ratingurteil gemeinhin eine relative (und keine absolute) Aussage zum Kreditrisiko darstellt. Bei Anleihen höherer Bonität ist also allgemein betrachtet weniger häufig mit Ausfällen zu rechnen als bei schlechter bewerteten Schuldverschreibungen, wenngleich sich die tatsächliche erwartete Ausfallhäufigkeit einer jeden Ratingklasse im Laufe der Zeit und in Abhängigkeit vom Konjunkturzyklus ändern kann.<sup>4</sup>

Neben dem Ausfall- oder Kreditrisiko bestehen allerdings etliche weitere Risikoquellen, die für den Preis bzw. die Rendite eines Anlagewertes von Bedeutung sind. So können Anleihen mit einem Liquiditätsrisiko behaftet sein. Das bedeutet, die Anleger müssen die Möglichkeit ungünstiger Marktkonditionen in Rechnung ziehen, wenn sie die Anleihe vor ihrer Fälligkeit verkaufen. Das Risiko schlechterer Liquiditätsbedingungen würde durch die Liquiditätsprämie zu einem geringeren Preis der Anleihe führen (bzw. zu einer höheren Rendite). Umgekehrt werden Anleger generell bereit sein, für Anleihen mit besonders hohen Sicherheits- und Liquiditätsstandards einen höheren Preis zu entrichten (bzw. eine niedrigere Rendite hinzunehmen), insbesondere wenn dies mit einer höheren Akzeptanz dieser Anleihen als Sicherheiten in Finanztransaktionen verbunden ist. Absolut gesehen nehmen negative Liquiditätsprämien bei einem schrumpfenden Gesamtbestand an qualitativ hochwertigen Anleihen zu, da Letzteres die relative Knappheit solcher hochbegehrter Schuldtitel verschärft (sog. Knappheitsprämie). In der Regel unterliegen nominale Anleihen auch einem Inflationsrisiko. Um auf das bereits verwendete Beispiel zurückzugreifen: Unter der Annahme, dass keinerlei Kreditrisiken bestehen, erhält man für die genannte Anleihe nach drei Jahren einen Erlös von 100 €. Das macht sie in „nominaler“ Rechnung risikofrei. „Real“ gerechnet ist dies aber

<sup>3</sup> Bei einer Nullkuponanleihe erhält der Inhaber bei Fälligkeit den sogenannten Nennwert, aber vorher keine Kuponzahlungen; daher heißt sie auch „abgezinsten Anleihe“ (siehe Kasten 1).

<sup>4</sup> In seinem Global Financial Stability Report vom April 2012 legt der IWF dar, dass ein AAA-Rating im Jahr 2007 mit einer (aus CDS-Spreads abgeleiteten) durchschnittlichen Ausfallwahrscheinlichkeit von rund 0,1 % einherging, wohingegen sich diese wahrscheinliche Ausfallrate aber bis 2011 mehr als verzehnfachte (auf 1,3%). Eine wichtige Einschränkung besteht darin, dass CDS-Spreads in der Regel auch Risikoprämien enthalten, die über eine reine Kompensation für erwartete Verluste hinausgehen, sodass ein Teil der festgestellten Erhöhung der CDS-Spreads auf das Konto dieses Prämienanstiegs gehen könnte.



nicht der Fall, da unvorhersehbar ist, welcher Anteil eines Warenkorbs (des Eurogebiets) mit dem Anleiheerlös in drei Jahren gekauft werden kann.<sup>5</sup>

Ungeachtet dieser weiteren begrifflichen Facetten von „Risikofreiheit“ sollen sich „risikofreie Aktiva“ im weiteren Verlauf dieses Aufsatzes auf solche Anlageinstrumente beziehen, deren Kreditrisiko als sehr gering wahrgenommen wird und die folglich die höchste Bonitätsbewertung erhalten.

Der risikofreie Zinssatz erfüllt an den Finanzmärkten sowie generell in der Wirtschaft wichtige Funktionen. Insbesondere fungieren Schätzungen des risikolosen Zinssatzes als Referenzgröße für die Bepreisung anderer Vermögenswerte. Geht man vom einfachsten Beispiel aus, bedarf es zur Berechnung des Barwertes einer Reihe zukünftiger Zahlungen der Verwendung risikofreier Zinssätze für unterschiedliche Restlaufzeiten (Einzelheiten zur Zinsstrukturkurve finden sich in Kasten 1). Die Benchmark-Funktion beinhaltet auch einen Kommunikations- und Koordinationsaspekt, denn risikofreie Renditen dienen häufig als Maßstab beim Vergleich risikobehafteter Anlagewerte. So werden etwa die Renditen staatlicher Anleihen einzelner Euro-Länder in der Praxis vielfach als Renditespreads gegenüber der Verzinsung von Bundesanleihen bzw. einem Swap-Satz ausgedrückt.<sup>6</sup>

Für die Geldpolitik spielt die auf risikofreien Anleihen basierende Zinsstrukturkurve aus mindestens zwei Gründen eine Rolle: Erstens stellt sie einen wichtigen Faktor bei der geldpolitischen Transmission dar, und zweitens liefert sie wichtige Informationen über die Erwartungen der Märkte in Bezug auf grundlegende ökonomische Kennziffern.

Was den geldpolitischen Transmissionsmechanismus und die diesbezügliche Rolle der risikofreien Zinssätze betrifft, so werden über das geldpolitische Instrumentarium in der Regel in einem ersten Schritt die ganz kurzfristigen Interbankenzinssätze gesteuert. Darüber hinaus nimmt die Zentralbank durch ihre geldpolitische Strategie und Kommunikation Einfluss auf die Erwartungen, wie sie die kurzfristigen risikolosen Zinsen in der Zukunft steuern wird.<sup>7</sup> Die gegenwärtigen und die erwarteten künftigen kurzfristigen risikofreien Zinsen sind ihrerseits wichtige Bestimmungsgrößen der Strukturkurve der kurz- und längerfristigen risikolosen Zinssätze als Ganzes. Die Zinsstruktur der risikofreien Zinssätze ist daher ein Schlüsselfaktor für die Bepreisung anderer Vermögenswerte, denen eine Bedeutung für die Finanzierungsbedingungen der privaten Haushalte und der Unternehmen, für deren Konsumverhalten, ihre Produktions- und Investitionsentscheidungen sowie letztlich für deren Preissetzungsverhalten und die Inflation zukommt. Zum Beispiel senkt bei einem gegebenen Ausfallrisiko und Risikoaufschlag eines Emittenten aus dem Unternehmenssektor ein Rückgang des risikofreien Zinses im relevanten Laufzeitenspektrum die Refinanzierungskosten des Unternehmens am Markt, wodurch dieses Produktion und Investitionen etc. leichter finanzieren kann. Die auf risikofreien Anleihen basierende Zinsstrukturkurve kann daher als Grundlage der weiteren Transmission der geldpolitischen Ausrichtung auf ein breiteres Spektrum an Vermögenspreisen und letztlich auf die Realwirtschaft gelten.

5 Das Wechselkursrisiko verdeutlicht zusätzlich, dass die Eigenschaft der Risikofreiheit an eine bestimmte Rechnungseinheit geknüpft ist. Zum Beispiel gilt für Anleger, die eine Auszahlung in US-Dollar wünschen, ihr Erlös von 100 € (per Annahme) als sicher, doch der EUR/USD-Wechselkurs in drei Jahren ist es nicht, sodass der Dollar-Erlös mit Risiken behaftet ist. Wird die dreijährige Anleihe vor ihrer Fälligkeit verkauft, ist sie schließlich auch mit einem Zinsänderungsrisiko behaftet. Verkauft der Anleger die Anleihe beispielsweise nach einem Jahr, so hängt der Erlös von dem zu diesem Zeitpunkt vorherrschenden zweijährigen Zinssatz ab, der heute noch unsicher ist.

6 Siehe EZB, Die Bestimmungsfaktoren der Renditeabstände von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet während der Krise, Monatsbericht Mai 2014.

7 Siehe z. B. EZB, Die Forward Guidance der EZB, Monatsbericht April 2014.

Was die Informationsfunktion angeht, so ist die Zinsstrukturkurve für die Zentralbanken ein nützliches Instrument, um daraus die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich des zukünftigen Niveaus der Zinsen, Inflation und realwirtschaftlichen Aktivität abzuleiten. Ein Beispiel ist die Berechnung marktbasierter Inflationserwartungen und Inflationsrisikoprämien über verschiedene Zeiträume hinweg, die anhand der Differenz zwischen der Renditestruktur nominaler und inflationsindexierter Anleihen erfolgt.<sup>8</sup> Ein weiteres Beispiel ist die Ableitung der Markterwartungen in Bezug auf die künftige Geldpolitik. Dies ist möglich, weil die langfristigen Zinsen wie bereits dargelegt die erwarteten zukünftigen Kurzfristzinsen widerspiegeln, welche ihrerseits die Erwartungen zur Leitzinsentwicklung und zum Einsatz anderer geldpolitischer Instrumente abbilden. Neben den längerfristigen Zinserwartungen enthalten längerfristige Renditen in der Regel jedoch auch Laufzeitprämien, deren Höhe unbekannt und möglicherweise zeitvariabel ist, sodass die Ableitung der Zinserwartungen aus der Zinsstrukturkurve mit gewissen analytischen Herausforderungen einhergeht.<sup>9</sup>

- 8 Siehe beispielsweise P. Hördahl und O. Tristani, Inflation Risk Premia In The Term Structure Of Interest Rates, in: Journal of the European Economic Association, Bd. 10(3), S. 634-657, 2012, und J. A. Garcia und T. Werner, Inflation compensation and inflation risk premia in the euro area term structure of interest rates, in: J. S. Chadha, A. C. J. Durré, M. A. S. Joyce und L. Sarno (Hrsg.), Developments in Macro-Finance Yield Curve Modelling, Cambridge University Press, 2014.
- 9 Ein Überblick über die Literatur zur Analyse der Strukturkurve von Zinssätzen findet sich bei R. S. Gurdakaynak und J. Wright, Macroeconomics and the Term Structure, in: Journal of Economic Literature, Bd. L (Juni 2012), S. 331-367, 2012.

Kasten I

**ANLEIHERENDITEN: GRUNDBEGRIFFE UND SCHÄTZUNG EINER NULLKUPON-RENDITEKURVE**

Eine Kuponanleihe ist ein Wertpapier, das den Halter während seiner Laufzeit zum Erhalt eines im Voraus festgelegten Stroms von Kuponzahlungen berechtigt. Bei Fälligkeit erhält der Anleger eine finale Kuponzahlung und den Rückzahlungswert der Anleihe (Nennwert). Unter einer Nullkuponanleihe (auch „abgezinsten Anleihe“ genannt) versteht man die einfachste Form eines festverzinslichen Wertpapiers, bei der lediglich am Ende der Laufzeit eine Auszahlung erfolgt, d. h., es fließen vorher keine Kuponzahlungen. Eine Kuponanleihe kann daher als eine Reihe von Nullkuponanleihen verstanden werden.

Die Rückzahlungsrendite wird definiert als die Rendite, bei der der Gegenwartswert der Zahlungen aus der Anleihe ihrem Kurswert (Preis der Anleihe) entspricht. Bei einer Anleihe mit einer Laufzeit von  $m$  Jahren und einer jährlichen Kuponzahlung von  $C$  über  $m$  Jahre mit einer finalen Tilgungszahlung von  $X$  löst die Rückzahlungsrendite ( $y_m$ ) somit folgende Gleichung:

$$P_m = C/(1 + y_m) + C/(1 + y_m)^2 + \dots + (C + X)/(1 + y_m)^m \tag{1}$$

wobei  $P_m$  den Preis der Anleihe und die rechte Seite der Gleichung den Gegenwartswert der mit der Rückzahlungsrendite abgezinsten Zahlungen aus der Anleihe darstellt.

In diesem Aufsatz wird der Kassazins für eine gegebene Laufzeit  $m$  definiert als die aktuelle Rückzahlungsrendite einer Nullkuponanleihe mit der Laufzeit  $m$ . Demgegenüber wird ein

m-jähriger impliziter Terminzinssatz in h Jahren definiert als der heute<sup>1</sup> erhältliche m-jährige Kassazins im Zeitraum von Jahr h bis Jahr h+m. Ein solcher Terminzinssatz lässt sich aus den jeweiligen Kassazinsen ableiten und umgekehrt. Wenn beispielsweise  $S_2$  den zweijährigen Kassazins und  $F_1$  den einjährigen Terminzins in einem Jahr (d. h. den heute erhältlichen einjährigen Kassazins in einem Jahr) bezeichnet, dann gilt:

$$(1 + S_2)^2 = (1 + S_1)(1 + F_1) \quad (2)$$

Die Renditestrukturkurve oder Zinsstruktur bildet den Zusammenhang zwischen Laufzeit und entsprechendem Kassazins (Nullkuponrendite) ab. Die Terminzinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen dem in der Zukunft liegenden Zeithorizont h und dem entsprechenden m-jährigen Terminzins in h Jahren dar.

Schließlich entspricht die Pari-Rendite einer m-jährigen Anleihe bei einer gegebenen Restlaufzeit m und einer gegebenen Zinsstruktur dem hypothetischen festen Kuponzinssatz, bei dem der Preis der Anleihe mit ihrem Nennwert (z. B. 100 €) übereinstimmen würde; somit wäre die Anleihe zum Nennwert bepreist.

Da nur sehr wenige (und manchmal gar keine) Nullkuponanleihen mit längeren Laufzeiten gehandelt werden, lässt sich die Zinsstruktur von Nullkuponanleihen nicht ohne Weiteres aus Marktdaten ableiten und muss daher mithilfe mathematischer Verfahren anhand verschiedener Kuponanleihen geschätzt werden. Der zugrunde liegende Gedanke ist, dass der Preis jeder Kuponanleihe als Summe aller Kupon- und Tilgungszahlungen verstanden werden kann, die mit der jeweiligen Nullkuponrendite, d. h. dem entsprechenden Punkt in der Zinsstrukturkurve von Nullkuponzinssätzen, abgezinst wird.

Die EZB erstellt und veröffentlicht regelmäßig zwei Nullkupon-Renditestrukturkurven für Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet (für alle Anleihen und solche mit AAA-Rating). Dazu werden zunächst die Anleihen ermittelt, die liquide genug sind, um in die Kurvenschätzung einzufließen. Dabei wählt die EZB Anleihen mit einem täglichen Handelsvolumen von mindestens 1 Mio € pro Tag und einem Geld-Brief-Spread von maximal 3 Basispunkten aus.

Es wird davon ausgegangen, dass die Nullkupon-Renditekurve eine spezielle funktionale Form aufweist; in diesem Zusammenhang spricht man vom Nelson-Siegel-Svensson-Modell.<sup>2</sup> Die Kurve wird mithilfe eines Algorithmus geschätzt, der (für alle betrachteten Anleihen) die Summe der quadratischen Differenzen zwischen den beobachteten Anleihepreisen und den impliziten Anleihepreisen, die sich aus der entsprechenden Nullkupon-Zinsstrukturkurve ergeben, minimiert.

1 In einigen Fällen kann der Terminzinssatz eines Instruments direkt gehandelt werden, allerdings besteht aufgrund des Arbitrageprozesses dennoch ein Zusammenhang mit der Zinsstruktur der Kassazinsätze, weil die Auszahlungsstruktur eines solchen Terminkontrakts im Prinzip durch das Handeln zwischen verschiedenen Anleihen unterschiedlicher Laufzeiten repliziert werden kann.

2 Im Nelson-Siegel-Svensson-Modell lautet die funktionale Form des Nullkupon-Zinssatzes  $z(TTM)$

$$z(TTM) = \beta_0 + \beta_1 \left[ \frac{1 - e^{-\frac{(-TTM)}{\tau_1}}}{TTM/\tau_1} \right] + \beta_2 \left[ \frac{1 - e^{-\frac{(-TTM)}{\tau_1}} - e^{-\frac{(-TTM)}{\tau_1}}}{TTM/\tau_1} \right] + \beta_3 \left[ \frac{1 - e^{-\frac{(-TTM)}{\tau_2}} - e^{-\frac{(-TTM)}{\tau_2}}}{TTM/\tau_2} \right]$$

,wobei TTM für die Restlaufzeit steht und  $\beta_i$  sowie  $\tau_i$  die zu schätzenden Parameter bezeichnen. Siehe L. E. O. Svensson, Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994, Working Paper der NBER, Nr. 4871, 1994.

In einem letzten Schritt kann die Laufzeitstruktur der Terminzinsen mittels der funktionalen Form des Modells und der geschätzten Parameter mathematisch abgeleitet werden.<sup>3</sup>

3 Die im vorliegenden Kasten beschriebenen Konzepte werden in zahlreichen Finanzlehrbüchern ausführlicher erläutert. Siehe beispielsweise J. Y. Campbell, A. W. Lo und A. C. MacKinley, *The Econometrics of Financial Markets*, Kapitel 10, Princeton University Press, 1997.

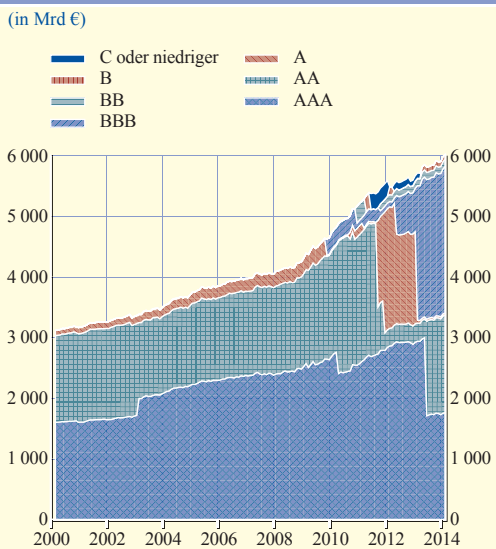
### 3 MESSGRÖSSEN DER RISIKOLOSEN ZINSSTRUKTURKURVE IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Die EZB veröffentlicht tägliche Schätzungen zweier Renditestrukturkurven für das Euro-Währungsgebiet, die beide aus Staatsanleihen abgeleitet werden.<sup>10</sup> Eine der beiden Renditekurven basiert auf Anleihen aller Regierungen im Euro-Währungsgebiet. Diese Strukturkurve zeichnet eine Grobabildung des Euroraums, gilt aber nicht als guter Indikator für risikofreie Zinssätze, denn es bestehen grundlegende Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, die sich auch in unterschiedlichen Bewertungen der Kreditwürdigkeit niederschlagen. Die zweite Renditekurve beschränkt sich auf Staatsanleihen, die über das Bonitätsprädikat AAA von Fitch Ratings verfügen.

Dadurch, dass die AAA-Kurve an die von einer Ratingagentur vergebene Bonitätsnote gekoppelt ist, ergeben sich zwei Herausforderungen, wenn die Kurve als mögliche Messgröße für die Strukturkurve risikofreier Zinsen verwendet wird. Während die Marktteilnehmer zum einen bis 2007 für alle Staatsanleihen im Eurogebiet mit einem AAA-Rating eine ähnliche Rendite verlangten, ist die Risikoeinschätzung in Bezug auf die Emittenten innerhalb dieser Bonitätsklasse infolge der Finanz- und Staatsschuldenkrise heterogener geworden, was sich in recht unterschiedlichen Renditeniveaus niederschlägt. Zum anderen hat sich aufgrund von Rating-Herabstufungen der Bestand an Anleihen, die der Schätzung der Kurve zugrunde liegen, mit der Zeit verändert. Die geschätzten Zinssätze können somit, wie in Abschnitt 4 erläutert, durch die veränderte Zusammensetzung beeinflusst werden. Darüber hinaus hat sich das Volumen an ausstehenden Staatsanleihen mit AAA-Rating während der Krise deutlich verringert und ist von rund zwei Dritteln auf aktuell lediglich noch ein Drittel aller Schuldtitel der Zentralregierungen im Euroraum geschrumpft (siehe Abbildung 2), was Fragen hinsichtlich der Repräsentativität der Strukturkurve von AAA-Anleihen als Benchmark für das Euro-Währungsgebiet aufwirft.

Angesichts der Komplizierungen bei der Berechnung der Zinsstrukturkurve auf Grundlage staatlicher AAA-Emittenten erscheint

Abbildung 2 Ausstehendes Volumen an Anleihen der Zentralregierungen im Euro-Währungsgebiet nach Ratingnoten



Quellen: Fitch Ratings und EZB.  
Anmerkung: Ratingnoten von Fitch Ratings. Es sind nur langfristige Schuldverschreibungen berücksichtigt.

10 Diese Datenreihen beginnen im September 2004. Mehr Hintergrundinformationen finden sich auf der Website der EZB und in EZB, Die neuen Zinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets, Monatsbericht Februar 2008.

es sinnvoll, nach alternativen Darstellungen der risikofreien Zinsstrukturkurve Ausschau zu halten.<sup>11</sup> Eine Alternative wäre die Verwendung von Zinsderivaten. Dies sind in der Regel Swapkontrakte, bei denen zwei Vertragspartner die Differenz zwischen einer festen Zinszahlung (dem Swapsatz) und einer variablen, auf den künftigen Kurzfristsätzen basierende Zinszahlung tauschen. Wenn der variable Satz an eine Referenzgröße gekoppelt wird, die als nahezu risikolos gilt und den Erwartungen zufolge für die Dauer des Swapkontrakts quasi risikofrei bleiben wird, kann der vereinbarte feste Satz des Swapgeschäfts seinerseits als nahezu kreditrisikofrei betrachtet werden. Potenzielle Kontrahentenrisiken führen zu keiner Verzerrung der vereinbarten Swapsätze, da sie „separat“ eingepreist werden.<sup>12</sup>

Vor der Finanzkrise war es unter den Marktteilnehmern üblich, risikofreie Zinsen an einer Benchmark zu messen, die sich aus Zinsswaps ergab, bei denen sich der variable Satz auf die EURIBOR-Sätze stützte. Als es jedoch zu einem deutlichen Anstieg des in den EURIBOR-Sätzen eingepreisten Kreditrisikos kam, war die Renditekurve auf Basis an den EURIBOR gekoppelter Swaps eindeutig kein gutes Maß für die risikofreie Zinsstrukturkurve mehr.<sup>13</sup> Mit der Entwicklung und Vertiefung des OIS-Marktes (siehe Kasten 2) ist es jedoch möglich geworden, eine Zinsstrukturkurve abzuleiten, die mit den künftigen Tagesgeldsätzen (dem EONIA) zusammenhängt. Das Kreditrisiko bei Übernachtausleihungen ist naturgemäß viel geringer als bei Ausleihungen mit längeren Laufzeiten. Die Tatsache, dass der EONIA eine so kurze Laufzeit besitzt, impliziert folglich, dass das Kreditrisiko von OIS-Sätzen in der Regel sehr niedrig ist.

11 Dass je nach Zweck unterschiedliche Zinsstrukturkurven verwendet werden können, steht im Einklang mit den Empfehlungen eines Berichts mit dem Titel „Towards better reference rate practices: a central bank perspective“, der im März 2013 von einer durch das Economic Consultative Committee der BIZ eingesetzten Arbeitsgruppe veröffentlicht wurde.

12 Kreditrisikobezogene Bewertungsanpassungen (Credit value adjustments – CVA) werden zur Kompensation für das Kontrahentenrisiko bilateral zwischen den Gegenparteien ausgehandelt und dann zum beobachteten Kurs addiert oder von ihm abgezogen, um den endgültigen Transaktionspreis zu erhalten. Weitere Einzelheiten über kreditbezogene Bewertungsanpassungen finden sich z. B. bei J. Hull und A. White, LIBOR vs. OIS: The Derivatives Discounting Dilemma, in: Journal of Investment Management, Bd. 11, Nr. 3, S. 14-27, 2013.

13 Die EZB verwendete bis Anfang 2008 EURIBOR-gestützte Swaps zur Ableitung der momentanen Terminzinsstrukturkurve und ging dann auf die Verwendung der Zinsstrukturkurve von Staatsanleihen mit AAA-Rating über (siehe den Monatsbericht Februar 2008). Neben dem Kreditrisiko geriet die Referenzzinsfunktion des EURIBOR auch infolge von Belegen für Manipulationen innerhalb des Kreises an Instituten, die zur Berechnung des EURIBOR beitragen, auf den Prüfstand (siehe EZB, Referenzzinssätze: Bedeutung, Herausforderungen und Ausblick, Monatsbericht Oktober 2013).

## Kasten 2

### DER MARKT FÜR TAGESGELDSATZ-SWAPS

Ein Tagesgeldsatz-Swap (Overnight Index Swap – OIS) ist ein Finanzkontrakt zwischen zwei Geschäftspartnern, mit dem der Tausch eines festen Zinssatzes gegen einen geometrischen Durchschnitt von Tagesgeldzinsen (im Euro-Währungsgebiet der EONIA) für die Laufzeit des Swaps vereinbart wird. Das Instrument gehört zur Derivatekategorie der Zinsswaps.

Derzeit gibt es zwei Hauptarten von in Euro denominierten Zinsswaps, die sich in erster Linie durch ihren variablen Zins unterscheiden: a) OIS, bei denen als variabler Zinssatz der Durchschnitt der EONIA-Zinssätze dient, und b) EURIBOR-basierte Swaps, deren variabler Zinssatz einem der EURIBOR-Zinssätze (z. B. dem Dreimonats- oder dem Sechsmonats-EURIBOR) entspricht. Zinsswaps werden sowohl von finanziellen als auch von nichtfinanziellen Unternehmen intensiv genutzt. Sie sind attraktiv, weil sie ein einfaches Zinsrisikomanagement ermög-

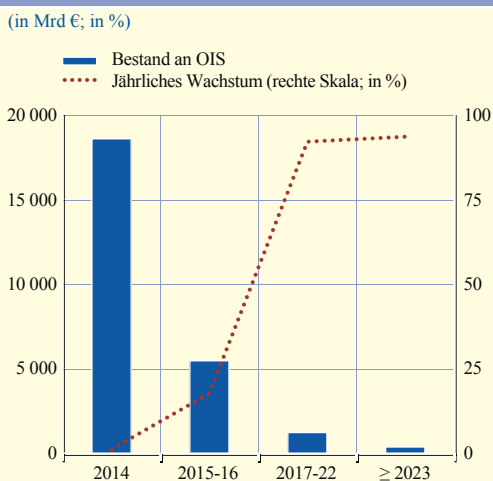
lichen. Beispielsweise kann ein Unternehmen lang laufende festverzinsliche Anleihen begeben und zusätzlich einen Zinsswap abschließen, durch den es vereinbart, einen variablen Zinssatz im Tausch gegen einen festen Zins zu zahlen. Somit verlagert sich das Zinsänderungsrisiko für die Unternehmensverschuldung aus dem festen in den variablen Bereich.

Im Gegensatz zu Anleihen gibt es bei Swaps keine anfängliche Zahlung und keinen Austausch des Nominalbetrags gibt. Aus diesem Grund sind Swaps nicht investierbar, d. h., sie dienen nicht der Wertaufbewahrung.

Zinsswaps werden außerbörslich am OTC-Markt („over the counter“) gehandelt, doch viele Laufzeiten bis zu 30 Jahren notieren an verschiedenen Handelsplattformen. OIS gelten als Marktstandard für Swaps mit Laufzeiten von bis zu rund einem Jahr. Das geht auch aus der jährlichen Erhebung der EZB über den Geldmarkt hervor. Swaps, deren variable Seite an den EURIBOR gekoppelt ist, stellen nach wie vor den Marktstandard für Laufzeiten von mehr als zwei Jahren dar. Allerdings hat die Nutzung längerfristiger OIS derart zugenommen (siehe Abbildung), dass die Zinssätze notierter OIS bei diesen Laufzeiten inzwischen als verlässlicher Indikator für die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen EONIA-Sätze (und der damit verbundenen Laufzeitprämien) gelten. Dass die Zinssätze notierter OIS als verlässlich wahrgenommen werden, zeigt sich beispielsweise daran, dass die Finanzindustrie die OIS-Kurve inzwischen für die Abzinsung besicherter Derivate heranzieht.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Bei Transaktionen mit Derivaten stellen die Geschäftspartner meist Sicherheiten, wenn sich der Marktwert der Derivate verändert. Daher sind die Kreditrisikoprämien bei Derivatgeschäften vernachlässigbar, sodass die Marktteilnehmer eine nahe an der Risikofreiheit liegende Referenz-Renditestrukturkurve benötigen, um solch ein besichertes Derivat korrekt bewerten zu können. Beispielsweise nimmt eines der großen Clearing-Häuser, LCH.Clearnet, die Abzinsung von Zinsswaps seit Juni 2010 anhand von OIS vor.

Volumen ausstehender OIS-Kontrakte nach Laufzeiten



Quelle: Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC). Anmerkung: Bestand der durch DTCC geclearten auf Euro lautenden OIS-Kontrakte am 14. März 2014.

Ein möglicher Kritikpunkt bei der Verwendung von OIS-Sätzen als Messgröße für risikofreie Zinssätze besteht darin, dass der Markt für OIS-Kontrakte insbesondere bei Laufzeiten von mehr als einem Jahr noch in der Entwicklung steckt (siehe Kasten 2). Dennoch gilt die OIS-gestützte Zinsstrukturkurve derzeit als nützliches Ergänzungsinstrument für die Schätzung der risikolosen Zinsen. So ist die daraus resultierende Terminkurve (siehe Kasten 3) sogar bei längeren Zeithorizonten ein wertvolles Hilfsmittel zur Einschätzung der Erwartungen der Marktteilnehmer im Hinblick auf den zukünftigen Stand der Tagesgeldsätze, die dem potenziellen Einfluss der Laufzeitprämie unterliegen.

### KONSTRUKTION EINER RENDITESTRUKTURKURVE ANHAND VON OIS-SÄTZEN

Die Zinssätze für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Sätze) können ähnlich wie Pari-Renditen von Anleihen interpretiert werden, d. h. wie der hypothetische feste Kuponzinssatz, bei dem der Preis der Anleihe mit ihrem Nennwert übereinstimmen würde. Die Ableitung der OIS-Nullkuponkurve erfolgt in zwei Schritten:

a) Nullkupon-Kassazinsen werden mittels einer Bootstrapping-Methode aus den Kursen notierter OIS berechnet;<sup>1</sup>

b) basierend auf diesen Nullkuponzinsen wird eine Nullkuponkurve mit einem glättenden Spline geschätzt.<sup>2</sup> Die Spezifizierung des glättenden Spline ermöglicht die Schätzung einer glatten Kurve, die zugleich auch die Nullkuponzinsen bei den beobachteten Laufzeiten erfasst (siehe Abbildung). Im Vergleich zur Schätzung der gesamten Kurve in einem Schritt anhand einer numerischen Optimierung, wie sie etwa beim Nelson-Siegel-Svensson-Modell zur Ableitung der Anleiherenditekurven erfolgt (siehe Kasten 1), ermöglicht der glättende Spline die Anpassung der beobachteten Daten bei den kurzen und den langen Laufzeiten unabhängig voneinander.

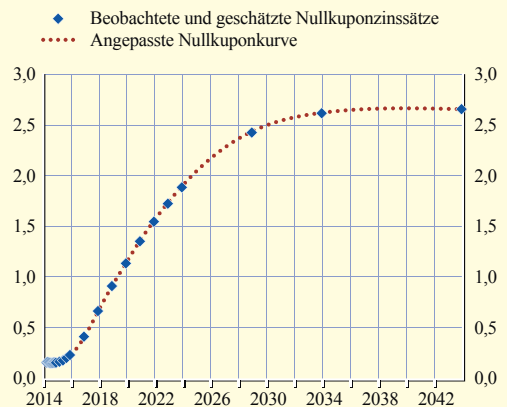
Die Nullkuponkurve, die sich schließlich daraus ergibt, lässt sich zur Erstellung OIS-basierter Terminkurven verwenden.

Die Nullkuponkurve, die sich schließlich daraus ergibt, lässt sich zur Erstellung OIS-basierter Terminkurven verwenden.

- 1 Bootstrapping ist ein Verfahren zur Berechnung von Nullkuponzinsen aus den Preisen verschiedener Zinssätze für Kuponanleihen oder notierte Swaps. Ausgehend von einem beobachteten oder gegebenen Nullkuponzinssatz kann die Bootstrapping-Methode angewandt werden, um mittels einer arbitragefreien impliziten Termzinsgleichung einen Nullkuponzins für eine Kuponanleihe mit längerer Laufzeit zu generieren. Durch eine schrittweise Vorgehensweise kann beispielsweise der dreijährige Nullkuponzins abgeleitet werden, sobald der ein- und zweijährige Zins sowie der dreijährige Pari-Zins bekannt sind. Dies kann wiederholt werden, um Nullkuponzinsen für alle Laufzeiten der betrachteten Kuponanleihen herzuleiten. Siehe beispielsweise R. W. McEnally und J. V. Jordan, *The Term Structure of Interest Rates*, in: F. J. Fabozzi und T. D. Fabozzi (Hrsg.), *The Handbook of Fixed Income Securities*, Kapitel 37, 4. Auflage, New York, Irwin Professional Publishing, 1995.
- 2 Ein glättender Spline ist ein Verfahren zur Anpassung einer glatten Funktion (Renditestrukturkurve) an potenziell rauschbehaftete Einzelbeobachtungen (Nullkuponrenditen für bestimmte Laufzeiten). Ein Beispiel für einen glättenden Spline ist eine Funktion  $s(x)$ , die  $p \sum_i w_i (y_i - s(x_i))^2 + (1-p) \int \left( \frac{d^2 s}{dx^2} \right)^2 dx$  minimiert, wobei  $p$  für einen spezifischen Glättungsparameter,  $x_i$  für eine bestimmte Laufzeit,  $y_i$  für den entsprechenden Nullkuponzinssatz und  $w_i$  für die Gewichte steht, die zusammen 1 ergeben. Der Glättungsparameter  $p$  bestimmt das relative Gewicht der gegensätzlichen Ziele, dass  $s$  zugleich glatt und den Daten angemessen sein soll.

### Beispiele für die Erstellung von OIS-Nullkuponzinssätzen mithilfe eines glättenden Splines

(in % pro Jahr; 2. Januar 2014)

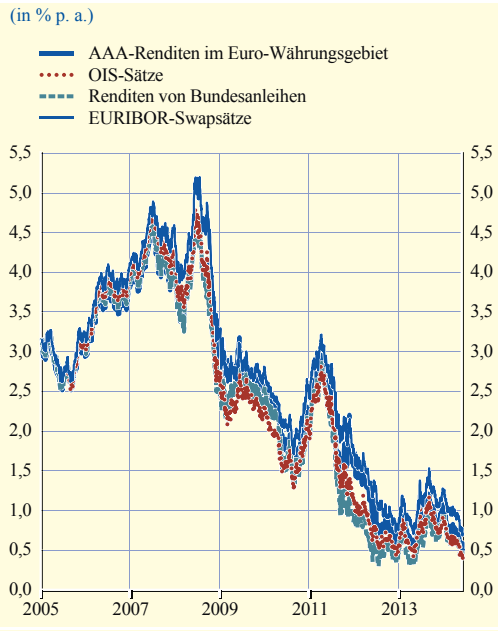


Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die blauen Punkte stellen die auf den beobachteten Kursen beruhenden Nullkuponzinssätze dar, die rote gepunktete Linie ist die Nullkuponkurve mit täglichen Intervallen.

#### 4 JÜNGERE ENTWICKLUNG DER RENDITEN VON ANLEIHEN MIT AAA-RATING UND TAGESGELDSATZ-SWAPS IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Vor Ausbruch der Geldmarktspannungen im Sommer 2007 entwickelten sich die risikofreien Renditen, die aus unterschiedlichen Euroraum-Instrumenten abgeleitet wurden, nahezu parallel zueinander. Verdeutlicht wird dies in Abbildung 3, in der vier unterschiedliche Messgrößen fünfjähriger Renditen gegenübergestellt werden, die von der Warte des Jahresbeginns 2007 als Näherungswerte für den risikofreien Zinssatz gelten konnten: die Renditen aus der anhand von AAA-Anleihen erstellten Zinsstrukturkurve im Euroraum, die Renditen aus der Strukturkurve von Tagesgeld-Swaps (OIS-Sätze), die Renditen aus der Strukturkurve von Bundesanleihen<sup>14</sup> sowie EURIBOR-Swapsätze. In allen Sätzen war nur ein geringes Kreditrisiko eingepreist, und sie bewegten sich für gewöhnlich auf sehr ähnlichem Niveau und in engem Gleichlauf.

Abbildung 3 Messgrößen für fünfjährige risikofreie Zinssätze



In der zweiten Jahreshälfte 2007 begannen diese Kennziffern jedoch, sich zu verschiedenen Zeitpunkten deutlich auseinanderzuentwickeln, wie in Abschnitt 4.1 und 4.2 beschrieben wird. (So belief sich die Differenz zwischen den vier in Abbildung 3 dargestellten Indikatoren im September 2008 nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Maximum auf über 100 Basispunkte, und ein ähnlicher Spread war im November 2011 während der Staatsschuldenkrise zu verzeichnen.) Dies warf die Frage auf, welche Messgröße als verlässlichster Indikator für den risikofreien Zins im Euro-Währungsgebiet gelten sollte, wie in Abschnitt 4.3 näher erläutert wird.

#### 4.1 DIE WELTWEITE FINANZKRISE

Im Vorfeld der im September 2008 ausgebrochenen internationalen Finanzkrise waren geringe negative Renditespreads zwischen im Euroraum begebenen Staatsanleihen mit AAA-Rating sowie den Renditen von Bundesanleihen auf der einen und den OIS-Sätzen auf der anderen Seite zu verzeichnen (siehe Abbildung 4 und 5). So geht aus der Terminzinsstrukturkurve der oberen linken Grafik in Abbildung 6 beispielsweise hervor, dass die aus OIS-Kontrakten abgeleiteten Terminsätze im Juni 2007 über alle Zeithorizonte (mit Ausnahme der sehr kurzen) die Sätze aus Anleihen mit AAA-Bonität sowie Bundesanleihen übertrafen. In den während dieses Zeitraums gemessenen Renditeabständen zwischen OIS-Sätzen, Bundesanleihen und AAA-Anleihen könnte sich die damals extreme Aversion gegen Bankkreditrisiken niedergeschlagen haben, was sich womöglich auch auf die erwarteten zukünftigen EONIA-Sätze auswirkte. Darüber hinaus weitete sich der

14 Die Strukturkurve von Bundesanleihen bezieht sich auf die Renditestruktur deutscher Staatsanleihen. Diese wird von der Deutschen Bundesbank anhand von Kuponanleihen des deutschen Staates auf täglicher Basis unter Verwendung des Nelson-Siegel-Svensson-Ansatzes geschätzt.

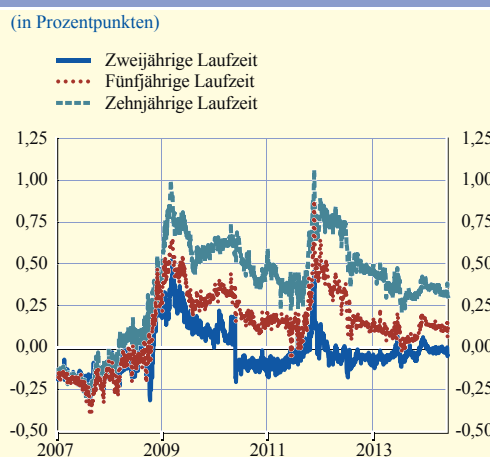


Renditeabstand zwischen KfW-Anleihen<sup>15</sup> und Bundesanleihen – ein gängiges Maß für die Liquiditätsprämie – während dieses Zeitraums allmählich aus. Dies könnte ein Hinweis auf eine aus Liquiditätsgründen erfolgte Mittelumerschichtung in bonitätsstarke und liquide Vermögenswerte sein und zur Erklärung des geringen Zinsniveaus der Bundesanleihen und sonstiger Anleihen mit AAA-Rating (in Relation zu Tagesgeld-Swaps) beitragen.

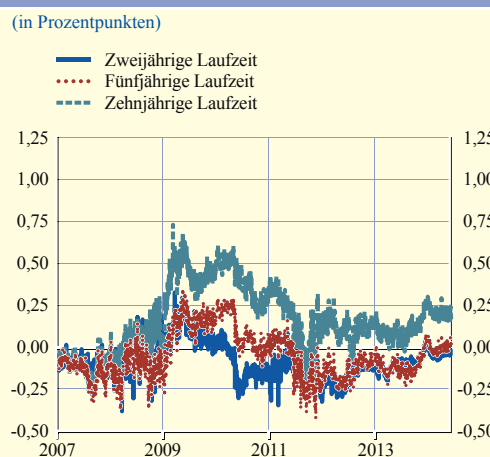
Nach der Insolvenz von Lehman Brothers am 15. September 2008 änderte sich das Verhältnis zwischen den OIS-Sätzen einerseits und den Renditen AAA-benoteter Anleihen sowie Bundesanleihen andererseits, sodass sich ein positiver Renditespread auftat. (Die obere rechte Grafik in Abbildung 6 liefert eine Momentaufnahme der Terminstrukturkurven Ende November 2008 und macht deutlich, dass die Kurve der AAA-Anleihen damals über den anderen Kurven lag.) Ein Grund für den positiven Spread dürfte in dem Anstieg des wahrgenommenen staatlichen Ausfallrisikos im Euroraum gelegen haben. Dies wirkte sich auch auf die Staatsanleiheemittenten mit AAA-Bonität aus, nachdem sie viele der in ihren jeweiligen nationalen Finanzsektoren wurzelnden Lasten und Risiken auf sich genommen hatten.<sup>16</sup> Dies spiegelt sich auch in den Prämien der Kreditausfallswaps (Credit Default Swaps – CDS) für Staatsemittenten mit AAA-Rating wider, die während dieser Zeit auf historische Niveaus anstiegen (auch in Deutschland, wo sich die fünfjährige CDS-Prämie im Februar 2009 auf rund 90 Basispunkte erhöhte).

Zugleich kam es auch innerhalb des Korbes von AAA-Staatsanleihen zu zunehmenden Renditedifferenzen. So lag, wie in Abbildung 7 veranschaulicht, die Verzinsung fünfjähriger Bundesanleihen in den Monaten nach der Lehman-Brothers-Insolvenz ganze 275 Basispunkte unter der Rendite fünfjähriger irischer Staatsanleihen<sup>17</sup>. Dies lag unter anderem daran, dass die Anleger vor

**Abbildung 4 Abstand zwischen den Renditen von AAA-Anleihen und OIS-Sätzen bei zwei-, fünf- und zehnjähriger Laufzeit**



**Abbildung 5 Abstand zwischen den Renditen von Bundesanleihen und OIS-Sätzen bei zwei-, fünf- und zehnjähriger Laufzeit**



15 Von der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) – der Entwicklungsbank Deutschlands – und der deutschen Bundesregierung begebene Anleihen sind beide durch den deutschen Staat garantiert und weisen daher dasselbe Kreditrisiko auf. Siehe EZB, Neue Erkenntnisse über Kredit- und Liquiditätsprämien in Renditen ausgewählter Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets, Kasten 4, Monatsbericht September 2009.

16 Siehe z.B. EZB, Die Bestimmungsfaktoren der Renditeabstände von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet während der Krise, Monatsbericht Mai 2014.

17 Die Unterbrechung der Linie der fünfjährigen irischen Staatsanleihen in Abbildung 7 spiegelt die Tatsache wider, dass Irland im April 2009 von Fitch Ratings herabgestuft und daher aus der AAA-Kurve herausgenommen wurde.

dem Hintergrund der erwarteten Belastungen aus den staatlichen Unterstützungsmaßnahmen für die nationalen Finanzsysteme das gestiegene Kreditrisiko für Irland einpreisten, obgleich die Rating-Herabstufung noch gar nicht erfolgt war. Zum Teil war es vermutlich jedoch auch auf die Zuflucht in liquide Anlagen zurückzuführen, worauf unter anderem der starke Anstieg der Renditedifferenz zwischen KfW-Anleihen und Bundesanleihen in diesem Zeitraum hindeutet (siehe Abbildung 8). So ließe sich mit erklären, warum sich die Spreads zwischen AAA-Staatsanleihen und OIS-Sätzen viel stärker als die Spreads zwischen Bundesanleihen und OIS-Sätzen ausweiteten.

## 4.2 DIE STAATSSCHULDENKRISE

Im Laufe der Ende 2009 einsetzenden Staatsschuldenkrise überstiegen die Renditen des Bestands an AAA-Staatsanleihen im Eurogebiet auch weiter die Verzinsung von Bundesanleihen und die OIS-Sätze. Die beiden Grafiken mittlere rechts und links unten in Abbildung 6 stellen die Terminkurven an zwei Schlüsselpunkten der Staatsschuldenkrise dar. Zum Vergleich bildet die linke mittlere Grafik die Kurven unmittelbar vor der sprunghaften Eskalation der Staatsschuldenkrise ab.

Im November 2011 erreichten die Renditeabstände zwischen Anleihen mit AAA-Rating, Bundesanleihen und OIS-Sätzen neue Höchststände. Den Hintergrund hierfür bildeten die zunehmenden Finanzmarktspannungen und die Besorgnis über die Staatsschuldenkrise, was bei den meisten Staatsanleihen im Eurogebiet – einschließlich einiger Länder mit AAA-Rating – zu einem erheblichen Anstieg der Kreditrisikoprämien führte und in einer weiteren großen Divergenz zwischen den Renditen für Staatsanleihen höchster Bonität mündete (siehe Abbildung 7). Der Ausschluss einzelner Länder aus dem Kreis der AAA-Emittenten setzt eine Bonitätsherabstufung durch Fitch Ratings voraus, die der Besorgnis über die Kreditwürdigkeit einzelner Staaten zeitlich verzögert hinterherlaufen kann. Der insgesamt beobachtete Renditeanstieg bei AAA-Staatstiteln war partiell wohl auch auf diesen Verzögerungseffekt zurückzuführen.

Etwa zur gleichen Zeit kehrte sich der Abstand zwischen Bundesanleiherenditen und OIS-Sätzen ebenfalls ins Negative, was darauf hindeutet, dass die Renditen in Deutschland durch die Präferenz für liquidere Vermögenswerte gedämpft wurden (siehe Abbildung 5). Dies steht auch im Einklang mit dem zunehmenden Renditevorsprung von KfW-Anleihen in dieser Zeit, der auf eine spürbar gestiegene Liquiditätspräferenz verweist. Besonders hartnäckig hielt sich der negative Spread zwischen Bundesanleiherenditen und OIS-Sätzen bei den kurzen bis mittleren Fälligkeiten, was den Schluss zulässt, dass sich die Mittelzuflüsse in Bundesanleihen auf diese Laufzeiten konzentrierten.

Ende November 2011 verengten sich die AAA-OIS-Spreads angesichts einer sich aufhellenden Marktstimmung allmählich wieder. Dies geschah vor dem Hintergrund koordinierter Maßnahmen der EZB und anderer Zentralbanken zur Linderung der Geldmarktspannungen sowie von unkonventionellen Liquiditätsmaßnahmen, die die EZB Anfang Dezember einleitete.<sup>18</sup> In der Folge gingen die Renditeabstände zwischen AAA-Staatsanleihen und OIS-Sätzen weiter zurück bis auf gut 10 und 30 Basispunkte im Fünf- bzw. Zehnjahresbereich, wo sie schließlich bis Ende Mai 2014 verblieben. Die Renditeabstände zwischen kurz- bzw. mittelfristigen Bundesanleihen und OIS-Sätzen entwickelten sich im selben Zeitraum aus dem negativen Terrain zurück in die Nähe von null, während der Spread bei längeren Laufzeiten positiv blieb.

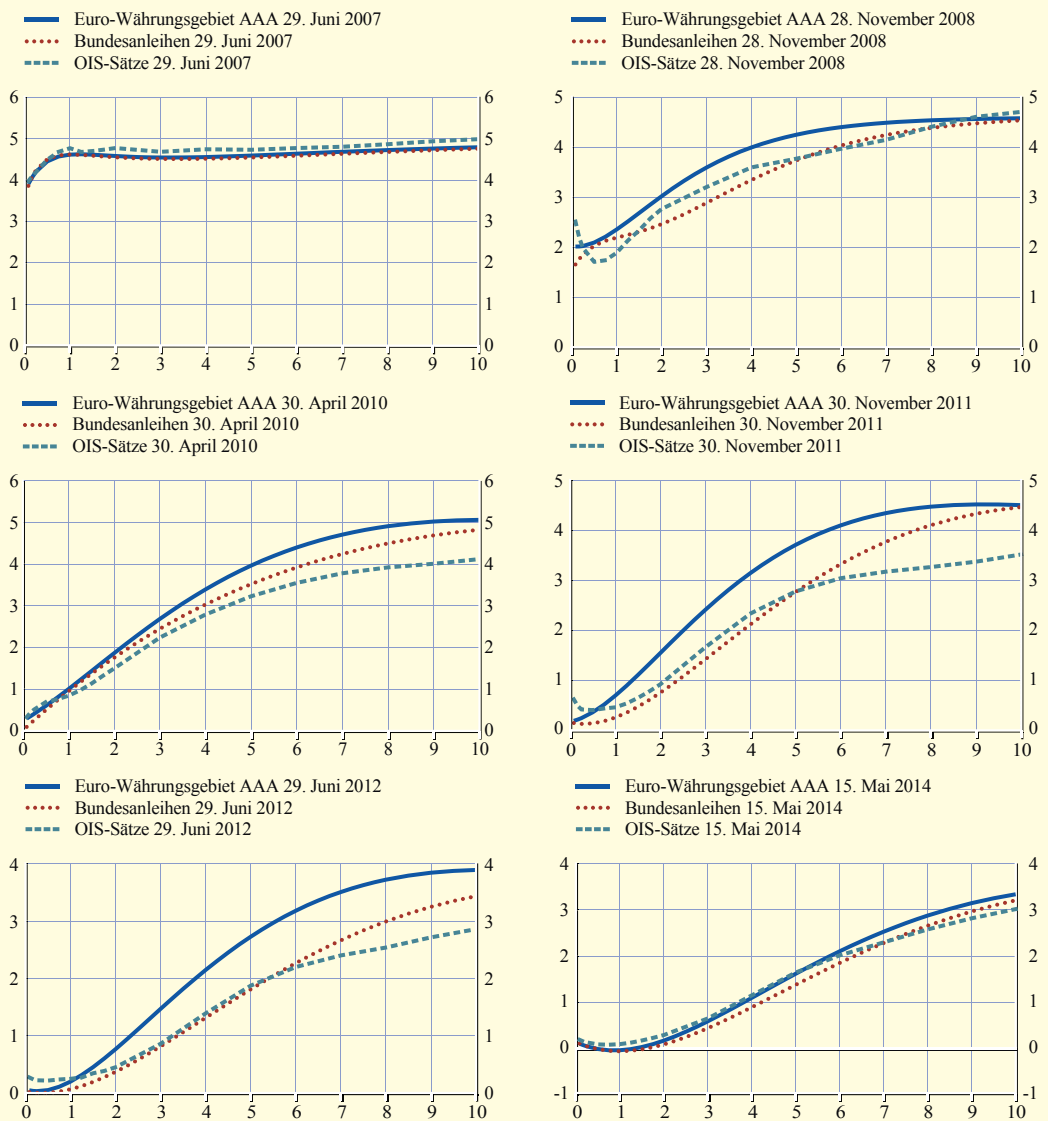
<sup>18</sup> So kündigte die EZB am 8. Dezember 2011 an, dass sie im Dezember 2011 und im Februar 2012 zwei längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit dreijähriger Laufzeit durchführen werde. Siehe EZB, Die Auswirkungen der beiden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreijähriger Laufzeit, Kasten 3, Monatsbericht März 2012.

### 4.3 KONSEQUENZEN DER KRISE FÜR DIE BESTIMMUNG RISIKOFREIER ZINSEN

Die Krisenerfahrungen zeigen, dass es keine einheitliche Messgröße für den risikofreien Zins im Euro-Währungsgebiet gibt. Wachsende Kreditrisikoprämien, Ratingherabstufungen und Mittelumschichtungen in liquide Vermögenswerte hatten allesamt verschiedenartige und recht heftige Auswirkungen auf die gängigen anleihebasierten Referenzgrößen für die risikolosen Zinssätze im Eurogebiet. Eine robustere Messgröße für die risikolosen Zinsen bietet möglicherweise die auf OIS-Kontrakten basierende Zinsstrukturkurve, welche von diesen Einflüssen zwar nicht völlig iso-

**Abbildung 6 Momentane Terminzinsstrukturkurven aus AAA-Anleihen, Bundesanleihen und Tagesgeldsatz-Swaps (OIS)**

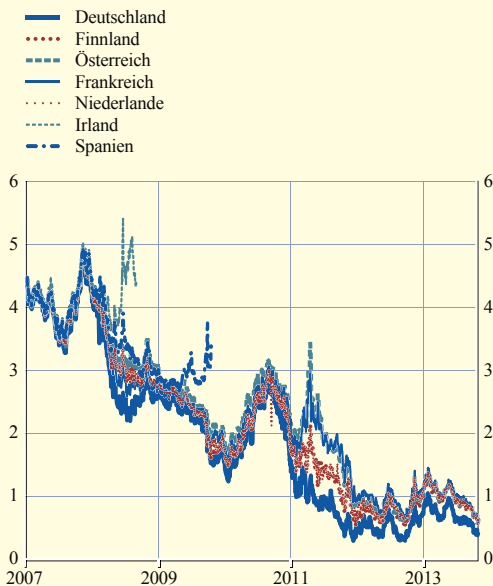
(in % p. a.)



Quellen: EZB, Deutsche Bundesbank und Thomson Reuters.

Abbildung 7 Renditen fünfjähriger Staatsanleihen mit AAA-Rating

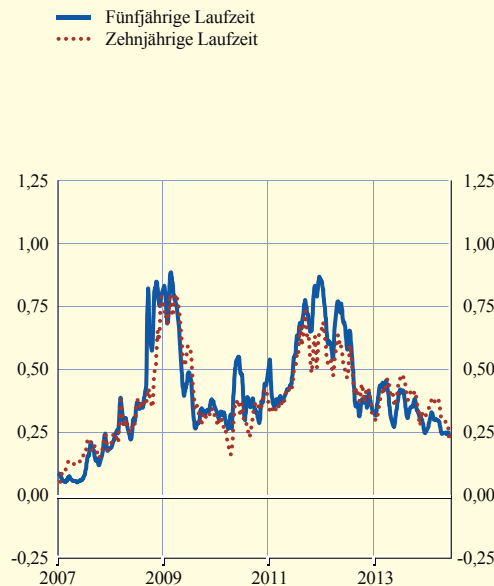
(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und Deutsche Bundesbank.

Abbildung 8 Renditeabstand zwischen KfW- und Bundesanleihen bei fünf- und zehnjähriger Laufzeit

(in Prozentpunkten)



Quellen: EZB und Thomson Reuters.

liert geblieben ist, aber von den genannten Sonderfaktoren während der Krise allem Anschein nach weniger stark tangiert wurde, was auch die statistische Analyse in Kasten 4 untermauert.

Was den spezifischen Vergleich zwischen der OIS-Kurve und den Renditen auf der Basis deutscher Bundesanleihen betrifft, so legen die in diesem Aufsatz untersuchten empirischen Belege allgemein den Schluss nahe, dass der Unterschied in Zeiten von Finanzmarktstress tendenziell stärker ausgeprägt ist. Die rechte Grafik in der Mitte von Abbildung 6 verdeutlicht, dass die Terminkurve aus deutschen Bundesanleihen Ende 2011 bei den kürzeren Laufzeiten spürbar niedriger lag als die entsprechende Kurve auf der Grundlage von OIS-Sätzen. Die geringeren Renditewerte auf der Basis von Bundesanleihen während der Finanzmarktspannungen im November 2011 stehen im Einklang mit den in der formellen ökonomischen Analyse in Kasten 4 aufgedeckten Auswirkungen der Mittelumschichtungen in liquide Anlageformen. Wie die in der Abbildung in Kasten 4 dargestellten Ergebnisse verdeutlichen, treibt die Flucht in liquidere Anlagewerte den Preis von als sehr sicher geltenden Wertpapieren wie etwa Bundesanleihen tendenziell in die Höhe. Da sich die OIS-Kurve im Gegensatz hierzu weniger empfindlich gegenüber den Auswirkungen einer Präferenz für liquidere Aktiva darstellt, sind die Messgrößen für risikolose Zinssätze auf der Basis von OIS-Kontrakten tendenziell weniger auffällig für Verzerrungen durch Liquiditäts- oder Knappheitsprämien.

Es gibt also gute Gründe, OIS-Sätze als komplementäre Messgröße zu den etablierten Indikatoren für risikofreie Zinssätze in Erwägung zu ziehen, ohne diese aber ganz ersetzen zu wollen. Denn wie weiter oben bereits erläutert, ist der OIS-Markt noch recht jung, und die Liquidität konzentriert sich auf die kurz- und mittelfristigen Laufzeiten, was als Warnung gelten kann, sich nicht völlig darauf zu verlassen.

Kasten 4

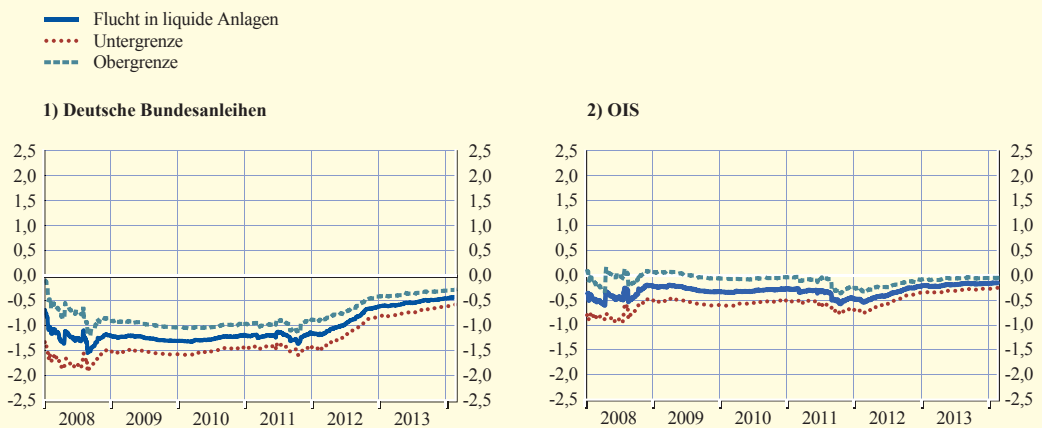
**DIE BEDEUTUNG VON KREDIT- UND LIQUIDITÄTSRISIKEN FÜR DIE RENDITEN VON ANLEIHEN MIT AAA-RATING, BUNDESANLEIHERENDITEN UND OIS-SÄTZE**

Im vorliegenden Kasten wird untersucht, welche Rolle das Kreditrisiko im Euro-Währungsgebiet und die „Flucht in die Liquidität“ (also die Präferenz für hochliquide Vermögenswerte) für die Renditeentwicklung bei fünfjähriger Laufzeit spielten. Herangezogen werden hierfür Renditen, die aus Renditestrukturkurven von AAA-Anleihen im Euroraum, deutschen Bundesanleihen und Tagesgeldsatz-Swaps (OIS) stammen. Die Analyse basiert auf Regressionsansätzen. Das Kreditrisiko im Eurogebiet wird anhand der ersten Hauptkomponente der Differenzen zwischen Kreditausfall-Swaps (CDS) auf Staatsanleihen aus Ländern des Euroraums und entsprechenden

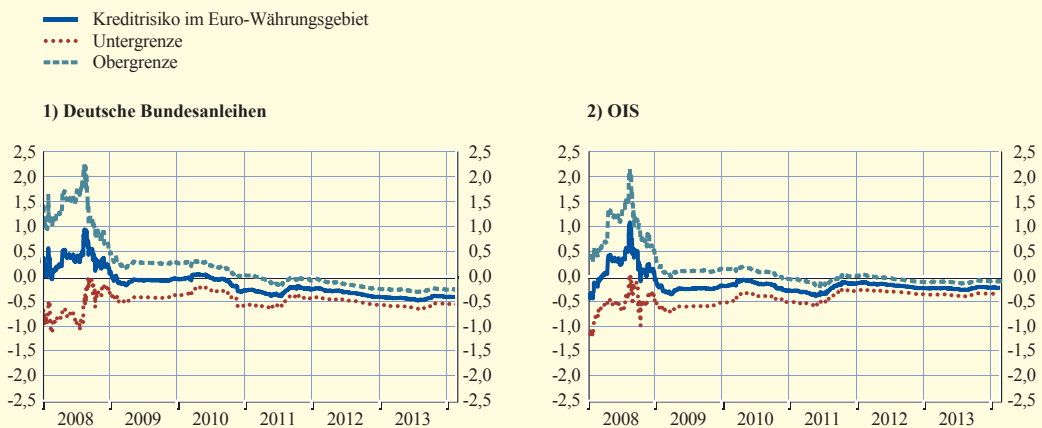
**Auswirkungen der im Euro-Währungsgebiet verzeichneten Flucht in liquide Anlagen und des Kreditrisikos auf die Rendite deutscher Bundesanleihen und die OIS-Sätze bei fünfjähriger Laufzeit**

(in Prozentpunkten; Februar 2008 bis April 2014)

**A) Auswirkungen der Flucht in liquide Anlagen**



**B) Auswirkungen des Kreditrisikos**



Quelle: EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die Unter- und die Obergrenze bilden zusammen das 95 %-Konfidenzintervall. Die Zeitvariation wurde mittels dreijähriger rollierender Regressionen ermittelt.

CDS für Deutschland gemessen. Die Flucht in liquide Anlagen wird mithilfe des im Haupttext beschriebenen Spreads zwischen KfW- und Bundesanleihen beziffert.<sup>1</sup>

Es wurden drei separate Regressionen mit einem rollierenden Zeitfenster von drei Jahren mit denselben Regressoren durchgeführt. Dazu zählten neben den drei Zinssatzgrößen auch eine Konstante, eine um eine Periode verzögerte abhängige Variable, der Dreimonats-OIS-Satz, der Spread zwischen Dreimonats-EURIBOR und Dreimonats-OIS, der CDS für Deutschland, die Geld-Brief-Spanne für deutsche Staatsanleihen, der EUR-USD-Wechselkurs, die implizite Volatilität dieses Wechselkurses, ein inflationsindexierter Swapsatz für das Eurogebiet, ein Spread von Unternehmensanleihen im Euroraum, der um eine Periode nachlaufende Aktienindex der Vereinigten Staaten, die um eine Periode verzögerte implizite Aktienmarktvolatilität in den USA und der ebenfalls um eine Periode nachlaufenden OIS-Satz in den USA. Bei allen Variablen handelt es sich um erste Differenzen, und bei den als abhängige Variablen verwendeten festverzinslichen Variablen handelt es sich durchweg um Papiere mit fünfjähriger Laufzeit.

Die in der Abbildung zusammengefassten Ergebnisse (zur Übersichtlichkeit sind lediglich die Sätze für deutsche Bundesanleihen und OIS aufgeführt) lassen den Schluss zu, dass die täglichen OIS-Sätze während der Krise insgesamt weniger empfindlich auf Schwankungen bei den Mittelumschichtungen in sichere Anlagen reagierten als die Renditen von Staatsanleihen mit AAA-Rating bzw. Bundesanleihen. Im Einzelnen zeigt die Abbildung die Auswirkungen des Kreditrisikos und der Flucht in liquide Anlagen im Euroraum auf diese Renditen zusammen mit den entsprechenden 95 %-Konfidenzintervallen. Im Zeitraum von 2008 bis 2011 war die von der Flucht in die Liquidität ausgehende Wirkung wie erwartet negativ und betrug im Fall der Renditen für deutsche Bundesanleihen durchschnittlich rund -1,2 Prozentpunkte, im Fall der Renditen anderer mit AAA bewerteter Staatsanleihen im Eurogebiet -1 Prozentpunkt und bei den OIS-Sätzen -0,3 Prozentpunkte (siehe Teil A der Abbildung). Dieser Effekt nahm 2013 und 2014 in allen drei Anlagekategorien gleichermaßen kontinuierlich ab. Das Kreditrisiko im Euro-Währungsgebiet wirkte sich während der Staatsschuldenkrise negativ auf die Renditen von Bundesanleihen und, in geringerem Ausmaß, auf die OIS-Sätze aus (siehe Teil B der Abbildung). Auf die Renditen der AAA-Anleihen insgesamt hatte das Kreditrisiko nur geringen Einfluss. Grund hierfür dürfte die gegenläufige Wirkung des Kreditrisikos auf die deutschen Bundesanleihen (siehe Teil B der Abbildung) und auf die Renditen sonstiger nationaler Schuldverschreibungen mit hohem Rating gewesen sein.

<sup>1</sup> Siehe auch R. A. De Santis, The euro area sovereign debt crisis: identifying flight-to-liquidity and the spillover mechanism, in: Journal of Empirical Finance, Bd. 26, S. 150-170, 2014 sowie A. Monfort und J.-P. Renne, Credit and liquidity risks in euro-area sovereign yield curves, Working Paper Series der Banque de France, Nr. 352, 2011.

## 5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Der Ausbruch der internationalen Finanzkrise hat die Messung risikofreier Zinssätze im Euro-Währungsgebiet vor eine Reihe von Herausforderungen gestellt, wobei die unterschiedlichen Messgrößen tendenziell stärker voneinander abweichen als in der Vergangenheit. Die auf Staatsanleihen mit AAA-Rating fußende, von der EZB regelmäßig berechnete Zinsstrukturkurve im Euroraum war infolge der Entwicklungen während der Krise sowohl aufwärts- als auch abwärtsgerichtetem Druck ausgesetzt. So drückten beispielsweise Mittelumschichtungen in qualitativ höherwertige Anlagen die Renditen einiger Staatsanleihen mit AAA-Bonität zu verschiedenen Zeiten unterschiedlich stark nach unten, während steigende Kreditrisikoprämien die Renditen einiger AAA-Emittenten kräftiger anziehen ließen als jene von anderen. Darüber hinaus hat sich durch Rating-Herabstufun-

gen automatisch der Gesamtbestand von Staatsanleihen mit AAA-Rating verringert, wodurch die Renditestrukturkurve des Eurogebiets im AAA-Segment an Repräsentativität verlor.

Die Entwicklung am OIS-Markt bietet eine Alternative für die Ermittlung der risikolosen Zinsen im Euroraum. Dieser Markt ist in den letzten Jahren rasch gewachsen, sodass die Marktteilnehmer zunehmend auf OIS-Sätze als Referenzgröße zurückgreifen, und die Tatsache, dass die Tagesgeld-Swapsätze auf dem EONIA – dem wichtigsten Euro-Tagesgeldsatz – basieren, verleiht ihnen aus geldpolitischer Sicht einen besonders hohen Informationsgehalt. In dieser Hinsicht könnte eine kombinierte Analyse von OIS-Sätzen und AAA-Renditen geboten sein, wenn über die Entwicklung risikofreier Zinssätze zu berichten ist oder die Markterwartungen hinsichtlich der zukünftigen Zinsen oder makroökonomischen Variablen zu messen sind.

# ZUGANG KLEINER UND MITTLERER UNTERNEHMEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET ZU FINANZMITTELN – HINDERNISSE UND MÖGLICHE GEGENMASSNAHMEN DER POLITIK

## AUFSÄTZE

Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln – Hindernisse und mögliche Gegenmaßnahmen der Politik

*Kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) haben besonders in Krisenzeiten tendenziell mehr Schwierigkeiten beim Zugang zu Außenfinanzierungsmitteln als große Unternehmen. Verantwortlich hierfür sind ihre eingeschränkten Möglichkeiten, Bankkredite durch andere externe Finanzierungsquellen zu ersetzen. Dies liegt in ihrer geringeren Größe, den weniger detailliert aufgeschlüsselten Jahresabschlüssen sowie ihren kürzeren Firmenhistorien begründet, was seinerseits zu verstärkten Informationsasymmetrien, einer größeren Abhängigkeit von Ausleihungen bei Banken und höheren Finanzierungskosten führt. Aufgrund der Bedeutung der KMUs für die Wirtschaft im Euroraum sind Maßnahmen, mit denen ihr Zugang zu Finanzmitteln erleichtert werden soll, verstärkt in den Fokus der politischen Entscheidungsträger in Europa wie auch im Eurosystem gerückt.*

## I EINLEITUNG

Kleine und mittlere Unternehmen haben einen Anteil von etwa 99 % an allen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet, beschäftigen rund zwei Drittel der Erwerbstätigen im Euroraum und erbringen in etwa 60 % der Wertschöpfung; damit spielen sie im Wirtschaftsleben des Eurogebiets eine zentrale Rolle.<sup>1</sup> Ihr Beitrag zur Wirtschaftsleistung unterscheidet sich von Sektor zu Sektor stark. So lag ihr Anteil an der Wertschöpfung im Jahr 2013 im Energiesektor bei 24 %, im Baugewerbe und im Bereich Grundstücks- und Wohnungswesen hingegen bei über 80 %. Auch länderspezifisch sind im Euroraum die Unterschiede groß: In Deutschland und Irland generierten KMUs die Hälfte der gesamten Wertschöpfung, in Italien, Spanien und Portugal mehr als 65 %.

In Bezug auf ihre Finanzierungsstruktur sind die gebietsansässigen KMUs in der Regel mehr auf die Kreditgewährung durch Banken angewiesen als größere Firmen. Für gewöhnlich wird davon ausgegangen, dass KMUs eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit aufweisen als größere Unternehmen und zudem intransparenter sind, was die über sie verfügbaren Informationen anbelangt. Vor allem aus diesem Grund haben KMUs größere Probleme, alternative Finanzierungsquellen zu Bankkrediten zu finden (wie beispielsweise die Begebung von Anleihen). Überdies sind KMUs in der Regel zu klein, um die Fixkosten auffangen zu können, die mit der Anleiheemission am Finanzmarkt einhergehen. Infolgedessen sind sie im Vergleich zu größeren Unternehmen stärker von der bankbasierten Finanzierung abhängig und daher eher von einer erhöhten Risikoscheu der Banken betroffen.

Der Zugang zu Finanzmitteln stellt KMUs bereits unter normalen Umständen vor große Herausforderungen, doch während der Finanzkrise verschärfte sich diese Problematik noch, da die Kreditquellen für kleine Firmen tendenziell rascher versiegt als für große Unternehmen und somit die Geschäfts- und Investitionsaktivitäten der KMUs stärker in Mitleidenschaft zogen. Überdies wirkten sich die Staatsschuldenkrise und die nachfolgende nationale Fragmentierung der Finanzmärkte negativ auf die Refinanzierungsbedingungen der Banken und ihre Fähigkeit zur Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften aus; dies galt vor allem für die Länder, in denen KMUs in hohem Maße von der Bankfinanzierung abhängen.

Im vorliegenden Aufsatz werden die Schwierigkeiten beschrieben, mit denen sich KMUs während der Krise konfrontiert sahen, und es wird ein Überblick über die vorhandenen und möglichen neuen Maßnahmen geboten, mit denen auch auf Euroraumebene der Zugang zu Finanzmitteln für diese Unternehmen verbessert werden kann.

<sup>1</sup> Siehe Europäische Kommission, A Recovery on the Horizon?, Annual Report on European SMEs 2012/2013, Generaldirektion Unternehmen, 2013.



## 2 DER ZUGANG VON KMUs ZU FINANZMITTELN IN KRISENZEITEN

Angesichts der Bedeutung der KMUs für die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet ist es besonders wichtig, beurteilen zu können, ob diese Firmen durch den Fremdkapitalabbau in den Bankbilanzen unverhältnismäßig belastet werden. Daher wird in diesem Aufsatz die in den vergangenen Jahren gestiegene Heterogenität der Finanzierungsbedingungen der Banken für KMUs in den verschiedenen Ländern des Euroraums untersucht, wobei Daten aus der MFI-Zinsstatistik (d. h. Zinssätze für Bankkredite), der Umfrage zum Kreditgeschäft und der Umfrage über den Zugang von KMUs zu Finanzmitteln (Survey on the access to finance of SMEs in the euro area – SAFE) herangezogen werden.<sup>2</sup> In diesem Abschnitt wird insbesondere der Einfluss der finanziellen und nichtfinanziellen Merkmale der Unternehmen in Bezug auf die während der jüngsten Finanzkrise tatsächlich beobachteten Finanzierungsbeschränkungen betrachtet.

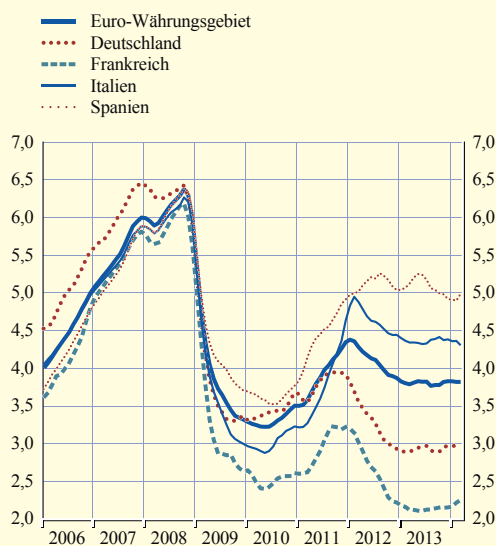
### KREDITZINSEN DER BANKEN

Da die KMUs stark auf die Finanzierung durch Banken angewiesen sind, stellen die Finanzierungsbedingungen der Kreditinstitute für die KMUs im Eurogebiet – im Vergleich zu den Finanzierungsbedingungen in einzelnen Euro-Ländern sowie den Finanzierungsbedingungen für größere Unternehmen – einen nützlichen Indikator dafür dar, wie leicht kleine Firmen insgesamt auf Finanzmittel zugreifen können. Hierbei können die Finanzierungsbedingungen der Banken für KMUs näherungsweise durch die Kreditzinsen geschätzt werden, die für kleinvolumige Kredite an Unternehmen (d. h. Ausleihungen bis zu 1 Mio €) gelten. So wiesen beispielsweise die Kurzfristzinsen für kleine Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zu Beginn der Finanzkrise 2008-2009 in den großen Ländern des Eurogebiets eine leicht gestiegene Heterogenität auf. Diese Entwicklung verstärkte sich in den Jahren 2011 und 2012 (siehe Abbildung 1).

Aus diesem Verlauf lassen sich insbesondere seit 2011 deutliche Differenzen bei den Finanzierungskosten für kleinere Unternehmen in Frankreich und Deutschland verglichen mit jenen in Italien und Spanien erkennen. Diese Divergenzen spiegeln wohl die Unterschiede wider, die bezüglich des wirtschaftlichen Umfelds sowie der damit verbundenen Länder Risiken und der jeweiligen Refinanzierungskosten der inländischen Banken bestehen.

Abbildung 1 Kurzfristige Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von bis zu 1 Mio € im Euro-Währungsgebiet und in großen Euro-Ländern

(in % p. a.; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

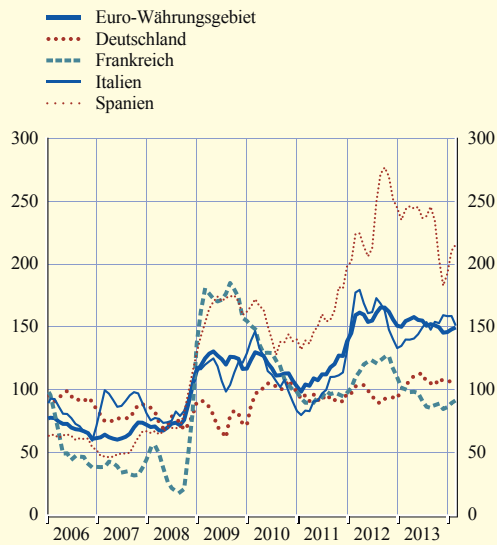
Anmerkung: Die kurzfristigen Kreditzinsen stellen den gewichteten Durchschnitt der Kredite mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr dar. Die Gewichtung erfolgt auf Grundlage des Neugeschäftsvolumens.

<sup>2</sup> Die MFI-Zinsstatistik enthält Angaben zu den Kredit- und Einlagenzinsen der Banken im Eurogebiet für verschiedene Kredit- und Einlagenkategorien. Die vom Eurosystem durchgeführte Umfrage zum Kreditgeschäft erhebt Daten zu den Angebots- und Nachfragebedingungen an den Kreditmärkten des Euroraums, wobei Ausleihungen von Banken an gebietsansässige Unternehmen und private Haushalte berücksichtigt werden. An der Umfrage über den Zugang von KMUs des Euro-Währungsgebiets zu Finanzmitteln nehmen Kleinunternehmen sowie kleine, mittlere und große Unternehmen teil; sie liefert Angaben zu den Finanzierungsbedingungen der KMUs im Vergleich zu den Großunternehmen.

Wenn man nun die Kosten der bankbasierten Finanzierung für KMUs mit jenen für größere Firmen (näherungsweise ermittelt durch die Kategorie der Kredite an Unternehmen von über 1 Mio €) vergleicht, stellt sich heraus, dass die KMUs im Euroraum hauptsächlich zu Anfang der Krise und dann vor allem im Jahr 2011 mit Beginn der Staatsschuldenkrise von der Ausweitung des Abstands zwischen den Bankzinsen betroffen waren (siehe Abbildung 2). Die zunehmende Differenz zwischen den Zinssätzen für kleine Ausleihungen könnte zum Teil auf die Auswirkungen der Staatsschuldenkrise auf die Refinanzierungskosten für diejenigen Banken zurückzuführen sein, die ihren Sitz in finanziell angeschlagenen Ländern haben; hier sind die gestiegenen Refinanzierungskosten womöglich in Form höherer Zinsen für Kleinkredite auf die Kunden aus dem Bereich der KMUs abgewälzt worden, da diese Kreditnehmer überproportional von der Bankfinanzierung abhängen. Ein weiterer ausschlaggebender Faktor für die höheren Finanzierungskosten für KMUs in den finanziell angeschlagenen Ländern war die insgesamt zu beobachtende Verschlechterung der Wirtschaftslage in diesen Staaten, die KMUs schwerwiegender beeinträchtigte als große Unternehmen, da KMUs vergleichsweise stärker von der Inlandsnachfrage abhängig sind. Betrachtet man die großen Euro-Länder, so deutet die Entwicklung dieser Zinsabstände auch darauf hin, dass für Firmen in Italien und Spanien nicht nur das absolute Niveau der Kreditzinsen merklich höher war als für Unternehmen in Frankreich und Deutschland, sondern dass auch die Prämien, die für KMUs auf die Zinssätze für größere Unternehmen aufgeschlagen werden, in den Jahren 2011 und 2012 deutlich stiegen. Erst in der zweiten Jahreshälfte 2012 gingen diese Spreads im Gefolge nachlassender Spannungen an den Staatsanleihemärkten allmählich wieder zurück, wenngleich sie im gesamten Jahresverlauf 2013 auf einem erhöhten Stand blieben; nur der Zinsabstand für spanische KMUs reduzierte sich gegen Ende 2013 zeitweise recht markant<sup>3</sup>. Ob und wie stark eine deutlichere Zunahme des individuellen Kreditrisikos kleinerer Unternehmen oder die direkten und indirekten Folgen der gesamtwirtschaftlichen Belastungen und der Spannungen an den Staatsanleihemärkten die Zunahme der Spreads beeinflussten, ist anhand der verfügbaren aggregierten Zeitreihen allgemein schwer einzuschätzen. So ist es insbesondere schwierig, diese Ausweitung der Spreads vom üblichen prozyklischen Anstieg der Zinsdifferenzen während konjunktureller Talfahrten abzugrenzen. Ungeachtet dessen lassen empirische Belege zur Zinsweitergabe bei Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften insgesamt darauf schließen, dass in finanziell angeschlagenen Ländern das makroökonomische Risiko, das Kreditnehmerrisiko sowie die Renditedifferenz bei Staatsanleihen erheblich zur Zunahme der Zinsen für Unternehmenskredite seit dem ersten Quartal 2011 beigetragen haben.<sup>4</sup>

Abbildung 2 Differenz zwischen den Zinssätzen für kleine und große Unternehmenskredite im Euro-Währungsgebiet und in großen Euro-Ländern

(in Basispunkten; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Kleine Kredite sind Ausleihungen von bis zu 1 Mio €. Große Kredite sind Ausleihungen von mehr als 1 Mio €. Die Aggregation erfolgt auf Grundlage des Neugeschäftsvolumens.

3 Dieser zeitweilig kräftige Rückgang der spanischen Zinsdifferenz war durch einen vorübergehenden spürbaren Anstieg der Zinsen für große Kredite bedingt, während zugleich die Zinsen für kleine Ausleihungen moderat, aber kontinuierlich sanken (siehe Tabelle 1).  
4 Siehe EZB, Beurteilung der Zinsweitergabe im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet in Zeiten fragmentierter Finanzmärkte, Monatsbericht August 2013, S. 97 ff.

Was die Auswirkungen der Finanzkrise auf das Kreditangebot für bestimmte Kreditnehmer aus dem Unternehmensbereich betrifft, so deutet die empirische Evidenz darauf hin, dass kleine, bankabhängige Firmen besonders beeinträchtigt sind. Konkret zeigen empirische Untersuchungen für die Vereinigten Staaten, dass Banken, die im Gefolge der Subprime-Krise größere Verluste erlitten, ihre Zinssätze für Ausleihungen ausschließlich für diejenigen Kreditnehmer erhöhten, die auf Bankfinanzierungen angewiesen waren.<sup>5</sup> Unter Verwendung von Einzelkreditdaten für Portugal kommen Iyer et al. zu dem Ergebnis, dass sich der Interbanken-Liquiditätsschock im Zeitraum von 2007 bis 2009 in einer bindenden Beschränkung des Kreditangebots vor allem für die kleinen Unternehmen bemerkbar machte, die Kunden von Banken waren, welche vor der Finanzkrise verstärkt auf die Kreditaufnahme am Interbankenmarkt zurückgegriffen hatten.<sup>6</sup> Diese empirischen Belege aus der Zeit der Finanzkrise legen nahe, dass sich die Staatsschuldenkrise über die Refinanzierungssituation und die Bilanzen der Banken in stärkerem Maße auf kleine, bankabhängige Firmen und deren realwirtschaftliche Aktivitäten ausgewirkt haben dürfte; darauf weisen auch erste, aus Daten für Italien abgeleitete empirische Erkenntnisse<sup>7</sup> hin.

Fraglos ist dabei dem Umstand Rechnung zu tragen, dass die zwischen den größten Ländern des Euroraums und auch zwischen den Größenklassen bestehenden deutlichen Unterschiede bei den Kreditzinsen aller Wahrscheinlichkeit nach zu einem großen Teil die Heterogenität des zugrunde liegenden Risikogehalts der jeweiligen Kreditengagements – unabhängig von den ursprünglichen firmen- oder länderspezifischen Risiken – widerspiegeln. In der rechten Grafik von Abbildung 3 ist eine Aufschlüsselung der Wertberichtigungen und Rückstellungen für Forderungen gegenüber inländischen Unternehmen (brutto) für die größeren Euro-Länder dargestellt; die Daten stammen aus den Meldungen derjenigen Banken im Euroraum, die an der Erhebung der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) zur Förderung der Transparenz (Transparency Exercise) im Jahr 2013 teilgenommen hatten. Die Ergebnisse zeigten große Unterschiede zwischen deutschen und französischen Banken auf der einen und italienischen und spanischen Banken auf der anderen Seite. Dies galt sowohl für den Zeitpunkt Ende 2012 als auch für Mitte 2013 (jüngste Erfassungsperiode der Erhebung). So bewegten sich die Wertberichtigungen und Rückstellungen für Bruttoforderungen für die gesamten inländischen Unternehmenskredite der deutschen und französischen Banken in der Stichprobe um einen Wert von 2 %. Die Werte für das gesamte Portfolio mit Krediten an Unternehmen für italienische und insbesondere für spanische Banken lagen hingegen wesentlich höher, nämlich bei rund 7 % bzw. 8 % in beiden Erfassungszeiträumen.

Aus Abbildung 3 geht auch hervor, dass auf Euroraumebene die Wertberichtigungen für die Bruttoforderungen in Bezug auf inländische KMUs im Unternehmenskundenportfolio der Banken beträchtlich umfangreicher ausfielen als für die inländischen Unternehmenskredite insgesamt. Unter den größeren Ländern des Euro-Währungsgebiets war dieser Unterschied für italienische und spanische Banken besonders ausgeprägt (siehe Aufschlüsselung nach Ländern in der rechten Grafik von Abbildung 3). Die Wertberichtigungen für Ausleihungen an KMUs innerhalb der Unternehmenskreditportfolios beliefen sich auf etwa 10 % für Banken in Italien und auf bis zu 14 % für Kreditinstitute

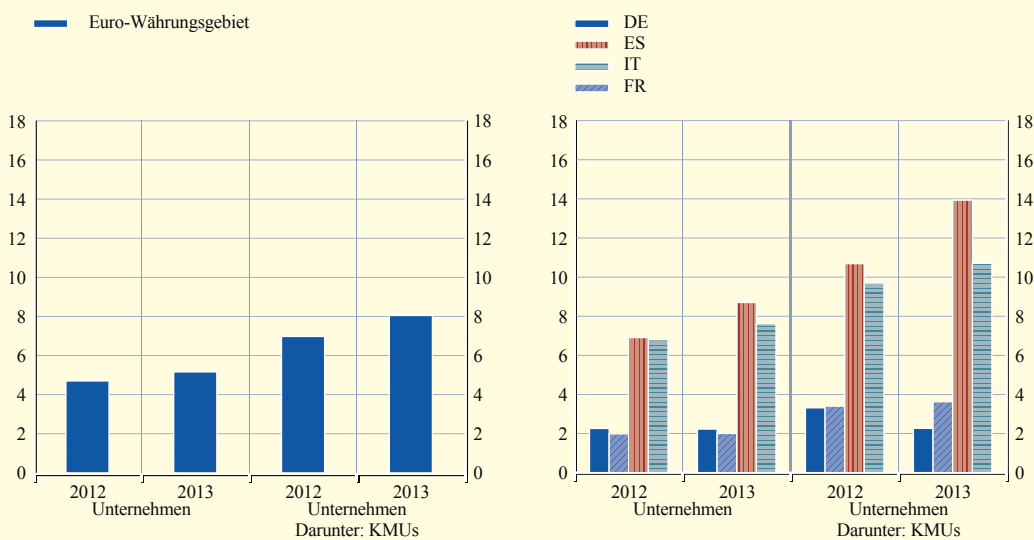
5 Siehe J. A. Santos, Bank Corporate Loan Pricing Following the Subprime Crisis, in: Review of Financial Studies, Bd. 24, Nr. 6, 2011, S. 1916-1943.

6 Siehe R. Iyer, J.-L. Peydró, S. da-Rocha-Lopes und A. Schoar, Interbank Liquidity Crunch and the Firm Credit Crunch: Evidence from the 2007-2009 Crisis, in: Review of Financial Studies, Bd. 27, Nr. 1, 2014, S. 347-372.

7 Siehe P. Balduzzi, E. Brancati und F. Schiantarelli, Financial Markets, Banks' Cost of Funding, and Firms' Decisions: Lessons from Two Crises, Diskussionspapier des Forschungsinstituts zur Zukunft der Arbeit (IZA), Nr. 7872, 2013. Die Autoren stellen anhand eines abgestimmten bank- und firmenbezogenen Datensatzes für Italien fest, dass steigende Kreditausfallswap-Prämien und sinkende Bewertungen des Eigenkapitals von Banken dazu führen, dass jüngere und kleinere Unternehmen ihre Kreditaufnahme und ihre Investitionen drosseln und Arbeitsplätze abbauen. Ähnliche Auswirkungen der Finanzkrise 2008-2009 für kleine und mittlere Unternehmen in den USA finden sich in: G. Chodorow-Reich, The employment effects of credit market disruptions: firm-level evidence from the 2008-9 financial crisis, in: Quarterly Journal of Economics, Bd. 129, Nr. 1, 2014, S. 1-59.

Abbildung 3 Wertberichtigungen und Rückstellungen von Banken für Forderungen gegenüber inländischen Unternehmen und KMUs (brutto) – Euro-Währungsgebiet und große Euro-Länder

(in %)



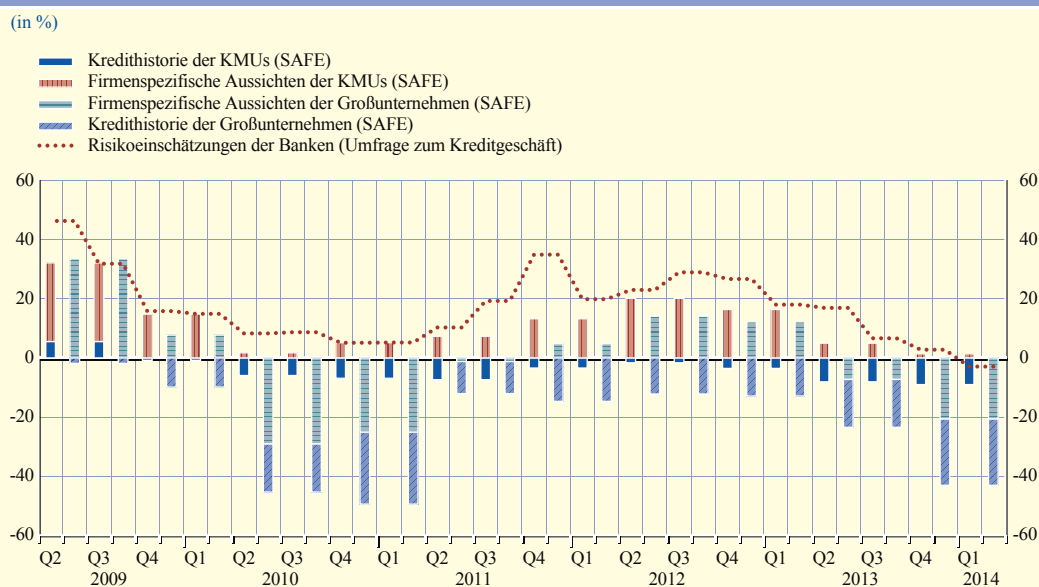
Quellen: Transparency Exercise der EBA 2013 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Wertberichtigungen und Rückstellungen in Bezug auf die jeweiligen inländischen Forderungen (brutto) derjenigen Banken im Euro-Währungsgebiet, die an der EU-weiten Transparency Exercise der EBA im Jahr 2013 teilgenommen haben.

in Spanien. Dies könnte sich zum Teil im sehr großen Zinsabstand zwischen kleinen und großen Krediten an Unternehmen in den in Abbildung 2 dargestellten Staaten niedergeschlagen haben. Aus granulareren Daten zu unbesicherten Forderungen an KMUs, die dem Privatkundenportfolio dieser Banken zugeordnet sind, ergaben sich noch umfangreichere Wertberichtigungen oder Rückstellungen (diese sind hier nicht dargestellt). Im Ergebnis lässt sich also aus diesen Zahlen eine inhärente Differenz beim Kreditrisiko erkennen, die von der Größe des Kreditnehmers im Allgemeinen herrührt und sich bei wirtschaftlichen Turbulenzen und in angeschlagenen Staaten verschärft.

Änderungen des Kreditrisikos und Unterschiede je nach Unternehmensgröße des Kreditnehmers lassen sich ebenfalls aus Umfrageergebnissen ablesen. So geht aus der vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft hervor, dass die befragten Banken erneut die Risikoeinschätzungen als einen zugrunde liegenden Faktor für die Verschärfung ihrer Kreditrichtlinien nannten, welche euroraumweit zu Beginn der Staatsschuldenkrise im Jahr 2011 zu verzeichnen war (siehe Abbildung 4). Diese Risikoeinschätzungen verloren dann kontinuierlich an Bedeutung, nachdem ab Sommer 2012 die Spannungen an den Staatsanleihemärkten nachließen. Dies steht im Großen und Ganzen im Einklang mit dem zeitweiligen Anstieg der Kurzfristzinsen für kleine Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Jahr 2011 und dem im Folgejahr zu beobachtenden Rückgang (siehe Abbildung 1). Unterdessen spiegeln auch die Ergebnisse der Umfrage über den Zugang von KMUs zu Finanzmitteln (SAFE) weitgehend die Wahrnehmung der Banken bezüglich des Kreditrisikos der Firmen wider, wenngleich es – abhängig von der Unternehmensgröße – erhebliche Unterschiede gibt (siehe die Balken zu den firmenspezifischen Aussichten und zur Kredithistorie in Abbildung 4). So wirkten sich sowohl die firmenspezifischen Aussichten als auch die Kredithistorie der Unternehmen systematisch günstiger auf die Kreditbedingungen der Großunternehmen als auf jene für KMUs aus. Diese auf die Unternehmensgröße zurückzuführenden Unterschiede waren beim Faktor Kredithistorie besonders ausgeprägt, was auf tiefer greifende strukturelle Unterschiede des Kreditrisikos von Unternehmen im Eurogebiet hindeutet, die in ihrer Größenklasse begründet sind.

**Abbildung 4 Veränderung der Risikoeinschätzung der Banken im Euro-Währungsgebiet in Bezug auf Unternehmen und Risikoindikatoren nach Firmengröße**



Quellen: Umfrage über den Zugang von KMUs des Euro-Währungsgebiets zu Finanzmitteln (SAFE), Umfrage des Eurosystems zum Kreditgeschäft und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die zusammengesetzten Risikoeinschätzungen werden als Durchschnitte der drei Risikofaktoren (allgemeine Konjunkturaussichten, branchen- und firmenspezifische Aussichten, Werthaltigkeit der Sicherheiten) berechnet.

### FINANZIERUNGSHINDERNISSE UND MERKMALE VON KMUs

Grafik a) in Abbildung 5 zeigt einen aus der SAFE-Umfrage abgeleiteten zusammengesetzten Indikator der Finanzierungshindernisse für KMUs und Großunternehmen im Euro-Währungsgebiet. Er kommt häufig zur Anwendung, um Unternehmen mit Schwierigkeiten beim Zugang zu Bankkrediten zu ermitteln.<sup>8</sup> Seit dem Start der Umfrage melden im Durchschnitt 12 % der KMUs Finanzierungshindernisse, während der Anteil bei den großen Unternehmen bei rund 8 % liegt. Allerdings unterscheiden sich die Finanzierungshindernisse für beide Gruppen von Unternehmen in Ausmaß und Struktur recht deutlich. Die jüngste Erhebung bezieht sich auf die Zeitspanne von Oktober 2013 bis März 2014 und zeigt, dass der Anteil der KMUs, die keinen Kreditantrag stellten, da sie eine Ablehnung fürchteten, 6 % betrug, während der entsprechende Prozentsatz bei den Großunternehmen bei 2 % lag (siehe den gestrichelten blauen Balken in Abbildung 5).<sup>9</sup> Eine direkte Ablehnung ihres Darlehensantrags meldeten 3 % der KMUs, verglichen mit 1 % der Großunternehmen (siehe den blauen Balken in Abbildung 5). Zugleich sah ein beträchtlicher Anteil von Firmen von einer Kreditbeantragung ab, da ausreichend Innenfinanzierungsmittel vorhanden waren (47 % der KMUs und 48 % der großen Unternehmen) oder aus anderen Gründen (22 % der KMUs und 12 % der Großunternehmen). Nimmt man eine Aufschlüsselung nach finanziell angeschlagenen und finanziell nicht angeschlagenen Ländern vor (siehe Grafik b) in Abbildung 5), so zeigt

8 Finanzierungshindernisse werden definiert als die Summe der prozentualen Anteile der Unternehmen, deren Antrag auf einen Bankkredit abgelehnt wurde, die nur einen Teil des beantragten Kredits erhalten haben oder die wegen zu hoher Kreditkosten keinen Kredit aufgenommen haben. Darüber hinaus wird auch der Anteil der Unternehmen berücksichtigt, die aus Angst vor Ablehnung von einer Antragstellung absahen (entmutigte Kreditnehmer). Die Umfrage beinhaltet auch eine Messgröße für von den Firmen selbst eingeschätzte finanzielle Beschränkungen, die auf den direkten Antworten auf die Frage basiert, ob der Zugang zu Finanzmitteln zu ihren vordringlichsten Problemen gehört. Dieser Indikator wird im vorliegenden Aufsatz nicht verwendet.

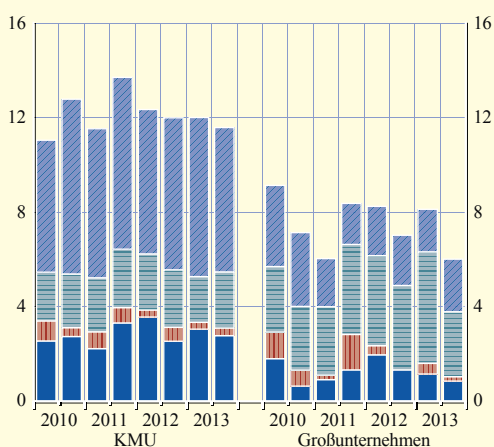
9 Eine Analyse der Merkmale entmutigter Kreditnehmer und ihrer Rolle bei der geldpolitischen Transmission findet sich in: A. Popov, Monetary policy, bank capital and credit supply: a role for discouraged and informally rejected firms, Working Paper der EZB, Nr. 1593, 2013.

Abbildung 5 Finanzierungshindernisse für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

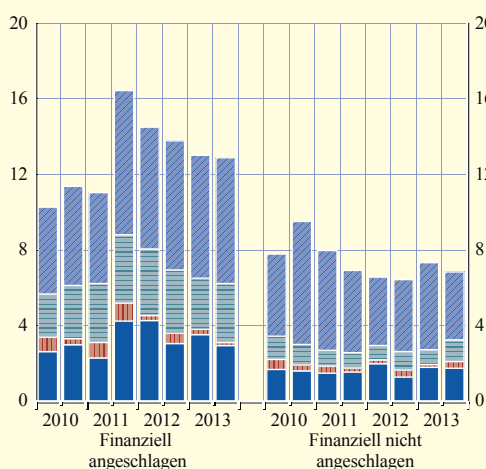
(in %)

- Antrag abgelehnt
- Kosten zu hoch
- Teilweise gewährt
- Entmutigt

a) Nach Firmengröße



b) Nach finanziell angeschlagenen und nicht angeschlagenen Ländern



Quellen: EZB (SAFE) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Finanzierungshindernisse sind die Summe aus den prozentualen Anteilen der Unternehmen, deren Antrag auf einen Bankkredit abgelehnt wurde, die nur einen Teil des beantragten Kredits erhalten haben und die wegen zu hoher Kreditkosten keinen Kredit aufgenommen haben. Darüber hinaus wird auch der Anteil der Unternehmen berücksichtigt, die aus Angst vor Ablehnung von einer Antragstellung absahen (entmutigte Kreditnehmer). Zu den finanziell angeschlagenen Ländern gehören Irland, Griechenland, Spanien, Italien und Portugal. Für Zypern und Slowenien, die auch in diese Gruppe fallen, liegen keine Daten vor.

sich, dass sich die KMUs in angeschlagenen Ländern offensichtlich proportional mehr Hindernissen ausgesetzt sahen als KMUs in nicht angeschlagenen Ländern.<sup>10</sup>

Im Hinblick auf die Faktoren, die die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln beeinflussen, unterscheiden die Umfragedaten zwischen Bestimmungsfaktoren im Zusammenhang mit unternehmensspezifischen Merkmalen wie der Kredithistorie, dem Eigenkapital und den Aussichten für Umsatz, Ertragslage und Geschäftspläne auf der einen und externen Bestimmungsfaktoren auf der anderen Seite; zu Letzteren zählen die von den Firmen wahrgenommene allgemeine Konjunkturentwicklung sowie die Bedeutung des Zugangs zu staatlicher Unterstützung (einschließlich Garantien). In finanziell angeschlagenen Ländern gaben mehr Firmen an, dass sich die Verschlechterung dieser Faktoren auf die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln ausgewirkt hat (siehe Abbildung 6). Über 50 % der Befragten in diesen Ländern führten die allgemeinen Konjunkturaussichten als wichtigen Bestimmungsgrund an, gefolgt von den firmenspezifischen Aussichten (36 %). Die prozentualen Anteile für Unternehmen in finanziell nicht angeschlagenen Ländern sind mit 37 % bzw. 24 % niedriger. Die Kredithistorie spielt bei Unternehmen in angeschlagenen Ländern mit 22 % eine größere Rolle als in finanziell soliden Ländern (10 %), worin die Unterschiede im zugrunde liegenden Kreditrisiko zum Ausdruck kommen. Die Entwicklung dieser Faktoren im Zeitverlauf entspricht recht genau den verschiedenen Phasen der Staatsschuldenkrise.

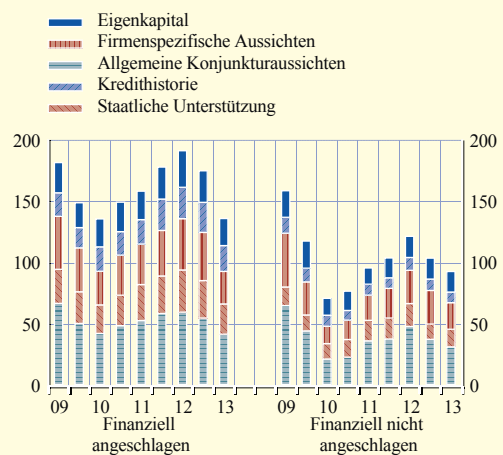
<sup>10</sup> Eine eingehendere Analyse findet sich in: EZB, Divergence in financing conditions of small and medium-sized enterprises (SMEs) in the euro area, Financial integration in Europe, April 2014.

Nach dem Höhepunkt der Krise im Sommer 2012 und dem anschließenden Nachlassen der Spannungen an den Märkten für Staatsanleihen berichteten die Unternehmen in der Umfragerunde mit Referenzzeitraum Oktober 2013 bis März 2014 von einer Verbesserung der Faktoren. Dennoch gibt es weiterhin Differenzen zwischen den beiden Ländergruppen, wofür die anhaltenden Unterschiede bei den wirtschaftlichen und firmenspezifischen Aussichten in den einzelnen Ländern sowie die noch immer vorhandene Marktfragmentierung verantwortlich sind.

Die Auswirkungen der jüngsten Anspannungen an den Finanzmärkten und der Staatsschuldenkrise klingen zwar ab, doch haben sie zusammen mit der Rezession das Kreditrisiko spürbar ansteigen lassen, was drastische negative Auswirkungen auf das Kreditangebot hat. Dies gilt besonders für die KMUs, deren Bonität und finanzielle Solidität sich im Vergleich zu großen Firmen deutlicher verschlechterten. Umfragen zufolge entwickelten sich Gewinne, Liquiditätspuffer und Eigenkapital der KMUs während der Krise weniger günstig als bei Großunternehmen, sodass die finanzielle Anfälligkeit dieser Gruppe von Firmen verstärkt wurde (siehe Abbildung 7).

**Abbildung 6 Faktoren, die bei einer Verschlechterung die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln in finanziell angeschlagenen und nicht angeschlagenen Ländern des Euro-Währungsgebiets beeinflussen**

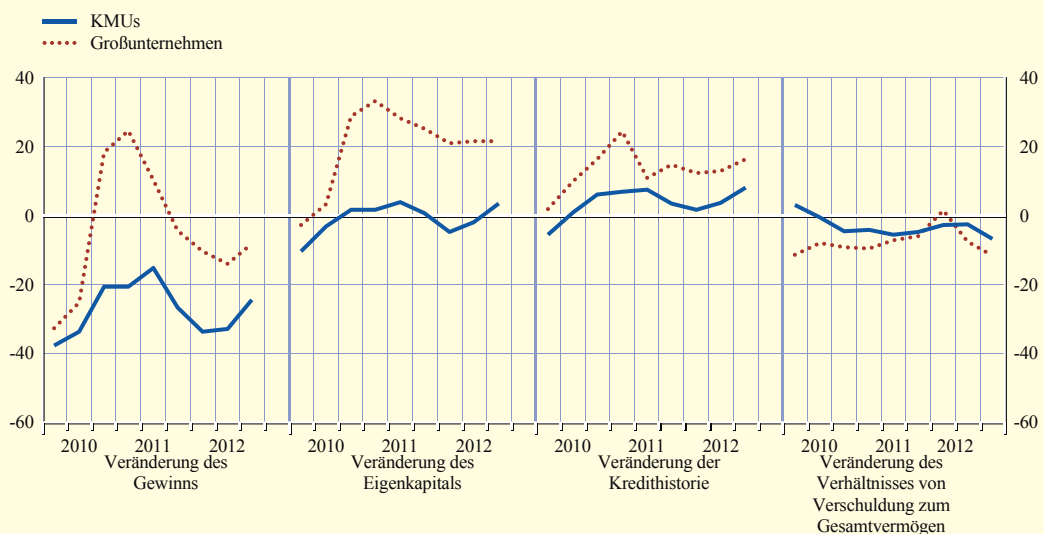
(in % aller Umfrageteilnehmer; gewichtete Durchschnitte)



Quellen: EZB (SAFE) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Zu den finanziell angeschlagenen Ländern gehören Irland, Griechenland, Spanien, Italien und Portugal. Für Zypern und Slowenien, die auch in diese Gruppe fallen, liegen keine Daten vor.

**Abbildung 7 Finanzielle Solidität von KMUs im Euro-Währungsgebiet im Vergleich zu Großunternehmen**

(in den letzten sechs Monaten; prozentualer Saldo der Umfrageteilnehmer)



Quellen: EZB (SAFE) und EZB-Berechnungen.

Wie vielfach in theoretischen und empirischen Untersuchungen von finanziellen Beschränkungen nachgewiesen, gibt es einen Zusammenhang zwischen den Finanzierungshindernissen von Unternehmen und ihrer Finanzlage, und hierbei besonders ihrer finanziellen Anfälligkeit.<sup>11</sup> Die Ergebnisse zeigen häufig, dass hoch verschuldete Unternehmen sowie jene, die niedrige Gewinne erwirtschaften oder über wenig Sicherheiten verfügen, größere Schwierigkeiten haben, externe Finanzierungsquellen zu erschließen. Auch die Größe und die Besitzverhältnisse spielen eine Rolle.<sup>12</sup> In Kasten 1 wird eine empirische Untersuchung auf Grundlage einer Stichprobe von KMUs im Eurogebiet erörtert, die diese Resultate bestätigt und die Unterschiede in ausgewählten Euro-Ländern bekräftigt.

- 11 Einen Überblick über die einschlägige Literatur bieten F. Silva und C. Carreira, *Measuring firms' financial constraints: a rough guide*, Estudos do GEMF, Nr. 14, 2012.
- 12 Frühere Studien zeigen, dass Privatunternehmen (siehe O. Brav, *Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm*, in: *Journal of Finance* 64, 2009, S. 263-307), kleine Unternehmen (siehe A. N. Berger und G. F. Udell, *Small Business and Debt Finance*, in: *Handbook of Entrepreneurship Research*, Kluwer Academic Publishers, 2003, S. 299-328) und junge Unternehmen (siehe beispielsweise J. D. Rauh, *Investment and Financing Constraints: Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans*, in: *Journal of Finance* 61, 2006, S. 33-71, sowie C. E. Fee, C. J. Hadlock und J. R. Pierce, *Investment, Financing Constraints, and Internal Capital Markets: Evidence from the Advertising Expenditures of Multinational Firms*, in: *Review of Financial Studies* 22, 2009, S. 2362-2392) gegenüber großen Firmen anderen und oftmals schwerwiegenderen Beschränkungen unterworfen sind.

### Kasten 1

#### EINFLUSS DER FINANZLAGE VON KMUS AUF IHRE FINANZIERUNGSHINDERNISSE

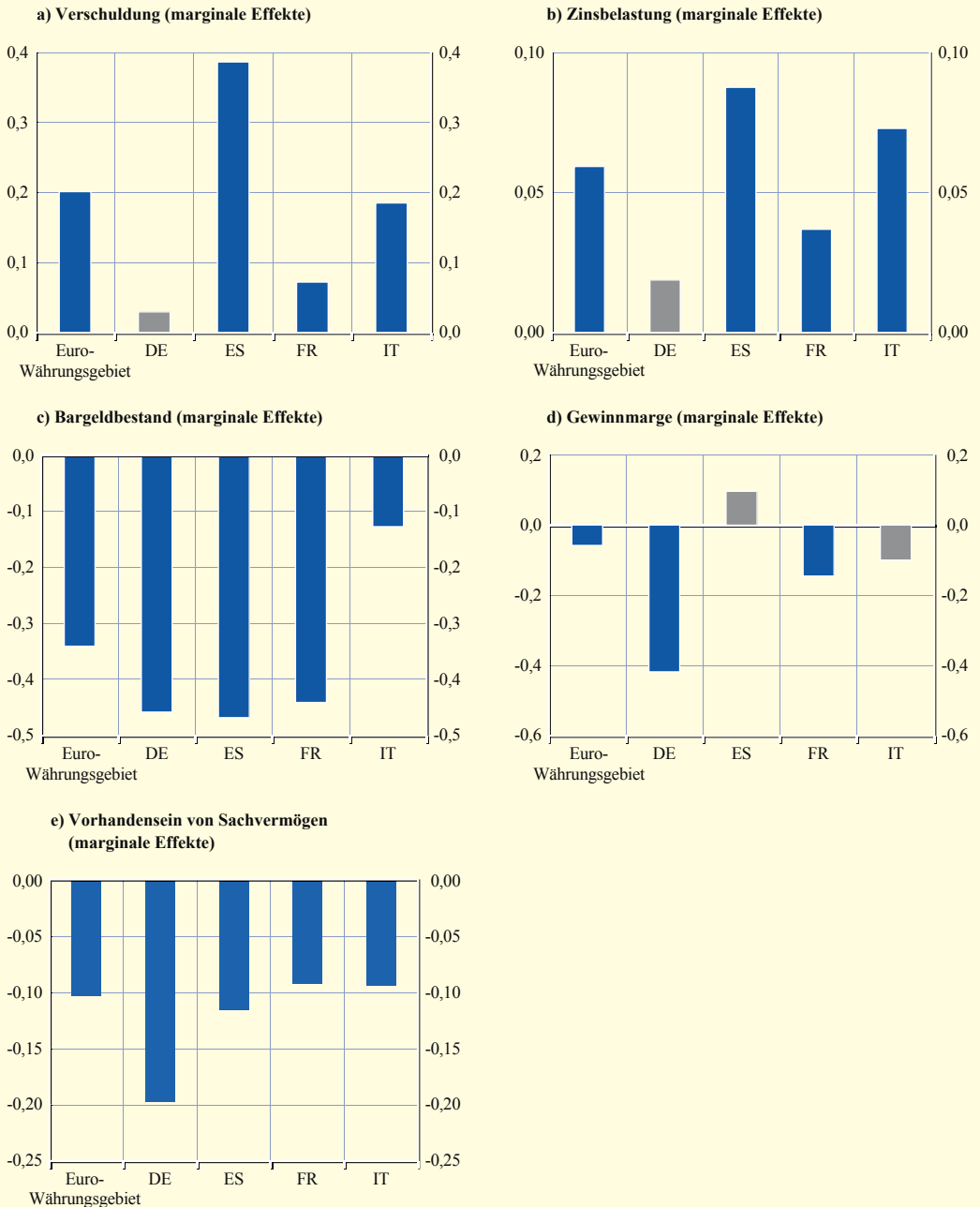
Unter Verwendung einer Teilmenge von KMUs, die in der SAFE-Umfrage enthalten sind und für die Finanzinformationen vorliegen, wird der in der Abbildung dargestellte Indikator der Finanzierungshindernisse auf eine Reihe finanzieller Merkmale (Ertragslage, Liquidität, Verschuldung und Zinsbelastung) sowie nichtfinanzieller Merkmale (Alter, Größe) regressiert, die in der Fachliteratur verbreitet angewandt werden, um zu beurteilen, ob Unternehmen von Finanzierungsbeschränkungen betroffen sind. Um der Eigentümerstruktur des Unternehmens, dem Jahr sowie dem Land und dem Sektor, denen das Unternehmen zuzuordnen ist, Rechnung zu tragen, werden zusätzliche Variablen eingeführt. Die Abbildung zeigt die marginalen Effekte der unterschiedlichen Variablen und weist ihren Einfluss für die gesamte euroraumweite Stichprobe wie auch für ausgewählte Länder aus. Die Abbildung bestätigt, dass Firmen mit einer höheren Verschuldung und niedrigen Gewinnen eher Finanzierungshindernissen begegnen, genau wie Unternehmen, die über weniger Liquidität und Sicherheiten verfügen. Auch Unternehmen mit einer höheren Zinsbelastung sind vermehrt Finanzierungsbeschränkungen ausgesetzt. Der Umfang der marginalen Effekte fällt von Land zu Land unterschiedlich aus, was darauf hindeutet, dass die Finanzlage von Unternehmen bei der Beurteilung von Firmen mit Finanzierungsbeschränkungen in Spanien und Italien viel stärker ins Gewicht fällt als bei Firmen in Deutschland und Frankreich.<sup>1</sup>

1 Die erste Variable „Verschuldung“ entspricht dem Verhältnis von Finanzschulden zum Gesamtvermögen; die „Zinsbelastung“ wird definiert als Verhältnis von Zinszahlungen zu den Einkünften vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen plus finanziellen Erträgen zum Gesamtvermögen. Die „Gewinnmarge“ ist die Quote aus dem Gewinn bzw. Verlust einer Periode und den Umsatzerlösen; der „Bargeldbestand“ ist das Verhältnis aus Bargeld und anderen liquiden Mitteln zum Gesamtvermögen; das „Vorhandensein von Sachvermögen“ stellt die Quote aus Sachanlagen und Gesamtvermögen dar. Das Modell berücksichtigt auch die Größe (über den Logarithmus des Gesamtvermögens), das Alter, den Sektor und bei der Regression für das Euro-Währungsgebiet Länderdummies. Zudem enthält es Dummies für die Eigentumsverhältnisse (d. h. Familienbetriebe oder Unternehmerfirmen). Alle Variablen, die auf Jahresabschlüssen fußen, gehen verzögert in die Schätzung ein, um Endogenitätsprobleme zu verringern. Eine ähnliche Analyse auf Grundlage der SAFE-Umfrage findet sich in: A. Ferrando und K. Mulier, *Firms' financing constraints: do perceptions match the actual situation?*, Working Paper der EZB, Nr. 1577, August 2013.



## Firmenspezifische Bestimmungsfaktoren für die Finanzierungshindernisse der KMUs

(statistisch signifikante Koeffizienten in blau; nichtsignifikante Koeffizienten in grau)



Quellen: EZB (SAFE) und AMADEUS-Datenbank des Bureau van Dijk sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Analyse der firmenspezifischen Bestimmungsfaktoren für die Finanzierungshindernisse basiert auf einem Probit-Modell, bei dem die Finanzierungshindernisse, mit denen sich Firmen in der Stichprobe aus SAFE bei Beantragung eines Bankkredits gegenübersehen, die abhängige Variable darstellen. Die Variable ist ein Dummy, der den Wert 1 für Unternehmen annimmt, deren Antrag auf einen Bankkredit abgelehnt wurde, die nur einen Teil des beantragten Kredits erhalten haben oder die wegen zu hoher Kreditkosten keinen Kredit aufgenommen haben. Darüber hinaus berücksichtigt der Dummy auch Unternehmen, die aus Angst vor Ablehnung von einer Antragstellung absahen (entmutigte Kreditnehmer). Die Probit-Analyse wird für eine Teilmenge von Firmen aus elf Euro-Ländern (Belgien, Deutschland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland) durchgeführt, für die für den Zeitraum 2010-2013 (3.-8. Umfragerunde) Finanzinformationen verfügbar sind. Die Anzahl der Beobachtungen für die gesamte Stichprobe beläuft sich auf 14 000.

### 3 ALTERNATIVE KMU-FINANZIERUNG UND INITIATIVEN DES EUROSYSTEMS

Der KMU-Sektor des Euro-Währungsgebiets unterscheidet sich nicht nur nach Land und Branche, sondern auch im Hinblick auf die Größe, die Ertragslage und die Wachstumsaussichten. Angesichts dieser Heterogenität sollten stets mehrere Finanzierungsinstrumente und -möglichkeiten in Erwägung gezogen werden, um dem Bedarf der verschiedenen KMUs und der Kreditgeber bzw. Investoren Rechnung zu tragen. Dies würde auch bedeuten, dass Maßnahmen, die einen Anreiz für einen verbesserten Zugang der KMUs zu Finanzmitteln schaffen sollen, konzertierte Aktionen der EU-Mitgliedstaaten wie auch nationale (und regionale) Initiativen beinhalten könnten, die sich alle auf den Bankkanal (der für die KMU-Finanzierung von Bedeutung bleiben wird) und den Nicht-bankkanal konzentrieren. Generell können sich die besten Strategien zur Unterstützung der Finanzierung von KMUs (abhängig von deren Entwicklungsstufe) von Land zu Land unterscheiden.

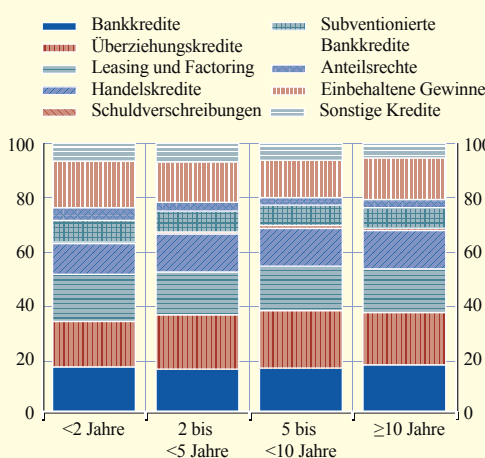
In der Regel werden KMUs in ihren frühesten Entwicklungsstufen als besonders risikoreich beurteilt, da sie dann häufig nicht in der Lage sind, Cashflows zur Schuldentilgung zu generieren. In diesem Frühstadium stammt das Kapital der KMUs entweder aus den Vermögenswerten des Eigentümers oder von Verwandten und Freunden. Sofern verfügbar wenden sich KMUs für Finanzspritzen auch an Eigenkapitalgeber wie Business Angels und Wagniskapitalfirmen. In späteren Entwicklungsphasen können die Unternehmen Firmenhistorien vorweisen und Sicherheiten bieten. Folglich sinkt das Risiko für Investoren und stellen Finanzintermediäre die gängigsten Ansprechpartner dar, wobei die Firmen dann auch in der Position wären, an die Börse zu gehen.

Den verfügbaren Informationen der SAFE-Umfrage zufolge werden die verschiedenen Finanzinstrumente je nach Alter und Größe des Unternehmens in der Tat unterschiedlich genutzt; Grund hierfür ist, dass sich die Firmen im Zeitverlauf weiter entwickeln und größer werden und sich damit ihr Zugang zu externen Finanzierungsquellen verbessert. Im Anfangsstadium greifen die KMUs häufiger auf Ausleihungen und Überziehungskredite der Banken zurück, weil die Unternehmen Beziehungen zu ihren Banken aufbauen können, die ihnen eine Verringerung der Informationsasymmetrien ermöglichen, welche für gewöhnlich mit den kurzen Firmenhistorien verbunden sind.<sup>13</sup> Da die Firmen jedoch wachsen, haben sie Zugang zu einer breiteren Palette an Finanzinstrumenten, und die Bedeutung von Bankkrediten schwindet insgesamt etwas (siehe Abbildung 8 und 9). Darüber hinaus spielen subventionierte Bankkredite und sonstige Ausleihungen von verbundenen Unternehmen oder von Einzelpersonen (z. B. Familie und Freunde) für junge und kleine Firmen eine wichtige Rolle, während weiter entwickelte Firmen häufiger auf einbehaltene Gewinne und Handelskredite zurückgreifen.

Die unterschiedliche Nutzung der einzelnen Finanzierungsinstrumente zeigt sich auch bei

**Abbildung 8 Nutzung von Finanzierungsinstrumenten durch KMUs im Euro-Währungsgebiet nach Alter**

(Beiträge in %; Durchschnitt 2009-2013)

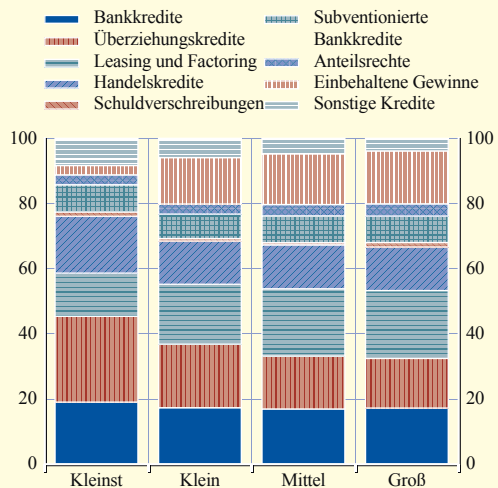


Quellen: EZB (SAFE) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Balken zeigen die Summe der Anteile der KMUs, die berichtet, im Zeitraum von 2009 bis 2013 ein bestimmtes Finanzierungsinstrument verwendet zu haben.

<sup>13</sup> Siehe auch Chavis et al., The Impact of the Business Environment on Young Firm Financing, Policy Research Working Paper Series der Weltbank, 2010.

**Abbildung 9 Nutzung von Finanzierungsinstrumenten durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet nach Größe**

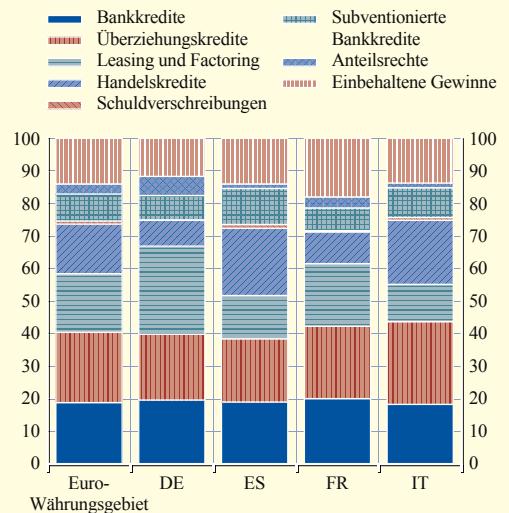
(Beiträge in %; Durchschnitt 2009-2013)



Quellen: EZB (SAFE) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Balken zeigen die Summe der Anteile der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die berichteten, im Zeitraum von 2009 bis 2013 ein bestimmtes Finanzierungsinstrument verwendet zu haben.

**Abbildung 10 Nutzung von Finanzierungsinstrumenten durch KMUs in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets**

(Beiträge in %; Durchschnitt 2009-2013)



Quellen: EZB (SAFE) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Balken zeigen die Summe der Anteile der KMUs, die berichteten, im Zeitraum von 2009 bis 2013 ein bestimmtes Finanzierungsinstrument verwendet zu haben.

der länderspezifischen Betrachtung (siehe Abbildung 10). So werden Bankkredite im Schnitt häufiger von französischen KMUs verwendet, während italienische und spanische Firmen eher Handelskredite und subventionierte Bankkredite in Anspruch nehmen.<sup>14</sup> Im Gegensatz dazu ist Leasing unter deutschen KMUs als Finanzinstrument viel stärker verbreitet.

Einer Umfrage der Europäischen Kommission zufolge<sup>15</sup> griffen im Jahr 2011 mindestens 50 % der deutschen und rund 40 % der französischen KMUs auf Leasing, Ratenkäufe oder Factoring zurück, während dieser Anteil in Spanien und Italien geringer ausfiel (etwa 25 %). Wie aus den Antworten der Unternehmen auf die Frage nach den Gründen für das Leasen eines Vermögenswerts hervorgeht, scheinen Preisüberlegungen (die Kosten für Leasing im Vergleich zu anderen Finanzierungsformen) ausschlaggebend zu sein.<sup>16</sup>

Interessanterweise unterscheiden sich die Beweggründe für das Leasen von Vermögenswerten je nach Unternehmensgröße. So nutzen mittlere Unternehmen das Leasing offensichtlich aufgrund von Preisüberlegungen, eines besseren Cashflow-Managements und der fehlenden Notwendigkeit, Sicherheiten stellen zu müssen. Kleinstunternehmen hingegen geben neben preislichen Faktoren auch steuerliche Vorteile als Hauptgründe für das Leasing an.

Die Fähigkeit der KMUs, auf alternative externe Finanzierungsquellen zurückzugreifen, ist sogar noch stärker eingeschränkt, wenn ihr Zugang zu Bankkrediten behindert wird. Allerdings deutet die

14 Kreditgarantieprogramme sind in verschiedenen Volkswirtschaften weit verbreitet und dienen als wichtiges Instrument, um die Finanzierungsbeschränkungen von KMUs und Start-Up-Unternehmen zu lockern. Ein Überblick über die zusätzlichen Maßnahmen mehrerer Euro-Länder zur Unterstützung der KMU-Finanzierung während der Krise findet sich in: EZB, Divergence in financing conditions of small and medium-sized enterprises (SMEs) in the euro area, Financial integration in Europe, 2014.

15 Siehe Europäische Kommission, SMEs' Access to Finance Survey 2011, 2011.

16 Siehe Oxford Economics, The Use of Leasing Amongst European SMEs, ein Bericht im Auftrag von Leaseurope, November 2011, sowie H. Kraemer-Eis und F. Lang, The importance of leasing for SME financing, EIF WP 15, 2012.

empirische Evidenz (siehe Kasten 2) darauf hin, dass Unternehmen mit Finanzierungsbeschränkungen im Zeitraum von 2009 bis 2013 versuchten, Bankdarlehen durch andere Kreditarten von Einzelpersonen (z. B. Familienmitgliedern oder Freunden) oder von verbundenen Unternehmen und Anteilseignern zu ersetzen. Sie tendierten auch zur Nutzung von Handelskrediten, während markt-basierte Instrumente oder selbst Zuschüsse bzw. subventionierte Kredite offenbar seltener verwendet wurden. Die im Kasten vorgenommene Analyse geht nicht explizit auf das Crowdfunding ein (wenngleich es zum Teil auch in die Kategorie „Familie und Freunde“ fallen könnte), das sich zu einer neuen Art marktbasierter Finanzierung entwickelt und dazu beitragen könnte, die wirtschaftliche Erholung durch Kanalisierung von Kapital an KMUs zu stimulieren. Ganz allgemein beschreibt Crowdfunding die Verwendung kleiner, von zahlreichen Einzelpersonen oder Organisationen stammender Geldbeträge zur Finanzierung eines Projekts, eines Unternehmens- oder Privatkredits oder sonstiger Bedürfnisse. Dieses Geld kann durch unterschiedliche Strukturen, beispielsweise durch eine webbasierte Online-Plattform, gelenkt werden. Obwohl es sich um einen schnell wachsenden Markt handelt, ist die Verbreitung von Crowdfunding noch gering. Einer aktuellen Studie der IOSCO zufolge entfallen weltweit rund 6,4 Mrd USD auf Crowdfunding.<sup>17</sup>

Die Unterschiede beim Zugriff auf und bei der Verwendung der verschiedenen Finanzinstrumente deuten darauf hin, dass unterschiedliche Maßnahmen der einzelnen politischen Entscheidungsträger mit verschiedenen Vorzügen idealerweise koordiniert ihre Wirkung entfalten müssten. Daher sollten die möglichen Instrumente und Optionen mehrere Aspekte beinhalten wie z. B. die Verstärkung der Bedeutung von Leasing, Factoring, privaten Beteiligungen und Mini-Anleihen oder erweiterte Aktienmärkte für kleinere Firmen. Diese Maßnahmen könnten die traditionellen Bankkredite ergänzen, um den Zugang der KMUs zu Finanzmitteln breiter zu gestalten. In diesem Bereich wurden bereits mehrere Initiativen gestartet, worauf in Abschnitt 4 näher eingegangen wird.

17 Siehe IOSCO, Crowd-Funding: An Infant Industry Growing Fast, Februar 2014.

## Kasten 2

### RÜCKGRIFF DER KMUs AUF ALTERNATIVE FINANZIERUNGSQUELLEN WÄHREND DER FINANZKRISE

Unter Zugrundelegung der Arbeit von Casey und O’Toole<sup>1</sup> wird die Nutzung von vier spezifischen externen Finanzierungsquellen – nämlich Handelskredite, sonstige Ausleihungen (auf informeller Basis oder von einem verbundenen Unternehmen), Marktfinanzierung (darunter die Emission von Schuldverschreibungen, durch die Eigentümer oder externe Investoren bereitgestelltes Eigenkapital und nachrangige Darlehen) sowie Zuschüsse und subventionierte Kredite – auf den Indikator der Finanzierungshindernisse sowie eine Reihe von Kontrollvariablen regressiert. Die abhängigen Variablen werden als kategoriale Variablen definiert, die den Wert 1 annehmen, wenn das Unternehmen in den vorangegangenen sechs Monaten eine bestimmte Finanzierungsquelle in Anspruch genommen hat. Wenn dies nicht der Fall war, beträgt der Wert 0. Als Kontrollvariablen dienen Größe, Alter, Sektor und Variablen, die das Geschäftsumfeld der Firma, die gesamtwirtschaftliche Lage im Allgemeinen sowie die Friktionen an den Finanzmärkten abbilden.

1 Siehe E. Casey und C. O’Toole, Bank-lending constraints and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs, Working Paper des ESRI, Nr. 450, 2013. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass kreditbeschränkte Unternehmen tendenziell stärker auf Handelskredite, informelle Kredite, Kredite von anderen Unternehmen sowie Zuschüsse bzw. subventionierte Kredite zurückgreifen.

In der Tabelle sind die marginalen Effekte der verschiedenen firmenspezifischen Merkmale auf die Nutzung alternativer Finanzierungsquellen dargestellt. So lässt sich aus der ersten Zeile (ausgehend von der ersten Spalte) ablesen, dass bei Unternehmen mit Finanzierungsbeschränkungen die Wahrscheinlichkeit, dass sie Handelskredite nutzen oder auf Mittel von Freunden, Familienangehörigen oder verbundenen Unternehmen zurückgreifen, 7 % bzw. 20 % höher ist. Für die These, dass diese Firmen Kredite durch marktbasierende Instrumente, Zuschüsse oder subventionierte Kredite ersetzen, gibt es keine Hinweise. Das letztgenannte Ergebnis ist insofern etwas überraschend, als Kreditgarantieprogramme die Maßnahme darstellen, die von den Regierungen während der Finanzkrise am häufigsten eingesetzt wurde. Zentrales Ziel dieser Maßnahmen war es, Banken dazu zu bewegen, ihre Kreditvergabe wieder auszuweiten, indem die zusätzlichen Risiken, die sie bei der Neukreditvergabe in ihre Bilanzen übernehmen mussten, verringert wurden. Dieses empirische Ergebnis könnte mit der Tatsache zusammenhängen, dass die Finanzintermediäre direkt in die Auswahl der Unternehmen eingebunden sind, die für die Maßnahmen in Frage kommen. Aus diesem Grund könnten Firmen, denen bereits Bankkredite verweigert wurden, davor zurückschrecken, Anträge für die Programme zu stellen. Außerdem hatten Unternehmen mit Finanzierungsbeschränkungen, die ihren Sitz in finanziell angeschlagenen Ländern haben, mehr Schwierigkeiten, Zugang zu alternativen Finanzierungsquellen zu erhalten; dies wird aus dem negativen, aber statistisch signifikanten Koeffizienten des Interaktionsterms deutlich.<sup>2</sup>

### Marginale Effekte von Finanzierungsbeschränkungen auf die Nutzung alternativer Finanzierungsquellen

(in %)

	Handelskredite	Stat. Sign.	Sonstige Ausleihungen (auf informeller Basis oder von einem anderen Unternehmen)	Stat. Sign.	Marktfinanzierung	Stat. Sign.	Zuschüsse - subventionierte Kredite	Stat. Sign.
Finanzierungshindernisse <sub>t-1</sub>	7	***	20	**	6		5	
Finanzierungshindernisse <sub>t-1X</sub> in finanziell angeschlagenen Ländern	-6	*	-12	**	-8		-4	
Klein	6	***	3	***	-2		8	***
Mittel	6	***	8	**	-1		14	***
Alter > 10 Jahre	2		1	***	1		-3	*
Familienunternehmen	4	**	-10	**	1		3	
Verarbeitendes Gewerbe und Bergbau	10	***	3	***	5	**	-1	
Baugewerbe und Grundstücks- und Wohnungswesen	9	***	0	***	2		4	*
Handel	6	***	0		-2		0	
Allgemeine Konjunkturaussichten	3	*	4	***	8	***	10	***
Gewinnwachstum	6	***	2		-1		1	
Finanziell angeschlagene Länder	32	***	17	***	11	***	11	***

Quellen: EZB (SAFE) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Schätzung basiert auf einem Panel-Probit-Modell mit zufälligen Effekten (random effects) mit cluster-robusten Standardfehlern. Sie wurde für elf Länder des Euro-Währungsgebiets (Belgien, Deutschland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland) für den Zeitraum von 2009 bis 2013 vorgenommen. Zu den finanziell angeschlagenen Ländern gehören Irland, Griechenland, Spanien, Italien und Portugal. Die abhängige Variable ist eine kategoriale Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn das Unternehmen in den vorangegangenen sechs Monaten eine bestimmte Finanzierungsquelle in Anspruch genommen hat. Weitere, nicht in der Tabelle ausgewiesene Regressoren sind das BIP-Wachstum und die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen. Sternchen weisen auf eine statistische Signifikanz bei \* p<0,10, \*\* p<0,05 und \*\*\* p<0,01 hin.

<sup>2</sup> B. Cœuré hat kürzlich in einer Rede (2013) darauf hingewiesen, dass es sich bei einigen staatlichen Unterstützungsmaßnahmen, durch die der Zugang der KMUs zu Finanzmitteln verbessert werden sollte, als schwierig erwiesen hat, die politischen Zielvorgaben zu erfüllen.

## INSTRUMENTE UND INITIATIVEN DES EUROSYSTEMS

Das Eurosystem verfügt über zahlreiche Instrumente, die derzeit dazu beitragen, die normale Funktionsfähigkeit des geldpolitischen Transmissionsmechanismus wiederherzustellen und dabei auch die Finanzierung von KMUs zu verbessern. Angesichts des bankbasierten Finanzsystems im Euro-Währungsgebiet wirken die geldpolitischen Impulse der EZB am stärksten über die Bankkreditzinsen auf die Realwirtschaft durch. Im Rahmen der geldpolitischen Implementierung kontrolliert das Eurosystem die sehr kurzfristigen Zinssätze. Veränderungen dieser Zinssätze werden dann auf andere Zinsen übertragen und sind somit eine wichtige Triebfeder der Kosten für Bankkredite im Euroraum. Unter normalen Umständen führt das Eurosystem Geldpolitik durch liquiditätszuführende Geschäfte mit Laufzeiten von einer Woche und drei Monaten aus. Während der Krise tätigte es auch längerfristige Geschäfte. Dazu gehörten die beiden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, die im Dezember 2011 und im Februar 2012 durchgeführt wurden. Diese Geschäfte trugen dazu bei, die Finanzierung von KMUs zu verbessern, indem den Banken auf längere Sicht Mittel zur Verfügung gestellt wurden, da so eine größere Übereinstimmung zwischen der Laufzeit dieser Operationen und der Laufzeit der Bankkredite bestand.

Des Weiteren gestattet der Sicherheitenrahmen des Eurosystems die Nutzung einer breiten Palette an Vermögenswerten zur Besicherung von liquiditätszuführenden Geschäften des Eurosystems. Durch die Verfügbarkeit von Sicherheiten kann bestimmt werden, ob die Geschäftspartner in der Lage sind, Zentralbankgeld zu erhalten. Zugleich sind auch Maßnahmen zur Risikominderung notwendig, um die Bilanz des Eurosystems zu allen Zeitpunkten des Konjunkturzyklus zu schützen.

Kredite an KMUs können auf vielfältige Weise notenbankfähige Sicherheiten des Eurosystems darstellen. Erstens werden Einzelkreditforderungen als notenbankfähige Sicherheiten anerkannt, sofern sie bestimmte Kriterien erfüllen. Kreditforderungen sind derzeit einer der am häufigsten als Sicherheiten bei liquiditätszuführenden Geschäften des Eurosystems hinterlegten Vermögenswerte; auf sie entfallen nach Bewertungsabschlüssen rund 316 Mrd € (Stand: Ende Mai 2014). Die Gesamtsumme hat im Laufe der Zeit geschwankt. Sie liegt derzeit etwa 25 % unter ihrem Höchststand vom zweiten Quartal 2012, aber rund 25 % über ihrem Ende 2008 verzeichneten Wert. Eine Teilmenge dieser Gesamtsumme entfällt mit gut 56 Mrd € auf Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschließlich KMUs). Den Rest machen Kredite an öffentliche Stellen und Sonstige aus. Die Kreditforderungen verteilen sich auf mehr als 160 000 Einzelkredite, ausgehend von sehr kleinen Beträgen bis hin zu Ausleihungen von mehr als 2 Mrd €, wobei Kredite an KMUs höchstwahrscheinlich zu den kleineren Summen zählen. Auf Kredite von unter 1 Mio € entfallen rund 70 % aller als Sicherheiten akzeptierter Kreditforderungen gegenüber nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften.

Zweitens kann ein KMU-Kredit auch in den Pool eines durch Darlehen an KMUs besicherten Wertpapiers (KMU-Asset-Backed-Security – KMU-ABS), bei dem es sich auch um eine notenbankfähige Sicherheit handelt, eingebracht werden. Auf zugelassene KMU-ABS entfällt ein Nominalwert von 57,8 Mrd € (Stand: Ende Mai 2014). In jüngster Zeit wurden KMU-Kredite auch in einer strukturierten gedeckten Schuldverschreibung, die das Eurosystem ebenfalls als Sicherheit akzeptiert, und in gedeckten Schuldtiteln des öffentlichen Sektors verwendet, deren Deckungspools aus staatlich garantierten Ausleihungen an KMUs bestehen, die auch als notenbankfähige Sicherheiten gelten. Drittens werden auch Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen als Sicherheiten akzeptiert, wenngleich diese aller Wahrscheinlichkeit nach eher von mittleren und großen Firmen und nicht von kleineren Unternehmen emittiert werden. Und schließlich ist seit Februar 2012 das (temporäre) Rahmenwerk über die Hereinnahme zusätzlicher Kreditforderungen in Kraft, wonach andere nicht notleidende Kreditforderungen (einschließlich sonstiger Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesell-

schaften und KMUs) bei den teilnehmenden nationalen Zentralbanken hinterlegt werden können.<sup>18</sup> Ende Mai 2014 beliefen sie sich auf rund 62 Mrd €. Die Gesamtsumme besteht aus Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (etwa 29 %), an den öffentlichen Sektor und an private Haushalte. Der Median pro zusätzlicher Kreditforderung beträgt rund 127 000 €.

Darüber hinaus senkte das Eurosystem im Dezember 2011 und erneut im Juni 2012 seine Mindestratinganforderungen für einige ABS, auch für solche, die mit KMU-Krediten besichert sind. Vor dem Hintergrund der im Rahmen der Initiative zur Erfassung von Einzelkreditdaten für ABS erheblich verbesserten Transparenz (siehe Kasten 3 für entsprechende Informationen zu KMU-ABS) beschloss der EZB-Rat am 18. Juli 2013 die Einführung von Maßnahmen zur Reduzierung der Mindestratinganforderungen und der Bewertungsabschläge für ABS.<sup>19</sup> So wurde die Ratinganforderung für ABS mit Meldepflicht auf Einzelkreditenebene zum Zeitpunkt der Emission von zwei AAA-Ratings auf mindestens zwei A-Ratings reduziert. Darüber hinaus wurden die Bewertungsabschläge für ABS mit mindestens zwei A-Ratings (d. h. für ABS, die gemäß dem regulären Rahmen zugelassen sind) um 6 Prozentpunkte auf 10 % gesenkt und für ABS mit mindestens zwei BBB-Ratings (d. h. für solche, die nach Maßgabe des temporären Rahmens zugelassen sind) um 4 Prozentpunkte auf 22 % herabgesetzt. Diese Entscheidungen ermöglichen es den Banken im Euro-Währungsgebiet, unter Verwendung des gleichen Umfangs an Sicherheiten größere Beträge zu leihen, was die Banken folglich dazu anregt, mehr Kredite an KMUs zu vergeben.

Um die Funktionsfähigkeit des geldpolitischen Transmissionsmechanismus durch Unterstützung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft zu verbessern, beschloss der EZB-Rat am 5. Juni 2014 die Durchführung einer Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) zur Förderung der Kreditvergabe der Banken an den nichtfinanziellen Privatsektor im Eurogebiet über einen Zeitraum von zwei Jahren und die Verstärkung der Vorbereitungsarbeiten im Hinblick auf Outright-Käufe einfacher und transparenter ABS, denen Forderungen gegenüber dem nichtfinanziellen privaten Sektor im Euroraum zugrunde liegen.

18 Im Gegensatz zu Kreditforderungen im dauerhaften Sicherheitenrahmen handelt es sich beim Rahmenwerk über die Hereinnahme zusätzlicher Kreditforderungen um ein System ohne Risikoteilung, das es ermöglicht, auch nicht notleidende Kredite zu akzeptieren, die nicht die im einheitlichen Sicherheitenverzeichnis aufgeführten Zulassungsvoraussetzungen erfüllen und z. B. eine etwas höhere Ausfallwahrscheinlichkeit der zugrunde liegenden Vermögenswerte aufweisen.

19 Durch diese Veränderungen wurden in den permanenten Sicherheitenrahmen de facto Wertpapiere integriert, die bereits durch den im Dezember 2011 eingeführten temporären Rahmen notenbankfähig geworden waren. Allerdings werden ABS mit mindestens zwei BBB-Ratings weiterhin nur gemäß dem temporären Rahmen akzeptiert. Um als notenbankfähig zu gelten, müssen ABS zudem immer noch ein Rating von mindestens zwei unterschiedlichen Ratingagenturen aufweisen.

### Kasten 3

#### ERKENNTNISSE AUS DEN EINZELKREDITDATEN FÜR KMU-ABS

Die Ende 2010 von der EZB angekündigte Initiative zur Erfassung von Einzelkreditdaten für ABS ist eine zentrale Maßnahme zur Verbesserung der Transparenz und Zeitnähe von ABS-Sicherheiten für das Eurosystem und die Marktteilnehmer. Um beim Eurosystem als Sicherheiten zugelassen zu sein, müssen ABS-Transaktionen die Einzelkreditdatenanforderungen erfüllen. Angesichts der umfangreichen Inanspruchnahme von ABS als Sicherheiten zur Liquiditätsbeschaffung beim Eurosystem besteht für die Originatoren ein starker Anreiz, diesen Anforderungen gerecht zu werden.

Die Meldepflicht auf Einzelkreditenebene für KMU-ABS wurde am 3. Januar 2013 eingeführt; die entsprechenden Schemata hierzu finden sich auf der Website der EZB. Die Daten sind vierteljährlich zu erfassen und werden in einem Datenregister, dem European Data Warehouse, das Anlegern gegen eine geringe Abonnementgebühr zur Verfügung steht, gespeichert.

Aufgrund dieser Anforderungen verfügt das Eurosystem nun über standardisierte Tranchen- und Einzelkreditdaten von 114 Senior-Tranchen von KMU-ABS<sup>1</sup> im Wert von etwa 57,7 Mrd € (Stand: Mai 2014), die rund 1,1 Millionen Kredite umfassen (siehe Tabelle für eine Aufschlüsselung nach Ländern). Bei den Angaben zu den Einzelkreditdaten gibt es sowohl Pflichtfelder (wie etwa Tilgungsfrequenz, aktueller Zinssatz, ursprünglicher Kreditsaldo und Kreditnehmerklassifikation nach Basel III) als auch optionale Felder (wie etwa nächster Zahlungstermin, Verwendungszweck und entsprechendes Rating durch S&P/Moody's/Fitch/interne Bankrating).

Zwar wird die Datenbank, die noch relativ neu ist, immer noch weiterentwickelt, doch stellt sie einen interessanten Datensatz dar, um die Merkmale von KMU-Krediten in ABS zu beleuchten. So zeigt beispielsweise Abbildung A eine Aufschlüsselung der KMU-Kredite in ABS nach

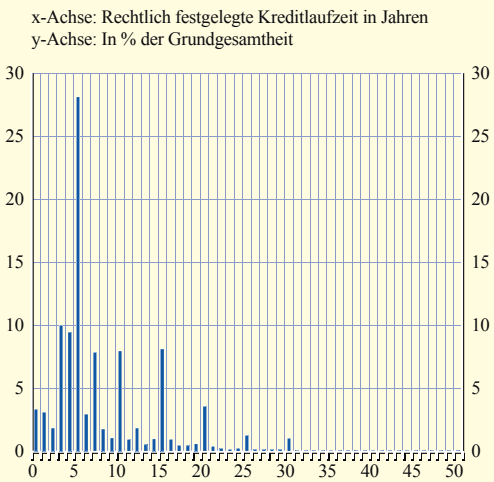
**Einzelkreditdaten für KMU-ABS des Eurosystems**

(Stand: Mai 2014)

Land	Zugelassener Betrag (in Mrd €)	Anzahl der Tranchen	Anzahl der Kredite (in Mio)
Belgien	14,0	4	0,23
Frankreich	3,9	7	0,21
Deutschland	0,9	2	0,03
Italien	14,7	31	0,24
Niederlande	10,8	2	0,02
Portugal	2,3	3	0,04
Spanien	11,1	65	0,33
Insgesamt	57,7	114,0	1,10

Quelle: Einzelkreditdaten des Eurosystems.  
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die Länder, aus denen die Vermögenswerte stammen.

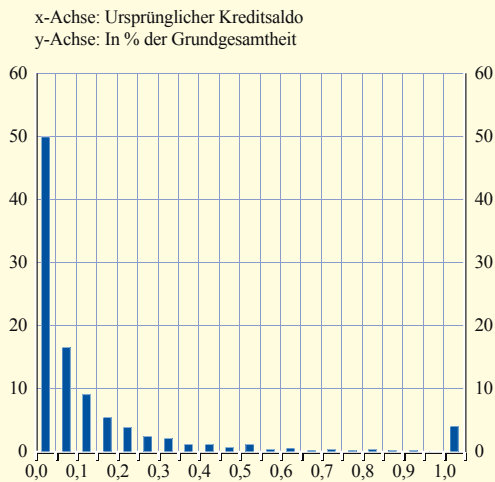
**Abbildung A Aufschlüsselung der Einzelkreditdaten für KMU-ABS nach Laufzeit in Jahren**



Quelle: Einzelkreditdaten des Eurosystems.

**Abbildung B Aufschlüsselung der Einzelkreditdaten für KMU-ABS nach Höhe des ursprünglichen Kreditsaldos**

(in Mio €)



Quelle: Einzelkreditdaten des Eurosystems.

<sup>1</sup> Im Rahmen einer ABS-Transaktion stellen nur Senior-ABS-Tranchen notenbankfähige Sicherheiten des Eurosystems dar.



Laufzeiten. Offenbar hat der größte Teil der Kredite eine Laufzeit von weniger als zehn Jahren und etwa die Hälfte eine Laufzeit von weniger als fünf Jahren. Dieses Bild scheint über alle Länder hinweg relativ einheitlich zu sein, wenngleich die KMU-Kredite in den Niederlanden tendenziell vergleichsweise längere Laufzeiten aufweisen. Zugleich lässt Abbildung B darauf schließen, dass es sich bei den Ausleihungen zumeist um relativ kleine Kredite handelt: Von insgesamt 1 118 359 Krediten haben 548 728 einen ursprünglichen Kreditsaldo von weniger als 50 000 €, darunter 337 518 von weniger als 25 000 €.

Insgesamt ist der Anteil der KMU-bezogenen Sicherheiten am gesamten Sicherheitenbestand des Eurosystems beträchtlich.

Gleichwohl stehen dem Eurosystem weitere Instrumente zur Verfügung. Dank seiner Rolle an den Finanzmärkten kann das Eurosystem dazu beitragen, die Aktionen der Geschäftspartner zu koordinieren und Lösungen bei Marktversagen zu bieten, d. h., das Eurosystem kann als Katalysator fungieren. Die verschiedenen in diesem Zusammenhang vom Eurosystem getätigten Maßnahmen betrafen unter anderem Verbriefungen, gedeckte Schuldverschreibungen und den Geldmarkt.

Des Weiteren war das Eurosystem durch die Festlegung expliziter Transparenzanforderungen für EU-ABS im Rahmen seiner Initiative zur Erfassung von Einzelkreditdaten für ABS in der Lage, einen Beitrag zur Steigerung des Vertrauens der Marktteilnehmer in die Kreditqualität dieser Papiere zu leisten. Aufgrund des Netzwerkeffekts, der durch die Einführung von Transparenz als eine Anforderung für die Zulässigkeit von Sicherheiten entsteht, erwarten die Marktteilnehmer nun die Meldung von Strukturdaten auf Einzelkreditebene für die meisten traditionellen, im Euroraum begebenen ABS-Instrumente (wie z. B. Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) und KMU-ABS). Diese positive Wechselwirkung trägt dazu bei, das Stigma der US-Subprime-RMBS, das vielen nicht notleidenden EU-ABS (einschließlich KMU-ABS) anhaftet, zu beseitigen.

#### **4 JÜNGSTE POLITISCHE INITIATIVEN ZUR FÖRDERUNG DER FINANZIERUNG VON KMUS IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET**

Aufgrund der negativen Auswirkungen der Finanzkrise und der Krise der Realwirtschaft auf die KMUs wurden zahlreiche politische Initiativen zur Förderung der Finanzierung von KMUs im Euroraum gestartet. Die Notwendigkeit solcher Initiativen wurde im März 2013 zunächst im Grünbuch der Europäischen Kommission mit dem Titel „Langfristige Finanzierung der Europäischen Wirtschaft“ hervorgehoben, bevor am 27. März 2014 die Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat folgte.<sup>20</sup> In dieser Mitteilung stellte die Kommission ihren Fahrplan für die langfristige Finanzierung der Wirtschaft und eine Reihe von Maßnahmen für verschiedenste Bereiche vor. Einige Maßnahmen zielten auf die Verbesserung des Zugangs der KMUs zu Finanzmitteln ab, während andere die Finanzierungssituation der Unternehmen indirekt positiv beeinflussen könnten. So beabsichtigt die Kommission, eine Bestandsaufnahme der in der EU und den einzelnen Ländern geltenden Rechtsvorschriften und Praktiken mit Einfluss auf die Verfügbarkeit von Kreditinformationen über KMUs vorzunehmen. Hierbei sollen mögliche EU-weite Herangehensweisen gegenüber der Kredit-scoring-Branche abgewogen und die Machbarkeit einer Erhöhung der Vergleichbarkeit von KMU-Daten in der gesamten EU geprüft werden. Das Fehlen ausreichender,

<sup>20</sup> Siehe [http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:e675b57c-dbc1-406f-b998-685d65e21882.0003.03/DOC\\_1&format=PDF](http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:e675b57c-dbc1-406f-b998-685d65e21882.0003.03/DOC_1&format=PDF) und „COM(2014) 168 final“ vom 27. März 2014 ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/financing-growth/long-term/140327-communication\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/financing-growth/long-term/140327-communication_de.pdf)).

vergleichbarer, zuverlässiger und frei verfügbarer Kreditinformationen über KMUs wurde auch in dem Bericht einer hochrangigen Expertengruppe<sup>21</sup> unterstrichen. Dieser Bericht enthält unterschiedliche kurz- und mittelfristige Empfehlungen für Behörden und Marktteilnehmer in Bezug auf Finanzmarktregulierung und -infrastruktur, Transparenz der Informationen, Besteuerung, Konkursrahmen und Regelungen zur Einschränkung grenzüberschreitender Investitionen.

In ihrer Mitteilung vom März 2014 schlug die Kommission auch vor, den Dialog zwischen Banken und KMUs neu zu beleben, insbesondere im Hinblick auf die Rückmeldungen von Banken zu Darlehensanträgen und die Bewertung empfehlenswerter Praktiken zur Unterstützung von KMUs beim Zugang zu den Kapitalmärkten.

Darüber hinaus hebt die Europäische Kommission das bereits angesprochene Crowdfunding als mögliche Maßnahme hervor, um den Zugang der KMUs zu Finanzmitteln zu verbessern. In diesem Zusammenhang schlägt sie vor, eine Studie zur Marktentwicklung und zum Potenzial des Crowdfunding für die Finanzierung von Forschung und Innovation durchzuführen und die Möglichkeit der Nutzung öffentlicher Mittel zur Unterstützung von Projekten durch diese Finanzierungsart zu bewerten.

## KAPITALMARKTLÖSUNGEN

In ihrer Mitteilung über die langfristige Finanzierung vom März 2014 spricht sich die Europäische Kommission auch deutlich für die Entwicklung von Kapitalmarktlösungen für die KMU-Finanzierung aus. Ein Ansatz beinhaltet die Schaffung eines qualitativ hochwertigen Segments am Verbriefungsmarkt und würde dann möglicherweise eine regulatorische Vorzugsbehandlung bieten, die mit aufsichtsrechtlichen Grundsätzen vereinbar ist. Die Verbriefung von KMU-Krediten könnte von dieser potenziellen Entwicklung profitieren und daher als Ergänzung bzw. Alternative zur traditionellen Finanzierung über den Bankensektor fungieren. Hinzu kommen eine Reihe von Empfehlungen, um die Schaffung eines solchen Segments sowohl auf regulatorischer Ebene als auch durch politische Initiativen zur Risikoteilung zu erleichtern. Obwohl es sich beim KMU-ABS-Sektor der EU um den zweitgrößten ABS-Markt (nach RMBS) handelt, bleibt er mit rund 8 % des Umlaufs insgesamt im Vergleich zur gesamten Verbriefungstätigkeit klein. Dies entspricht einem Umlauf von etwa 130 Mrd €<sup>22</sup>, wovon der Großteil seit 2008 in den Bilanzen der Originatoren verblieben ist, um in Kreditgeschäften mit den Zentralbanken Anwendung zu finden.<sup>23</sup>

Ein weiterer Ansatz zur Wiederherstellung der Kreditvergabe an KMUs könnte darin bestehen, bei der Behebung von Fehlentwicklungen an den Märkten, die über Informationsasymmetrien hinausgehen, auf den öffentlichen Sektor zu bauen. In solchen Fällen sind die Banken nicht bereit, Kredite an Firmen zu prolongieren (oder nur zu höheren Zinssätzen), wodurch diese vermehrt nicht in der Lage sind, laufenden Zahlungen nachzukommen, oder zumindest ihre Wachstumsaussichten eingeschränkt werden. Dies wiederum bremst die gesamtwirtschaftliche Erholung und steigert

21 Nach der Veröffentlichung des Grünbuchs beauftragte der informelle ECOFIN-Rat den Wirtschafts- und Finanzausschuss (WFA) mit der Bestellung einer hochrangigen Expertengruppe. Der Abschlussbericht dieser Expertengruppe mit dem Titel „Finance for Growth“ vom 11. Dezember 2013 beinhaltete unter anderem eine umfassende Liste an kurz- und mittelfristigen Empfehlungen, auch auf EU-Ebene, wobei der Zugang von KMUs zu Finanzmitteln und die Infrastrukturen im Mittelpunkt standen ([http://europa.eu/efc/working\\_groups/hleg\\_report\\_2013.pdf](http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf)).

22 Siehe AFME, Securitisation Data Report Q4:2013.

23 Die Emission von KMU-ABS fällt seit 2008 aus mehreren Gründen moderat aus: regulatorische Unsicherheit bezüglich der Behandlung von Verbriefungen in Kapital- und Liquiditätsanforderungen, ein schwaches makroökonomisches Umfeld und die hiermit einhergehenden schlechten Platzierungsbedingungen sowie die Stigmatisierung von EU-ABS aufgrund der Problematik im Hinblick auf US-Subprime-RMBS. Eine erhöhte Risikoaversion gegenüber KMUs sowie eine unzureichende Standardisierung und Transparenz der Dokumentation sind ebenfalls wichtige Faktoren. Obwohl einige Fortschritte bei der Überwindung dieser Hindernisse erzielt worden sind, bleiben sie angesichts der Tatsache, dass Verbriefungen eine weit verbreitete, praktikable und langfristige Lösung für die Finanzierung von KMUs darstellen könnten, von großer Bedeutung.

die Risikoaversion der Banken noch weiter. In diesem Zusammenhang engagieren sich nationale Entwicklungs- oder Förderbanken wie die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) in Deutschland, das Instituto de Crédito (ICO) in Spanien und europaweit die Europäische Investitionsbank (EIB, einschließlich des Europäischen Investitionsfonds (EIF)) bei der direkten Bereitstellung von Finanzmitteln an KMUs und der Vergabe von Garantien auf KMU-Kredite. So schloss die EIB im vergangenen Jahr Kreditvereinbarungen im Wert von 18,5 Mrd € für Ausleihungen an KMUs und Mid-Caps ab, und für KMU-Verbriefungen stellte der EIF zusätzliche Mittel bereit. Die Nutzung des komparativen Vorteils der nationalen Entwicklungsbanken im Hinblick auf die niedrigen Finanzierungskosten (die an die Kunden weitergegeben werden könnten) und ihre Kenntnis der nationalen Märkte könnten ebenfalls hilfreich sein, insbesondere dann, wenn es eine verbesserte grenzüberschreitende Zusammenarbeit zwischen den einzelnen nationalen Entwicklungsbanken gäbe. Ein Beispiel für Letzteres ist die Vereinbarung zwischen Deutschland (KfW) und Spanien (ICO) vom Juli 2013 über einen Beitrag in Höhe von 800 Mio € zur Finanzierung von KMUs in Spanien durch beide Institutionen.

Anderweitig können über Privatplatzierungsmärkte (PP-Märkte) geschaffene Instrumente als Alternative zur bankbasierten Finanzierung ebenfalls den Kapitalmarktzugang für KMUs verbessern. In Deutschland beispielsweise sind Schuldscheindarlehen – eine Mischung aus Anleihe und Konsortialkredit – ein etablierter Binnenmarkt für Privatplatzierungen mit rund 12 Mrd € an zur Verfügung gestellten Finanzmitteln pro Jahr. Derzeit entstehen zahlreiche Initiativen zur Entwicklung eines PP-Marktes nach dem US-Modell für Privatplatzierungen. In Frankreich verfolgt die Euro-PP-Marktinitiative (unterstützt von der Banque de France) das Ziel, mittleren französischen Unternehmen beim Zugang zu neuen Finanzierungsquellen zu helfen, und hat seit der Erstemission im September 2012 etwa 7 Mrd € beschafft.<sup>24</sup>

#### REGULIERUNGSINITIATIVEN

Die Finanzmarktregulierung in der EU wurde in den letzten Jahren auch angepasst, um die Finanzierung von KMUs zu verbessern. Die Eigenkapitalverordnung (Capital Requirements Regulation – CRR) und die Eigenkapitalrichtlinie IV (Capital Requirements Directive IV – CRD IV) vom 27. Juni 2013 beinhalten einen korrigierenden Faktor zur Reduzierung der Eigenkapitalanforderungen, die im Zusammenhang mit dem Kreditrisiko von Ausleihungen an KMUs bestehen.<sup>25</sup> Darüber hinaus schafft die überarbeitete EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID II) eine entsprechende Handelsplattform („SME growth market“), um den Bekanntheitsgrad der KMU-Märkte zu erhöhen und sie liquider zu machen, was dazu beitragen sollte, risikoscheue Investoren anzulocken. Durch andere Verordnungen wurde der Verwaltungsaufwand für die KMUs verringert; dies betrifft die Berichtspflichten (Prospekt- und Transparenzrichtlinien) und die vereinfachte Erstellung von Jahresabschlüssen (Rechnungslegungsrichtlinie). Auf der Anlegerseite hat die Europäische Kommission einen speziellen EU-Pass für Fondsmanager eingeführt, die in KMUs in der Startphase und in Sozialunternehmen investieren. Außerdem hat sie einen neuen Rahmen für Investmentfonds (europäische langfristige Investmentfonds – ELTIFs) vorgeschlagen, der es Anlegern erleichtern soll, langfristig in Unternehmen und Projekte zu investieren.

Allgemeiner betrachtet wird die Schaffung der Bankenunion, einschließlich des einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) und der derzeit stattfindenden umfassenden

<sup>24</sup> Bei einer Euro-PP handelt es sich um ein mittel- oder langfristiges Finanzierungsgeschäft zwischen einem börsen- oder nicht börsennotierten Unternehmen und einer begrenzten Anzahl an institutionellen Investoren. Dieses Geschäft basiert auf der zwischen dem Kreditnehmer und den Investoren vereinbarten Ad-hoc-Dokumentation und beinhaltet im Allgemeinen einen Arrangur.

<sup>25</sup> Der Faktor ist gleich 0,7619.

Bewertung, das Vertrauen im Bankensystem erhöhen und dadurch den Zugang der KMUs zu Finanzmitteln – angesichts der in der Regel vorliegenden Abhängigkeit der KMUs von der bankbasierten Finanzierung – verbessern.

Zusätzlich zu den regulatorischen Änderungen der EU wurden in jüngster Zeit auch einige nationale Initiativen ins Leben gerufen, um den KMUs einen einfacheren Zugang zu Finanzmitteln zu ermöglichen. So hat das italienische Parlament am 19. Februar 2014 ein Gesetzesdekret zur Einführung einer neuen Kategorie gedeckter Schuldverschreibungen (Obbligazioni Bancarie Collateralizzate – OBCs) verabschiedet, die durch Unternehmensanleihen, KMU-Kredite, Schiffskredite, Forderungen aus Leasing und Factoring sowie durch mit diesen Vermögenswerten unterlegte Verbriefungstranchen besichert werden können. Auch die spanische Regierung billigte am 28. Februar 2014 ein neues Gesetz zur Finanzierung von KMUs mit dem Ziel, Alternativen zur bankbasierten KMU-Finanzierung zu fördern. Dies soll unter anderem dadurch erreicht werden, dass der Zugang der Unternehmen zum alternativen Aktienmarkt (Mercado Alternativo Bursátil – MAB) verbessert und auch für eine höhere Flexibilität gesorgt wird, um es Wagniskapitalfirmen zu ermöglichen, in früheren Entwicklungsstufen der KMUs größere Beträge zu investieren.

## 5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die KMUs im Euro-Währungsgebiet sind in der Regel abhängiger von Banken als größere Unternehmen, da ihre Bilanzen und ihr unternehmerisches Potenzial angesichts weniger informativer Jahresabschlüsse und ihrer kürzeren Firmenhistorie für gewöhnlich intransparenter sind. Banken können diese Informationsasymmetrien und höheren Transaktionskosten für potenzielle Investoren zum Teil verringern, indem sie langfristige und tiefgehende Kreditbeziehungen aufbauen, wodurch die Beurteilung der Bonität ihrer Kreditnehmer vereinfacht wird. Ungeachtet dessen stellen diese Informationsasymmetrien in konjunkturellen Schwächephasen oder Krisenzeiten eine besonders starke Beeinträchtigung für die Finanzierungsmöglichkeiten der KMUs dar, und die Kreditquellen (einschließlich Bankkrediten) kleiner Firmen trocknen tendenziell schneller aus als jene großer Unternehmen. Aus diesem Grund zieht der Mangel an Finanzmitteln neben einer insgesamt größeren Abhängigkeit von der Binnenkonjunktur und dem nationalen Umfeld die Geschäfts- und Investitionstätigkeiten kleiner Firmen weitaus stärker in Mitleidenschaft.

Angesichts der Heterogenität des KMU-Sektors im Euroraum sollten unterschiedliche Finanzierungsinstrumente und -möglichkeiten in Erwägung gezogen werden, um dem Bedarf der verschiedenen KMUs und der Kreditgeber bzw. Investoren Rechnung zu tragen. So wurden zusätzlich zu Maßnahmen auf nationaler Ebene während der Krise von supranationalen Institutionen zahlreiche Initiativen zur Förderung der Finanzierung von KMUs in Europa gestartet. Viele dieser Initiativen werden zurzeit verbessert, insbesondere nach der jüngsten Mitteilung der Europäischen Kommission über die langfristige Finanzierung. Entsprechende EU-Regelungen wurden ergänzt, um die Finanzierung von KMUs zu vereinfachen, und nationale Entwicklungsbanken engagieren sich für den verbesserten Zugang von KMUs zu Finanzmitteln, auch durch eine engere Zusammenarbeit der Institutionen untereinander.

Auch das Eurosystem hat zahlreiche Maßnahmen ergriffen, die derzeit dazu beitragen, die normale Funktionsfähigkeit des geldpolitischen Transmissionsmechanismus wiederherzustellen und dabei die Finanzierung von KMUs zu verbessern. Gleichwohl stehen dem Eurosystem weitere Instrumente zur Verfügung. Darüber hinaus hat das Eurosystem daran gearbeitet, das Vertrauen am Verbriefungsmarkt zu erhöhen, um die Kreditvergabefähigkeit der Banken zu unterstützen. Dafür

wurden in erster Linie Transparenzanforderungen geschaffen, die auch dazu beigetragen haben, die Stigmatisierung von KMU-ABS abzumildern. In diesem Zusammenhang stellt das gemeinsame Papier der EZB und der Bank of England vom 30. Mai 2014 („The case for a better functioning securitisation market in the European Union“) einen Beitrag zur Wiederbelebung des Verbriefungsmarkts dar, der andere Quellen für die langfristige und großvolumige Finanzierung der Realwirtschaft, einschließlich KMUs, ergänzen kann.

Darüber hinaus kann das Eurosystem dabei helfen, die Aktionen der Geschäftspartner zu koordinieren und Lösungen bei Marktversagen zu bieten, indem es als Katalysator fungiert. Diesbezüglich wird sich die EZB weiterhin damit befassen, wie Bemühungen des privaten Sektors um eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen von KMUs in Gang gesetzt und Initiativen europäischer Institutionen unterstützt werden können.

Schließlich können strukturpolitische Maßnahmen zur Entwicklung eines Finanzsystems mit einer größeren Palette von Finanzierungsalternativen und -instrumenten zur Optimierung der Kapitalstrukturen und Finanzierungssituation von KMUs beitragen. Des Weiteren könnte eine ausgewogenere und stärker harmonisierte steuerliche Behandlung der Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung die Kapitalbasis der KMUs stärken sowie ihre Fähigkeit zur Innenfinanzierung und auch ihre Kreditwürdigkeit verbessern. Gerade Letzteres stellt ein entscheidendes Element für den Zugang von KMUs zu Außenfinanzierungsmitteln dar. Darüber hinaus sind Maßnahmen zur Steigerung des Wettbewerbs an den Güter- und Faktormärkten zur Reallokation von Ressourcen auf leistungsfähigere KMUs unerlässlich und erhöhen damit die Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums insgesamt.

# DIE PHILLIPS-KURVEN-BEZIEHUNG IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

## AUFsätze

Die Phillips-Kurven-  
Beziehung im Euro-  
Währungsgebiet

*Die Phillips-Kurve, unter der allgemein die Darstellung des Zusammenhangs zwischen Teuerung und wirtschaftlicher Unterauslastung verstanden wird, ist ein standardisierter Rahmen für die Erklärung und Vorausschätzung der Inflationsentwicklung. Zugleich ist dieser Rahmen mit erheblicher Unsicherheit sowohl konzeptioneller als auch empirischer Art behaftet. So gibt es vor allem kein einheitliches Konzept der Phillips-Kurve. Stattdessen finden sich verschiedene – jeweils ähnlich plausible – Spezifikationen, die sich beispielsweise durch die Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung und der Inflation, die Annahmen bezüglich der Rolle und Art der Erwartungen, die Variablen für angebotsseitige Faktoren oder auch die ökonometrischen Modelle voneinander unterscheiden. In diesem Aufsatz wird der von der Phillips-Kurve dargestellte Zusammenhang zwischen Inflation und wirtschaftlicher Unterauslastung für das Euro-Währungsgebiet insgesamt und die einzelnen Euro-Länder für den Zeitraum seit 1999 untersucht. Der länderübergreifende Vergleich ist hierbei von Bedeutung, da es zwischen den Staaten erhebliche Unterschiede hinsichtlich der Wirtschaftsstruktur und des institutionellen Umfelds gibt. Der Aufsatz hebt die Unsicherheit hervor, mit der die Phillips-Kurven-Beziehung behaftet ist, insbesondere was die Wahl der geeigneten Messgröße der wirtschaftlichen Unterauslastung, die instabile Entwicklung der Beziehung im Zeitverlauf und ihre Grenzen bei der Inflationsvorhersage betrifft. Die Berücksichtigung verschiedener Versionen der Phillips-Kurve bietet einen gewissen Schutz vor derartigen Unsicherheiten. Die Phillips-Kurve gilt als nützliches Instrument zur Gegenprüfung der Inflationsentwicklung mit der Entwicklung der Produktion und der Nachfrage. Angesichts der Komplexität des Inflationsprozesses stellt sie jedoch eine unzureichende Basis für Inflationsprognosen und zur geldpolitischen Orientierung dar. Daher sollte die Phillips-Kurve nur als ein Bestandteil einer breiter angelegten Analyse angesehen werden.*

## I EINLEITUNG

Seit 2008 sind die Auswirkungen der Finanz- und der Staatsschuldenkrise in Form einer länger andauernden Periode schwacher Wirtschaftsentwicklung und hoher Arbeitslosigkeit zu spüren. Die verfügbaren Schätzungen zum Produktionspotenzial und zur strukturellen Arbeitslosigkeit signalisieren anhaltend negative Produktionslücken und positive Arbeitslosigkeitslücken. Der Wirtschaftstheorie und historischen Gesetzmäßigkeiten zufolge müsste eine solche anhaltende Unterauslastung der Kapazitäten zu einer niedrigeren Inflation führen.

Die Phillips-Kurve im weiteren Sinne stellt einen Zusammenhang zwischen dem Anstieg der Preise oder der Löhne und einer Messgröße der wirtschaftlichen Unterauslastung wie etwa der Produktions- oder der Arbeitslosigkeitslücke her und bietet einen konzeptionellen Rahmen für die Analyse und Prognose der Inflationsentwicklung. Viele für politische Empfehlungen herangezogene makroökonomische Modelle stützen sich explizit oder implizit auf diesen Zusammenhang. Bei der praktischen Anwendung der Phillips-Kurven-Beziehungen sind jedoch verschiedene Überlegungen zu berücksichtigen. Eine davon ist zum Beispiel die Unsicherheit, mit der empirische Schätzungen der wirtschaftlichen Unterauslastung behaftet sind. Eine weitere Überlegung besteht darin, dass die Preisänderungsrate durch sehr viel mehr Faktoren bestimmt sein kann als durch das Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage an den Arbeits- und Gütermärkten, das durch Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung näherungsweise ermittelt wird. So war die Tatsache, dass sich der Auftrieb der Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet angesichts der großen Produktionslücken der vergangenen Jahre nicht stärker abgeschwächt hat, teilweise auf Anhebungen indirekter Steuern und administrierter Preise zurückzuführen, die in verschiedenen Euro-Ländern im Rahmen der Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung vorgenommen wurden.

Auch die Entwicklung der Einfuhrpreise – vor allem für Energieerzeugnisse – übte in den letzten Jahren abwechselnd einen Aufwärts- und einen Abwärtsdruck auf die Teuerung im Eurogebiet aus. Neben dem jeweilig vorherrschenden Grad der binnenwirtschaftlichen Unterauslastung beeinflussen auch diese Faktoren die Inflation.

Wie eng die Beziehung zwischen Inflation und wirtschaftlicher Unterauslastung ist, kann überdies von der Konjunkturlage abhängen und sich im Zeitverlauf ändern. So können zum Beispiel strukturelle Wirtschaftsreformen an den Arbeits- und Gütermärkten, die zu geringeren Preis- und Lohnrigiditäten führen sollen, die Reaktion der Inflation auf die wirtschaftliche Unterauslastung verändern. Wenn die Preise nach unten rigide sind, wird die Beziehung nichtlinear. Vor allem dann, wenn die wirtschaftliche Unterauslastung länger anhielte, ginge die Inflation nicht oder nur geringfügig zurück, wohingegen sie deutlich steigen würde, sobald die Produktionskapazitäten vollständig ausgelastet wären. Folglich kann die Preisentwicklung nicht starr an Schätzungen der wirtschaftlichen Unterauslastung gebunden werden.

In diesem Aufsatz wird die Beziehung zwischen Inflation und wirtschaftlicher Unterauslastung (nachstehend als Phillips-Kurve bezeichnet) für das Euro-Währungsgebiet seit 1999 untersucht. Da sich hinter einer Phillips-Kurve auf aggregierter Ebene des Euroraums erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern verbergen können, wird im Rahmen der Analyse auch die Phillips-Kurven-Beziehung auf Länderebene bewertet.

Der Aufsatz ist folgendermaßen aufgebaut: In Abschnitt 2 wird das Konzept der Phillips-Kurve untersucht, um die einzelnen Unsicherheitsquellen auszumachen, die bei der empirischen Anwendung der Kurve auftreten können. In Abschnitt 3 werden die Phillips-Kurven-Beziehungen im Euroraum insgesamt sowie in den einzelnen Euro-Ländern im Zeitraum von 1999 bis 2013 betrachtet und dabei Unterschiede hinsichtlich der Verbindung mit alternativen Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung sowie Unterschiede zwischen einzelnen Ländern analysiert. In Abschnitt 4 werden Änderungen in der Phillips-Kurven-Beziehung erörtert, die möglicherweise nach der Finanz- und Staatsschuldenkrise eingetreten sind. Abschnitt 5 gibt einen Überblick über zusätzliche Faktoren, die einen Einfluss auf die Phillips-Kurven-Beziehung ausüben können, und in Abschnitt 6 werden abschließend einige allgemeine Überlegungen zur Verwendung dieser Beziehung im Rahmen der geldpolitischen Analyse aufgeführt.

## 2 DAS KONZEPT DER PHILLIPS-KURVE

Die Phillips-Kurve wurde 1958 im Grundlagenwerk von A. W. Phillips eingeführt, der dort eine negative Beziehung zwischen der Arbeitslosigkeit und der Änderungsrate der Nominallohne im Vereinigten Königreich feststellte.<sup>1</sup> Diese Beobachtung führte zuweilen zu der Überzeugung, dass es eine nutzbare Wechselwirkung zwischen Teuerungsrate und Beschäftigung in einer Volkswirtschaft gäbe und geldpolitische Maßnahmen die Arbeitslosigkeit unter Inkaufnahme einer höheren Inflation auf Dauer verringern könnten. In späteren Beiträgen wurde jedoch gezeigt, dass Inflationserwartungen eine wichtige Rolle spielen und die Geldpolitik keinen dauerhaften Einfluss auf die Arbeitslosigkeit ausüben kann, sondern dass diese sich auf lange Sicht ihrem natürlichen Niveau

1 A. W. Phillips, The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957, in: *Economica*, Bd. 25(100), 1958, S. 283-299.

annähert, das seinerseits durch die Strukturmerkmale einer Volkswirtschaft bestimmt wird.<sup>2</sup> Dennoch kann es durch Rigiditäten bei den Verbraucherpreisen oder Löhnen zu Abweichungen der Arbeitslosigkeit von ihrem natürlichen Niveau kommen oder kann ganz allgemein eine wirtschaftliche Unterauslastung kurzfristig Auswirkungen auf die Teuerung haben.

Bei empirischen Anwendungen der Phillips-Kurve wird die Inflation oftmals mit einer durch Schätzungen der Arbeitslosigkeits- oder der Produktionslücke näherungsweise ermittelten Messgröße der wirtschaftlichen Unterauslastung, aber auch mit der zurückliegenden Inflationsentwicklung als grobem Näherungswert für die Inflationsträgheit in Beziehung gesetzt. Außerdem sind angebotsseitige Faktoren wie die Entwicklung der Ölpreise (oder allgemeiner der Einfuhrpreise) oder der Trendproduktivität mit einbezogen.<sup>3</sup> Dieses Dreiecksmodell wurde häufig herangezogen, um die zurückliegende Inflationsentwicklung zu erklären und Prognosen zu erstellen.

Es wurden mehrere Versionen der Phillips-Kurve mit unterschiedlichen Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung vorgeschlagen, die eine explizitere Rolle der Inflationserwartungen zulassen (beispielsweise durch die Berücksichtigung umfragebasierter Inflationserwartungen als erklärende Variablen) oder die – in jüngerer Zeit – neben der sich in den Rohstoffpreisen niederschlagenden internationalen Entwicklung auch die Entwicklung am Weltmarkt insgesamt berücksichtigen. Unter den Wirtschaftswissenschaftlern herrscht weiterhin Uneinigkeit über die genaue Darstellung der Phillips-Kurve oder ihre empirische Gültigkeit. Es wurde insbesondere das Argument vorgebracht, dass der Beitrag der wirtschaftlichen Unterauslastung zur Erklärung der Inflationsentwicklung gering sei. Darüber hinaus wurde beobachtet, dass die Beziehung im Zeitverlauf nicht stabil ist, und es wurden nichtlineare oder zeitvariable Funktionen eingeführt. So wurde beispielsweise vermutet, dass sich die Reagibilität der Teuerung auf Änderungen der wirtschaftlichen Unterauslastung in Industrieländern in den letzten Jahrzehnten nach und nach verringert hat und eine glaubwürdige Geldpolitik, die zu fest verankerten Inflationserwartungen führt, eine der Antriebskräfte dieser Entwicklung sein könnte.<sup>4</sup> Viele Untersuchungen ergaben schließlich, dass die Prognosegenauigkeit der Phillips-Kurve ziemlich gering ist.

In den folgenden Abschnitten werden einige dieser Aspekte erörtert, wobei der Fokus hauptsächlich auf der Unsicherheit hinsichtlich der Messung der wirtschaftlichen Unterauslastung sowie auf der Stabilität der Phillips-Kurven-Beziehung und deren Prognosegüte liegt.

### 3 INFLATION UND WIRTSCHAFTLICHE UNTERAUSLASTUNG IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET IM ZEITRAUM VON 1999 BIS 2013

Dieser Abschnitt untersucht die Koeffizienten und die Anpassung einfacher Phillips-Kurven für das Euro-Währungsgebiet insgesamt und für die einzelnen Euro-Länder im Zeitraum von

2 M. Friedman, The role of monetary policy, in: The American Economic Review, Bd. LVIII, 1968; E. S. Phelps, Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time, in: *Economica*, Bd. 34(135), 1967, S. 254-281; R. E. Lucas Jr., Expectations and the neutrality of money, in: *Journal of Economic Theory*, Bd. 4(2), 1972, S. 103-124. Eine umfassende Betrachtung der Entwicklung des Konzepts im Zeitverlauf findet sich beispielsweise in: R. Gordon, *The History of the Phillips Curve: Consensus and Bifurcation*, in: *Economica*, Bd. 78, 2011, S. 10-50 oder im ersten Kapitel von: J. Fuhrer, J. Sneddon Little, Y. Kodrzycki und P. Olivei (Hrsg.), *Understanding Inflation and the Implications for Monetary Policy: A Phillips Curve Retrospective*, The MIT Press, 2009.

3 Siehe das vorgeschlagene „Dreiecksmodell“ in R. Gordon, *Inflation, flexible exchange rates, and the natural rate of unemployment*, in: M. N. Baily (Hrsg.), *Workers, Jobs, and Inflation*, Washington, Brookings, 1982.

4 Siehe beispielsweise IWF, *The dog that didn't bark: has inflation been muzzled or was it just sleeping?*, in: *World Economic Outlook*, April 2013.





1999 bis 2013.<sup>5</sup> Der Schwerpunkt liegt auf einer linearen Beziehung zwischen Inflation und verschiedenen Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung, und die Analyse lässt den Einfluss von Inflationserwartungen und angebotsseitigen Schocks außer Acht. Als Messgröße der Inflation verwendet die Untersuchung die Teuerungsrate nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, da diese Rate weniger von den Rohstoffpreisen beeinflusst wird und den innerhalb des Euroraums entstandenen Preisdruck besser widerspiegelt.

Zunächst folgt eine Betrachtung des aggregierten Euroraums. Abbildung 1 zeigt ein Streudiagramm, in dem der jährlichen HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel für den Zeitraum von 1999 bis 2013 zwei Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung gegenübergestellt werden, nämlich die (umgekehrte) Arbeitslosigkeitslücke und die Produktionslücke (beide um ein Vierteljahr verzögert).<sup>6</sup> So sind negative Lücken mit einem hohen Grad an ungenutzten Kapazitäten bzw. wirtschaftlicher Unterauslastung verbunden. Die Koeffizienten einer linearen Regression und die entsprechende Messgröße  $R^2$  der Genauigkeit dieser Regression werden ebenfalls aufgeführt. Die mit den Lücken verbundenen Koeffizienten beziehungsweise die „Steigungen“ der Phillips-Kurve sind beträchtlich, und ihre Vorzeichen entsprechen den Erwartungen – so gehen größere negative Lücken üblicherweise mit niedrigeren Inflationsraten einher. Gemäß dem  $R^2$ -Koeffizienten lassen sich durch die Produktions- und die Arbeitslosigkeitslücke in diesem einfachen Rahmen rund 20 % der Variation der Teuerung erklären. Basierend auf dieser Regressionsmessgröße scheint keine Messgröße der wirtschaftlichen Unterauslastung der jeweils anderen vorzuziehen zu sein.

Diese einfachen Regressionen sind zwar anschaulich, berücksichtigen jedoch nicht die Inflationpersistenz, die beispielsweise beim insgesamt dynamischen Einfluss der wirtschaftlichen Unterauslastung auf die Teuerung eine Rolle spielt. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, basiert die nachstehende Untersuchung auf Regressionen, welche die annualisierte vierteljährliche Inflationsrate mit ihrem Wert des Vorquartals und mit einer Messgröße der wirtschaftlichen Unterauslastung in Beziehung setzt.<sup>7</sup>

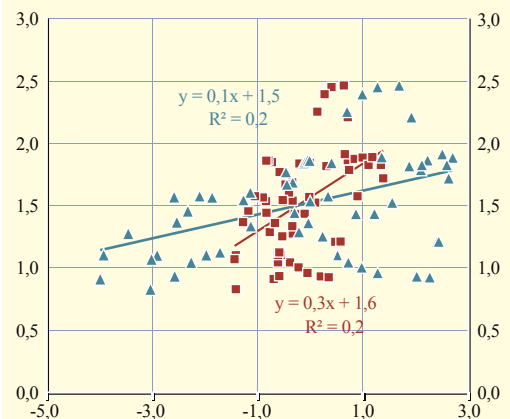
**Abbildung 1 HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sowie Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung**

(Änderungen gegenüber Vorjahr in % und in Prozentpunkten)

x-Achse: Wirtschaftliche Unterauslastung  
(um ein Quartal verzögert)

y-Achse: HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel

■ Arbeitslosigkeitslücke  
▲ Produktionslücke



Quellen: Eurostat und Europäische Kommission.  
Anmerkung: Die Angaben beruhen auf Quartalswerten für den Zeitraum von 1999 bis 2013. Die Arbeitslosigkeitslücke wurde in umgekehrter Form (multipliziert mit -1) verwendet. Die Messgrößen der Lücken wurden interpoliert, um Quartalswerte zu erhalten.

5 Im Zeitraum vor 1999 herrschte ein anderes geldpolitisches System und in vielen Ländern eine Konvergenz der Inflationsraten im Vorfeld der Währungsunion vor. Deshalb ist eine reduzierte Form der Beziehung, wie sie die Phillips-Kurve abbildet, für diesen Zeitraum möglicherweise nicht aussagekräftig.

6 Die für diesen Aufsatz herangezogenen Schätzungen der Arbeitslosigkeits- und Produktionslücke sind der Winterprognose 2014 der Europäischen Kommission entnommen. Auf Basis der jährlichen Daten werden Quartalswerte interpoliert.

7 Das heißt, den Regressionen  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\text{Lücke}_{t-1} + \varepsilon_t$ , wobei  $\pi_t$  annualisierte vierteljährliche Änderungsraten des saisonbereinigten HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel bezeichnet,  $\text{Lücke}_{t-1}$  sich auf eine Messgröße der gesamtwirtschaftlichen Unterauslastung bezieht und  $\varepsilon_t$  ein Zufallsfehler ist. Häufig wird bei empirischen Untersuchungen auch eine Messgröße der Inflationserwartungen als Einflussvariable mit einbezogen. Allerdings liegen die Inflationserwartungen nicht für alle Euro-Länder bzw. für die HVPI-Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel vor. Die langfristigen Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet sind jedoch im Betrachtungszeitraum stabil geblieben und deshalb durch die Niveaunkonstanten in diesen Regressionen bereits erfasst.

Hervorzuheben ist, dass es sich bei der wirtschaftlichen Unterauslastung um eine unbeobachtete Variable handelt, deren Messung vor allem in Echtzeit mit großer Unsicherheit behaftet ist.<sup>8</sup> Die üblicherweise verwendeten Messgrößen – die Arbeitslosigkeits- und die Produktionslücke – basieren auf Schätzungen des natürlichen Niveaus der Arbeitslosigkeit bzw. des Produktionspotenzials, die ihrerseits mithilfe spezifischer statistischer oder modellbasierter Instrumente ermittelt werden. Diese Lücken weisen daher einen hohen Grad an Unsicherheit auf und sind Gegenstand umfangreicher Korrekturen. Sie unterscheiden sich tendenziell auch je nach der verwendeten Methode.<sup>9</sup> Aus diesem Grund stützt sich die Analyse auch auf andere Näherungswerte der wirtschaftlichen Unterauslastung, wie etwa die Arbeitslosenquote, die kurzfristige Arbeitslosenquote, das BIP-Wachstum und die realen Lohnstückkosten, sowie auf umfragebasierte Messgrößen für das verarbeitende Gewerbe, aus denen hervorgeht, wie hoch der Auslastungsgrad der Kapazitäten ist und welche Faktoren im Zusammenhang mit der Nachfrage und dem Arbeitskräftemangel produktionshemmend wirken.<sup>10</sup>

Abbildung 2 zeigt den geschätzten kumulativen Zwölfmonatseinfluss der Veränderung um eine Einheit in den Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung auf die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel für verschiedene Messgrößen dieser Art.<sup>11</sup> Für jede Messgröße stellt die Abbildung die Bandbreite der in den einzelnen Euro-Ländern ermittelten Punktschätzungen von Zwölfmonatseinflüssen dar, wobei das obere und untere Ende der Kästchen das obere und untere Quartil der Bandbreiten und die roten Balken den Wirkungskoeffizienten für das aggregierte Euro-Währungsgebiet anzeigen.<sup>12</sup> Zum besseren Verständnis wurden die Vorzeichen der Koeffizienten für die Messgrößen der Unterauslastung, die sich auf die Arbeitslosigkeit beziehen, umgekehrt, und bei den umfragebasierten Messgrößen wurden sie reskaliert, um deren Variabilität an jene der Arbeitslosigkeitslücke anzupassen. Abbildung 3 zeigt die anhand des  $R^2$ -Koeffizienten gemessenen Bandbreiten der Anpassungsgüte der jeweiligen Phillips-Kurve.

Im Ländervergleich lässt sich eine deutliche Heterogenität hinsichtlich der Größe der Wirkungskoeffizienten und der Regression der Phillips-Kurve erkennen. In den meisten Ländern und bei den meisten Messgrößen der Unterauslastung – mit der großen Ausnahme der realen Lohnstückkosten – entsprechen die Vorzeichen der Koeffizienten den Erwartungen. In einigen Ländern

8 Siehe beispielsweise EZB, Produktionspotenzial, gesamtwirtschaftliche Unterauslastung und der Zusammenhang mit der nominalen Entwicklung seit Beginn der Krise, Monatsbericht November 2013, und EZB, Gesamtwirtschaftliche Unterauslastung im Euro-Währungsgebiet, Kasten 5, Monatsbericht April 2014.

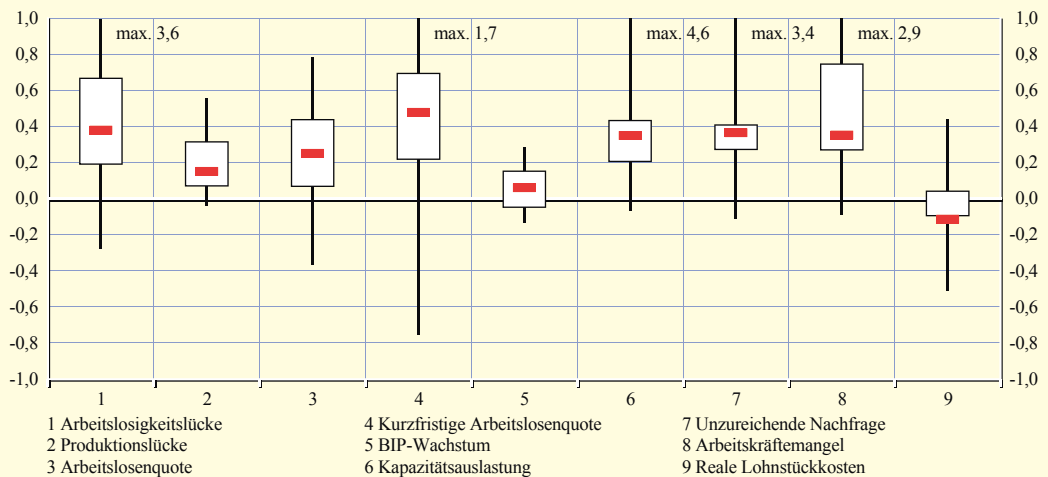
9 Siehe beispielsweise A. Orphanides und S. van Norden, The Reliability of Inflation Forecasts Based on Output Gap Estimates in Real Time, in: Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing, Bd. 37, 2005, S. 583-601; EZB, Jüngste Belege zur Unsicherheit im Zusammenhang mit Echtzeitschätzungen der Produktionslücke im Euro-Währungsgebiet, Kasten 5, Monatsbericht November 2011; Deutsche Bundesbank, Zur Verlässlichkeit der Schätzungen internationaler Organisationen zur Produktionslücke, Monatsbericht April 2014.

10 Argumente für die kurzfristige Arbeitslosigkeit als relevante Messgröße der Unterauslastung am Arbeitsmarkt finden sich beispielsweise in: R. Gordon, The Phillips Curve is Alive and Well: Inflation and the NAIRU During the Slow Recovery, Working Paper des NBER, Nr. 19390, August 2013, und R. Llaudes, The Phillips curve and long-term unemployment, Working Paper Series der EZB, Nr. 441, 2005. Die kurzfristige Arbeitslosenquote ist definiert als die Differenz zwischen der Gesamtarbeitslosenquote und dem Prozentsatz der Erwerbspersonen, die seit mindestens zwölf Monaten arbeitslos sind. J. Galí, M. Gertler und J. D. Lopez-Salido sprechen sich dafür aus, die Log-Abweichung der realen Lohnstückkosten von ihrem Mittelwert als Messgröße der realen Grenzkosten in einer neo-keynesianischen Phillips-Kurve für den Euroraum zu verwenden (J. Galí, M. Gertler und J. D. Lopez-Salido, European inflation dynamics, in: European Economic Review, Bd. 45(7), 2001, S. 1237-1270). Die realen Lohnstückkosten werden definiert als der Quotient aus Arbeitnehmerentgelt und nominalem BIP. Zur Verwendung von aus Umfragen gewonnenen Messgrößen zur Bewertung der wirtschaftlichen Unterauslastung siehe beispielsweise EZB, Schätzungen der Produktionslücke für das Euro-Währungsgebiet und andere Konjunkturindikatoren im Vergleich, Kasten 5, Monatsbericht Juni 2011. Diese umfragebasierten Messgrößen haben zwar den Vorteil, dass sie kaum korrigiert werden, aber sie bilden nur Daten für das verarbeitende Gewerbe ab.

11 Für eine Regression  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\text{Lücke}_{t-1} + \varepsilon_t$  mit Quartalswerten wird der kumulierte Einjahreseffekt definiert als  $\gamma(1 + \beta + \beta^2 + \beta^3)$ , siehe beispielsweise, C. E. V. Borio und A. Filardo, Globalisation and Inflation: New Cross-Country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation, Working Paper Series der BIZ, Nr. 227, 2007.

12 Das untere und obere Quartil beziehen sich auf das obere Ende des Intervalls, das 25 % bzw. 75 % der niedrigsten Werte enthält. Die Bandbreiten beziehen sich auf die länderübergreifenden Punktschätzungen, wodurch die Abbildungen nicht die statistische Parameterunsicherheit wiedergeben.

Abbildung 2 Bandbreite der Koeffizienten des Einjahreseffekts für verschiedene Länder des Euro-Währungsgebiets in einer Phillips-Kurve für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beruhen auf Quartalswerten für den Zeitraum von 1999 bis 2013. Bandbreite der Koeffizienten des Einjahreseffekts,  $\gamma(1 + \beta + \beta^2 + \beta^3)$ , in den einzelnen Euro-Ländern aus einer Regression  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\text{Lücke}_{t-1} + \varepsilon_t$ , wobei  $\pi_t$  für die annualisierten vierteljährlichen Änderungsraten im saisonbereinigten HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel steht. Das untere und obere Ende der Kästchen zeigt das untere bzw. obere Quartil der Bandbreiten an. Die roten Balken markieren den Koeffizienten des Euro-Währungsgebiets. Die Vorzeichen der Koeffizienten für die Messgrößen der Unterauslastung bezogen auf die Arbeitslosigkeit wurden umgekehrt und jene für die umfragebasierten Messgrößen reskaliert, um die Variabilität dieser Messgrößen an jene der Arbeitslosigkeitslücke anzupassen. Die kurzfristige Arbeitslosenquote wird definiert als Differenz zwischen der Gesamtarbeitslosenquote und dem Prozentsatz der Erwerbspersonen, die mindestens zwölf Monate lang arbeitslos sind. Das „BIP-Wachstum“ bezieht sich auf die annualisierten vierteljährlichen Änderungsraten. Die Begriffe „Kapazitätsauslastung“, „unzureichende Nachfrage“ und „Arbeitskräftemangel“ stammen aus der Branchenumfrage der Europäischen Kommission für das verarbeitende Gewerbe. Die „realen Lohnstückkosten“ werden definiert als der Quotient aus Arbeitnehmerentgelt und nominalem BIP, und ihre Log-Abweichung vom Mittelwert ist in den Regressionen enthalten. Bei einigen Ländern und Messgrößen der Unterauslastung basieren die Schätzungen aufgrund der Nichtverfügbarkeit der Daten auf einem kürzeren Beobachtungszeitraum.

liegen sie jedoch sehr nahe bei null oder weisen sogar ein negatives Vorzeichen auf. In anderen Ländern sind die Koeffizienten ziemlich hoch. Die Bandbreiten der Anpassungsgüte ( $R^2$ ) sind ebenfalls relativ groß und begünstigen keine bestimmte Messgröße der Unterauslastung.

In Bezug auf die Abbildung 2 und 3 zugrunde liegenden Länderergebnisse stehen zwei Beobachtungen hervor. Erstens gibt es von Land zu Land unterschiedliche Meinungen darüber, welche Messgröße der wirtschaftlichen Unterauslastung für die Angaben zur Inflation am besten geeignet ist. Zweitens sind Phillips-Kurven nicht in allen Ländern in gleichem Maße für die tatsächliche Inflationsentwicklung geeignet, und in einigen Staaten scheint eine Phillips-Kurven-Beziehung die Preisentwicklung nur zu einem sehr geringen Teil zu erklären. Diese Ergebnisse stehen weitgehend im Einklang mit früheren Untersuchungen zur Phillips-Kurve der Löhne im Eurogebiet und in den fünf größten Euro-Ländern; diese Analysen zeigten deutliche länderspezifische Unterschiede hinsichtlich der Reagibilität der Löhne auf die Arbeitslosigkeitslücke und ließen erkennen, dass es in begrenztem Maße von Vorteil ist, die Lohnentwicklung eher auf nationaler als auf euroraumweiter Ebene zu untersuchen.<sup>13</sup>

Die beobachtete länderübergreifende Heterogenität des Steigungsgrads und der Regression der Phillips-Kurve lässt sich durch eine Reihe von Faktoren erklären. Hierzu zählt möglicherweise der von Land zu Land unterschiedliche Grad der Flexibilität am Arbeits- und Gütermarkt. Es gibt

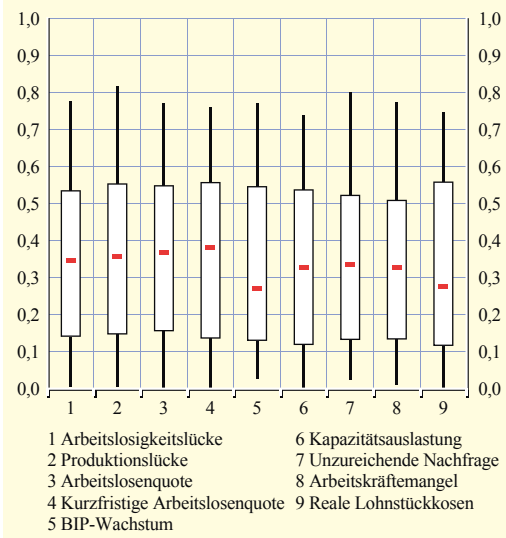
<sup>13</sup> Siehe S. Fabiani und J. Morgan, Aggregation and euro area Phillips curves, Working Paper Series der EZB, Nr. 213, Februar 2003. Dieser Aufsatz enthält auch eine ausführlichere Erörterung der Vor- und Nachteile einer Analyse der Phillips-Kurve auf Aggregat- und Länder-ebene (Reduzierung des Rauschens versus Verzerrung durch Aggregation).

hinreichend Belege dafür, dass die Preis- und Lohnrigiditäten im Euro-Währungsgebiet unterschiedlich sind.<sup>14</sup> Nominale Rigiditäten variieren deutlich von Land zu Land und hängen stark von Merkmalen wie der Intensität des Wettbewerbs, des Engagements an ausländischen Märkten oder dem institutionellen Rahmen ab.<sup>15</sup>

Eine weitere Ursache für die Heterogenität liegt möglicherweise in einem unterschiedlichen Konjunkturverlauf während des Beobachtungszeitraums begründet. Wie einige Untersuchungen zeigen, könnten die Steigungskoeffizienten zeitvariabel sein und von der zyklischen Position oder vom Grad der wirtschaftlichen Unterauslastung abhängen.<sup>16</sup> Außerdem könnte bei denjenigen Ländern, die nach 1999 dem Euroraum beigetreten sind, die Beziehung zwischen Inflation und wirtschaftlicher Unterauslastung durch eine tendenziell rückläufige Teuerung verzerrt sein, in der sich die Inflationskonvergenz auf dem Weg zum Beitritt zur Währungsunion und Veränderungen der längerfristigen Inflationserwartungen widerspiegeln. Auf die Rolle der Inflationserwartungen wird in Abschnitt 5 näher eingegangen.

Die vorstehende Analyse basiert auf einer vereinfachten Spezifikation der Phillips-Kurve, die mit weitgehenden Einschränkungen behaftet ist. So sind die Regressionen bei den Lead/Lag-Beziehungen nicht optimiert. Die Beziehung kann auch durch Angebotsschocks wie etwa Änderungen der Rohstoffpreise oder der Wechselkurse verwischt werden. Zwar üben Veränderungen der Rohstoffpreise, insbesondere der Rohölpreise, einen deutlich geringeren Einfluss auf die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel aus als auf die Gesamtinflation, aber es könnten einige indirekte Effekte gegeben sein. Aus diesem Grund kann die bei einer derartigen vereinfachten Phillips-Kurve festgestellte Korrelation zwischen Inflation und wirtschaftlicher Unterauslastung niedriger sein als ursprünglich erwartet und sogar ihr Vorzeichen ändern, wenn sich beispielsweise Kostenkomponenten wie die Rohstoffpreise während einer Wirtschaftsflaute erhöhen. Und schließlich führt eine hohe Anpassungsgüte nicht unbedingt zu einer hohen Prognosegüte, vor allem dann nicht, wenn die Beziehung Instabilitäten aufweist. Einige dieser Punkte werden in den nachfolgenden Abschnitten untersucht.

Abbildung 3 Bandbreite der R<sup>2</sup>-Koeffizienten für verschiedene Länder des Euro-Währungsgebiets in einer Phillips-Kurve für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beruhen auf Quartalswerten für den Zeitraum von 1999 bis 2013. Die Bandbreite der R<sup>2</sup> in den einzelnen Euro-Ländern aus einer Regression  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma \text{Lücke}_{t-1} + \varepsilon_t$ . Das untere und obere Ende der Kästchen zeigen das untere und obere Quartil der Bandbreiten an. Der rote Balken markiert das R<sup>2</sup> für das Euro-Währungsgebiet. Definitionen der Variablen finden sich in der Anmerkung zu Abbildung 2.

14 Siehe dazu im Einzelnen EZB, Final Report on the Wage Dynamics Network (WDN), 7. Januar 2010, [www.ecb.int/home/html/researcher\\_wdn.en.html](http://www.ecb.int/home/html/researcher_wdn.en.html).

15 H. Morsy und F. Jaumotte zeigen beispielsweise anhand einer Phillips-Kurve für zehn Länder des Eurogebiets, dass „strenge Kündigungsschutzvorschriften, die zentrale Koordination von Tarifverhandlungen und eine hohe Gewerkschaftsdichte die Inflationspersistenz erhöhen“. Siehe H. Morsy und F. Jaumotte, Determinants of Inflation in the Euro Area: The Role of Labor and Product Market Institutions, Working Paper des IWF, Nr. 12/37, 2012.

16 Siehe beispielsweise M. L. Barnes und G. P. Olivei, Inside and outside bounds: Threshold estimates of the Phillips curve, in: New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, 2003, und M. Dotsey, S. Fujita und T. Stark, Do Phillips Curves Conditionally Help to Forecast Inflation?, Working Paper Series der Federal Reserve Bank of Philadelphia, Nr. 11-40, September 2011. Der Nachweis für den Euroraum und ausgewählte Länder findet sich in K. Benkovskis, M. Caivano, A. D’Agostino, A. Dieppe, T. Hurtado, E. Karlsson, E. Ortega und T. Várnai, Assessing the sensitivity of inflation to economic activity, Working Paper Series der EZB, Nr. 1357, 2011.

Obschon die in diesem Abschnitt durchgeführte Analyse einigen Einschränkungen unterliegt, macht sie deutlich, dass es zwar Belege für einen von einer Phillips-Kurve dargestellten Zusammenhang für den Euroraum im Zeitraum von 1999 bis 2003 gibt, die Spezifikation und ihre Anpassungsgüte jedoch mit erheblicher Unsicherheit und länderspezifischen Unterschieden behaftet sind. Im folgenden Abschnitt wird die Stabilität der Beziehung untersucht, wobei der Schwerpunkt auf Änderungen im Zusammenhang mit der Finanz- und der Staatsschuldenkrise liegt.

#### 4 DIE PHILLIPS-KURVE UND DIE FINANZ- UND DIE STAATSSCHULDENKRISE

Die Finanz- und die Staatsschuldenkrise haben einen deutlichen Einfluss auf die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum ausgeübt und zu einer länger anhaltenden Phase mit deutlichen Produktions- und Arbeitslosigkeitslücken geführt, in deren Folge Strukturreformen angestoßen und weitere wirtschaftliche Anpassungen wie etwa sektorale Umverteilungen in Angriff genommen wurden. In diesem Abschnitt wird untersucht, auf welche Weise sich die Krisen auf die von der Phillipskurve beschriebenen Zusammenhänge ausgewirkt haben; ferner wird beurteilt, wie hilfreich das Konzept ist, wenn es darum geht, die Inflationsentwicklung im Verlaufe der Krise zu erklären. Überdies wird verdeutlicht, inwieweit sich die Inflationsentwicklung in der jüngsten Phase einer länger andauernden wirtschaftlichen Unterauslastung mit den Erfahrungen deckt, die man in früheren Krisen vergleichbarer Art gesammelt hat.

##### 4.1 STABILITÄT DER PHILLIPS-KURVE

Einige Schätzungen zu Phillips-Kurven-Beziehungen legen den Schluss nahe, dass sich der Einfluss der wirtschaftlichen Unterauslastung auf die Teuerung seit Einsetzen der Finanzkrise im Eurogebiet insgesamt abgeschwächt hat.<sup>17</sup> Gleichzeitig ließ sich in einigen Ländern aber auch eine Verstärkung der Beziehung beobachten.<sup>18</sup> Im vorliegenden Abschnitt werden die Veränderungen des Zusammenhangs untersucht, wobei der Einfluss der wirtschaftlichen Unterauslastung auf die Inflation anhand einer Stichprobe für die Zeit vor der Krise (1999 bis 2007) sowie anhand einer Stichprobe für den Gesamtzeitraum (1999 bis 2013) geschätzt wird und mögliche Erklärungen für die beobachteten Veränderungen genannt werden.<sup>19</sup>

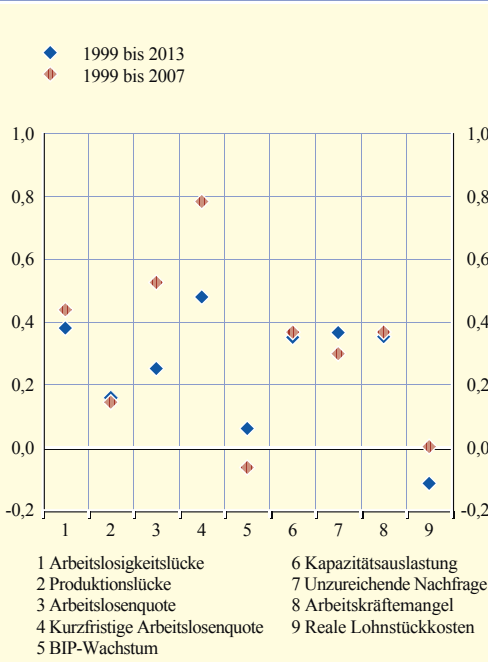
Abbildung 4 zeigt, bezogen auf die oben aufgeführten Messgrößen der Unterauslastung, die Veränderung des Einjahreseffekts auf die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im Eurogebiet. Der Einjahreseffekt berücksichtigt mögliche Änderungen sowohl des geschätzten Steigungskoeffizienten als auch der Inflationspersistenz. Bei den meisten betrachteten Messgrößen der Unterauslastung sind die Veränderungen minimal; eine nennenswerte Ausnahme bilden nur die Arbeitslosenquote und die kurzfristige Arbeitslosenquote, deren geschätzte Einjahreseffekte merklich gesunken

17 Siehe beispielsweise EZB, Entwicklung der Preise und Kosten während der Rezession 2008-2009, Monatsbericht April 2012, und EZB, Produktionspotenzial, gesamtwirtschaftliche Unterauslastung und der Zusammenhang mit der nominalen Entwicklung seit Beginn der Krise, Monatsbericht November 2013.

18 Siehe beispielsweise Banco de España, Variation in the cyclical sensitivity of Spanish inflation: an initial approximation, Economic Bulletin Juli-August 2013 oder Banca d'Italia, Economic Bulletin, Januar 2014. Eine Analyse der Entwicklung der Phillips-Kurve über einen längeren Zeitraum findet sich beispielsweise in: IWF, a. a. O., oder Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique, What Inflation Developments Reveal About the Phillips Curve: Implications for Monetary Policy, Economic Review, Dezember 2013.

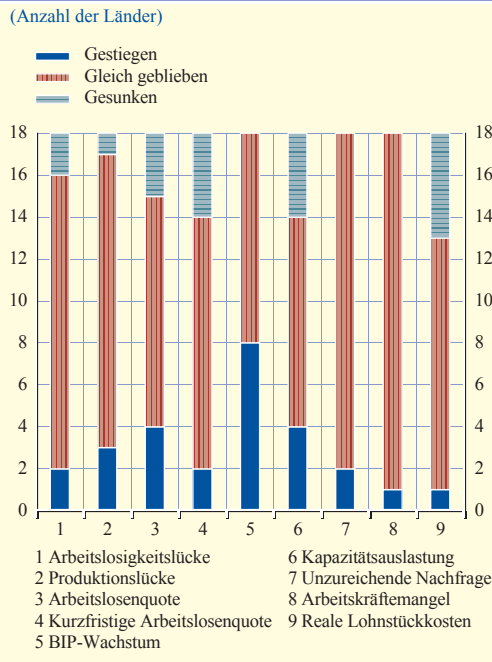
19 Der Beobachtungszeitraum seit 2008 ist relativ kurz und überwiegend durch negative Produktionslücken gekennzeichnet. Daher werden die Veränderungen mittelbarer untersucht, nämlich durch eine Erweiterung statt durch eine Zerlegung der Stichprobe, wobei akzeptiert wird, dass Veränderungen in der erweiterten Stichprobe möglicherweise nur bei relativ starken Veränderungen über den Zeitraum von 2008 bis 2013 angezeigt werden.

Abbildung 4 Sensibilität der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im Euro-Währungsgebiet auf wirtschaftliche Unterauslastung



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Zeigt  $\gamma(1+\beta+\beta^2+\beta^3)$  aus einer Regression  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\text{Lücke}_{t-1} + \epsilon_t$ , geschätzt über den Zeitraum von 1999 bis 2007 sowie über den gesamten Betrachtungszeitraum. Definitionen der Variablen finden sich in der Anmerkung zu Abbildung 2.

Abbildung 5 Veränderung der Sensibilität der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im Euro-Währungsgebiet auf wirtschaftliche Unterauslastung in den Ländern des Euro-Währungsgebiets



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben beruhen auf Quartalswerten für den Zeitraum von 1999 bis 2013. Zeigt die Anzahl der Länder, für die  $\gamma(1+\beta+\beta^2+\beta^3)$  aus einer Regression  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\text{gap}_{t-1} + \epsilon_t$  gestiegen, gleich geblieben oder gesunken ist. Die Auswirkungen gelten als gleich geblieben, wenn sie nicht um mehr als das Doppelte ihres für den gesamten Betrachtungszeitraum geschätzten Standardfehlers differieren. Definitionen der Variablen finden sich in der Anmerkung zu Abbildung 2.

sind.<sup>20</sup> Um einen Ländervergleich zu ermöglichen, verdeutlicht Abbildung 5, in wie vielen Ländern der geschätzte Einjahreseffekt gestiegen, gleich geblieben bzw. gesunken ist. Auch hier zeigen sich erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Staaten. Mancherorts ist das Ergebnis das Gegenteil des für den Euroraum insgesamt ermittelten Werts – und tatsächlich scheint sich die Inflationsreaktivität nach Berücksichtigung der Daten für die Zeit nach der Finanzkrise erhöht zu haben. Dies ist zum Beispiel in einigen finanziell angeschlagenen Ländern der Fall und könnte die Tatsache widerspiegeln, dass dort in den letzten Jahren Strukturreformen an den Arbeits- und Gütermärkten vorgenommen wurden, die möglicherweise den Wettbewerb gesteigert bzw. nominale Rigiditäten verringert haben, wodurch es zu einer stärkeren Preisanpassung an die wirtschaftlichen Bedingungen kam.

Zu beachten ist, dass sich in einigen Staaten die Anhebung indirekter Steuern auf die veränderte Stärke des Einjahreseffekts ausgewirkt haben könnte; von diesen Steuererhöhungen ging in einigen Ländern in den letzten Jahren ein nicht zu vernachlässigender positiver Teuerungsbeitrag aus. Da

20 Die Veränderung in der geschätzten Wirkung ist mehr als doppelt so hoch wie der für die gesamte Stichprobe geschätzte Standardfehler. Die Deutsche Bundesbank vergleicht in ihrem Aufsatz von 2014 (a. a. O.) den Verlauf der Phillips-Kurven mit der geschätzten Produktionslücke für die Zeiträume 1996 bis 2009 und 1996 bis 2013 und findet auch dabei keinen Beleg für wesentliche Veränderungen im Euroraum.

die Erhöhungen zumindest teilweise auf die Verbraucherpreise überwälzt wurden, war die Inflation höher, als es angesichts der Phillips-Kurven-Beziehung und der Höhe der damaligen wirtschaftlichen Unterauslastung zu erwarten gewesen wäre, was zu einer erkennbaren „Abflachung“ der Phillips-Kurve geführt hat.<sup>21</sup>

Hervorzuheben ist, dass die Ergebnisse bisweilen je nach Spezifikation der Phillips-Kurve variieren können.<sup>22</sup> So hängt die Richtung der Veränderung des Einjahreseffekts in einigen Ländern davon ab, welche Messgröße der Unterauslastung im Detail verwendet wird. Daher ist es ratsam, ein breites Spektrum an Spezifikationen in Betracht zu ziehen, bevor Schlussfolgerungen bezüglich der Entwicklung der Phillips-Kurve und deren Bedeutung für die künftige Teuerung gezogen werden.

#### 4.2 BEDINGTE PROGNOSEN AUF BASIS DER PHILLIPS-KURVE IN DER ZEIT NACH DER FINANZKRISE

Verschiedene Studien belegen, dass die Prognosegüte der Phillips-Kurve bestenfalls uneinheitlich ist. Es hat sich gezeigt, dass sie nur gelegentlich bessere Resultate zeitigt als einfachere univariate Modelle; mit welcher Spezifikation der Phillips-Kurve das beste Prognoseergebnis erzielt wird, kann sich überdies im Zeitverlauf ändern. Gleichwohl gibt es auch Hinweise darauf, dass in Abschwungphasen Inflation und wirtschaftliche Unterauslastung enger miteinander korrelieren und die relative Prognoseleistung der Phillips-Kurve steigt.<sup>23</sup> Um abschätzen zu können, wie aussagekräftig das von der Phillips-Kurve beschriebene Verhältnis ist, wenn es darum geht, die Inflationsentwicklung während der jüngsten Krise zu erklären, werden eine Reihe bedingter Vorhersagen getroffen, die auf den aktuell verfügbaren Daten für Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung für den betrachteten Zeitraum beruhen.

In Abbildung 6 wird auf der Grundlage der unterschiedlichen Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung, die in den vorangegangenen Abschnitten besprochen wurden, für den Zeitraum von 2008 bis 2013 die Güte der Prognosen für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel in einem Jahr zusammenfassend dargestellt. Die Koeffizienten werden rekursiv geschätzt und die Prognosegenauigkeit wird anhand der Wurzel des mittleren quadratischen Fehlers (WMQF) für die Jahresteuerraten gemessen. Um die Güte des Modells besser einschätzen zu können, wird die relative WMQF dargestellt. Im Detail veranschaulicht Abbildung 6 das Verhältnis der WMQF der Phillips-Kurve bezogen auf die WMQF eines univariaten autoregressiven Modells erster Ordnung (AR(1)).<sup>24</sup> Eine Quote von unter eins deutet darauf hin, dass die Prognose anhand der Phillips-Kurve im Schnitt genauer war als jene anhand des univariaten AR(1)-Modells. Für das Eurogebiet

21 Siehe beispielsweise EZB, Einfluss der jüngsten Änderungen indirekter Steuern auf den HVPI, Kasten 6, Monatsbericht März 2012. Veränderungen bei den indirekten Steuern gehören zu den breit gefassten angebotsseitigen Störeffekten, die der Einfachheit halber bei der Analyse im vorliegenden Aufsatz ausgeklammert sind.

22 S. Oinonen, M. Paloviita und L. Vilmi zeigen beispielsweise, dass der Einfluss der Produktionslücke auf die Inflation in den letzten Jahren zugenommen hat. Siehe S. Oinonen, M. Paloviita und L. Vilmi, How have inflation dynamics changed over time? Evidence from the euro area and USA, Research Discussion Papers, Nr. 6, Suomen Pankki – Finlands Bank, 2013. Allerdings basiert die Analyse weitgehend auf den Schätzungen zur Produktionslücke anhand des Hodrick-Prescott-Filters, die für den jüngsten Zeitraum eher unplausibel zu sein scheinen, da die Lücke sich ins Positive kehrt.

23 Siehe beispielsweise A. Atkeson, und L. E. Ohanian, Are Phillips Curves Useful for Forecasting Inflation?, in: Quarterly Review der Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2001; J. H. Stock und M. W. Watson, Phillips Curve Inflation Forecasts, in: J. Fuhrer, Y. Kodrzycki, J. Little und G. Olivei, Understanding Inflation and the Implications for Monetary Policy, Cambridge, MIT Press, 2009, S. 361-382; J. H. Stock und M. W. Watson, Modeling Inflation After the Crisis, Federal Reserve Board of Kansas City Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 2010, [www.kc.frb.org/publicat/sympos/2010/stock-watson.pdf](http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2010/stock-watson.pdf); J. Faust und J. Wright, Inflation Forecasting, in: G. Elliott und A. Timmermann (Hrsg.), Handbook of Economic Forecasting, Bd. 2, Amsterdam, Nordholland, 2013.

24 Dies entspricht der in Fußnote 7 beschriebenen Regression der Phillips-Kurve unter der Bedingung, dass der Koeffizient für die Unterauslastung 0 beträgt. Somit kann die relative WMQF als Angabe des „Mehrwerts“ bei der Einbeziehung einer Messgröße der wirtschaftlichen Unterauslastung in die Gleichung angesehen werden.

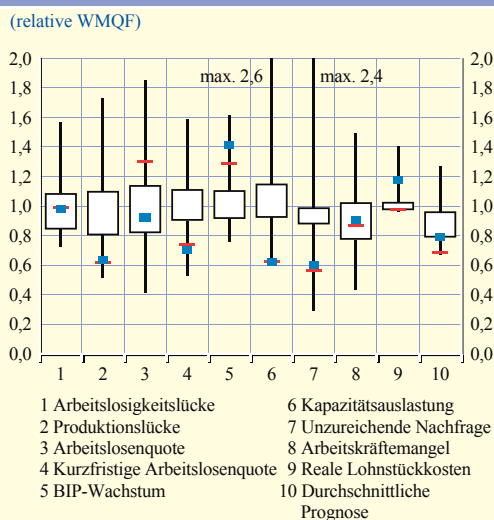
werden zwei Vorhersagen erstellt: Im Rahmen der ersten Prognose werden für das Eurogebiet aggregierte Daten verwendet (roter Balken), während für die zweite Vorhersage die auf Länderangaben basierenden Prognosen aggregiert werden (blaues Quadrat). Die Kastendiagramme bilden die Spanne der relativen WMQFs für die Länder ab. In der letzten Spalte ist die Prognosegüte abzulesen, abgeleitet als Durchschnitt der Messgrößen der Unterauslastung.

Im betrachteten Zeitraum sind für die meisten berücksichtigten Messgrößen der Unterauslastung die auf der Phillips-Kurve basierenden Prognosen für den Euroraum genauer als jene, denen das einfachere univariate Modell zugrunde gelegt wurde. Dennoch ist die Prognoseleistung länderübergreifend nicht robust. Bei jeder Messgröße der Unterauslastung gibt es Länder, in denen die Prognosegüte der entsprechenden Phillips-Kurve geringer ist als jene des univariaten Modells. Wie auch die Ergebnisse in der einschlägigen Fachliteratur nahelegen, lässt sich eine höhere Robustheit der Prognosegüte der Phillips-Kurve wohl dadurch erzielen, dass der Durchschnitt der Prognosen über alle Messgrößen hinweg ermittelt wird. So sind der höchste Wert und das obere Quartil der relativen WMQF für den Durchschnitt aller Messgrößen der Unterauslastung niedriger

als jeweils für die einzelnen Messgrößen der Unterauslastung. Für den Euroraum ist die Genauigkeit der indirekten Vorhersagen (ermittelt durch Aggregation von Länderprognosen) vergleichbar mit jener der aus aggregierten Daten abgeleiteten Prognosen, wobei Erstere nur in Bezug auf die Arbeitslosenquote als Messgröße der Unterauslastung deutlich bessere Ergebnisse liefern.

Eine wichtige Einschränkung im Hinblick auf diese Untersuchung besteht darin, dass sie auf den aktuellen Schätzungen zur Produktions- und zur Arbeitslosigkeitslücke beruht, und dass diese Schätzungen – hauptsächlich in Bezug auf die letzten Quartale – mit beträchtlicher Unsicherheit behaftet sind, d. h. umfangreichen Korrekturen unterliegen können. Vor allem besteht die Gefahr, dass die Aussagekraft der Lückenvariablen im Vergleich zu den alternativen Messgrößen der Unterauslastung überzeichnet wird, da Messgrößen der Lücken häufig unter Zugrundelegung der Phillips-Kurven-Beziehung abgeleitet werden.<sup>25</sup>

**Abbildung 6** Spanne der relativen Güte bedingter Prognosen für das Folgejahr auf Grundlage einer Phillips-Kurve für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel für den Zeitraum von 2008 bis 2013



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Länderübergreifende Spanne der relativen Wurzel des mittleren quadratischen Fehlers (WMQF) für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel anhand des Modells  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\text{Lücke}_{t-1} + \varepsilon_t$ . Das Modell wird rekursiv geschätzt, beginnend ab 1999, und die WMQF wird für den Zeitraum von 2008 bis 2013 für die jährliche HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel ausgewertet. Die WMQF ist bezogen auf die WMQF eines autoregressiven Prozesses erster Ordnung (entspricht der obigen Regression mit  $\gamma=0$ ). Die Ableitung der Vorhersagen für das Eurogebiet erfolgt entweder direkt unter Verwendung des Modells für die aggregierten Daten (roter Balken) oder indirekt durch Aggregation der Länderprognosen (blaues Quadrat). Definitionen der Variablen finden sich in der Anmerkung zu Abbildung 2.

<sup>25</sup> Wie die vorangegangenen Ergebnisse könnte die bewertete Prognosegüte auch von der gewählten Spezifikation abhängen. Allerdings führten alternative Spezifikationen wie etwa die Berücksichtigung des Wechselkurses als weitere Einflussvariable oder die Auswahl der Verzögerung nach dem AIC-Kriterium nicht zu systematisch genaueren Prognosen.



### 4.3 INFLATIONSENTWICKLUNG IN PHASEN EINER ANHALTENDEN UND BETRÄCHTLICHEN UNTERAUSLASTUNG

Im Zuge der Finanzkrise und der nachfolgenden Rezession fiel die tatsächliche Produktion unter das Niveau des Produktionspotenzials, was auf eine beträchtliche negative Produktionslücke im Eurogebiet hindeutet. Da für die meisten Euro-Länder angenommen wird, dass sie sich nur langsam erholen werden, ist für einen länger anhaltenden Zeitraum auch weiterhin mit einer erheblichen Unterauslastung zu rechnen. Trotzdem wird über den Projektionszeitraum hinweg ein moderater Anstieg der Inflation erwartet. Dass die Teuerung trotz der nach wie vor beträchtlichen wirtschaftlichen Unterauslastung ansteigt, lässt sich durch verschiedene Faktoren erklären; hierzu zählen fest verankerte Inflationserwartungen, abwärts gerichtete nominale Rigiditäten, regionale oder sektorale Engpässe und das Tempo der wirtschaftlichen Veränderung bzw. die „speed limit“-Effekte (siehe Kasten).

#### Kasten

#### BELEGE FÜR „SPEED LIMIT“-EFFEKTE AUF DIE INFLATION IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Die Beziehung zwischen Inflation und gesamtwirtschaftlicher Unterauslastung wird normalerweise anhand einer einfachen linearen Phillips-Kurve (wie in Abschnitt 2 beschrieben) abgebildet, wobei der Inflationsdruck dem Ausmaß der Produktions- bzw. der Arbeitslosigkeitslücke gegenübergestellt wird. Allerdings kann auch die Geschwindigkeit, mit der sich die Wirtschaft und die Größe der Lücken verändern, eine Rolle spielen. Im vorliegenden Kasten wird untersucht, ob es Hinweise auf solche „speed limit“-Effekte im Euroraum gibt, durch die eine starke Veränderung der Produktions- oder der Arbeitslosigkeitslücke einen Inflationsdruck auslösen kann, auch wenn sich die gesamtwirtschaftliche Unterauslastung nach wie vor auf hohem Niveau bewegt.

„Speed limit“-Effekte können über verschiedene Kanäle wirken. So können Friktionen bei der Umverteilung der Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit zu Engpässen in der Wirtschaft führen und auch bei einer wirtschaftlichen Unterauslastung die Inflation nach oben treiben. Unternehmen benötigen gemeinhin Zeit, um ihre Kapazitäten an die veränderte Nachfrage anzupassen (d. h., sie zu planen und aufzubauen). Zudem können entlassene Arbeitskräfte nicht sofort wieder eingestellt werden bzw. werden nach einer Einstellung nicht sofort produktiv tätig, sondern müssen häufig zunächst geschult und ausgebildet werden. Zusätzlich zu den Produktionskosten entstehen den Unternehmen somit Kosten für die Produktionsanpassung. Steigt die Nachfrage dann schneller als die Kapazitäten aufgebaut werden können, kann es vorübergehend zu Angebotsengpässen kommen. Auch Veränderungen in der Zusammensetzung der Nachfrage können sich in einigen Sektoren preistreibend auswirken, selbst wenn andere Sektoren weiterhin eine beträchtliche Unterauslastung verzeichnen.<sup>1</sup> Im Euroraum kann es in einigen Ländern durch Friktionen aufgrund der starken Heterogenität der Länder und der begrenzten Faktormobilität zu Engpässen kommen. Diese könnten die Teuerungsrate nach oben treiben, obwohl das Eurogebiet insgesamt nach wie vor mit einer deutlichen Unterauslastung zu kämpfen hat. Die empirische Evidenz von „speed limit“-Effekten ist allerdings nicht eindeutig.<sup>2</sup>

1 Nähere Einzelheiten hierzu finden sich in: A. Dwyer, K. Lam und A. Gurney, Inflation and the Output Gap in the UK, Treasury Economic Working Paper, Nr. 6, 2010.

2 Belege für „speed limit“-Effekte in drei der sieben größten Volkswirtschaften der OECD (Deutschland, Italien und Japan) über den Zeitraum von 1960 bis 1993 finden sich in: D. Turner, Speed Limit and Asymmetric Inflation Effects from the Output Gap in the Major Seven Economies, in: Economic Studies der OECD, Nr. 24, 1995.

## Phillips-Kurven-Schätzungen für das Euro-Währungsgebiet auf Basis des Niveaus und der Veränderung der Unterauslastung

	Unterauslastung = Produktionslücke		Unterauslastung = Arbeitslosigkeitslücke	
	(1)	(2)	(3)	(3)
Inflation <sub>t-1</sub>	0,88***	0,90***	0,90***	0,92***
Unterauslastung <sub>t-1</sub> (Niveau)	0,06***	0,06***	0,09**	0,06**
Unterauslastung <sub>t-1</sub> (Veränderung)		0,11**		0,37***
R <sup>2</sup> , bereinigt	0,884	0,887	0,876	0,883
Länder = 18				
Beobachtungen = 1075				

Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: \*\*\*, \*\* und \* geben die statistische Signifikanz auf dem Niveau von 1 %, 5 % bzw. 10 % an. Die Tabelle enthält Panelschätzungen für 18 Länder des Euro-Währungsgebiets auf Basis eines Modells mit fixen Effekten. Der Betrachtungszeitraum erstreckt sich vom vierten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2013. Die Schätzung einer allgemeinen Phillips-Kurven-Beziehung erfolgt anhand der Jahreswachstumsrate des HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie als abhängige Variable; die Regressoren umfassen einen zeitverzögerten Wert der abhängigen Variable, einen verzögerten Zeitraum der Unterauslastung sowie eine um ein Quartal verzögerte Veränderung der Unterauslastung, um sowohl den Niveau- als auch den „speed limit“-Effekt auf die Inflation zu erfassen. Spalte (1) und (2) geben die auf Basis der Produktionslücke als Messgröße für die Unterauslastung geschätzten Koeffizienten an, während in Spalte (3) und (4) die Arbeitslosigkeitslücke herangezogen wird. Für die Bewertungen wurden die Schätzungen der Europäischen Kommission zu den Produktions- und Arbeitslosigkeitslücken verwendet (interpoliert, um Quartalswerte zu erhalten).

Nach Stand der Dinge könnten „speed limit“-Effekte dazu beitragen, dass sich künftig die Teuerungsrate im Euroraum trotz der Erwartung einer anhaltend starken Unterauslastung erhöht.<sup>3</sup> Wie die Tabelle zeigt, sprechen Schätzungen auf der Basis einer allgemeinen Phillips-Kurven-Beziehung, die sowohl eine zeitverzögerte Periode der Unterauslastung als auch eine um ein Quartal verzögerte Veränderung der Unterauslastung beinhaltet, dafür, dass im Euroraum „speed limit“-Effekte zum Tragen kommen (unabhängig davon, welche Messgröße für die Unterauslastung zugrunde gelegt wird). Die Ergebnisse deuten in der Tat darauf hin, dass sowohl mit dem Niveau als auch mit der Veränderung der Unterauslastung im Eurogebiet die Teuerung statistisch signifikant steigt.

<sup>3</sup> Darüber hinaus können auch andere Faktoren, wie die Inflationserwartungen und die weltweite Konjunkturschwäche, die Teuerungsrate beeinflussen, auch wenn die Unterauslastung im Euroraum hoch bleibt. Welche Rolle die Inflationserwartungen bei der Preisentwicklung spielen, erläutern beispielsweise M. Forsells und G. Kenny in: Further evidence on the properties of consumers' inflation expectations in the euro area sowie M. Paloviita und M. Vén in: The role of expectations in the inflation process in the euro area, beides in: P. Sinclair (Hrsg.), Inflation Expectations, Routledge, 2010. Nähere Einzelheiten zur Bedeutung der weltweiten Konjunkturschwäche finden sich beispielsweise in: C. Borio und A. Filardo, Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation, Working Paper der BIZ, Nr. 227, 2007.

Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Abschnitt die Inflationsentwicklung im Eurogebiet in Zeiten anhaltender und hoher wirtschaftlicher Unterauslastung beschrieben. Außerdem werden die jüngsten derartigen Episoden mit historischen Erfahrungen verglichen. Wie in vorhergehenden Analysen wird eine Phase mit anhaltenden großen Produktionslücken definiert als eine Phase von mindestens acht aufeinanderfolgenden Quartalen mit negativen Produktionslücken von über 1,5 %.<sup>26</sup> Wird der maximale Betrachtungszeitraum vom ersten Quartal 1970 bis zum Schlussquartal 2011 zugrunde gelegt, so lassen sich für das Eurogebiet 27 derartige Episoden feststellen (siehe Tabelle).

Abgesehen von Österreich, Zypern, Italien und Malta wurde in allen Euro-Ländern mindestens eine Phase einer anhaltenden großen Produktionslücke beobachtet, in einigen Ländern (nämlich Spanien, Griechenland, Irland, Luxemburg und Finnland) waren es sogar bis zu drei derartige Phasen. In der vorliegenden Stichprobe dauert eine Phase einer großen und anhaltenden negativen

<sup>26</sup> Siehe A. Meier, Still Minding the Gap – Inflation Dynamics during Episodes of Persistent Large Output Gaps, Working Paper des IWF, Nr. 189, 2010, S. 10-189.

### Historische Phasen anhaltender und großer Produktionslücken

Land	Zeitraum	Dauer (Quartale)	Durchschnittliche Lücke	Größte Ausdehnung
Belgien	Q1 1977 bis Q3 1979	11	-1,9	-2,4
	Q2 1985 bis Q3 1987	10	-1,7	-2
Deutschland	Q2 2003 bis Q4 2005	11	-1,9	-2,4
Estland	Q1 2009 bis Q4 2010	8	-8	-11
Spanien	Q3 1980 bis Q3 1986	25	-2,5	-3,1
	Q1 1993 bis Q1 1997	17	-2,9	-3,8
Frankreich	Q1 2009 bis Q4 2011 (mindestens)	≥12	-4,4	-5
	Q1 2009 bis Q4 2010	8	-2,5	-3,3
Griechenland	Q1 1974 bis Q4 1975	8	-4,1	-6,4
	Q3 1982 bis Q2 1984	8	-2,2	-2,8
Irland	Q3 2009 bis Q4 2011 (mindestens)	≥10	-5,9	-10,2
	Q4 1982 bis Q4 1988	25	-3,6	-5,7
Luxemburg	Q1 1993 bis Q4 1994	8	-2,7	-3,1
	Q1 2009 bis Q2 2011	10	-4,4	-5,8
	Q1 1982 bis Q4 1983	8	-2,7	-3,1
Lettland	Q3 1995 bis Q3 1997	9	-2,8	-3,7
	Q1 2009 bis Q1 2011	9	-3,5	-5,5
Niederlande	Q1 2009 bis Q4 2011 (mindestens)	≥12	-9,7	-14,3
	Q1 1982 bis Q4 1983	8	-2,2	-2,6
Portugal	Q4 2002 bis Q3 2005	12	-2,1	-2,7
	Q1 1975 bis Q4 1978	16	-6,3	-8,8
Slowenien	Q1 1984 bis Q4 1986	12	-3,7	-4,3
	Q1 2009 bis Q4 2010	8	-3,2	-5
Slowakei	Q4 1999 bis Q2 2003	15	-2,2	-2,7
Finnland	Q2 1976 bis Q2 1979	13	-4,2	-5,8
	Q3 1991 bis Q3 1996	21	-4,1	-6,4
	Q1 2009 bis Q4 2010	8	-4,1	-6,3
<b>Durchschnitt</b>		<b>11,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-5,1</b>

Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Aufstellung umfasst sämtliche Zeiträume, in denen die Produktionslücke mindestens acht Quartale in Folge bei unter -1,5% lag. In den Angaben berücksichtigt wurden die Schätzungen der Europäischen Kommission zur Produktionslücke in den 18 Euro-Ländern, der maximale Betrachtungszeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 1970 bis zum vierten Quartal 2011. In den verfügbaren Stichproben für Österreich, Zypern, Italien und Malta finden sich keine relevanten Phasen. Die Schätzungen zur Produktionslücke wurden interpoliert, um Quartalswerte zu erhalten.

Produktionslücke im Schnitt rund drei Jahre (11,9 Quartale), wobei die Produktionslücke durchschnittlich -3,7 % beträgt. Auf die Phase seit Ausbruch der weltweiten Finanzkrise im Jahr 2008 entfällt ein Drittel (d. h. neun) aller beobachteten Episoden. In den meisten Ländern des Euroraums (d. h. in zehn Ländern) ist es seit dem vierten Quartal 2011 zu einer erneuten Phase mit anhaltenden und großen Produktionslücken gekommen.

Abbildung 7 zeigt, wie sich die Entwicklung der Produktionslücken auf die Stichprobe der Episoden mit anhaltenden und großen Unterauslastungen verteilt. Nach Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 erreichte die Produktionslücke im Eurogebiet ihre größte Ausdehnung nach drei Quartalen, was früheren Gesetzmäßigkeiten entsprach; danach verringerte sie sich aber gegenüber dem Durchschnitt vorheriger Episoden rascher. Zurückzuführen ist dies zum Teil auf die Verlangsamung des Potenzialwachstums im Euroraum nach 2008.<sup>27</sup> Die geschätzte negative Lücke wäre größer ausgefallen, wenn sich neben dem tatsächlichen Produktionswachstum nicht auch das Potenzialwachstum drastisch verringert hätte. Die auf die Finanzkrise folgende Staatsschuldenkrise bremste die Konjunktur abermals, sodass sich die bereits negative Produktionslücke noch vergrößerte. In dieser

<sup>27</sup> Siehe hierzu im Einzelnen EZB, Produktionspotenzial, gesamtwirtschaftliche Unterauslastung und der Zusammenhang mit der nominalen Entwicklung seit Beginn der Krise, Monatsbericht November 2013.

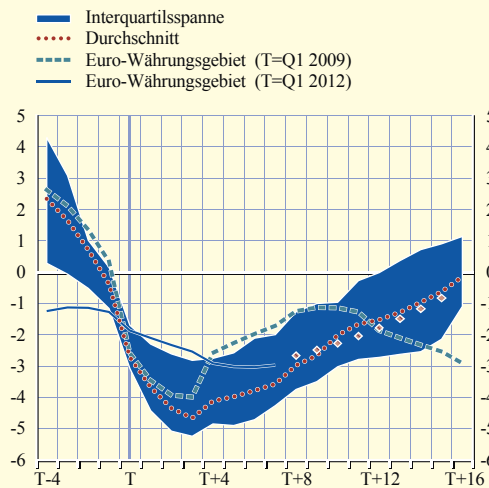
Phase erreichte die Produktionslücke erst später ihre größte Ausdehnung und verengte sich langsamer als in vorangegangenen Episoden. In der Vorausschau legen die Projektionen (auf der Grundlage der Ergebnisse der Winterprognose 2014 der Europäischen Kommission) den Schluss nahe, dass sich die Produktionslücke schrittweise verringern, gegen Ende des Prognosehorizonts aber nach wie vor leicht negativ sein wird. Dies impliziert, dass die Entwicklung den historischen Gesetzmäßigkeiten für Phasen einer anhaltenden Unterauslastung folgen wird.

Phasen umfangreicher und anhaltender Produktionslücken gehen üblicherweise mit einem kräftigen Rückgang der Teuerungsraten einher (siehe Abbildung 8).<sup>28</sup> Tendenziell sinkt die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel bereits kurz vor Beginn der Episode, und die Abwärtsbewegung dauert im Schnitt zehn Quartale, bevor sie auf niedrigerem Niveau ausläuft. Der Inflationsrückgang vor Beginn der Episode ist auf die negative Produktionslücke in dieser Phase zurückzuführen. Auffallend ist der gegenüber vorangegangenen Episoden ungewöhnlich langsame Rückgang der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im Euroraum seit 2012 (siehe Abbildung 8); dies gilt selbst im Vergleich zur Finanzkrise, in der die Inflation – gemessen an historischen Standards – ebenfalls nur geringfügig und kurzzeitig sank (siehe Abbildung 9). Die begrenzte Anpassung der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel seit der Finanzkrise erklärt sich zum Großteil aus der Anhebung indirekter Steuern und administrierter Preise im Zuge der laufenden Haushaltskonsolidierung in einigen Euro-Ländern sowie aus den robusten Gewinnmargen in geschützten Wirtschaftssektoren.<sup>29</sup> Möglicherweise kommen auch abwärtsgerichtete nominale Rigiditäten zum Tragen, die auf einem niedrigeren Inflationsniveau stärker bindend sein mögen.

Die Reagibilität der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im Euroraum auf die wirtschaftliche Unterauslastung scheint gegenüber früheren Dekaden eindeutig gesunken zu sein; dies deutet darauf hin, dass erst eine relativ starke Veränderung der Unterauslastung die Inflation nennenswert beeinflusst. Dieser Befund steht im Einklang mit den in anderen Studien berichteten Ergebnissen, die eine Abflachung der Phillips-Kurven-Beziehung im Euroraum über die letzten Jahrzehnte belegen (siehe beispielsweise den Verweis in Fußnote 4).

**Abbildung 7 Produktionslücke in Phasen einer anhaltenden und großen Unterauslastung**

(in % des BIP)



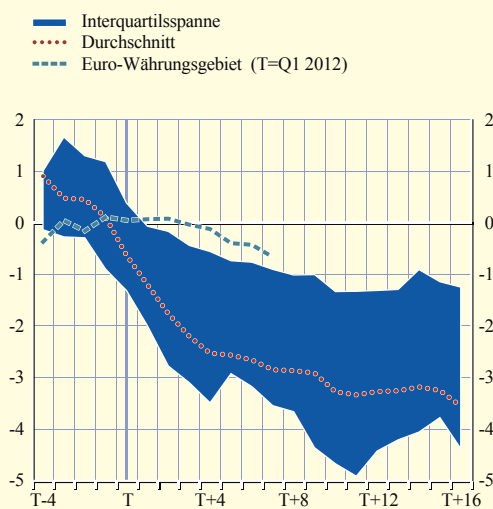
Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: T ist das erste Quartal einer Phase, in der die Produktionslücke mindestens acht Quartale in Folge bei unter -1,5 % lag. Die Daten umfassen den Zeitraum von vier Quartale vor Beginn der Phase (T-4) bis 16 Quartale nach deren Ende (T+16). Die Ableitung der Zyklusspanne für Phasen großer und anhaltender Produktionslücken erfolgt als oberes Quartil abzüglich des unteren Quartils der Entwicklung in allen identifizierten Episoden. In den Angaben berücksichtigt werden die Schätzungen der Europäischen Kommission zur Produktionslücke in den 18 Euro-Ländern, der maximale Betrachtungszeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 1970 bis zum vierten Quartal 2011. Die Schätzungen zur Produktionslücke wurden interpoliert, um Quartalswerte zu erhalten. Die roten Rauten stellen die Projektionen der Europäischen Kommission zur Produktionslücke für 2014 und 2015 des Euro-Währungsgebiets dar.

28 Vergleichbare Ergebnisse auf Basis einer Einschätzung für 15 OECD-Länder finden sich auch in: A. Meier, a. a. O.

29 Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, Stand der Anpassungen in den Ländern des Euro- Währungsgebiet, Monatsbericht Mai 2013.

**Abbildung 8 Normalisierte HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel in Phasen großer und anhaltender Produktionslücken**

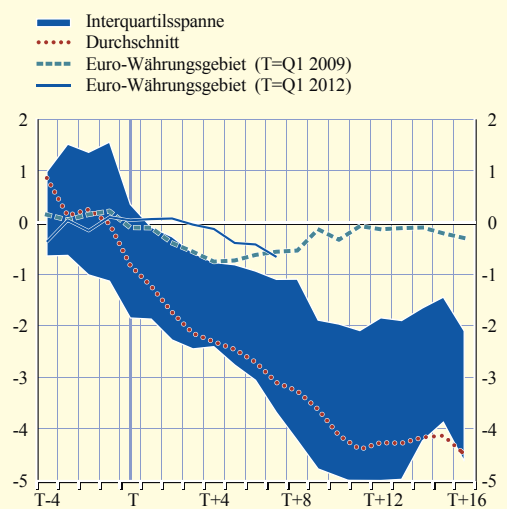
(Jahreswachstum; normalisiert bezogen auf die durchschnittliche Jahresteuersatzrate in den fünf Jahren vor dem ersten Quartal einer Phase)



Quellen: Eurostat, OECD und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Normalisierte vierteljährliche Raten der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel in 24 Episoden großer und anhaltender Produktionslücken (Produktionslücke von unter -1,5 % für mindestens acht Quartale in Folge) im Zeitraum vom ersten Quartal 1070 bis zum vierten Quartal 2011. Die Normalisierung der Inflationsraten bezieht sich auf die mittlere Teuerung in den fünf Jahren vor dem ersten Quartal einer Phase (T). Die Angaben für Griechenland (1974 bis 1975; 1982 bis 1984) und Portugal (1975 bis 1978) werden wegen fehlender Daten nicht berücksichtigt.

**Abbildung 9 Normalisierte HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel in Phasen großer und anhaltender Produktionslücken, ohne die Finanzkrise**

(Jahreswachstum; normalisiert bezogen auf die durchschnittliche Jahresteuersatzrate in den fünf Jahren vor dem ersten Quartal einer Phase)



Quellen: Eurostat, OECD und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung 8. Die Stichprobe umfasst 15 Episoden großer und anhaltender Produktionslücken, der maximale Betrachtungszeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 1970 bis zum vierten Quartal 2007 und lässt somit die weltweite Finanzkrise unberücksichtigt. Die Angaben für Griechenland (1974 bis 1975; 1982 bis 1984) und Portugal (1975 bis 1978) werden wegen fehlender Daten nicht berücksichtigt.

## 5 WEITERE EINFLUSSFAKTOREN AUF DEN ZUSAMMENHANG ZWISCHEN INFLATION UND WIRTSCHAFTLICHER UNTERAUSLASTUNG

Die oben vorgestellte Untersuchung lässt mehrere Faktoren außer Acht, die den Zusammenhang zwischen Inflation und wirtschaftlicher Unterauslastung beeinflussen können. Dazu zählen u. a. die Inflationserwartungen, die Globalisierung und Strukturreformen, die auf eine Flexibilisierung der Arbeits- und Gütermärkte abzielen.<sup>30</sup>

Es ist seit Langem bekannt, dass Erwartungen, die eher direkt mit der Teuerung bzw. eher indirekt mit den Zielen und der Durchführung der Geldpolitik verbunden sind, die Koeffizienten der Phillips-Kurve verändern können. In vielen Ländern wurden eine Verringerung der Inflationsraten und eine Verankerung der Erwartungen hinsichtlich der künftigen Teuerung vor allem durch die Zusicherung seitens der Währungsbehörden, Preisstabilität durch Fokussierung auf ein Inflationsziel erreichen zu wollen, erzielt. Einige Varianten der Phillips-Kurve setzen eine explizite Rolle der Inflationserwartungen voraus, indem sie diese als erklärende Variable berücksichtigen.<sup>31</sup>

30 Einzelheiten hierzu finden sich in: G. Galati und W. Melick, The Evolving Inflation Process: An Overview, Working Paper Series der BIZ, Nr. 196, 2006.

31 Das bekannteste Beispiel ist die (hybride) neo-keynesianische Phillips-Kurve, bei der die gegenwärtige Inflation durch die realen Grenzkosten, die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Inflation und die Inflation in der Vergangenheit bestimmt ist. Siehe etwa J. Galí und M. Gertler, Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis, in: Journal of Monetary Economics, Nr. 44(2), 1999.

Dennoch lässt sich die empirische Bedeutung einer derartigen zukunftsgerichteten Komponente im Gegensatz zu einer nur auf Inflationsverzögerungen beruhenden vergangenheitsorientierten Berechnung nicht einfach bestimmen, und die Wirtschaftswissenschaftler sind uneins, welche Variante die Daten besser abbildet.<sup>32</sup> Es gibt allerdings Belege dafür, dass es wichtig ist, einen veränderten Inflationstrend zu berücksichtigen, wenn Phillips-Kurven-Beziehungen geschätzt oder zu Prognosezwecken herangezogen werden sollen – und die langfristigen Inflationserwartungen können als Näherungswert für diesen Trend dienen.<sup>33</sup> Auch wurde angeführt, häufig verwendete professionelle Prognosen seien möglicherweise nicht der relevanteste Näherungswert für die Inflationserwartungen im Zusammenhang mit der Phillips-Kurve.<sup>34</sup> Daher gelten Inflationserwartungen zwar als wichtiger Bestimmungsfaktor der Teuerung, aber es besteht kein Konsens darüber, inwieweit und ob sie überhaupt in den empirischen Rahmen einer kurzfristigen Phillips-Kurve aufgenommen werden sollten.

Globale Wirtschaftsfaktoren, u. a. der stärkere internationale Wettbewerb infolge einer größeren Offenheit der Volkswirtschaften, sind zu wichtigen Antriebskräften der Binneninflation geworden und können daher die Phillips-Kurven-Beziehung beeinflussen.<sup>35</sup> Dabei kann die Globalisierung über unterschiedliche Kanäle auf die Inflationsentwicklung einwirken. So ändert sich durch einen stärkeren internationalen Wettbewerb möglicherweise das Preissetzungsverhalten einzelner Unternehmen, die verstärkt antizyklisch reagieren, um Marktanteile zu verteidigen (d. h., Preissteigerungen halten sich in Aufschwungphasen in Grenzen). Zugleich steigt die Bedeutung des Wechselkurses für die internationale Inflationstransmission über die Einfuhrpreise, wenn eine größere Menge an Waren und Dienstleistungen in einer Volkswirtschaft gehandelt wird. Außerdem könnte am Arbeitsmarkt das Lohnwachstum durch ein größeres Angebot an ausländischen Arbeitskräften oder die Drohung einer Produktionsverlagerung in Bereiche mit billigeren Arbeitskräften begrenzt werden, sodass es weniger stark auf binnenwirtschaftliche Bedingungen reagiert. Dementsprechend reagieren die Preise infolge der Globalisierung möglicherweise weniger stark auf einen binnenwirtschaftlichen Nachfragedruck. Die Globalisierung kann also zu einer Abflachung der Phillips-Kurve führen; allerdings könnte sie aber auch einen steileren Verlauf zur Folge haben, wenn die Wettbewerbssteigerung zu einer größeren Preis- und Lohnflexibilität beiträgt.<sup>36</sup> Es liegen jedoch noch keine eindeutigen empirischen Belege dafür vor, dass die inländische Teuerung infolge der Globalisierung weniger stark auf eine binnenwirtschaftliche Unterauslastung reagiert und in höherem Maße abhängig ist von der weltweiten Kapazitätsauslastung. Einige Experten führen an, dass die üblichen Inflationsmodelle fehlspezifiziert sind, da sie den Einfluss der weltweiten Unterauslastung auf die binnenwirtschaftliche Teuerung nicht berücksichtigen; andere wiederum sind der Meinung, dass globale Variablen nur begrenzten Einfluss oder gar keine systematischen Auswirkungen auf die inländischen Preise haben.<sup>37</sup>

32 Einzelheiten hierzu finden sich beispielsweise in: R. Gordon, a. a. O.; S. Mavroeidis, M. Plagborg-Møller und J. H. Stock, Empirical Evidence on Inflation Expectations in the New Keynesian Phillips Curve, in: Journal of Economic Literature, Bd. 52(1), 2014.

33 Siehe beispielsweise J. Faust und J. H. Wright, a. a. O.; C. T. Carlstrom und T. S. Fuerst, Explaining Apparent Changes in the Phillips Curve: Trend Inflation isn't Constant, in: Economic Commentary der Federal Reserve Bank of Cleveland, 2008.

34 Siehe beispielsweise O. Coibion und Y. Gorodnichenko, Is The Phillips Curve Alive and Well After All? Inflation Expectations and the Missing Disinflation, Working Paper des NBER, Nr. 19598, 2013.

35 C. Borio und A. Filardo, a. a. O., bringen beispielsweise die Abflachung der Phillips-Kurve mit der fortschreitenden Globalisierung in Verbindung.

36 Nähere Einzelheiten hierzu finden sich in: K. Rogoff (2006), Impact of Globalization on Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City, Protokoll des Symposiums in Jackson Hole, 2006, S. 265-305.

37 Belege für die Bedeutung der weltweiten wirtschaftlichen Unterauslastung als Determinante der inländischen Teuerung liefern beispielsweise C. Borio und A. Filardo, a. a. O. Angezweifelt werden deren Ergebnisse jedoch beispielsweise von J. Ihrig, S. B. Kamin, D. Lindner, und J. Marquez in: Some Simple Tests of the Globalization and Inflation Hypothesis, in: International Finance, Bd. 13(3), 2010, S. 343-375. Ebenso sieht A. Calza kaum Belege dafür, dass die „Hypothese der globalen Produktionslücke“ für den Euroraum zutrifft. Siehe A. Calza, Globalisation, domestic inflation and global output gaps – evidence from the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 890, 2008.

Der Grad der Preisflexibilität (sichtbar anhand der Anpassungshäufigkeit oder des Indexierungsgrads) und institutionelle Gegebenheiten (die Macht der Gewerkschaften und der Tarifpartner, Kündigungsschutzgesetze usw.) sind für die Bestimmung der Reagibilität der Teuerung auf eine wirtschaftliche Unterauslastung von großer Bedeutung. Mit flexiblen und wettbewerbsfähigen Märkten könnte die Wirtschaft auf lange Sicht ein höheres Produktionsniveau erreichen. Zugleich würde sich der Inflationsdruck in Grenzen halten. Zudem würden die geringeren Rigiditäten kurzfristig die Reagibilität der Preise und Löhne auf veränderte Kosten oder Messgrößen der Unterauslastung erhöhen (d. h., sie ändern den Verlauf der Phillips-Kurve). Daher kann eine Volkswirtschaft mit flexiblen Güter- und Arbeitsmärkten rascher auf Schocks reagieren und so die höheren Kosten durch Produktionseinbußen und eine höhere Arbeitslosigkeit vermeiden, die in starren Volkswirtschaften mit einer langsameren und langwierigeren Anpassung verbundenen sind. Vor allem hat es sich gezeigt, dass die notwendige wirtschaftliche Anpassung nach einer Finanzkrise in Volkswirtschaften, die niedrige reale und nominale Rigiditäten aufweisen, mit geringeren Produktionseinbußen und einem stärkeren Preisrückgang verbunden ist.<sup>38</sup>

Die jüngsten Preisanpassungen im Euroraum ergeben sich daher möglicherweise auch aus den strukturellen Verschiebungen in vielen Ländern. So fällt der relative Rückgang der Teuerung in den meisten finanziell angeschlagenen Ländern mit umfassenden Strukturreformen zusammen, die darauf abzielen, nominale Rigiditäten bei den Preisen und Löhnen abzubauen und die Arbeits- und Gütermärkte flexibler zu gestalten. Zwar steigern derartige Strukturreformen das Produktionspotenzial und beeinflussen damit auch die Schätzungen zum Grad der wirtschaftlichen Unterauslastung, aber sie könnten auch die Reagibilität der Teuerung auf eine künftige Unterauslastung verstärken. Daher verliert je nach Wirkung der beschlossenen Reformen der von der Phillips-Kurve dargestellte Zusammenhang in vielen Euro-Ländern sogar noch an Gewissheit.

## 6 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die Phillips-Kurve bietet einen intuitiven Rahmen zur Messung des Verhältnisses zwischen dem Grad der wirtschaftlichen Unterauslastung und der Inflationsrate in einer Volkswirtschaft; deshalb ist sie ein gängiges Instrument zur Erklärung und Prognose der Inflationsentwicklung.

Gleichwohl zeigen zahlreiche Einschränkungen, wie im vorliegenden Aufsatz beschrieben, dass eine einfache Phillips-Kurve keine hinreichende analytische Basis zur Inflationsprognose und Ausrichtung der Geldpolitik darstellt. Hinzu kommt, dass bis heute kein einheitliches Konzept der Phillips-Kurve vorliegt, das eindeutig als das beste gilt. Stattdessen gibt es unterschiedliche – jeweils gleichermaßen plausible – Spezifikationen der Phillips-Kurve, die beispielsweise unterschiedliche Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung heranziehen. Außerdem kann sich die Eignung der einzelnen Spezifikationen von Land zu Land unterscheiden. Das gilt besonders für den Euroraum, dessen Mitgliedsländer eine beträchtliche Heterogenität in der Wirtschaftsstruktur und im institutionellen Umfeld aufweisen, z. B. hinsichtlich der Arbeits- und Gütermärkte.

Die Berücksichtigung eines breiten Spektrums an Spezifikationen der Phillips-Kurve kann eine gewisse Absicherung gegen solche Unsicherheiten bieten und vor allem zu einer robusteren Prognoseleistung führen. Dennoch ist das Rahmenwerk alles in allem nicht in der Lage, die Komplexität des Inflationsprozesses und die Beziehungen zu dessen Bestimmungsgrößen in ausreichender Weise abzubilden.

<sup>38</sup> Nähere Einzelheiten hierzu finden sich in: C. Cuerpo, I. Drumond, J. Lendvai, P. Pontuch und R. Raciborski, *Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment*, in: *European Economy, Economic Papers*, Nr. 477, Europäische Kommission, Brüssel.

Vor diesem Hintergrund fußt der auf einem Zwei-Säulen-Konzept basierende Analyserahmen der EZB auf einem breit gefassten, granularen Instrumentarium sowie auf Indikatoren zur Beurteilung der realwirtschaftlichen und preislichen Entwicklung; hierbei stellt der Zusammenhang zwischen wirtschaftlicher Unterauslastung und Inflation, den die Phillips-Kurve abbildet, lediglich ein Element von vielen dar. Zum Rahmenwerk gehört insbesondere ein umfassendes Prognoseschema in Bezug auf die kurz- und mittelfristige Inflationsentwicklung, dessen Grundlage ein breites Spektrum an Modellen sowie eine wirtschaftliche und monetäre Analyse ist.<sup>39</sup>

<sup>39</sup> Siehe EZB, A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises, Juni 2001. Die Publikation ist auf der Website der EZB abrufbar.





# 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 15

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 finanziellen Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften (FMKGs) 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 können unter [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu) angefordert werden. Längere Zeiträume und detailliertere Angaben finden sich im Statistical Data Warehouse in der Rubrik „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 in Japan	S76
	<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS</b>	S77
	<b>TECHNISCHER HINWEIS</b>	S79
	<b>ERLÄUTERUNGEN</b>	S87

---

#### In den Tabellen verwendete Abkürzungen und Zeichen

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



# ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

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

### 1. Monetäre Entwicklung und Zinssätze<sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup>	Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3 <sup>2),3)</sup>	Kredite der MFIs an Ansässige im Euro-Währungs- gebiet (ohne MFIs und öffent- liche Haushalte) <sup>2)</sup>	Von Kapitalge- sellschaften ohne MFIs begebene Wertpapiere ohne Aktien in Euro <sup>2)</sup>	Dreimonats- zinssatz (EURIBOR; in % p. a.; Durchschnitts- werte der Berichtszeit- räume)	Zehnjähriger Kassazinssatz (in % p. a.; Stand am Ende des Berichts- zeitraums) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	0,7	0,57	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	1,0	0,22	2,24
2013 Q3	6,9	4,0	2,2	-	-1,9	1,5	0,22	2,05
Q4	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	1,4	0,24	2,24
2014 Q1	6,0	2,4	1,1	-	-2,2	-1,1	0,30	1,82
Q2	.	.	.	.	.	.	0,30	1,44
2014 Jan.	6,1	2,4	1,1	1,1	-2,3	-1,1	0,29	1,89
Febr.	6,2	2,4	1,3	1,1	-2,2	-1,0	0,29	1,88
März	5,6	2,2	1,0	1,0	-2,2	-1,1	0,31	1,82
April	5,2	2,0	0,7	0,9	-1,8	-2,7	0,33	1,72
Mai	5,0	2,1	1,0	.	-2,0	.	0,32	1,56
Juni	.	.	.	.	.	.	0,24	1,44

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

	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
2012	2,5	2,8	1,9	-0,7	-2,5	78,6	-0,6	11,3
2013	1,4	-0,2	1,5	-0,4	-0,7	78,3	-0,8	11,9
2013 Q4	0,8	-1,1	1,6	0,5	1,6	79,3	-0,4	11,9
2014 Q1	0,7	-1,6	0,9	0,9	1,2	79,8	0,1	11,7
Q2	0,6	.	.	.	.	.	.	.
2014 Jan.	0,8	-1,3	.	.	1,7	80,1	.	11,8
Febr.	0,7	-1,7	.	.	1,8	.	.	11,7
März	0,5	-1,7	.	.	0,2	.	.	11,7
April	0,7	-1,2	.	.	1,4	79,5	.	11,6
Mai	0,5	-1,0	.	.	.	.	.	11,6
Juni	0,5	.	.	.	.	.	.	.

### 3. Außenwirtschaftsstatistik

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €)

	Zahlungsbilanz (Nettotransaktionen)			Währungs- reserven (Stand am Ende des Berichts- zeitraums)	Netto- Auslandsver- mögensstatus (in % des BIP)	Bruttoauslands- verschuldung (in % des BIP)	Effektiver Wechselkurs des Euro: EWK-20 <sup>5)</sup> (Index: 1999 Q1 = 100)		USD/EUR- Wechselkurs
	Leistungsbilanz und Vermögens- übertragungen	Warenhandel	Direkt- investitionen und Wert- papieranlagen zusammen- genommen				Nominal	Real (VPI)	
2012	139,6	89,0	23,9	689,4	-13,2	128,8	97,9	95,6	1,2848
2013	247,8	165,2	80,9	542,1	-12,1	121,0	101,7	98,9	1,3281
2013 Q3	56,0	38,1	-7,7	586,8	-13,3	125,2	101,9	99,2	1,3242
Q4	95,5	48,0	45,5	542,1	-12,1	121,0	103,1	100,0	1,3610
2014 Q1	47,9	35,6	44,5	570,6	.	.	103,9	100,7	1,3696
Q2	.	.	.	.	.	.	103,8	100,1	1,3711
2014 Jan.	8,0	0,7	10,3	570,8	.	.	103,4	100,3	1,3610
Febr.	16,5	15,5	57,4	578,6	.	.	103,6	100,4	1,3659
März	23,5	19,3	-23,2	570,6	.	.	104,6	101,3	1,3823
April	19,9	15,7	-107,0	568,0	.	.	104,5	101,0	1,3813
Mai	.	.	.	568,7	.	.	103,8	100,1	1,3732
Juni	.	.	.	.	.	.	103,0	99,1	1,3592

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.
- Eine Abgrenzung der Handelspartnergruppen und weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.



# MONETÄRE STATISTIK

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

### 1. Aktiva

	30. Mai 2014	6. Juni 2014	13. Juni 2014	20. Juni 2014	27. Juni 2014
<b>Gold und Goldforderungen</b>	326 477	326 478	326 478	326 479	326 479
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	245 902	248 259	247 484	244 415	244 416
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>	23 788	22 865	23 399	25 542	24 394
<b>Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	19 592	19 925	18 836	18 404	18 563
<b>Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	679 749	653 280	607 617	565 019	568 373
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	174 002	149 351	136 766	97 887	115 041
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	505 682	503 892	470 840	467 126	453 276
Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0	0
Spitzenrefinanzierungsfazilität	64	37	11	5	56
Forderungen aus Margenausgleich	1	0	0	0	0
<b>Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	57 409	61 125	63 814	62 898	65 198
<b>Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	573 745	570 850	569 966	569 373	570 574
Wertpapiere für geldpolitische Zwecke	215 260	212 847	212 543	209 920	209 920
Sonstige Wertpapiere	358 485	358 003	357 423	359 453	360 654
<b>Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte</b>	27 267	27 267	27 267	27 267	27 267
<b>Sonstige Aktiva</b>	243 166	242 266	239 419	240 579	242 834
<b>Aktiva insgesamt</b>	<b>2 197 095</b>	<b>2 172 316</b>	<b>2 124 281</b>	<b>2 079 975</b>	<b>2 088 099</b>

### 2. Passiva

	30. Mai 2014	6. Juni 2014	13. Juni 2014	20. Juni 2014	27. Juni 2014
<b>Banknotenumlauf</b>	953 817	957 808	956 549	955 931	958 314
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	352 187	343 693	325 814	237 777	243 158
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	209 392	187 123	199 831	211 226	217 727
Einlagefazilität	39 910	37 312	17 175	26 544	25 423
Termineinlagen	102 878	119 200	108 650	0	0
Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	7	58	158	7	7
<b>Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	1 687	1 848	2 663	8 014	8 560
<b>Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen</b>	0	0	0	0	0
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	163 008	141 639	124 145	168 296	171 568
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	76 456	78 278	67 104	61 649	59 728
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	1 005	989	971	1 057	809
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	5 342	6 638	6 588	6 192	5 477
<b>Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte</b>	52 830	52 830	52 830	52 830	52 830
<b>Sonstige Passiva</b>	209 205	206 278	205 302	204 012	203 433
<b>Ausgleichsposten aus Neubewertung</b>	288 913	288 913	288 913	288 913	288 913
<b>Kapital und Rücklagen</b>	92 644	93 403	93 403	95 305	95 309
<b>Passiva insgesamt</b>	<b>2 197 095</b>	<b>2 172 316</b>	<b>2 124 281</b>	<b>2 079 975</b>	<b>2 088 099</b>

Quelle: EZB.

## 1.2 Leitzinsen der EZB

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

	Mit Wirkung vom: <sup>1)</sup>	Einlagefazilität		Hauptrefinanzierungsgeschäfte			Spitzenrefinanzierungsfazilität	
				Mengentender	Zinstender	Veränderung		
		Höhe	Veränderung	Festzinssatz	Mindestbietungssatz		Höhe	Veränderung
				1	2	3		
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
2012	11. Juli	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25
2013	8. Mai	0,00	...	0,50	-	-0,25	1,00	-0,50
	13. Nov.	0,00	...	0,25	-	-0,25	0,75	-0,25
2014	11. Juni	-0,10	-0,10	0,15	-	-0,10	0,40	-0,35

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 2008 abzuwickelnden Geschäft als Mengentender mit Vollzuteilung 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)	Mengtender			Zinstender			Laufzeit (Tage)
				Festzinssatz	Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungssatz <sup>4)</sup>	Gewichteter Durchschnittssatz			
	1	2	3	4	5	6	7	8		
<b>Hauptrefinanzierungsgeschäfte</b>										
2014 26. März	121 305	121	121 305	0,25	-	-	-	-	7	
2. April	110 643	113	110 643	0,25	-	-	-	-	7	
9.	104 619	142	104 619	0,25	-	-	-	-	7	
16.	112 165	172	112 165	0,25	-	-	-	-	7	
23.	121 816	155	121 816	0,25	-	-	-	-	7	
30.	172 621	266	172 621	0,25	-	-	-	-	7	
7. Mai	129 140	177	129 140	0,25	-	-	-	-	7	
14.	137 302	199	137 302	0,25	-	-	-	-	7	
21.	131 957	193	131 957	0,25	-	-	-	-	7	
28.	174 002	267	174 002	0,25	-	-	-	-	7	
4. Juni	149 351	229	149 351	0,25	-	-	-	-	7	
11.	136 766	193	136 766	0,15	-	-	-	-	7	
18.	97 887	150	97 887	0,15	-	-	-	-	7	
25.	115 041	151	115 041	0,15	-	-	-	-	7	
2. Juli	97 103	124	97 103	0,15	-	-	-	-	7	
<b>Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte<sup>5)</sup></b>										
2014 15. Jan.	7 092	28	7 092	0,25	-	-	-	-	28	
30.	4 955	69	4 955	0,25	-	-	-	-	92	
12. Febr.	6 480	30	6 480	0,25	-	-	-	-	28	
27.	6 297	63	6 297	0,25	-	-	-	-	91	
12. März	7 522	30	7 522	0,25	-	-	-	-	28	
27.	11 617	83	11 617	0,23	-	-	-	-	91	
9. April	28 023	35	28 023	0,25	-	-	-	-	35	
2. Mai <sup>6)</sup>	13 193	97	13 193	.	-	-	-	-	90	
14.	32 335	54	32 335	0,25	-	-	-	-	28	
29. <sup>6)</sup>	10 949	89	10 949	.	-	-	-	-	91	
11. Juni	9 970	44	9 970	0,15	-	-	-	-	28	
26. <sup>6)</sup>	10 386	84	10 386	.	-	-	-	-	91	

#### 2. Sonstige Tendergeschäfte

Abwicklungstag	Art des Geschäfts	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Mengen- tender			Zinstender			Laufzeit (Tage)
					Festzinssatz	Mindest- bietungs- satz	Höchst- bietungs- satz	Marginaler Zuteilungs- satz <sup>4)</sup>	Gewichteter Durch- schnittssatz		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2014 5. März	Hereinnahme von Termineinlagen	219 131	165	175 500	-	-	0,25	0,23	0,22	7	
12.	Hereinnahme von Termineinlagen	219 077	159	175 500	-	-	0,25	0,23	0,21	7	
19.	Hereinnahme von Termineinlagen	223 227	160	175 500	-	-	0,25	0,22	0,21	7	
26.	Hereinnahme von Termineinlagen	180 901	138	175 500	-	-	0,25	0,25	0,22	7	
2. April	Hereinnahme von Termineinlagen	199 721	152	175 500	-	-	0,25	0,23	0,21	7	
9.	Hereinnahme von Termineinlagen	192 515	156	172 500	-	-	0,25	0,24	0,22	7	
16.	Hereinnahme von Termineinlagen	153 364	139	153 364	-	-	0,25	0,25	0,23	7	
23.	Hereinnahme von Termineinlagen	166 780	139	166 780	-	-	0,25	0,25	0,23	7	
30.	Hereinnahme von Termineinlagen	103 946	121	103 946	-	-	0,25	0,25	0,24	7	
7. Mai	Hereinnahme von Termineinlagen	165 533	158	165 533	-	-	0,25	0,25	0,23	7	
14.	Hereinnahme von Termineinlagen	144 281	141	144 281	-	-	0,25	0,25	0,24	7	
21.	Hereinnahme von Termineinlagen	137 465	148	137 465	-	-	0,25	0,25	0,24	7	
28.	Hereinnahme von Termineinlagen	102 878	119	102 878	-	-	0,25	0,25	0,25	7	
4. Juni	Hereinnahme von Termineinlagen	119 200	140	119 200	-	-	0,25	0,25	0,24	7	
11.	Hereinnahme von Termineinlagen	108 650	122	108 650	-	-	0,15	0,15	0,13	7	

Quelle: EZB.

- Geringfügige Abweichungen von den in Abschnitt 1.1 ausgewiesenen Beträgen sind aufgrund von zugeteilten, jedoch nicht abgewickelten Geschäften möglich.
- Mit Wirkung vom April 2002 werden Ausgleichstender (d. h. Operationen mit einer Laufzeit von einer Woche, die parallel zu einem Hauptrefinanzierungsgeschäft als Standardtender durchgeführt werden) als Hauptrefinanzierungsgeschäfte klassifiziert.
- 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 2008 abzuwickelnden Geschäft als Mengentender mit Vollzuteilung 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 den am 22. Dezember 2011 und am 1. März 2012 abgewickelten Geschäften haben die Geschäftspartner nach einem Jahr die Option, einen beliebigen Anteil der im Rahmen dieser Geschäfte zugeteilten Liquidität an einem frei wählbaren Tag, an dem auch die Abwicklung eines Hauptrefinanzierungsgeschäfts ansteht, zurückzuzahlen.
- Bei diesem längerfristigen Refinanzierungsgeschäft erfolgt die volle Zuteilung aller Gebote zu dem durchschnittlichen Mindestbietungssatz aller Hauptrefinanzierungsgeschäfte während der Laufzeit des Geschäfts. Die Zinssätze dieser längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte werden auf zwei Dezimalstellen gerundet. Die genaue Berechnungsmethode findet sich im „Technischen Hinweis“.

## 1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik

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

### 1. Mindestreservebasis der reservspflichtigen Kreditinstitute

Reservebasis per (Stand am Ende des Berichts- zeitraums):	Insgesamt  1	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 2	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren 3	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit oder Kündigungsfrist von mehr als 2 Jahren 4	Repogeschäfte 5	Schuldverschrei- bungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren 6
2010	18 948,1	9 962,6	644,3	2 683,3	1 335,4	4 322,5
2011	18 970,0	9 790,9	687,7	2 781,2	1 303,5	4 406,8
2012	18 564,7	9 971,7	637,5	2 583,9	1 163,1	4 208,4
2013	17 847,1	9 811,6	518,8	2 447,1	1 152,6	3 917,1
2013 Dez. <sup>2)</sup>	17 847,1	9 811,6	518,8	2 447,1	1 152,6	3 917,1
2014 Jan.	18 010,5	9 834,5	569,0	2 436,0	1 233,4	3 937,5
Febr.	17 994,9	9 825,2	572,2	2 409,7	1 281,0	3 906,9
März	17 978,0	9 885,5	553,4	2 395,7	1 232,6	3 910,7
April	18 000,0	9 948,1	541,2	2 364,4	1 257,2	3 889,1

### 2. Mindestreserve-Erfüllung

Ende der Mindestreserve- Erfüllungs- periode	Reserve-Soll  1	Guthaben der Kredit- institute auf Girokonten  2	Überschussreserven  3	Unterschreitungen des Reserve-Solls  4	Verzinsung der Mindestreserven  5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2013	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 11. Febr.	103,6	216,0	112,4	0,0	0,25
11. März	102,8	201,1	98,3	0,0	0,25
8. April	103,6	195,2	91,6	0,0	0,25
13. Mai	103,5	191,2	87,7	0,0	0,25
10. Juni	103,9	192,3	88,3	0,0	0,25
8. Juli	104,4	.	.	.	.

### 3. Liquidität

Ende der Mindestreserve- Erfüllungs- periode	Liquiditätszuführende Faktoren						Liquiditätsabschöpfende Faktoren				Guthaben der Kredit- institute auf Giro- konten 11	Basis- geld 12
	Nettoaktiva des Euro- systems in Gold und Devisen 1	Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems					Banknoten- umlauf 8	Einlagen von Zentral- staaten beim Eurosystem 9	Sonstige Faktoren (netto) 10			
		Haupt- refinanzie- rungs- geschäfte 2	Länger- fristige Refinanzie- rungs- geschäfte 3	Spitzen- refinanzie- rungs- fazilität 4	Sonstige liquiditäts- zuführende Faktoren <sup>3)</sup> 5	Einlage- fazilität 6				Sonstige liquiditäts- abschöpf- fende Faktoren <sup>4)</sup> 7		
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
2012	708,0	74,0	1 044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1 631,0
2013	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1 194,4
2014 14. Jan.	532,7	129,3	592,1	0,3	236,8	60,1	149,3	947,9	61,2	24,7	248,1	1 256,0
11. Febr.	510,3	105,4	576,4	0,3	232,5	42,1	164,4	931,8	83,4	-12,9	216,0	1 190,0
11. März	510,4	91,8	570,4	0,3	229,5	29,5	175,5	932,1	81,8	-17,6	201,1	1 162,8
8. April	518,9	105,4	534,6	0,7	227,5	29,2	175,5	938,4	73,8	-25,0	195,2	1 162,8
13. Mai	536,4	128,1	519,6	0,2	222,6	29,7	152,4	947,9	87,7	-2,1	191,2	1 168,8
10. Juni	536,8	148,1	507,8	0,1	215,9	28,3	126,0	951,0	111,5	-0,4	192,3	1 171,6

Quelle: EZB.

- Seit der am 18. Januar 2012 beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode gilt ein Satz von 1 %. Für alle vorherigen Erfüllungsperioden gilt ein Satz von 2 %.
- Einschließlich der Reservebasis der Kreditinstitute in Lettland. Übergangsweise können Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet beschließen, von ihrer eigenen Reservebasis Verbindlichkeiten gegenüber in Lettland ansässigen Kreditinstituten abzuziehen. Für die Reservebasis ab Ende Januar 2014 gelten die normalen Regelungen (siehe Beschluss EZB/2013/41 der EZB vom 22. Oktober 2013 zu Übergangsbestimmungen für die Auferlegung einer Mindestreservepflicht durch die EZB nach der Einführung des Euro in Lettland).
- 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 Devisenwapengeschäfte 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>3)</sup>	Aktien und sonstige Dividendenwerte von sowie Beteiligungen an Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sachanlagen	Sonstige Aktivpositionen
		Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro-Währungsgebiet	MFIs	Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro-Währungsgebiet	MFIs					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosystem</b>														
2012	5 288,1	3 351,2	16,9	1,0	3 333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	-	23,4	799,9	8,3	382,3
2013	4 073,0	2 283,2	15,0	1,2	2 267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,4	8,3	408,7
2013 Q4	4 073,0	2 283,2	15,0	1,2	2 267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,4	8,3	408,7
2014 Q1	3 916,3	2 087,4	15,0	1,2	2 071,2	721,9	578,0	22,9	121,0	-	26,6	658,0	7,9	414,5
2014 Febr.	3 988,7	2 156,6	15,0	1,2	2 140,5	717,8	571,3	25,0	121,5	-	26,5	668,5	7,9	411,4
März	3 916,3	2 087,4	15,0	1,2	2 071,2	721,9	578,0	22,9	121,0	-	26,6	658,0	7,9	414,5
April	3 926,6	2 101,1	14,1	1,2	2 085,9	712,3	567,6	22,7	122,0	-	26,7	662,3	8,0	416,3
Mai <sup>4)</sup>	3 888,0	2 064,3	14,1	1,3	2 049,0	706,3	567,1	17,4	121,8	-	26,9	664,3	8,0	418,2
<b>MFIs ohne Eurosystem</b>														
2012	32 694,6	17 987,2	1 153,4	11 043,4	5 790,4	4 901,6	1 627,0	1 423,3	1 851,3	66,8	1 227,8	4 045,7	214,7	4 250,9
2013	30 444,8	16 983,4	1 082,4	10 651,2	5 249,7	4 671,4	1 694,3	1 334,4	1 642,7	58,1	1 232,7	3 856,0	210,6	3 432,6
2013 Q4	30 444,8	16 983,4	1 082,4	10 651,2	5 249,7	4 671,4	1 694,3	1 334,4	1 642,7	58,1	1 232,7	3 856,0	210,6	3 432,6
2014 Q1	30 586,7	16 943,9	1 092,9	10 642,0	5 208,9	4 697,9	1 774,5	1 305,9	1 617,6	54,0	1 249,2	3 981,5	202,3	3 458,0
2014 Febr.	30 744,2	16 974,8	1 095,3	10 640,9	5 238,6	4 752,1	1 768,8	1 317,4	1 665,9	53,2	1 237,8	4 003,8	208,4	3 514,1
März	30 586,7	16 943,9	1 092,9	10 642,0	5 208,9	4 697,9	1 774,5	1 305,9	1 617,6	54,0	1 249,2	3 981,5	202,3	3 458,0
April	30 738,8	16 962,3	1 093,7	10 651,0	5 217,6	4 679,0	1 790,7	1 270,7	1 617,7	54,0	1 267,9	4 035,9	202,8	3 537,0
Mai <sup>4)</sup>	30 870,7	16 928,9	1 095,3	10 590,0	5 243,6	4 715,6	1 807,0	1 314,3	1 594,4	51,7	1 256,3	4 106,5	203,1	3 608,8

### 2. Passiva

	Insgesamt	Bargeldumlauf	Einlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet			Geldmarktfondsanteile <sup>3)</sup>	Begebene Schuldverschreibungen <sup>4)</sup>	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sonstige Passivpositionen	
			Zusammen	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte/sonstige Ansässige im Euro-Währungsgebiet						MFIs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosystem</b>											
2012	5 288,1	938,2	3 062,2	81,4	64,5	2 916,4	-	0,0	536,6	298,7	452,5
2013	4 073,0	982,4	2 004,3	62,3	40,1	1 901,9	-	0,0	406,3	202,2	477,8
2013 Q4	4 073,0	982,4	2 004,3	62,3	40,1	1 901,9	-	0,0	406,3	202,2	477,8
2014 Q1	3 916,3	965,6	1 860,2	86,1	38,4	1 735,7	-	0,0	440,5	166,5	483,5
2014 Febr.	3 988,7	960,0	1 921,3	94,9	42,7	1 783,7	-	0,0	445,6	177,5	484,4
März	3 916,3	965,6	1 860,2	86,1	38,4	1 735,7	-	0,0	440,5	166,5	483,5
April	3 926,6	975,4	1 859,4	112,4	50,2	1 696,8	-	0,0	440,0	167,5	484,2
Mai <sup>4)</sup>	3 888,0	980,3	1 811,4	116,7	50,8	1 643,8	-	0,0	442,2	167,8	486,3
<b>MFIs ohne Eurosystem</b>											
2012	32 694,6	-	17 195,3	169,6	10 870,4	6 155,3	534,7	4 848,9	2 344,0	3 494,5	4 277,2
2013	30 444,8	-	16 646,8	152,5	10 940,3	5 554,0	462,9	4 352,6	2 399,7	3 106,4	3 476,4
2013 Q4	30 444,8	-	16 646,8	152,5	10 940,3	5 554,0	462,9	4 352,6	2 399,7	3 106,4	3 476,4
2014 Q1	30 586,7	-	16 654,6	181,1	10 955,7	5 517,9	458,1	4 297,8	2 452,9	3 224,9	3 498,5
2014 Febr.	30 744,2	-	16 687,9	177,6	10 941,2	5 569,1	475,0	4 344,6	2 431,6	3 250,1	3 555,0
März	30 586,7	-	16 654,6	181,1	10 955,7	5 517,9	458,1	4 297,8	2 452,9	3 224,9	3 498,5
April	30 738,8	-	16 658,7	144,2	10 925,6	5 588,9	463,1	4 284,1	2 462,7	3 295,7	3 574,5
Mai <sup>4)</sup>	30 870,7	-	16 742,0	172,9	10 950,0	5 619,1	455,5	4 279,0	2 453,2	3 310,5	3 630,4

Quelle: EZB.

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

**2.2 Konsolidierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>**  
(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

**1. Aktiva**

	Ins- gesamt	Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Wertpapiere ohne Aktien von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Aktien und sonstige Divi- dendenwerte von 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- Währungs- gebiet	Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro- Währungs- gebiet				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2012	26 251,1	12 214,6	1 170,3	11 044,3	3 629,2	2 195,4	1 433,8	767,0	4 845,6	222,9	4 571,8
2013	24 650,4	11 749,8	1 097,4	10 652,4	3 621,2	2 261,8	1 359,4	791,9	4 488,4	218,9	3 780,1
2013 Q4	24 650,4	11 749,8	1 097,4	10 652,4	3 621,2	2 261,8	1 359,4	791,9	4 488,4	218,9	3 780,1
2014 Q1	24 909,8	11 751,2	1 108,0	10 643,2	3 681,3	2 352,5	1 328,7	804,2	4 639,5	210,2	3 823,4
2014 Febr.	24 991,4	11 752,3	1 110,2	10 642,1	3 682,5	2 340,0	1 342,5	792,3	4 672,3	216,3	3 875,7
März	24 909,8	11 751,2	1 108,0	10 643,2	3 681,3	2 352,5	1 328,7	804,2	4 639,5	210,2	3 823,4
April	25 045,6	11 759,9	1 107,7	10 652,2	3 651,6	2 358,2	1 293,3	825,6	4 698,1	210,8	3 899,7
Mai <sup>3)</sup>	25 178,6	11 700,6	1 109,4	10 591,2	3 705,7	2 374,1	1 331,6	815,0	4 770,7	211,1	3 975,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2012	90,3	-35,2	-4,7	-30,6	113,1	183,6	-70,5	38,5	-151,1	-14,0	139,0
2013	-1 617,3	-276,3	-73,7	-202,6	-27,9	46,1	-74,1	14,0	-79,2	-2,1	-1 245,7
2013 Q4	-671,7	-100,1	-8,0	-92,1	-137,7	-75,2	-62,5	-5,2	-13,8	0,5	-415,4
2014 Q1	184,3	-3,8	9,1	-12,9	35,0	58,3	-23,4	13,4	117,9	-8,8	30,6
2014 Febr.	-23,1	-1,5	-8,3	6,7	1,5	12,3	-10,8	-5,5	16,3	-0,8	-32,9
März	-77,3	5,1	-2,3	7,4	-10,8	3,5	-14,2	10,9	-23,1	-6,0	-53,4
April	137,9	14,0	0,1	13,9	-36,9	0,0	-36,9	19,6	64,9	0,5	75,8
Mai <sup>3)</sup>	90,5	-56,4	1,6	-58,0	46,7	9,7	36,9	-12,5	37,0	0,4	75,4

**2. Passiva**

	Insgesamt	Barggeld- 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>										
2012	26 251,1	876,8	251,0	10 934,9	467,9	2 853,4	2 396,4	3 793,2	4 729,6	-52,1
2013	24 650,4	921,2	214,8	10 980,4	404,8	2 587,0	2 340,2	3 308,6	3 954,2	-60,9
2013 Q4	24 650,4	921,2	214,8	10 980,4	404,8	2 587,0	2 340,2	3 308,6	3 954,2	-60,9
2014 Q1	24 909,8	916,5	267,2	10 994,1	404,1	2 559,2	2 421,9	3 391,5	3 981,9	-26,5
2014 Febr.	24 991,4	910,2	272,5	10 983,8	421,8	2 557,2	2 405,2	3 427,6	4 039,4	-26,3
März	24 909,8	916,5	267,2	10 994,1	404,1	2 559,2	2 421,9	3 391,5	3 981,9	-26,5
April	25 045,6	921,8	256,5	10 975,8	409,1	2 544,4	2 433,7	3 463,2	4 058,7	-17,7
Mai <sup>3)</sup>	25 178,6	928,9	289,6	11 000,8	403,8	2 562,9	2 427,2	3 478,4	4 116,7	-29,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2012	90,3	19,5	-5,1	180,1	-18,2	-124,8	156,0	-251,7	151,0	-16,6
2013	-1 617,3	44,4	-37,0	163,1	-46,6	-198,9	78,9	-441,7	-1 187,2	7,7
2013 Q4	-671,7	27,2	-58,9	23,5	-12,7	-25,7	-1,8	-179,2	-426,1	-18,1
2014 Q1	184,3	-5,3	52,0	9,4	-0,6	-27,1	38,4	70,7	13,9	32,9
2014 Febr.	-23,1	1,9	36,9	28,8	-0,7	-16,3	5,3	-16,4	-77,2	14,6
März	-77,3	6,3	-5,3	10,0	-17,6	2,5	19,5	-36,3	-56,0	-0,4
April	137,9	5,3	-10,7	-17,5	5,1	-13,3	7,7	75,0	74,8	11,4
Mai <sup>3)</sup>	90,5	7,1	33,1	19,7	-5,2	11,6	-5,0	-13,1	54,1	-11,7

Quelle: EZB.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- Eine im Dezember 2010 in einem Mitgliedstaat geänderte Verbuchung von Derivaten hat zu einem Anstieg dieser Positionen geführt.
- Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gehaltene Bestände.
- Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltene Bestände mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in den Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets enthalten.

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

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

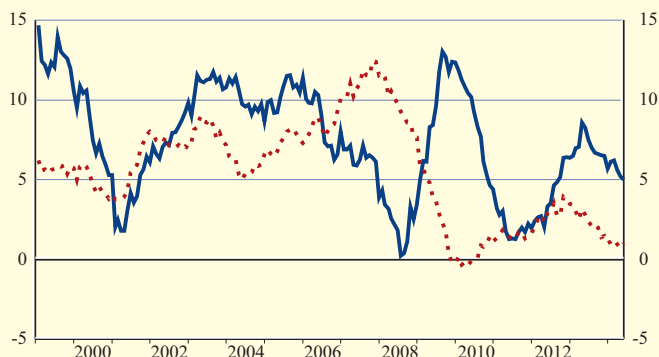
### 1. Geldmengenaggregate<sup>2)</sup> und Gegenposten

	M3				Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3	Länger- fristige finanzielle Verbind- lichkeiten	Kredite an öffentliche Haushalte	Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet <sup>3)</sup>			Nettofor- derungen an Ansässige außerhalb des Euro- Währungs- gebiets <sup>4)</sup>	
	M2		M3-M2	Buchkredite				Um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Buchkredite <sup>5)</sup>				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände</b>												
2012	5 107,1	3 882,3	8 989,4	790,1	9 779,5	-	7 569,0	3 406,0	13 055,3	10 854,0	-	1 035,6
2013	5 390,0	3 812,4	9 202,4	625,2	9 827,6	-	7 303,4	3 402,2	12 694,5	10 542,0	-	1 162,3
2013 Q4	5 390,0	3 812,4	9 202,4	625,2	9 827,6	-	7 303,4	3 402,2	12 694,5	10 542,0	-	1 162,3
2014 Q1	5 488,3	3 791,7	9 280,0	602,4	9 882,4	-	7 348,4	3 452,9	12 660,6	10 534,5	-	1 263,2
2014 Febr.	5 492,0	3 783,1	9 275,1	637,9	9 912,9	-	7 328,3	3 455,0	12 677,5	10 545,1	-	1 240,6
März	5 488,3	3 791,7	9 280,0	602,4	9 882,4	-	7 348,4	3 452,9	12 660,6	10 534,5	-	1 263,2
April	5 497,2	3 788,2	9 285,4	589,2	9 874,6	-	7 327,9	3 458,6	12 630,7	10 551,5	-	1 271,3
Mai <sup>(p)</sup>	5 530,7	3 799,9	9 330,6	593,0	9 923,6	-	7 322,4	3 466,2	12 611,8	10 494,8	-	1 305,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2012	307,4	78,1	385,5	-55,4	330,0	-	-116,4	184,9	-102,6	-70,8	-15,1	99,3
2013	291,1	-66,7	224,4	-123,8	100,6	-	-89,6	-25,2	-305,1	-245,7	-219,8	361,7
2013 Q4	48,7	-39,2	9,5	-20,1	-10,6	-	-17,8	-50,7	-152,6	-62,9	-57,1	155,2
2014 Q1	90,4	-23,9	66,5	-22,4	44,1	-	8,5	16,8	-29,3	-11,1	-8,3	79,9
2014 Febr.	47,7	-9,7	38,0	-4,9	33,1	-	-10,7	-2,6	-9,8	6,4	8,5	36,7
März	-3,9	8,6	4,7	-35,5	-30,8	-	23,5	-11,1	-12,1	-4,3	-3,8	32,5
April	9,3	-3,2	6,1	-11,0	-4,9	-	-25,2	0,4	-28,2	21,9	23,2	11,2
Mai <sup>(p)</sup>	30,7	10,5	41,2	3,9	45,1	-	-12,2	1,4	-19,1	-53,8	-4,9	26,7
<b>Wachstumsraten</b>												
2012	6,4	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,5	-1,5	5,9	-0,8	-0,6	-0,1	99,3
2013	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,0	361,7
2013 Q4	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,0	361,7
2014 Q1	5,6	-2,3	2,2	-14,6	1,0	1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-2,2	-2,0	375,7
2014 Febr.	6,2	-2,6	2,4	-12,4	1,3	1,1	-1,3	0,1	-2,3	-2,2	-2,0	375,7
März	5,6	-2,3	2,2	-14,6	1,0	1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-2,2	-2,0	375,7
April	5,2	-2,4	2,0	-15,3	0,7	0,9	-1,1	-0,9	-2,5	-1,8	-1,6	372,3
Mai <sup>(p)</sup>	5,0	-1,9	2,1	-13,4	1,0	.	-1,2	-1,4	-2,5	-2,0	-1,4	344,5

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

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)

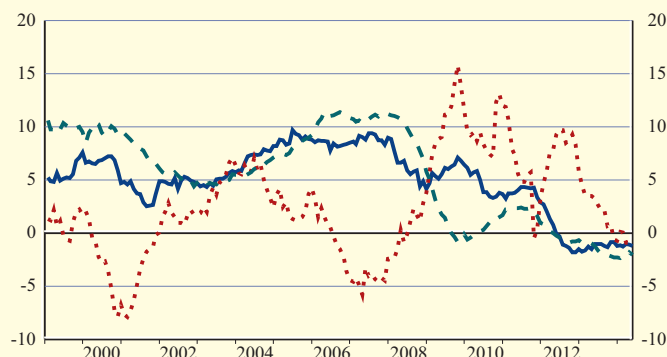
— M1  
- - - M3



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

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)

— Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten  
- - - Kredite an öffentliche Haushalte  
- - - Buchkredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet



Quelle: EZB.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- Die Geldmengenaggregate umfassen die monetären Verbindlichkeiten der MFIs und der Zentralstaaten (Post, Schatzämter usw.) gegenüber im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs (ohne Zentralstaaten). Zur Definition von M1, M2 und M3 siehe Glossar.
- Für den Zeitraum ab Juni 2010 ohne Reverse-Repo-Geschäfte mit zentralen Kontrahenten; Transaktionen und Wachstumsraten sind um diesen Effekt bereinigt.
- 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)

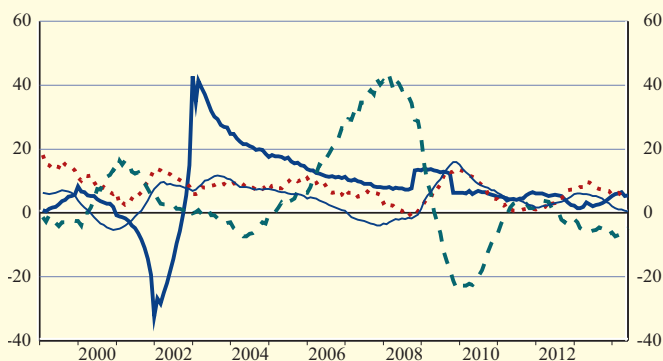
### 2. Komponenten der Geldmengenaggregate und längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten

	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo- geschäfte <sup>2)</sup>	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 vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2012	863,9	4 243,1	1 801,8	2 080,6	123,7	483,3	183,2	2 685,0	106,1	2 395,2	2 382,7
2013	909,6	4 480,4	1 690,8	2 121,6	118,8	417,9	88,5	2 510,7	91,7	2 372,8	2 328,2
2013 Q4	909,6	4 480,4	1 690,8	2 121,6	118,8	417,9	88,5	2 510,7	91,7	2 372,8	2 328,2
2014 Q1	926,3	4 561,9	1 667,4	2 124,3	116,8	402,0	83,6	2 472,6	91,2	2 358,7	2 425,9
2014 Febr.	919,1	4 572,9	1 664,3	2 118,8	130,1	421,2	86,6	2 470,5	91,3	2 360,4	2 406,0
März	926,3	4 561,9	1 667,4	2 124,3	116,8	402,0	83,6	2 472,6	91,2	2 358,7	2 425,9
April	925,7	4 571,5	1 664,3	2 123,9	119,2	401,8	68,3	2 468,4	91,1	2 321,8	2 446,6
Mai <sup>(p)</sup>	928,5	4 602,2	1 672,9	2 127,0	120,5	395,2	77,3	2 480,6	91,1	2 310,6	2 440,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2012	20,2	287,2	-36,5	114,6	-17,0	-20,0	-18,4	-105,8	-10,2	-156,1	155,7
2013	45,6	245,5	-109,9	43,2	-11,9	-48,6	-63,3	-137,2	-14,3	-18,4	80,3
2013 Q4	15,9	32,9	-28,6	-10,6	9,6	-3,4	-26,3	17,2	-1,8	-18,2	-15,1
2014 Q1	16,1	74,3	-26,1	2,2	-2,1	-15,8	-4,6	-37,8	-0,5	-7,9	54,6
2014 Febr.	5,3	42,4	-9,2	-0,5	5,6	-6,3	-4,3	-19,1	0,5	-3,5	11,4
März	7,2	-11,1	3,1	5,5	-13,3	-19,1	-3,2	2,8	-0,2	-1,8	22,7
April	-0,7	10,0	-3,0	-0,3	2,4	-0,2	-13,2	-4,8	-0,1	-36,7	16,5
Mai <sup>(p)</sup>	2,8	27,9	7,5	3,0	1,1	-6,5	9,3	5,1	0,0	-12,3	-5,0
<b>Wachstumsraten</b>											
2012	2,4	7,2	-2,0	5,8	-11,8	-3,9	-9,6	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2013 Q4	5,3	5,8	-6,1	2,1	-9,5	-10,4	-37,4	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2014 Q1	6,5	5,4	-6,4	1,1	-9,9	-12,0	-28,4	-4,6	-9,6	-1,7	4,0
2014 Febr.	6,2	6,2	-7,0	1,1	-2,5	-9,2	-31,8	-5,8	-10,7	-0,7	3,6
März	6,5	5,4	-6,4	1,1	-9,9	-12,0	-28,4	-4,6	-9,6	-1,7	4,0
April	5,3	5,2	-6,0	0,7	-7,9	-10,8	-39,1	-4,1	-8,3	-2,7	4,3
Mai <sup>(p)</sup>	5,5	4,9	-4,7	0,5	-7,1	-11,2	-27,9	-3,2	-6,7	-3,5	3,6

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

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)

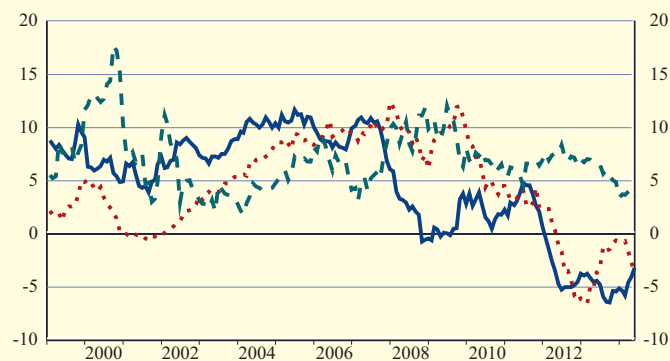
- Bargeldumlauf
- ... Täglich fällige Einlagen
- - - Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren
- Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten



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

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)

- Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren
- ... Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren
- - - Kapital und Rücklagen



Quelle: EZB.

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

2) Für den Zeitraum ab Juni 2010 ohne Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten; Transaktionen und Wachstumsraten sind um diesen Effekt bereinigt.

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

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

### 3. Buchkredite als Gegenposten zu M3

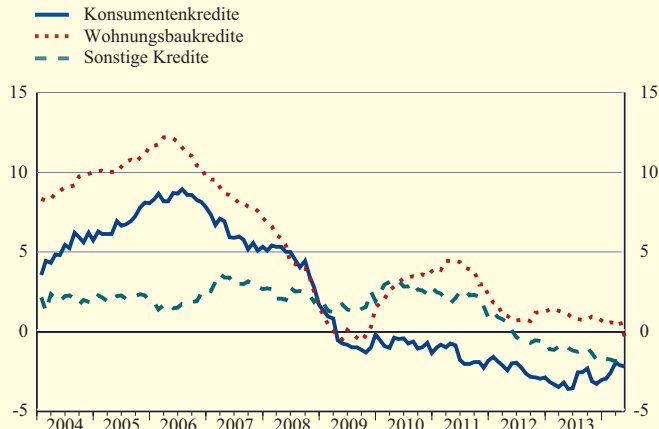
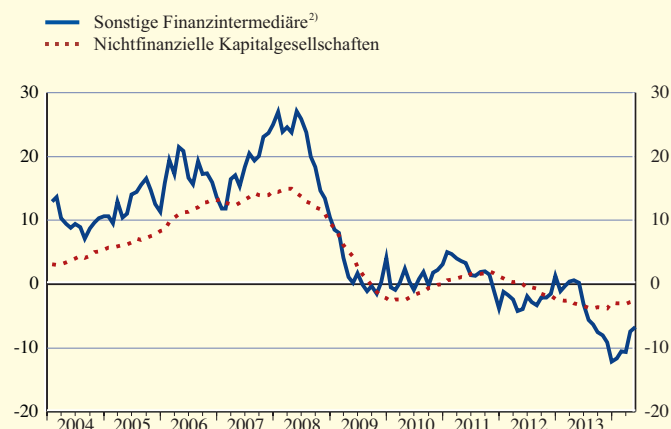
	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften				Private Haushalte <sup>3)</sup>					
	Insgesamt	Insgesamt	Insgesamt	Kredite bereinigt um Verkäufe und Verbriefungen <sup>4)</sup>			Insgesamt	Konsumentenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite		
				Bis zu 1 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
<b>Bestände</b>												
2012	89,0	977,0	4 546,5	-	1 129,8	795,7	2 621,1	5 241,4	-	601,8	3 823,5	816,1
2013	98,3	866,8	4 356,1	-	1 067,9	740,5	2 547,8	5 220,7	-	573,3	3 851,6	795,7
2013 Q4	98,3	866,8	4 356,1	-	1 067,9	740,5	2 547,8	5 220,7	-	573,3	3 851,6	795,7
2014 Q1	101,1	861,6	4 339,7	-	1 058,7	734,7	2 546,3	5 232,1	-	572,6	3 867,1	792,4
2014 Febr.	102,5	863,2	4 348,3	-	1 048,0	741,7	2 558,5	5 231,2	-	571,9	3 865,5	793,8
März	101,1	861,6	4 339,7	-	1 058,7	734,7	2 546,3	5 232,1	-	572,6	3 867,1	792,4
April	100,0	885,7	4 329,6	-	1 047,4	739,0	2 543,1	5 236,3	-	571,1	3 871,8	793,4
Mai <sup>5)</sup>	95,8	887,8	4 319,3	-	1 038,3	739,8	2 541,1	5 191,9	-	568,2	3 833,1	790,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2012	-2,0	12,9	-107,3	-60,1	6,5	-51,4	-62,4	25,6	34,3	-17,7	48,5	-5,1
2013	9,6	-119,2	-132,7	-127,5	-44,2	-44,9	-43,7	-3,4	14,1	-18,0	27,8	-13,1
2013 Q4	3,0	-33,2	-25,2	-26,8	-8,5	-17,7	1,1	-7,5	-0,6	-6,3	7,0	-8,2
2014 Q1	2,8	6,9	-28,5	-27,4	-7,1	-6,6	-14,8	7,7	9,1	0,4	10,2	-3,0
2014 Febr.	2,6	11,0	-13,2	-12,8	-10,4	2,2	-5,1	5,9	7,7	-0,4	7,3	-1,0
März	-1,4	-1,5	-4,0	-3,4	12,0	-5,9	-10,1	2,6	2,3	1,4	1,6	-0,4
April	-1,2	24,3	-6,3	-3,4	-10,7	7,0	-2,7	5,1	3,0	-1,1	4,9	1,3
Mai <sup>5)</sup>	-4,2	0,8	-7,6	-4,5	-8,7	-1,0	2,1	-42,8	2,8	-2,2	-39,0	-1,6
<b>Wachstumsraten</b>												
2012	-2,2	1,3	-2,3	-1,3	0,6	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,6
2013	10,8	-12,2	-2,9	-2,8	-3,9	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2013 Q4	10,8	-12,2	-2,9	-2,8	-3,9	-5,7	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 Q1	9,0	-10,6	-3,1	-3,1	-4,9	-5,0	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,9
2014 Febr.	11,0	-10,5	-3,0	-3,2	-5,7	-4,8	-1,3	-0,1	0,4	-2,6	0,6	-1,8
März	9,0	-10,6	-3,1	-3,1	-4,9	-5,0	-1,7	-0,1	0,4	-1,9	0,6	-1,9
April	5,4	-7,4	-2,8	-2,8	-5,1	-3,6	-1,5	0,0	0,4	-2,1	0,7	-1,7
Mai <sup>5)</sup>	2,8	-6,7	-2,6	-2,5	-4,9	-3,8	-1,2	-0,7	0,5	-2,2	-0,3	-1,7

### A5 Kredite an sonstige Finanzintermediäre und nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>1)</sup>

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)

### A6 Kredite an private Haushalte <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) Für den Zeitraum ab Juni 2010 ohne Reverse-Repo-Geschäfte mit zentralen Kontrahenten; Transaktionen und Wachstumsraten sind um diesen Effekt bereinigt.
- 3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
- 4) Bereinigt 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)

**1. 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>													
2013	90,0	72,6	4,1	13,3	986,2	122,9	439,4	223,7	323,0	4 345,0	1 059,7	739,4	2 545,9
2013 Q4	90,0	72,6	4,1	13,3	986,2	122,9	439,4	223,7	323,0	4 345,0	1 059,7	739,4	2 545,9
2014 Q1	99,4	82,0	4,0	13,4	980,3	117,8	440,3	221,2	318,8	4 338,9	1 061,0	734,0	2 544,0
2014 März	99,4	82,0	4,0	13,4	980,3	117,8	440,3	221,2	318,8	4 338,9	1 061,0	734,0	2 544,0
April	99,4	82,5	4,1	12,8	995,8	104,8	437,0	227,2	331,5	4 329,1	1 051,6	737,6	2 539,8
Mai <sup>(p)</sup>	97,2	80,2	4,1	12,9	988,4	96,2	431,0	231,5	325,9	4 321,0	1 041,7	741,7	2 537,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-74,4	44,8	-54,8	3,9	-23,5	-133,2	-44,0	-44,9	-44,3
2013 Q4	-8,4	-9,4	0,6	0,4	-47,8	-2,9	-52,3	9,3	-4,8	-35,8	-14,0	-20,3	-1,5
2014 Q1	9,3	9,4	-0,1	0,1	6,3	-5,2	4,6	-3,7	5,4	-18,0	3,5	-6,2	-15,3
2014 März	-1,0	-1,0	0,1	-0,1	8,5	3,1	9,1	0,3	-0,9	-3,9	12,2	-4,5	-11,6
April	0,0	0,5	0,1	-0,6	15,7	-13,0	-3,2	6,1	12,8	-6,1	-8,8	6,4	-3,6
Mai <sup>(p)</sup>	-2,2	-2,2	-0,1	0,1	-8,7	-8,6	-6,5	3,7	-5,9	-5,4	-9,5	2,2	1,9
<b>Wachstumsraten</b>													
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,6	24,4	-10,3	1,9	-6,7	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2013 Q4	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,6	24,4	-10,3	1,9	-6,7	-3,0	-4,0	-5,7	-1,7
2014 Q1	8,9	9,1	3,9	9,7	-8,6	0,0	-13,8	2,3	-7,2	-3,1	-4,9	-5,0	-1,7
2014 März	8,9	9,1	3,9	9,7	-8,6	0,0	-13,8	2,3	-7,2	-3,1	-4,9	-5,0	-1,7
April	5,2	5,4	1,4	5,5	-6,8	-10,0	-14,2	4,4	-2,0	-2,8	-5,1	-3,7	-1,5
Mai <sup>(p)</sup>	2,7	2,0	5,9	6,0	-7,6	-19,9	-15,9	6,8	-3,4	-2,6	-4,9	-3,8	-1,2

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

	Konsumentenkredite				Wohnungsbaukredite				Sonstige Kredite					
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	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>														
2013	5 230,1	575,8	128,6	169,5	277,7	3 857,8	12,7	55,4	3 789,7	796,5	408,6	136,5	76,4	583,6
2013 Q4	5 230,1	575,8	128,6	169,5	277,7	3 857,8	12,7	55,4	3 789,7	796,5	408,6	136,5	76,4	583,6
2014 Q1	5 223,4	570,1	126,9	166,2	277,0	3 863,1	13,1	54,7	3 795,3	790,1	401,0	135,1	75,8	579,2
2014 März	5 223,4	570,1	126,9	166,2	277,0	3 863,1	13,1	54,7	3 795,3	790,1	401,0	135,1	75,8	579,2
April	5 226,7	569,9	126,4	165,3	278,2	3 866,3	13,1	54,7	3 798,4	790,5	399,4	134,7	76,0	579,8
Mai <sup>(p)</sup>	5 183,4	567,5	125,0	164,7	277,8	3 826,5	13,1	54,4	3 759,0	789,4	398,4	133,2	76,1	580,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2013	-3,8	-18,1	-4,0	-6,8	-7,3	27,5	-1,4	-1,5	30,4	-13,3	-10,7	-3,5	-3,7	-6,1
2013 Q4	0,0	-4,7	-0,5	-1,4	-2,8	11,6	0,1	-0,4	11,8	-6,9	-3,1	-0,4	-1,1	-5,3
2014 Q1	-10,4	-4,5	-1,5	-1,6	-1,3	0,0	0,2	-1,0	0,8	-6,0	-2,1	-1,2	-0,5	-4,2
2014 März	3,8	2,8	2,5	0,0	0,3	2,4	0,3	-0,4	2,5	-1,5	-0,5	1,4	-0,3	-2,6
April	4,2	0,2	-0,4	0,6	0,1	3,3	0,0	0,0	3,3	0,7	-0,8	-0,3	0,2	0,9
Mai <sup>(p)</sup>	-41,7	-1,7	-1,3	-0,6	0,2	-40,0	-0,1	-0,5	-39,5	0,0	-0,5	-1,2	0,2	1,1
<b>Wachstumsraten</b>														
2013	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,6	-2,5	-4,6	-1,0
2013 Q4	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,6	-2,5	-4,6	-1,0
2014 Q1	-0,1	-1,9	-0,4	-2,8	-2,1	0,6	-4,6	-2,8	0,6	-1,9	-2,1	-2,8	-2,9	-1,5
2014 März	-0,1	-1,9	-0,4	-2,8	-2,1	0,6	-4,6	-2,8	0,6	-1,9	-2,1	-2,8	-2,9	-1,5
April	0,0	-2,1	-1,1	-2,7	-2,1	0,7	-5,0	-2,9	0,7	-1,7	-2,0	-2,6	-2,5	-1,4
Mai <sup>(p)</sup>	-0,7	-2,2	-1,5	-3,1	-1,9	-0,3	-5,6	-3,5	-0,2	-1,7	-2,1	-1,9	-2,5	-1,5

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.



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

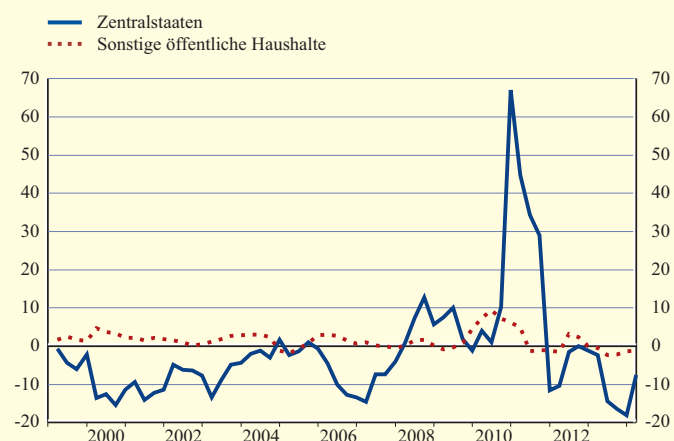
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

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

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken <sup>3)</sup>	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
2012	1 153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2 868,2	1 906,7	961,5	60,7	900,7
2013	1 082,4	279,6	213,8	560,7	28,3	2 726,4	1 788,5	937,9	56,5	881,4
2013 Q2	1 101,8	290,3	218,1	565,3	28,0	2 877,8	1 893,7	984,1	58,0	926,1
Q3	1 090,4	285,1	213,8	560,0	31,6	2 767,3	1 807,6	959,7	59,3	900,5
Q4	1 082,4	279,6	213,8	560,7	28,3	2 726,4	1 788,5	937,9	56,5	881,4
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	1 092,9	289,2	213,5	562,0	28,2	2 864,7	1 904,5	960,1	58,4	901,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
2013	-72,1	-61,7	-7,9	-6,7	4,2	-72,3	-75,5	3,2	-2,1	5,3
2013 Q2	-22,1	-21,8	1,1	-3,5	2,0	18,6	25,2	-6,6	-1,3	-5,2
Q3	-12,4	-5,1	-4,5	-6,4	3,5	-91,4	-77,3	-14,0	2,4	-16,4
Q4	-8,0	-5,4	0,0	0,7	-3,3	-10,4	3,5	-13,9	-2,2	-11,8
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	9,1	8,5	-0,3	1,0	-0,1	134,9	113,2	21,6	2,1	19,5
<b>Wachstumsraten</b>										
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013	-6,2	-18,1	-3,5	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,5
2013 Q2	-5,9	-14,4	-9,5	-0,1	11,6	-4,1	-5,7	-0,9	3,2	-1,1
Q3	-6,3	-16,3	-7,7	-1,0	20,1	-5,5	-6,9	-2,8	3,3	-3,2
Q4	-6,2	-18,1	-3,5	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,5
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	-3,0	-7,6	-1,7	-1,4	8,5	1,8	3,5	-1,3	1,8	-1,5

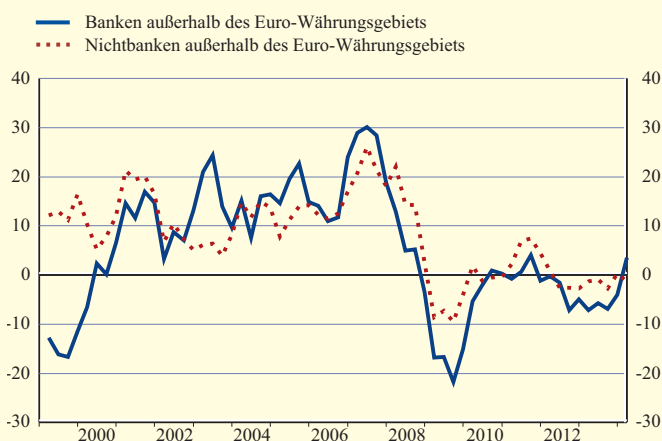
### A7 Kredite an öffentliche Haushalte<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt)



### A8 Kredite an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

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

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

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

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

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

### 1. Einlagen von Finanzintermediären

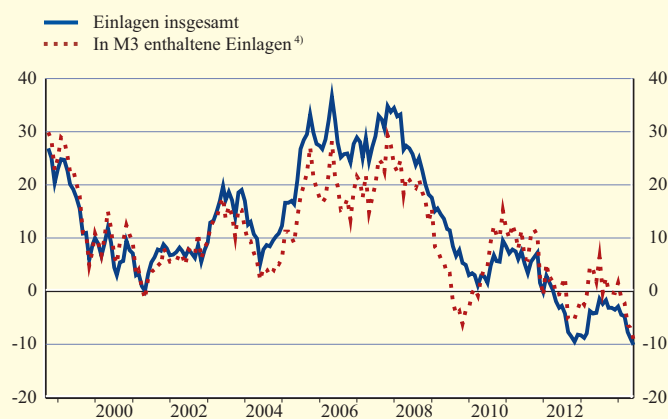
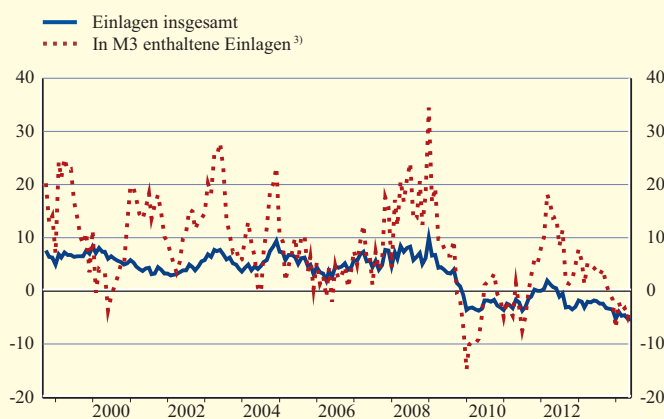
	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen							Sonstige Finanzintermediäre							
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Mit zentralen Kontrahenten
			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>															
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2 020,0	410,1	236,6	1 021,0	13,6	0,3	338,6	260,8
2013	653,5	96,0	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 861,6	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	256,1	184,2
2013 Q4	653,5	96,0	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1 861,6	424,0	221,5	943,0	16,4	0,5	256,1	184,2
2014 Q1	665,6	111,4	78,0	456,0	8,0	0,1	12,0	1 843,2	439,6	215,3	915,3	18,5	0,5	254,0	177,1
2014 Febr.	666,6	111,4	77,1	458,7	8,3	0,1	11,0	1 858,1	438,6	216,9	921,9	17,7	0,5	262,6	178,6
März	665,6	111,4	78,0	456,0	8,0	0,1	12,0	1 843,2	439,6	215,3	915,3	18,5	0,5	254,0	177,1
April	665,0	113,5	77,8	452,8	8,0	0,1	12,7	1 802,6	434,6	220,1	888,3	17,7	0,5	241,3	162,8
Mai <sup>(p)</sup>	658,7	110,5	77,2	451,1	8,0	0,1	11,8	1 781,4	437,0	220,4	878,0	16,7	0,3	228,8	147,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>															
2012	-12,5	15,2	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-181,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	13,2	9,4
2013	-36,0	-9,2	-5,3	-21,9	1,3	-0,1	-0,8	-54,2	14,8	-14,7	-76,2	3,0	0,3	18,6	32,6
2013 Q4	-15,8	-10,3	1,9	-7,7	-1,1	0,0	1,5	-81,0	-17,6	-13,3	-25,3	-0,5	0,2	-24,5	-15,0
2014 Q1	11,4	15,0	1,2	-6,8	0,9	0,0	1,0	-12,7	14,9	-6,5	-21,0	2,0	-0,1	-2,1	-7,1
2014 Febr.	-10,7	-7,4	-0,2	-2,7	0,1	0,0	-0,4	7,3	2,4	-1,4	-7,4	-2,0	0,0	15,8	12,4
März	-1,1	0,0	0,9	-2,7	-0,3	0,0	1,0	-15,0	1,0	-1,6	-6,6	0,8	0,0	-8,6	-1,5
April	-0,2	2,2	-0,1	-2,9	0,0	0,0	0,7	-40,0	-4,9	5,1	-26,8	-0,7	0,1	-12,8	-14,3
Mai <sup>(p)</sup>	-6,4	-3,1	-0,7	-1,7	0,1	0,0	-0,9	-23,4	1,0	-0,1	-11,2	-0,5	-0,2	-12,5	-15,6
<b>Wachstumsraten</b>															
2012	-1,8	16,5	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,2	6,0	-17,4	-14,0	-14,0	-	2,9	2,5
2013	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-2,9	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,7	10,5
2013 Q4	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-2,9	3,6	-6,2	-7,5	21,8	-	2,7	10,5
2014 Q1	-4,5	-1,9	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,7	0,1	-9,3	-9,1	23,5	-	-14,3	-12,8
2014 Febr.	-4,6	-2,3	-6,9	-4,9	24,6	-	-12,7	-4,6	2,1	-7,9	-7,3	21,7	-	-5,3	-4,7
März	-4,5	-1,9	-7,1	-5,1	9,3	-	4,8	-7,7	0,1	-9,3	-9,1	23,5	-	-14,3	-12,8
April	-5,3	-4,1	-7,2	-5,3	5,2	-	-6,5	-8,8	-2,3	-4,6	-10,8	13,0	-	-16,3	-16,8
Mai <sup>(p)</sup>	-5,3	-1,2	-7,5	-6,2	4,4	-	1,9	-10,1	-1,4	-4,8	-11,2	12,6	-	-23,4	-27,8

### A9 Einlagen von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

### A10 Einlagen von sonstigen Finanzintermediären <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

- 1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.
- 2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 3) 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 MFI: Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

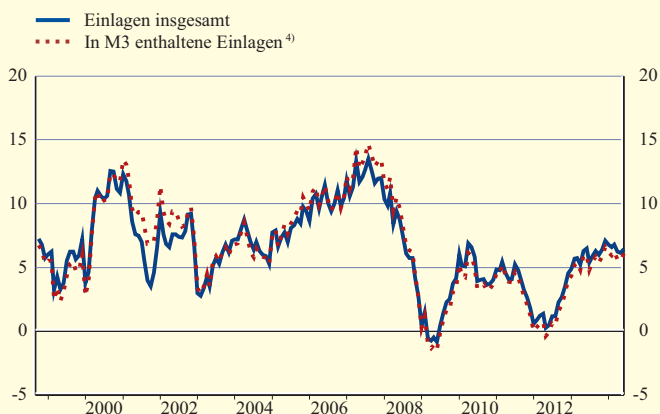
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 2. Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und privater Haushalte

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften							Private Haushalte <sup>3)</sup>						
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte
			Bis zu 2 Jahre	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahre	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Bestände</b>														
2012	1 761,8	1 148,8	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6 118,9	2 346,2	979,1	747,8	1 937,3	98,0	10,4
2013	1 873,5	1 236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6 263,3	2 521,5	877,4	806,7	1 969,3	83,9	4,5
2013 Q4	1 873,5	1 236,4	404,3	122,9	91,7	1,8	16,5	6 263,3	2 521,5	877,4	806,7	1 969,3	83,9	4,5
2014 Q1	1 852,6	1 214,8	400,2	126,4	95,8	1,8	13,6	6 287,3	2 538,5	869,7	813,7	1 976,0	83,7	5,7
2014 Febr.	1 832,1	1 189,5	404,0	125,4	95,1	1,8	16,3	6 282,3	2 532,1	873,1	814,3	1 973,4	83,8	5,8
März	1 852,6	1 214,8	400,2	126,4	95,8	1,8	13,6	6 287,3	2 538,5	869,7	813,7	1 976,0	83,7	5,7
April	1 854,1	1 213,4	399,3	126,5	96,4	1,8	16,8	6 300,1	2 562,4	863,2	811,2	1 974,3	83,5	5,5
Mai <sup>4)</sup>	1 875,4	1 238,4	393,5	126,5	98,3	1,9	16,8	6 322,5	2 589,2	860,4	809,4	1 975,1	83,3	5,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2012	82,2	99,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,6	90,1	33,7	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013	119,5	92,4	-3,8	17,8	7,5	-0,1	5,7	148,3	176,8	-100,1	59,5	32,2	-14,1	-5,9
2013 Q4	83,9	63,8	12,1	4,0	-3,0	0,1	6,8	61,5	61,9	-25,5	23,7	4,2	-1,0	-1,8
2014 Q1	-25,4	-25,2	-4,8	3,3	4,1	0,1	-2,9	20,9	14,9	-8,4	6,8	6,4	-0,2	1,3
2014 Febr.	4,4	-1,2	2,6	1,5	1,1	0,1	0,3	12,9	11,0	-0,5	2,5	-1,0	0,2	0,7
März	20,5	25,2	-3,8	1,0	0,7	0,0	-2,6	4,9	6,3	-3,4	-0,5	2,7	-0,1	0,0
April	1,5	-1,2	-1,2	0,1	0,6	0,0	3,2	12,7	23,9	-6,4	-2,6	-1,7	-0,3	-0,3
Mai <sup>4)</sup>	16,4	22,5	-6,2	0,0	0,2	0,1	-0,1	25,0	28,0	-3,0	-1,8	2,5	-0,2	-0,5
<b>Wachstumsraten</b>														
2012	4,9	9,5	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2013 Q4	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2014 Q1	6,3	8,4	-2,5	15,4	5,6	16,7	23,4	2,0	6,8	-9,9	7,5	0,6	-10,1	-30,8
2014 Febr.	6,8	8,4	-0,1	15,6	6,4	6,0	18,0	2,1	7,4	-10,6	8,3	0,7	-11,1	-33,6
März	6,3	8,4	-2,5	15,4	5,6	16,7	23,4	2,0	6,8	-9,9	7,5	0,6	-10,1	-30,8
April	6,1	7,7	-1,7	14,1	5,5	26,4	51,2	2,0	6,9	-9,4	6,6	0,3	-8,8	-21,9
Mai <sup>4)</sup>	6,5	8,1	-0,3	11,5	5,3	20,7	27,7	2,2	7,5	-8,8	5,5	0,3	-6,9	-26,1

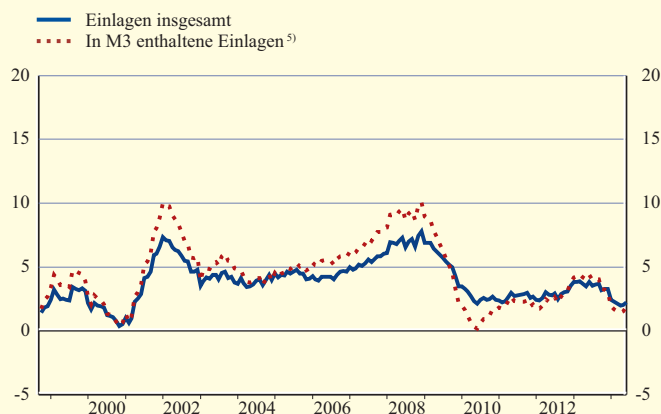
### A11 Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)



### A12 Einlagen privater Haushalte <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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>

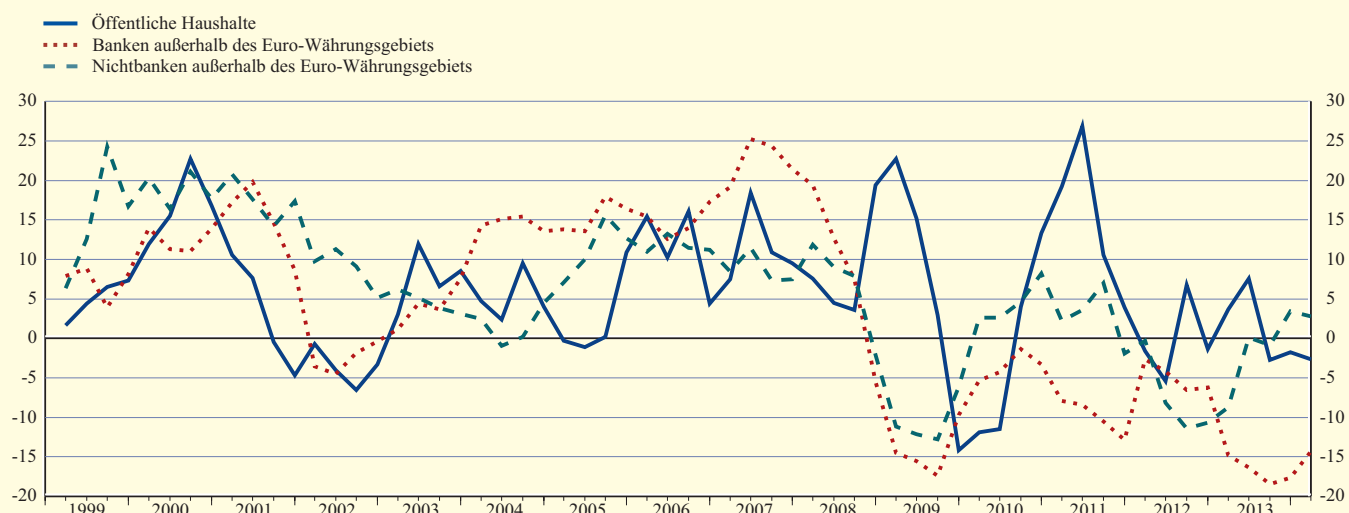
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 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>										
2012	447,9	169,6	62,8	111,7	103,8	2 895,4	2 016,8	878,6	39,8	838,7
2013	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2 519,8	1 626,0	893,8	29,8	864,0
2013 Q2	546,0	235,6	70,9	115,4	124,2	2 806,4	1 873,5	933,0	35,4	897,6
Q3	495,5	190,9	70,7	113,6	120,2	2 666,1	1 737,5	928,6	43,0	885,6
Q4	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2 519,8	1 626,0	893,8	29,8	864,0
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	488,0	181,1	73,1	110,7	123,3	2 594,9	1 667,7	927,2	33,8	893,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,2	-135,6	-104,6	-5,1	-99,5
2013	-8,0	-17,9	1,1	-2,6	11,3	-324,7	-355,1	30,4	-8,8	39,2
2013 Q2	46,7	27,7	3,8	3,6	11,7	-68,9	-99,2	30,3	-1,8	32,1
Q3	-49,8	-44,7	-0,1	-1,7	-3,3	-128,8	-127,6	-1,2	7,9	-9,1
Q4	-55,2	-39,1	-6,6	-4,5	-5,0	-124,7	-95,8	-29,0	-13,0	-16,0
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	45,5	28,5	9,0	1,3	6,7	63,3	38,1	25,2	3,9	21,2
<b>Wachstumsraten</b>										
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,2	-10,7	-11,9	-10,6
2013	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2013 Q2	7,6	23,9	-28,2	2,9	16,5	-11,6	-16,3	0,1	-14,4	0,8
Q3	-2,8	-5,4	-24,1	2,1	16,3	-13,1	-18,4	-0,9	2,0	-1,0
Q4	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	-2,6	-13,5	9,0	-1,2	9,0	-9,0	-14,4	2,8	-7,8	3,2

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

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

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

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

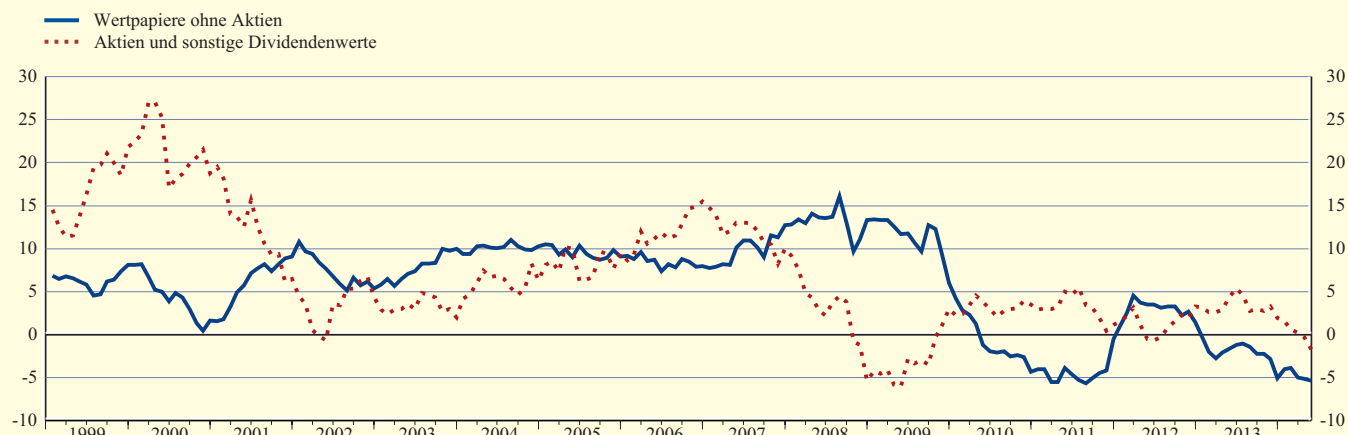
## 2.6 Wertpapierbestände der MFIs: Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

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

	Wertpapiere ohne Aktien							Aktien und sonstige Dividendenwerte				
	Insgesamt	MFIs		Öffentliche Haushalte		Sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet		Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Insgesamt	MFIs	Nicht-MFIs	Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets
		Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2012	5 774,4	1 748,4	102,9	1 594,2	32,8	1 399,6	23,6	872,8	1 528,5	475,7	752,1	300,7
2013	5 469,9	1 540,0	102,7	1 674,0	20,3	1 305,7	28,7	798,4	1 561,5	457,3	775,4	328,8
2013 Q4	5 469,9	1 540,0	102,7	1 674,0	20,3	1 305,7	28,7	798,4	1 561,5	457,3	775,4	328,8
2014 Q1	5 501,5	1 503,8	113,7	1 755,3	19,2	1 276,5	29,4	803,6	1 560,3	462,7	786,6	311,1
2014 Febr.	5 563,1	1 552,7	113,2	1 749,7	19,1	1 288,4	29,0	811,0	1 546,3	463,1	774,7	308,5
März	5 501,5	1 503,8	113,7	1 755,3	19,2	1 276,5	29,4	803,6	1 560,3	462,7	786,6	311,1
April	5 489,2	1 506,1	111,5	1 772,0	18,6	1 241,9	28,7	810,2	1 577,6	460,1	807,8	309,7
Mai <sup>(p)</sup>	5 532,3	1 481,2	113,2	1 788,0	18,9	1 282,9	31,4	816,6	1 571,2	459,3	797,0	315,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,5	-3,9	-46,3	49,8	6,6	37,9	5,3
2013	-290,2	-220,7	-0,3	65,4	-11,3	-94,3	5,9	-35,0	29,7	-12,2	13,3	28,6
2013 Q4	-184,2	-62,8	1,6	-51,0	-9,0	-61,1	0,1	-2,1	1,9	2,3	-5,2	4,9
2014 Q1	10,5	-38,2	10,4	58,0	-1,4	-20,7	0,5	1,9	-4,2	-0,6	12,6	-16,2
2014 Febr.	7,9	-5,7	5,7	11,9	-0,6	-8,7	-0,6	5,8	-26,8	-3,1	-5,7	-18,0
März	-68,5	-49,3	0,7	-0,8	0,1	-12,5	0,4	-7,1	14,5	0,4	10,9	3,1
April	-18,3	2,0	-2,3	12,5	-0,6	-36,0	-0,7	6,8	15,8	-2,2	19,6	-1,6
Mai <sup>(p)</sup>	26,8	-26,1	0,0	11,8	-0,1	40,2	2,1	-1,0	-8,7	-0,4	-12,5	4,2
<b>Wachstumsraten</b>												
2012	1,5	-1,0	18,1	14,1	47,7	-4,6	-14,2	-4,9	3,3	1,3	5,2	1,8
2013	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2013 Q4	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,7	25,2	-4,1	1,9	-2,6	1,8	9,6
2014 Q1	-5,0	-11,7	-6,4	2,6	-36,8	-7,0	11,0	-2,4	0,2	-0,6	1,0	-0,3
2014 Febr.	-3,9	-10,5	-7,2	4,6	-38,5	-6,2	20,3	-1,6	0,6	-1,2	0,9	2,5
März	-5,0	-11,7	-6,4	2,6	-36,8	-7,0	11,0	-2,4	0,2	-0,6	1,0	-0,3
April	-5,2	-11,3	-6,1	3,4	-38,0	-10,0	1,8	-0,7	-0,3	-0,4	0,0	-1,0
Mai <sup>(p)</sup>	-5,4	-11,9	-5,3	0,9	-37,8	-7,5	10,8	-1,3	-1,7	-3,7	-0,8	-1,0

## 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>														
2012	5 790,4	-	-	-	-	-	12 196,7	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013	5 249,7	-	-	-	-	-	11 733,7	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2013 Q4	5 249,7	-	-	-	-	-	11 733,7	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	5 208,9	-	-	-	-	-	11 735,0	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,3	
<i>An Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</i>														
2012	1 906,7	47,3	52,7	31,9	1,9	3,5	10,1	961,5	40,1	59,9	38,2	2,0	2,9	9,9
2013	1 788,5	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,9	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2013 Q4	1 788,5	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,9	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	1 904,5	39,1	60,9	39,0	2,6	3,6	10,1	960,1	40,5	59,5	37,9	2,7	2,6	9,4
<b>Bestände an Wertpapieren ohne Aktien</b>														
<i>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben</i>														
2012	1 851,3	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3 050,3	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013	1 642,7	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3 028,7	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2013 Q4	1 642,7	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3 028,7	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	1 617,6	93,0	7,0	2,9	0,1	0,2	3,3	3 080,4	98,4	1,6	0,8	0,1	0,1	0,5
<i>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben</i>														
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2013	421,5	52,4	47,6	20,2	0,2	0,6	20,0	376,9	38,2	61,8	37,5	4,1	1,0	10,7
2013 Q4	421,5	52,4	47,6	20,2	0,2	0,6	20,0	376,9	38,2	61,8	37,5	4,1	1,0	10,7
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	423,4	52,9	47,1	20,0	0,2	0,4	19,8	380,2	37,4	62,6	37,6	5,0	0,7	10,3
<b>Einlagen</b>														
<i>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</i>														
2012	6 155,3	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11 040,0	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013	5 554,0	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11 092,8	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2013 Q4	5 554,0	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11 092,8	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	5 517,9	93,0	7,0	4,5	0,2	1,1	0,7	11 136,7	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
<i>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</i>														
2012	2 016,8	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,6	52,4	47,6	31,3	1,9	1,1	6,3
2013	1 626,0	51,3	48,7	33,1	1,7	1,5	7,8	893,8	53,9	46,1	29,7	2,1	1,2	6,4
2013 Q4	1 626,0	51,3	48,7	33,1	1,7	1,5	7,8	893,8	53,9	46,1	29,7	2,1	1,2	6,4
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	1 667,7	51,5	48,5	33,8	1,6	1,5	7,2	927,2	53,8	46,2	30,0	2,2	1,0	6,6

**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	
2012	5 068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013	4 582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8	2,7
2013 Q4	4 582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8	2,7
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	4 550,7	80,5	19,5	11,0	1,3	1,8	2,8

Quelle: EZB.

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

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

3) 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
<b>Bestände</b>							
2013 Okt.	7 937,7	533,5	3 117,7	2 303,1	1 099,1	250,5	633,7
Nov.	7 981,4	523,7	3 131,1	2 335,1	1 106,7	251,9	632,9
Dez.	7 941,7	517,2	3 112,0	2 369,9	1 117,6	254,3	570,6
2014 Jan.	8 042,4	536,5	3 171,4	2 341,7	1 120,2	255,5	617,2
Febr.	8 203,9	544,0	3 213,9	2 422,6	1 143,7	255,6	624,0
März	8 358,7	553,2	3 281,7	2 415,4	1 178,7	258,0	671,8
April <sup>(p)</sup>	8 472,6	558,3	3 323,7	2 426,5	1 183,2	258,2	722,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>							
2013 Q3	57,9	-8,4	58,8	28,4	28,7	2,2	-51,7
Q4	60,6	3,1	6,2	43,5	51,5	3,5	-47,2
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	281,8	38,9	105,1	40,6	20,0	3,0	74,1

### 2. Passiva

	Insgesamt	Entgegen- genommene Kredite und Einlagen	Emittierte Investmentfondsanteile			Sonstige Passiva (einschließlich Finanzderivaten)	
			Zusammen	Gehalten von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet			Gehalten von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets
				Investmentfonds			
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Bestände</b>							
2013 Okt.	7 937,7	172,2	7 198,5	5 274,0	871,3	1 924,5	567,0
Nov.	7 981,4	174,8	7 244,3	5 312,3	881,2	1 932,0	562,3
Dez.	7 941,7	169,7	7 263,2	5 329,0	885,9	1 934,2	508,8
2014 Jan.	8 042,4	180,6	7 296,3	5 362,1	887,3	1 934,1	565,5
Febr.	8 203,9	183,8	7 447,5	5 477,6	907,0	1 969,8	572,6
März	8 358,7	187,8	7 528,9	5 563,7	925,7	1 965,2	641,9
April <sup>(p)</sup>	8 472,6	195,4	7 596,5	5 619,8	931,3	1 976,7	680,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>							
2013 Q3	57,9	3,7	102,2	68,1	28,3	34,0	-48,0
Q4	60,6	0,7	111,2	93,4	43,8	26,4	-56,0
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	281,8	21,2	169,5	127,9	17,0	40,2	90,2

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

	Insgesamt	Fonds nach Anlageschwerpunkten					Fonds nach Arten		Nachrichtlich: Geldmarkt- fonds	
		Renten- fonds	Aktien- fonds	Gemischte Fonds	Immobilien- fonds	Hedge- fonds	Sonstige Fonds	Offene Fonds		Geschlossene Fonds
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
2013 Sept.	7 045,8	2 424,8	1 908,6	1 748,0	336,5	157,3	470,7	6 954,3	91,5	846,2
Okt.	7 198,5	2 445,6	1 978,4	1 795,6	337,9	159,9	481,2	7 106,9	91,6	835,9
Nov.	7 244,3	2 450,5	2 006,3	1 804,4	339,0	158,6	485,5	7 150,8	93,5	836,7
Dez.	7 263,2	2 471,4	2 043,2	1 806,4	343,5	155,2	443,6	7 166,9	96,3	819,3
2014 Jan.	7 296,3	2 501,2	2 014,9	1 822,8	346,2	158,2	452,9	7 193,6	102,7	855,0
Febr.	7 447,5	2 531,2	2 084,3	1 864,8	347,4	159,0	460,9	7 343,9	103,5	854,9
März	7 528,9	2 561,1	2 092,6	1 891,5	351,2	162,3	470,3	7 421,5	107,5	835,2
April <sup>(p)</sup>	7 596,5	2 587,3	2 112,4	1 912,6	350,5	159,6	474,2	7 492,6	104,0	836,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2013 Okt.	50,8	8,9	21,6	14,5	0,7	2,2	2,8	51,1	-0,3	-5,7
Nov.	22,1	12,1	7,7	2,2	1,8	-3,7	1,9	20,6	1,5	-2,8
Dez.	38,3	-8,8	19,5	14,3	3,5	7,3	2,6	34,6	3,8	-14,7
2014 Jan.	46,4	8,2	12,9	19,6	1,7	1,1	2,9	45,0	1,4	29,6
Febr.	58,1	22,7	13,3	19,6	0,1	1,7	0,6	57,5	0,7	4,9
März	65,0	28,5	9,9	20,6	2,7	1,8	1,5	66,0	-1,0	-19,6
April <sup>(p)</sup>	47,9	15,2	21,1	12,8	0,5	-2,4	0,7	51,9	-4,0	1,1

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**

	Euro-Währungsgebiet							Übrige Welt			
	Insgesamt	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>											
2013 Q2	3 045,3	1 649,5	404,3	770,9	247,9	8,4	218,0	1 395,9	324,9	551,1	15,2
Q3	3 096,9	1 686,8	394,4	798,5	257,4	9,0	227,4	1 410,1	343,5	548,7	14,9
Q4	3 112,0	1 708,0	390,3	807,3	264,5	10,4	235,5	1 404,0	346,4	547,9	13,7
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	3 281,7	1 843,8	412,7	858,4	299,1	12,1	261,4	1 437,9	394,5	553,9	14,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2013 Q3	58,8	30,0	-11,6	24,2	8,5	0,5	8,5	28,8	20,4	2,7	-0,3
Q4	6,2	9,2	-6,0	2,0	5,9	1,1	6,3	-3,1	6,1	-5,7	-0,6
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	105,1	63,8	9,5	27,1	12,5	0,8	13,8	41,9	12,9	19,1	0,4

**2. Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen (ohne Investmentfonds- und Geldmarktfondsanteile)**

	Euro-Währungsgebiet							Übrige Welt			
	Insgesamt	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>											
2013 Q2	2 095,0	738,3	58,9	-	52,2	28,1	599,1	1 356,7	181,7	482,3	109,5
Q3	2 228,6	817,2	72,6	-	56,2	30,4	658,1	1 411,3	197,8	502,7	112,8
Q4	2 369,9	886,3	85,4	-	64,7	35,5	700,7	1 483,6	215,4	536,0	123,2
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	2 415,4	920,8	92,6	-	62,0	33,8	731,2	1 495,8	215,3	552,9	117,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2013 Q3	28,4	12,9	1,3	-	0,4	0,6	10,7	15,4	3,3	12,2	0,9
Q4	43,5	18,3	3,6	-	2,4	1,6	10,7	23,4	8,7	0,5	10,0
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	40,6	20,8	3,9	-	10,3	-0,5	6,0	19,9	4,7	22,2	0,2

**3. Investmentfonds-/Geldmarktfondsanteile**

	Euro-Währungsgebiet							Übrige Welt			
	Insgesamt	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>											
2013 Q2	1 018,5	880,2	86,8	-	793,4	-	-	138,3	31,4	46,1	0,6
Q3	1 064,3	924,0	86,2	-	837,7	-	-	140,3	33,8	47,6	0,5
Q4	1 117,6	971,0	85,1	-	885,9	-	-	146,6	36,6	49,4	0,5
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	1 178,7	1 013,6	87,9	-	925,7	-	-	165,1	40,6	62,0	0,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2013 Q3	28,7	27,0	-1,3	-	28,3	-	-	1,7	1,5	1,3	0,0
Q4	51,5	43,5	-0,3	-	43,8	-	-	8,0	3,9	2,0	0,0
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	20,0	18,5	1,4	-	17,0	-	-	1,6	0,5	1,5	0,0

Quelle: EZB.

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

2) Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfondsanteile) werden von sonstigen Finanzintermediären emittiert. Geldmarktfondsanteile werden von MFIs begeben.



## 2.10 Aggregierte Bilanz der finanziellen Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften (FMKGs) im Euro-Währungsgebiet

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

### 1. Aktiva

	Insgesamt 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					
				MFIs		Sonstige Finanzintermediäre, Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen 6	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften 7						Öffentliche Haushalte 8
				Ohne Auswirkungen auf die MFI-Buchkreditbestände <sup>1)</sup> 4									
<b>Bestände</b>													
2013 Q1	2 031,7	287,2	1 366,4	1 049,8	462,7	163,6	25,8	4,0	123,1	192,3	86,4	37,8	61,9
Q2	1 998,9	271,7	1 349,0	1 041,5	456,5	162,1	24,3	3,6	117,5	193,2	88,5	35,9	60,7
Q3	1 960,0	264,6	1 326,7	1 031,8	449,9	156,2	19,9	3,5	115,2	180,8	87,6	36,2	64,3
Q4	1 914,8	252,7	1 291,2	1 009,3	442,9	145,4	19,5	3,1	114,0	179,2	90,2	37,8	64,2
2014 Q1	1 881,6	253,9	1 253,2	974,7	430,4	150,4	14,1	3,1	110,9	164,0	103,5	44,2	63,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2013 Q1	-29,5	6,0	-30,6	-28,3	-	-0,7	-0,1	0,0	-1,5	-0,1	-1,5	0,1	-3,5
Q2	-32,5	-15,3	-16,5	-8,0	-	-1,5	-1,4	-0,4	-5,3	1,4	2,7	-1,7	-3,0
Q3	-40,2	-6,5	-22,1	-9,6	-	-5,8	-4,3	0,0	-2,3	-12,8	-0,7	0,5	1,3
Q4	-47,2	-11,6	-35,5	-22,7	-	-10,7	-0,6	-0,4	-1,1	-0,8	2,5	1,1	-2,8
2014 Q1	-39,3	0,5	-30,3	-28,5	-	-0,5	0,0	0,0	-1,3	-3,2	-3,5	-1,1	-1,7

### 2. Passiva

	Insgesamt 1	Entgegengenommene Kredite und Einlagen 2	Begebene Schuldverschreibungen			Kapital und Rücklagen 6	Sonstige Passiva 7
			Zusammen 3		Mehr als 2 Jahre 5		
			Bis zu 2 Jahren 4				
<b>Bestände</b>							
2013 Q1	2 031,7	141,5	1 631,3	56,1	1 575,2	31,2	227,8
Q2	1 998,9	129,1	1 615,5	56,2	1 559,3	29,4	225,0
Q3	1 960,0	123,9	1 580,9	56,1	1 524,8	28,8	226,3
Q4	1 914,8	117,2	1 540,3	59,8	1 480,6	29,0	228,4
2014 Q1	1 881,6	134,1	1 480,6	85,0	1 395,6	28,5	238,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>							
2013 Q1	-29,5	1,9	-34,6	2,3	-36,9	-0,3	3,5
Q2	-32,5	-12,2	-15,0	0,0	-15,1	-1,6	-3,7
Q3	-40,2	-4,2	-35,5	-0,1	-35,4	-0,7	0,2
Q4	-47,2	-6,1	-40,9	3,5	-44,4	0,6	-0,8
2014 Q1	-39,3	-0,7	-43,1	-3,7	-39,4	0,0	4,4

### 3. Verbriefte Buchkredite von MFI-Originatoren mit Sitz im Euro-Währungsgebiet und Wertpapiere ohne Aktien im Bestand

	Verbriefte Buchkredite von MFI-Originatoren mit Sitz im Euro-Währungsgebiet						Wertpapiere ohne Aktien					Emittenten mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets 13	
	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				Verbriefungszweckgesellschaften 12
		Private Haushalte 2	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften 3	Sonstige Finanzintermediäre 4	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen 5	Öffentliche Haushalte 6			Zusammen 9	MFIs 10	Nicht-MFIs 11		
<b>Bestände</b>													
2013 Q1	1 049,8	751,7	231,7	20,9	0,2	5,7	29,5	192,3	111,8	32,8	79,0	31,5	80,5
Q2	1 041,5	759,7	226,0	20,9	0,2	5,5	29,3	193,2	114,7	33,3	81,4	31,6	78,5
Q3	1 031,8	757,9	216,2	21,5	0,2	5,5	30,5	180,8	110,1	29,5	80,6	30,1	70,7
Q4	1 009,3	740,9	204,9	25,6	0,2	5,4	32,3	179,2	108,0	29,2	78,8	32,8	71,2
2014 Q1	974,7	725,4	192,4	23,7	0,2	5,2	27,7	164,0	99,9	26,9	73,0	33,4	64,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2013 Q1	-28,3	-20,6	-3,4	-2,4	0,0	0,0	-0,9	-0,1	-1,5	-1,3	-0,1	-0,4	1,4
Q2	-8,0	7,7	-5,6	0,2	0,0	-0,2	0,0	1,4	3,2	0,7	2,5	0,0	-1,8
Q3	-9,6	-2,1	-9,0	0,7	0,0	0,0	0,8	-12,8	-4,8	-4,0	-0,9	-1,5	-8,0
Q4	-22,7	-17,2	-11,2	4,1	0,0	-0,1	1,8	-0,8	-1,9	-0,1	-1,8	1,9	1,1
2014 Q1	-28,5	-15,1	-8,9	-0,7	0,0	-0,1	-3,7	-3,2	-2,5	-0,6	-1,9	-1,3	-0,5

Quelle: EZB.

- 1) Über Verbriefungszweckgesellschaften im Euro-Währungsgebiet verbrieft Buchkredite an Nicht-MFIs, 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	Geldmarkt-fondsanteile	Prämien-überträge, Anteile der Rückversicherer an den versicherungstechnischen Passiva	Sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten und Finanzderivate	Nicht-finanzielle Vermögenswerte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 Q2	7 146,0	775,6	465,1	2 741,2	843,3	1 621,9	79,7	254,2	216,1	148,9
Q3	7 148,0	792,4	463,9	2 764,6	788,2	1 582,7	87,4	255,5	264,8	148,4
Q4	7 158,9	785,2	473,6	2 725,1	793,2	1 615,9	91,2	253,5	271,1	150,1
2012 Q1	7 444,9	797,5	472,9	2 868,9	806,4	1 712,6	103,2	258,1	276,9	148,4
Q2	7 470,3	786,3	471,9	2 882,4	801,6	1 717,1	107,0	261,4	293,7	149,1
Q3	7 684,8	785,8	481,4	2 996,3	819,1	1 796,2	109,1	263,0	284,6	149,3
Q4	7 771,8	788,5	480,4	3 042,9	817,2	1 837,7	110,4	261,7	281,6	151,3
2013 Q1	7 942,1	797,5	477,1	3 107,6	834,1	1 913,9	115,5	266,5	279,1	150,9
Q2	7 882,4	776,7	476,1	3 098,4	830,5	1 907,9	100,0	265,4	275,2	152,2
Q3	7 974,7	769,8	480,2	3 114,3	850,6	1 983,5	95,4	265,2	262,6	153,0
Q4	8 075,2	755,6	482,9	3 186,4	871,2	2 027,3	83,0	263,9	250,5	154,4
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	8 336,1	763,9	500,6	3 282,0	884,9	2 098,4	101,8	272,1	277,0	155,5

**2. Bestände an Wertpapieren ohne Aktien**

	Insgesamt	Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben					Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben	
		Zusammen	MFI's	Öffentliche Haushalte	Sonstige Finanzintermediäre	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011 Q2	2 741,2	2 325,1	628,4	1 288,1	234,6	16,7	157,2	416,1
Q3	2 764,6	2 346,7	635,0	1 309,5	226,8	16,7	158,6	418,0
Q4	2 725,1	2 303,0	634,7	1 264,8	223,3	16,3	163,9	422,1
2012 Q1	2 868,9	2 418,6	667,3	1 321,6	235,0	16,9	177,7	450,3
Q2	2 882,4	2 413,9	674,1	1 303,3	238,1	16,7	181,7	468,5
Q3	2 996,3	2 502,9	704,8	1 342,5	245,2	17,1	193,4	493,4
Q4	3 042,9	2 536,9	688,6	1 382,5	250,3	17,7	197,7	506,0
2013 Q1	3 107,6	2 614,9	718,0	1 414,9	255,3	17,4	209,3	492,7
Q2	3 098,4	2 596,3	685,2	1 431,0	254,9	17,4	207,8	502,2
Q3	3 114,3	2 603,1	684,9	1 432,7	257,8	17,8	209,9	511,1
Q4	3 186,4	2 657,2	659,0	1 509,1	256,9	18,0	214,3	529,2
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	3 282,0	2 738,5	663,3	1 583,4	255,8	18,3	217,6	543,5

**3. Passiva und Reinvermögen**

	Passiva								Reinvermögen	
	Insgesamt	Entgegen-genommene Kredite	Wertpapiere ohne Aktien	Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	Versicherungstechnische Rückstellungen					Sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten und Finanzderivate
					Zusammen	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	
2011 Q2	6 944,0	263,0	42,4	454,1	6 007,4	3 352,4	1 842,1	813,0	177,0	202,1
Q3	7 052,5	270,7	41,6	409,3	6 140,1	3 332,9	1 995,7	811,5	190,7	95,6
Q4	7 067,8	263,7	41,3	408,1	6 167,7	3 345,2	2 018,4	804,0	187,1	91,1
2012 Q1	7 226,6	271,3	43,4	439,6	6 282,6	3 380,5	2 078,4	823,6	189,8	218,3
Q2	7 292,4	280,8	42,2	421,1	6 350,6	3 375,7	2 147,9	827,0	197,8	177,9
Q3	7 365,7	292,0	44,1	452,2	6 389,6	3 422,1	2 142,2	825,3	187,9	319,0
Q4	7 467,5	266,5	49,0	480,6	6 460,8	3 458,5	2 183,5	818,7	210,6	304,3
2013 Q1	7 580,2	278,6	48,6	496,8	6 542,3	3 503,0	2 196,2	843,0	213,9	361,9
Q2	7 628,2	277,8	45,4	505,2	6 577,3	3 517,7	2 220,2	839,4	222,5	254,3
Q3	7 652,4	276,1	46,0	522,3	6 594,0	3 558,6	2 197,5	837,9	214,0	322,3
Q4	7 749,2	266,4	47,2	540,8	6 674,5	3 601,4	2 238,3	834,8	220,4	325,9
2014 Q1 <sup>(p)</sup>	7 941,7	279,0	48,4	540,8	6 832,3	3 667,3	2 297,4	867,6	241,1	394,5

Quelle: EZB.



# VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

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

Mittelverwendung	2013 Q4	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>Außenkonto</b>							
Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen <i>Handelsbilanz</i> <sup>1)</sup>							654 -72
<b>Einkommensentstehungskonto</b>							
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise) Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)							
Arbeitnehmerentgelt		1 272	129	805	64	274	
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen		34	13	10	5	6	
Abschreibungen		383	103	218	11	52	
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i> <sup>1)</sup>		519	269	226	27	-3	
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>							
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto Arbeitnehmerentgelt							8
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen Vermögenseinkommen		608	31	236	268	72	108
Zinsen		313	28	52	162	72	44
Sonstige Vermögenseinkommen		294	3	185	106	0	63
<i>Nationaleinkommen, netto</i> <sup>1)</sup>		2 112	1 728	96	42	247	
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>							
Nationaleinkommen, netto Einkommen- und Vermögensteuer Sozialbeiträge		348 490	268 490	68	12	0	2 1
Monetäre Sozialleistungen		504	1	18	36	448	1
Sonstige laufende Transfers		210	75	28	51	56	12
Nettoprämien für Schadenversicherungen		47	34	11	1	1	2
Schadenversicherungsleistungen		48			48		1
Sonstige		114	40	16	2	55	9
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i> <sup>1)</sup>		2 085	1 492	17	43	533	
<b>Einkommensverwendungskonto</b>							
Verfügbares Einkommen, netto Konsumausgaben		1 962	1 399			564	
Konsumausgaben für den Individualverbrauch		1 743	1 399			345	
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch		219				219	
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche		14	0	1	13	0	0
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen</i> <sup>1)</sup>		123	108	16	30	-31	-80
<b>Vermögensbildungskonto</b>							
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen Bruttoinvestitionen		426	137	221	11	57	
Bruttoanlageinvestitionen		452	137	247	11	57	
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen		-26	0	-26	0	0	
Abschreibungen		0	-1	3	0	-2	0
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern		48	11	2	1	34	11
Vermögenstransfers		9	8	1	0	0	0
Vermögenswirksame Steuern		40	3	2	1	34	11
Sonstige Vermögenstransfers		89	74	33	32	-51	-89
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i> <sup>1)</sup>		0	-13	13	0	0	0
Statistische Abweichung							

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 2013 Q4	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>Außenkonto</b>						
Einfuhr von Waren und Dienstleistungen <i>Handelsbilanz</i>						581
<b>Einkommensentstehungskonto</b>						
Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)	2 209	514	1 259	108	329	
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	251					
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>	2 460					
Arbeitnehmerentgelt						
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen						
Abschreibungen						
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>						
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>						
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto	519	269	226	27	-3	
Arbeitnehmerentgelt	1 276	1 276				4
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen	300				300	-14
Vermögenseinkommen	624	213	106	283	22	91
Zinsen	307	49	33	216	9	51
Sonstige Vermögenseinkommen	317	164	73	66	13	40
<i>Nationaleinkommen, netto</i>						
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>						
Nationaleinkommen, netto	2 112	1 728	96	42	247	
Einkommen- und Vermögensteuer	349				349	1
Sozialbeiträge	489	1	19	52	417	2
Monetäre Sozialleistungen	503	503				3
Sonstige laufende Transfers	183	94	16	49	25	38
Nettoprämien für Schadenversicherungen	48			48		1
Schadenversicherungsleistungen	46	36	9	1	0	2
Sonstige	89	58	6	0	24	35
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>						
<b>Einkommensverwendungskonto</b>						
Verfügbares Einkommen, netto	2 085	1 492	17	43	533	
Konsumausgaben						
Konsumausgaben für den Individualverbrauch						
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch						
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	14	14				0
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen</i>						
<b>Vermögensbildungskonto</b>						
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen	123	108	16	30	-31	-80
Bruttoinvestitionen						
Bruttoanlageinvestitionen						
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen						
Abschreibungen	383	103	218	11	52	
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern						
Vermögenstransfers	57	11	25	3	18	2
Vermögenswirksame Steuern	9				9	0
Sonstige Vermögenstransfers	49	11	25	3	9	2
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i>						
Statistische Abweichung						

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

(in Mrd €)

Aktiva	Euro- Währungs- gebiet	Private Haushalte	Nichtfinan- zielle Kapital- gesell- schaften	MFIs	Sonstige Finanz- intermediäre	Versiche- rungsgesell- schaften und Pensions- kassen	Staat	Übrige Welt
<b>2013 Q4</b>								
<b>Bilanz zu Quartalsbeginn, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		20 210	18 054	32 535	18 078	7 647	4 509	18 688
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				391				
Bargeld und Einlagen		7 143	2 077	9 850	2 206	792	786	3 039
Kurzfristige Schuldverschreibungen		39	60	481	412	56	26	669
Langfristige Schuldverschreibungen		1 262	270	6 250	3 106	3 053	428	4 186
Kredite		87	3 146	12 867	4 549	489	858	2 756
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		66	2 017	10 139	3 420	369	776	.
Anteilsrechte		4 757	8 654	1 927	7 357	2 863	1 597	7 199
Börsennotierte Aktien		837	1 237	441	2 388	426	264	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		2 468	7 057	1 201	3 765	440	1 134	.
Investmentzertifikate		1 452	360	285	1 204	1 997	199	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		6 416	179	3	0	244	8	265
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		506	3 667	765	448	150	806	574
<i>Finanzielles Reinvermögen</i>								
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Forderungen</b>								
Transaktionen mit Forderungen insgesamt		87	139	-703	141	70	43	83
Währungsgold und SZRs				0				0
Bargeld und Einlagen		82	89	-357	-103	-10	-81	-144
Kurzfristige Schuldverschreibungen		-3	-4	-69	-23	0	8	-58
Langfristige Schuldverschreibungen		-27	-10	-127	74	48	-7	102
Kredite		-1	-3	-110	-10	4	67	-33
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		0	17	-44	6	5	48	.
Anteilsrechte		-3	24	38	225	33	12	219
Börsennotierte Aktien		-5	-10	20	14	-2	-1	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		6	28	7	175	6	15	.
Investmentzertifikate		-4	6	10	36	29	-2	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		43	-2	0	0	-1	0	8
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		-3	44	-77	-22	-3	44	-12
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Forderungen</b>								
Sonstige Forderungsänderungen insgesamt		241	274	-37	30	28	11	-177
Währungsgold und SZRs				-39				
Bargeld und Einlagen		-2	2	-18	-21	0	1	-23
Kurzfristige Schuldverschreibungen		0	-1	0	-5	0	0	-8
Langfristige Schuldverschreibungen		-2	3	44	-21	5	1	-60
Kredite		0	-10	-47	-9	0	11	-13
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		0	-12	-11	-3	0	14	.
Anteilsrechte		196	286	21	88	24	3	14
Börsennotierte Aktien		74	105	1	103	15	15	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		89	179	18	-41	-2	-16	.
Investmentzertifikate		33	1	3	26	11	4	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		42	0	0	0	0	0	1
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		7	-5	2	-3	0	-6	-88
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Bilanz zu Quartalsende, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		20 538	18 468	31 795	18 249	7 745	4 563	18 595
Währungsgold und SZRs				352				
Bargeld und Einlagen		7 224	2 168	9 476	2 082	781	706	2 873
Kurzfristige Schuldverschreibungen		36	55	412	383	56	34	604
Langfristige Schuldverschreibungen		1 232	264	6 166	3 159	3 105	422	4 228
Kredite		86	3 134	12 710	4 530	493	936	2 710
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		66	2 023	10 085	3 423	374	837	.
Anteilsrechte		4 950	8 964	1 985	7 670	2 920	1 612	7 433
Börsennotierte Aktien		906	1 332	462	2 505	439	278	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		2 563	7 264	1 225	3 899	443	1 133	.
Investmentzertifikate		1 481	367	298	1 266	2 038	200	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		6 500	178	3	0	243	8	274
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		510	3 707	689	423	147	844	474
<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>2013 Q4</b>								
<b>Bilanz zu Quartalsbeginn, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		6 878	27 829	31 652	17 573	7 683	10 841	16 876
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)			33	23 023	35	0	284	2 519
Bargeld und Einlagen			91	583	111	2	680	276
Kurzfristige Schuldverschreibungen			992	4 300	3 151	50	6 913	3 148
Langfristige Schuldverschreibungen		6 165	8 480		4 144	295	2 291	3 378
Kredite		5 821	6 246		2 428	109	2 032	
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		8	14 449	2 612	9 889	516	4	6 875
Anteilsrechte			4 202	493	284	148	0	
Börsennotierte Aktien		8	10 247	1 274	2 710	367	4	
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte				846	6 896			
Investmentzertifikate		37	351	70	1	6 656	1	
Versicherungstechnische Rückstellungen		668	3 433	1 063	241	165	667	679
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate	-1 422	13 332	-9 775	883	505	-36	-6 332	
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>								
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Verbindlichkeiten</b>								
Transaktionen mit Verbindlichkeiten insgesamt		26	93	-689	121	44	94	172
Währungsgold und SZRs								
Bargeld und Einlagen			0	-503	0	0	-4	-16
Kurzfristige Schuldverschreibungen			-13	-76	-14	0	-52	8
Langfristige Schuldverschreibungen			29	-36	-14	2	64	7
Kredite		-4	-14		-96	-12	81	-40
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		-2	8		-37	1	65	
Anteilsrechte		0	68	-7	260	3	0	221
Börsennotierte Aktien			22	3	2	1	0	
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		0	47	13	141	2	0	
Investmentzertifikate				-23	117			
Versicherungstechnische Rückstellungen		0	1	0	0	48	0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		30	22	-67	-15	4	5	-9
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	89	61	47	-14	20	26	-51	-89
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Verbindlichkeiten</b>								
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten insgesamt		-9	502	1	-60	68	31	-125
Währungsgold und SZRs								
Bargeld und Einlagen			0	-43	0	0	0	-19
Kurzfristige Schuldverschreibungen			0	-3	-2	0	0	-8
Langfristige Schuldverschreibungen			-13	-10	-17	0	47	-37
Kredite		-9	-4		-68	2	4	8
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		-6	-6		-27	1	-1	
Anteilsrechte		0	501	72	52	21	0	-14
Börsennotierte Aktien			292	75	24	12	0	
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		0	209	1	-66	9	0	
Investmentzertifikate				-4	94			
Versicherungstechnische Rückstellungen		0	0	0	0	42	0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		0	18	-16	-24	3	-19	-55
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	12	249	-227	-38	89	-40	-20	-52
<b>Bilanz zu Quartalsende, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		6 895	28 423	30 964	17 634	7 796	10 966	16 923
Währungsgold und SZRs								
Bargeld und Einlagen			33	22 477	35	0	280	2 484
Kurzfristige Schuldverschreibungen			77	503	95	2	627	277
Langfristige Schuldverschreibungen			1 008	4 255	3 121	51	7 024	3 118
Kredite		6 152	8 462		3 980	285	2 375	3 346
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		5 813	6 248		2 364	110	2 096	
Anteilsrechte		8	15 018	2 678	10 201	540	5	7 083
Börsennotierte Aktien			4 515	570	310	161	0	
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		8	10 503	1 288	2 785	378	4	
Investmentzertifikate				819	7 107			
Versicherungstechnische Rückstellungen		37	353	70	1	6 746	1	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		699	3 473	981	202	171	654	615
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 320	13 643	-9 955	831	614	-51	-6 402	

Quelle: EZB.

### 3.2 Nichtfinanzielle Konten des Euro-Währungsgebiets

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme)

Mittelverwendung	2009	2010	2011	2012 Q1- 2012 Q4	2012 Q2- 2013 Q1	2012 Q3- 2013 Q2	2012 Q4- 2013 Q3	2013 Q1- 2013 Q4
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)								
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen								
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)								
Arbeitnehmerentgelt	4 449	4 510	4 622	4 673	4 678	4 683	4 693	4 709
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen	88	85	99	128	126	128	126	129
Abschreibungen	1 388	1 419	1 462	1 496	1 503	1 509	1 516	1 523
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	2 089	2 187	2 245	2 175	2 167	2 173	2 191	2 203
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto								
Arbeitnehmerentgelt								
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen								
Vermögenseinkommen	2 969	2 804	3 017	2 878	2 819	2 767	2 731	2 702
Zinsen	1 593	1 381	1 546	1 463	1 407	1 359	1 317	1 282
Sonstige Vermögenseinkommen	1 376	1 423	1 472	1 415	1 412	1 407	1 413	1 420
<i>Nationaleinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	7 534	7 754	7 977	8 008	8 014	8 031	8 062	8 096
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto								
Einkommen- und Vermögensteuern	1 027	1 056	1 114	1 171	1 178	1 195	1 203	1 211
Sozialbeiträge	1 678	1 704	1 752	1 786	1 793	1 799	1 808	1 815
Monetäre Sozialleistungen	1 771	1 815	1 843	1 885	1 897	1 908	1 920	1 930
Sonstige laufende Transfers	773	776	781	790	794	801	810	816
Nettoprämien für Schadenversicherungen	181	181	182	184	184	185	186	186
Schadenversicherungsleistungen	182	182	183	186	186	187	188	188
Sonstige	410	413	415	419	423	430	437	442
<i>Verfügbares Einkommen, netto<sup>1)</sup></i>	7 427	7 644	7 869	7 899	7 902	7 913	7 940	7 972
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto								
Konsumausgaben	7 147	7 306	7 471	7 512	7 515	7 528	7 551	7 576
Konsumausgaben für den Individualverbrauch	6 380	6 537	6 699	6 741	6 742	6 754	6 774	6 796
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch	767	769	772	770	773	775	777	780
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	61	56	58	58	57	56	57	57
<i>Sparen, netto<sup>1)</sup></i>	280	338	398	387	387	385	390	396
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto								
Bruttoinvestitionen	1 703	1 780	1 873	1 777	1 747	1 731	1 730	1 722
Bruttoanlageinvestitionen	1 752	1 761	1 817	1 767	1 739	1 726	1 719	1 719
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen	-50	19	56	10	8	5	12	3
Abschreibungen				9	2	0	0	2
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern	1	1	1	193	199	206	201	166
Vermögenstransfers	183	221	173	26	27	30	31	33
Vermögenswirksame Steuern	34	25	31	167	172	176	170	133
Sonstige Vermögenstransfers	149	196	142	109	153	176	189	213
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)<sup>1)</sup></i>	-27	-15	-8					

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Einzelheiten zur Berechnung der Kontensalden finden sich im Abschnitt „Technischer Hinweis“.

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

<b>Mittelaufkommen</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012 Q1- 2012 Q4</b>	<b>2012 Q2- 2013 Q1</b>	<b>2012 Q3- 2013 Q2</b>	<b>2012 Q4- 2013 Q3</b>	<b>2013 Q1- 2013 Q4</b>
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)	8 014	8 201	8 428	8 472	8 474	8 493	8 525	8 563
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	894	942	974	978	977	982	988	990
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>	8 908	9 143	9 402	9 450	9 451	9 476	9 514	9 553
Arbeitnehmerentgelt								
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen								
Abschreibungen								
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>								
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto	2 089	2 187	2 245	2 175	2 167	2 173	2 191	2 203
Arbeitnehmerentgelt	4 459	4 521	4 634	4 686	4 692	4 698	4 708	4 724
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen	1 000	1 040	1 084	1 117	1 115	1 121	1 125	1 130
Vermögenseinkommen	2 956	2 809	3 031	2 908	2 860	2 805	2 769	2 741
Zinsen	1 556	1 334	1 492	1 426	1 374	1 327	1 285	1 251
Sonstige Vermögenseinkommen	1 400	1 475	1 539	1 482	1 487	1 479	1 485	1 490
<i>Nationaleinkommen, netto</i>								
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto	7 534	7 754	7 977	8 008	8 014	8 031	8 062	8 096
Einkommen- und Vermögensteuern	1 032	1 059	1 119	1 176	1 183	1 199	1 208	1 216
Sozialbeiträge	1 676	1 705	1 753	1 783	1 790	1 796	1 805	1 812
Monetäre Sozialleistungen	1 764	1 809	1 837	1 879	1 890	1 902	1 914	1 924
Sonstige laufende Transfers	668	669	673	683	685	688	693	696
Nettoprämien für Schadenversicherungen	182	182	183	186	186	187	188	188
Schadenversicherungsleistungen	178	176	177	179	179	180	181	182
Sonstige	308	310	313	318	319	322	324	326
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>								
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto	7 427	7 644	7 869	7 899	7 902	7 913	7 940	7 972
Konsumausgaben								
Konsumausgaben für den Individualverbrauch								
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch								
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	61	56	58	58	57	56	57	57
<i>Sparen, netto</i>								
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto	280	338	398	387	387	385	390	396
Bruttoinvestitionen								
Bruttoanlageinvestitionen								
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen								
Abschreibungen	1 388	1 419	1 462	1 496	1 503	1 509	1 516	1 523
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern								
Vermögenstransfers	192	230	180	205	211	219	215	184
Vermögenswirksame Steuern	34	25	31	26	27	30	31	33
Sonstige Vermögenstransfers	158	205	148	179	184	190	184	151
<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)

	2009	2010	2011	2012 Q1- 2012 Q4	2012 Q2- 2013 Q1	2012 Q3- 2013 Q2	2012 Q4- 2013 Q3	2013 Q1- 2013 Q4
<b>Einkommen, Sparen und Reinvermögensänderung</b>								
Arbeitnehmerentgelt (+)	4 459	4 521	4 634	4 686	4 692	4 698	4 708	4 724
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, brutto (+)	1 440	1 449	1 491	1 494	1 498	1 504	1 512	1 517
Empfangene Zinsen (+)	234	202	228	222	217	213	207	203
Geleistete Zinsen (-)	148	124	147	131	125	120	116	114
Empfangene sonstige Vermögenseinkommen (+)	729	721	748	745	737	728	732	739
Geleistete sonstige Vermögenseinkommen (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Einkommen- und Vermögensteuern (-)	842	849	883	932	940	948	956	962
Sozialbeiträge, netto (-)	1 673	1 699	1 747	1 781	1 788	1 795	1 803	1 810
Monetäre Sozialleistungen, netto (+)	1 759	1 804	1 832	1 874	1 885	1 897	1 908	1 918
Empfangene laufende Transfers, netto (+)	70	70	68	71	74	74	73	74
<b>= Verfügbares Einkommen, brutto</b>	<b>6 019</b>	<b>6 083</b>	<b>6 214</b>	<b>6 238</b>	<b>6 240</b>	<b>6 240</b>	<b>6 255</b>	<b>6 280</b>
Konsumausgaben (-)	5 157	5 290	5 441	5 474	5 471	5 478	5 491	5 507
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche (+)	61	55	58	57	56	56	57	57
<b>= Sparen, brutto</b>	<b>923</b>	<b>849</b>	<b>831</b>	<b>820</b>	<b>826</b>	<b>818</b>	<b>821</b>	<b>829</b>
Abschreibungen (-)	379	386	395	402	403	404	405	407
Empfangene Vermögenstransfers, netto (+)	9	13	2	1	0	-1	-3	-4
Sonstige Vermögensänderungen (+)	-381	625	-295	-187	-593	-444	-216	-189
<b>= Reinvermögensänderung</b>	<b>171</b>	<b>1 101</b>	<b>143</b>	<b>233</b>	<b>-170</b>	<b>-30</b>	<b>198</b>	<b>229</b>
<b>Investitionen, Finanzierung und Reinvermögensänderung</b>								
Sachvermögensbildung, netto (+)	555	558	573	554	549	543	542	540
Abschreibungen (-)	379	386	395	402	403	404	405	407
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	1	43	124	192	173	167	135	97
Bargeld und Einlagen	121	118	118	224	228	218	189	130
Geldmarktfondsanteile	-46	-59	-23	-31	-39	-30	-27	-15
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	-74	-16	29	-2	-16	-21	-28	-18
Langfristige Forderungen	492	430	224	151	198	187	213	228
Einlagen	82	58	54	12	7	8	24	53
Schuldverschreibungen	0	24	57	-94	-109	-106	-112	-89
Anteilsrechte	178	99	-3	101	151	130	135	89
Börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien sowie sonstige Anteilsrechte	126	93	44	63	70	42	46	27
Investmentzertifikate	52	7	-47	38	81	88	89	62
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	232	249	116	132	149	156	166	175
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Kredite	107	114	88	14	-1	-12	-3	-20
<i>Darunter: Von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	65	147	81	25	21	1	7	-4
Sonstige Vermögensänderungen (+)								
Sachvermögen	-643	480	194	-773	-1 009	-953	-668	-717
Forderungen	291	188	-405	525	337	434	389	473
Anteilsrechte	87	54	-347	288	233	284	323	444
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	191	120	15	182	164	130	83	70
Übrige Veränderungen, netto (+)	-39	-98	-84	-1	-15	-17	-11	-5
<b>= Reinvermögensänderung</b>	<b>171</b>	<b>1 101</b>	<b>143</b>	<b>233</b>	<b>-170</b>	<b>-30</b>	<b>198</b>	<b>229</b>
<b>Vermögensbilanz</b>								
Sachvermögen (+)	29 221	29 873	30 244	29 625	29 183	29 197	29 312	29 041
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	5 768	5 820	5 957	6 128	6 141	6 182	6 159	6 209
Bargeld und Einlagen	5 474	5 597	5 728	5 950	5 980	6 032	6 019	6 076
Geldmarktfondsanteile	242	184	166	121	112	109	101	97
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	51	39	63	58	48	42	39	36
Langfristige Forderungen	11 647	12 230	12 007	12 703	12 897	12 908	13 140	13 417
Einlagen	970	1 027	1 082	1 096	1 103	1 113	1 125	1 148
Schuldverschreibungen	1 443	1 447	1 394	1 358	1 276	1 311	1 262	1 232
Anteilsrechte	4 109	4 261	3 907	4 310	4 485	4 444	4 656	4 853
Börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien sowie sonstige Anteilsrechte	2 982	3 060	2 823	3 068	3 176	3 134	3 305	3 469
Investmentzertifikate	1 127	1 201	1 083	1 242	1 309	1 310	1 351	1 384
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	5 125	5 494	5 625	5 939	6 034	6 039	6 098	6 184
Übrige Nettoforderungen (+)	279	266	218	195	158	187	198	169
Verbindlichkeiten (-)								
Kredite	5 936	6 110	6 205	6 196	6 169	6 168	6 165	6 152
<i>Darunter: Von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	4 968	5 213	5 281	5 290	5 279	5 282	5 276	5 268
<b>= Reinvermögen</b>	<b>40 978</b>	<b>42 079</b>	<b>42 222</b>	<b>42 455</b>	<b>42 210</b>	<b>42 305</b>	<b>42 644</b>	<b>42 684</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)

	2009	2010	2011	2012 Q1- 2012 Q4	2012 Q2- 2013 Q1	2012 Q3- 2013 Q2	2012 Q4- 2013 Q3	2013 Q1- 2013 Q4
<b>Einkommen und Sparen</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise) (+)	4 520	4 663	4 823	4 846	4 842	4 852	4 870	4 893
Arbeitnehmerentgelt (-)	2 790	2 834	2 932	2 977	2 979	2 984	2 990	2 999
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen (-)	44	36	45	53	53	54	54	56
= <b>Bruttobetriebsüberschuss (+)</b>	1 686	1 793	1 846	1 815	1 810	1 814	1 826	1 838
Abschreibungen (-)	782	800	827	849	853	857	861	865
= <b>Nettobetriebsüberschuss (+)</b>	904	993	1 019	966	957	957	965	972
Empfangene Vermögenseinkommen (+)	533	550	565	545	544	533	529	523
Empfangene Zinsen	172	158	164	150	143	137	133	131
Empfangene sonstige Vermögenseinkommen	361	392	401	396	402	396	396	392
Geleistete Zinsen und Pachten (-)	296	257	286	270	259	249	240	234
= <b>Unternehmensgewinn, netto (+)</b>	1 140	1 286	1 298	1 242	1 243	1 241	1 254	1 261
Ausschüttungen und Entnahmen (-)	932	923	977	954	946	938	944	944
Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern (-)	151	169	192	201	200	205	204	206
Empfangene Sozialbeiträge (+)	71	69	74	74	74	73	73	74
Monetäre Sozialleistungen (-)	68	69	70	70	70	70	70	70
Geleistete sonstige laufende Transfers, netto (-)	47	45	48	49	49	51	52	51
= <b>Sparen, netto</b>	13	150	85	42	52	50	57	63
<b>Investitionen, Finanzierung und Sparen</b>								
Sachvermögensbildung, netto (+)	65	145	211	133	102	90	88	83
Bruttoanlageinvestitionen (+)	899	927	982	964	945	939	936	939
Abschreibungen (-)	782	800	827	849	853	857	861	865
Sonstige Sachvermögensbildung, netto (+)	-52	19	55	18	11	8	13	10
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	95	34	-28	63	47	39	53	73
Bargeld und Einlagen	88	67	6	75	80	81	91	110
Geldmarktfondsanteile	39	-32	-46	-7	-5	-15	-13	-10
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	-31	-1	12	-5	-27	-27	-25	-27
Langfristige Forderungen	149	433	489	241	209	82	91	105
Einlagen	-1	22	72	-4	-35	-32	-1	2
Schuldverschreibungen	22	24	-28	7	6	-2	-5	-14
Anteilsrechte	104	249	298	132	172	105	117	125
Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen Unternehmen)	24	138	147	106	67	11	-19	-8
Übrige Nettoforderungen (+)	82	5	-64	25	59	101	52	55
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schulden	31	164	238	160	123	35	-22	-6
Darunter: Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet	-105	1	137	-136	-127	-158	-145	-126
Darunter: Schuldverschreibungen	90	66	48	119	105	90	87	83
Anteilsrechte	262	237	218	191	170	154	182	190
Börsennotierte Aktien	64	31	27	27	11	21	23	30
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	198	206	191	164	159	134	159	159
Empfangene Vermögenstransfers, netto (-)	82	65	67	64	67	66	63	66
= <b>Sparen, netto</b>	13	150	85	42	52	50	57	63
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen								
Kurzfristige Forderungen	1 933	1 958	1 931	1 990	1 953	1 940	1 969	2 052
Bargeld und Einlagen	1 632	1 695	1 705	1 777	1 757	1 765	1 798	1 880
Geldmarktfondsanteile	213	182	134	130	127	113	111	117
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	87	81	92	83	69	62	60	55
Langfristige Forderungen	10 376	10 852	10 886	11 640	11 947	11 768	12 239	12 531
Einlagen	161	174	236	283	269	263	280	287
Schuldverschreibungen	236	253	240	267	281	261	270	264
Anteilsrechte	7 234	7 544	7 360	7 962	8 257	8 103	8 542	8 846
Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen Unternehmen)	2 745	2 880	3 049	3 128	3 140	3 142	3 146	3 134
Übrige Nettoforderungen	465	382	465	392	444	455	447	444
Verbindlichkeiten								
Schulden	9 460	9 709	9 864	9 991	9 979	9 936	9 914	9 899
Darunter: Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet	4 684	4 659	4 698	4 474	4 446	4 403	4 360	4 289
Darunter: Schuldverschreibungen	814	882	876	1 035	1 055	1 052	1 083	1 085
Anteilsrechte	12 588	13 149	12 459	13 378	13 789	13 654	14 449	15 018
Börsennotierte Aktien	3 509	3 805	3 287	3 748	3 891	3 853	4 202	4 515
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	9 080	9 344	9 172	9 630	9 898	9 801	10 247	10 503

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)

	2009	2010	2011	2012 Q1- 2012 Q4	2012 Q2- 2013 Q1	2012 Q3- 2013 Q2	2012 Q4- 2013 Q3	2013 Q1- 2013 Q4
<b>Finanzierungskonto, finanzielle Transaktionen</b>								
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	-41	-6	54	44	20	-18	-39	-66
Bargeld und Einlagen	-33	-9	14	15	11	8	3	-14
Geldmarktfondsanteile	6	-8	16	32	10	-12	-19	-34
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	-14	11	24	-3	0	-13	-22	-18
Langfristige Forderungen	293	294	131	187	176	210	244	301
Einlagen	15	-5	9	-17	-19	-15	-18	-9
Schuldverschreibungen	104	191	41	137	96	109	110	133
Kredite	9	32	12	9	11	10	1	4
Börsennotierte Aktien	-49	-1	-11	-8	0	0	10	1
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	-14	12	13	2	2	1	6	11
Investmentzertifikate	228	66	68	64	85	105	135	160
Übrige Nettoforderungen (+)	17	7	-30	-43	-25	-28	-33	-2
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schuldverschreibungen	5	1	3	7	5	3	3	0
Kredite	-4	7	11	-15	0	-7	-23	-5
Anteilsrechte	5	6	4	1	2	2	1	5
Versicherungstechnische Rückstellungen	247	281	115	155	170	175	183	197
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	241	262	111	139	155	164	170	181
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	6	19	4	16	15	12	13	16
<b>= Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	15	1	22	41	-6	-9	8	37
<b>Konto sonstiger Vermögensänderungen</b>								
Sonstige Änderungen der Forderungen (+)								
Anteilsrechte	197	119	-105	197	148	132	97	98
Übrige Nettoforderungen	34	-6	14	236	133	94	3	-64
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten (-)								
Anteilsrechte	13	-1	-48	67	55	84	72	65
Versicherungstechnische Rückstellungen	169	136	16	190	168	130	82	69
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	197	125	19	188	165	129	81	68
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	-28	11	-3	2	2	1	1	1
<b>= Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	49	-22	-59	176	59	12	-54	-100
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	331	330	371	408	413	366	356	335
Bargeld und Einlagen	195	190	193	209	218	201	201	193
Geldmarktfondsanteile	95	88	102	125	125	107	99	87
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	41	52	76	74	69	59	56	56
Langfristige Forderungen	5 649	6 041	6 046	6 643	6 774	6 769	6 897	7 020
Einlagen	612	605	611	594	595	596	591	589
Schuldverschreibungen	2 467	2 638	2 660	3 000	3 030	3 031	3 053	3 105
Kredite	436	469	481	491	490	487	489	493
Börsennotierte Aktien	397	422	377	404	413	410	426	439
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	412	417	421	433	435	435	440	443
Investmentzertifikate	1 325	1 489	1 496	1 722	1 812	1 810	1 898	1 951
Übrige Nettoforderungen (+)	225	247	262	252	249	240	230	219
Verbindlichkeiten (-)								
Schuldverschreibungen	42	43	46	55	55	52	52	53
Kredite	281	292	301	284	302	300	295	285
Anteilsrechte	441	447	403	471	491	499	516	540
Versicherungstechnische Rückstellungen	5 586	6 003	6 134	6 479	6 593	6 597	6 656	6 746
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	4 801	5 188	5 318	5 645	5 742	5 745	5 804	5 895
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	785	815	816	834	851	851	852	851
<b>= Finanzielles Reinvermögen (Nettogeldvermögen)</b>	-146	-168	-204	13	-5	-73	-36	-51

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

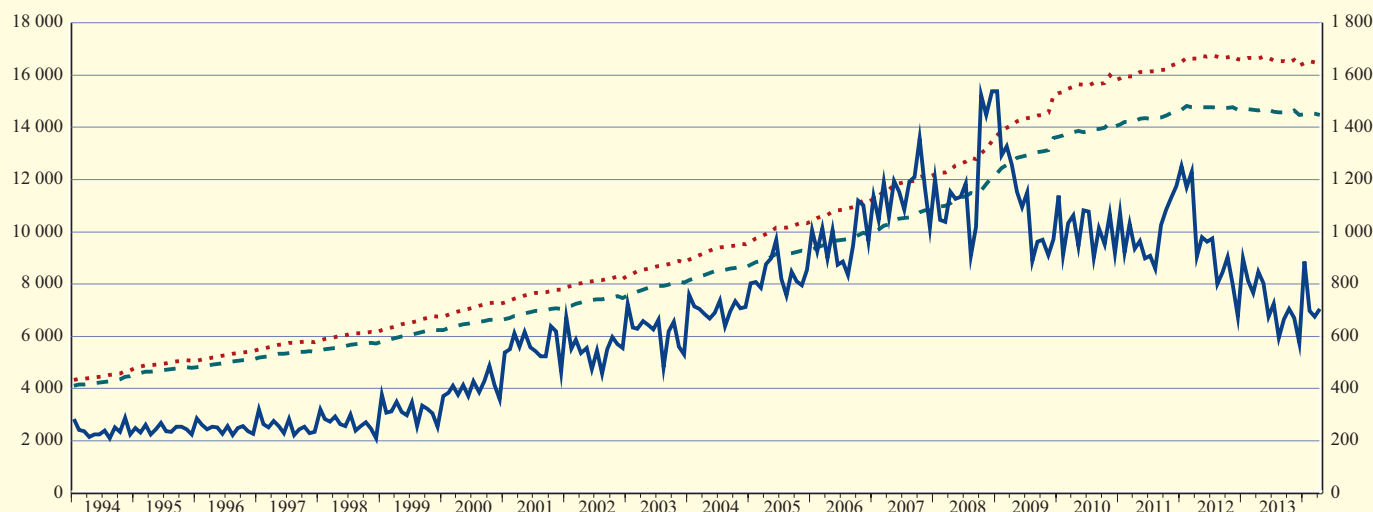
(in Mrd € und Wachstumsraten im Berichtszeitraum; saisonbereinigt; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)

	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>												
2013 April	16 889,4	757,6	-7,7	14 649,4	709,0	-13,6	16 624,0	847,1	-6,8	-0,3	-12,7	-1,4
Mai	16 956,7	710,0	68,5	14 722,2	664,0	73,9	16 712,4	803,0	92,6	0,0	13,3	-1,0
Juni	16 894,1	600,3	-62,2	14 670,6	557,6	-51,1	16 643,4	674,8	-62,3	-0,3	-23,7	-0,9
Juli	16 827,9	639,4	-66,0	14 597,8	590,7	-72,3	16 550,9	725,4	-79,9	-0,9	-57,2	-1,4
Aug.	16 804,7	515,6	-23,4	14 572,9	482,0	-25,0	16 537,0	594,2	-17,1	-0,8	18,4	-0,9
Sept.	16 814,5	606,3	10,3	14 565,9	555,6	-6,6	16 524,1	666,5	-5,1	-0,7	41,4	-0,2
Okt.	16 818,3	642,1	4,8	14 557,2	571,9	-7,5	16 492,9	705,0	-20,0	-1,0	-35,8	-0,5
Nov.	16 928,4	597,6	110,4	14 638,6	538,8	81,7	16 579,8	670,0	85,5	-0,7	19,1	-0,5
Dez.	16 752,4	515,7	-185,9	14 465,1	477,5	-183,4	16 361,1	575,4	-219,6	-1,2	-118,4	-1,6
2014 Jan.	16 774,4	793,5	22,0	14 494,6	735,4	29,6	16 467,0	886,5	88,2	-0,8	67,5	-0,1
Febr.	16 846,9	629,7	68,3	14 554,4	576,7	55,7	16 527,7	697,4	69,7	-0,6	9,1	-0,2
März	16 829,7	648,7	-18,1	14 524,9	579,6	-30,5	16 479,5	675,7	-48,9	-0,7	-46,7	-1,3
April	.	.	.	14 475,4	611,6	-47,6	16 429,9	705,8	-44,9	-1,0	-46,4	-1,4
<b>Langfristig</b>												
2013 April	15 563,5	247,7	-4,4	13 401,2	217,2	-15,4	15 127,4	248,9	-3,0	0,8	-9,9	-0,7
Mai	15 630,9	254,5	68,6	13 474,8	223,2	74,9	15 211,4	260,9	88,4	1,0	20,5	-0,4
Juni	15 610,5	208,2	-19,9	13 468,6	181,6	-5,6	15 188,2	201,4	-17,4	0,7	-10,2	-0,2
Juli	15 538,9	204,7	-71,5	13 383,3	173,1	-84,9	15 083,6	195,3	-94,3	0,1	-54,8	-1,1
Aug.	15 533,4	117,3	-5,6	13 374,4	97,7	-9,1	15 082,2	113,0	-5,5	0,2	37,3	-0,1
Sept.	15 549,9	223,7	16,9	13 380,0	190,6	6,0	15 088,3	216,7	15,6	0,2	56,4	0,5
Okt.	15 579,1	249,1	29,3	13 390,6	199,0	10,8	15 084,4	228,2	5,1	-0,1	-6,7	0,6
Nov.	15 695,7	251,9	115,4	13 482,1	210,0	90,4	15 191,7	240,1	105,7	0,2	45,7	0,9
Dez.	15 596,1	154,0	-100,1	13 390,8	133,1	-91,8	15 080,1	148,5	-103,0	0,1	-43,9	0,5
2014 Jan.	15 562,4	275,6	-32,6	13 357,8	237,3	-31,9	15 089,5	290,2	-4,2	0,1	2,1	1,2
Febr.	15 627,7	233,0	65,1	13 413,4	199,0	55,5	15 142,3	231,6	65,1	0,4	9,2	0,8
März	15 584,0	255,7	-45,1	13 365,3	207,9	-49,5	15 091,1	237,2	-52,2	0,0	-47,8	-0,5
April	.	.	.	13 343,9	222,8	-20,4	15 074,0	247,8	-13,3	-0,1	-16,2	-0,7

## 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>												
2012	16 598	5 399	3 256	988	6 271	684	958	589	81	68	187	32
2013	16 361	4 887	3 187	1 060	6 554	674	728	385	64	64	187	29
2013 Q2	16 643	5 122	3 261	1 023	6 559	678	775	408	65	67	201	34
Q3	16 524	5 004	3 243	1 054	6 552	671	662	350	52	64	171	25
Q4	16 361	4 887	3 187	1 060	6 554	674	650	341	57	65	162	25
2014 Q1	16 479	4 829	3 189	1 087	6 694	681	753	371	71	69	201	41
2014 Jan.	16 467	4 924	3 210	1 084	6 579	669	886	467	67	84	228	40
Febr.	16 528	4 891	3 212	1 083	6 659	681	697	333	60	60	199	44
März	16 479	4 829	3 189	1 087	6 694	681	676	311	86	64	175	39
April	16 430	4 797	3 166	1 084	6 709	675	706	327	64	76	205	34
<b>Kurzfristig</b>												
2012	1 488	601	136	82	606	64	703	490	37	53	103	21
2013	1 281	474	110	75	570	52	511	315	26	48	102	21
2013 Q2	1 455	558	134	90	620	54	538	337	25	52	100	23
Q3	1 436	539	132	90	627	47	487	294	25	46	104	18
Q4	1 281	474	110	75	570	52	445	269	22	45	90	18
2014 Q1	1 388	530	140	83	579	56	500	289	34	50	99	27
2014 Jan.	1 378	533	117	87	587	53	596	372	22	57	115	29
Febr.	1 385	544	122	85	581	52	466	260	35	48	100	23
März	1 388	530	140	83	579	56	438	235	46	46	83	29
April	1 356	521	137	81	567	50	458	258	21	64	91	24
<b>Langfristig<sup>2)</sup></b>												
2012	15 110	4 798	3 120	906	5 665	621	255	99	45	16	83	12
2013	15 080	4 413	3 077	985	5 983	622	217	69	38	17	85	8
2013 Q2	15 188	4 564	3 127	934	5 939	624	237	71	40	16	101	10
Q3	15 088	4 465	3 111	964	5 925	623	175	56	26	18	67	8
Q4	15 080	4 413	3 077	985	5 983	622	206	72	35	20	72	7
2014 Q1	15 091	4 299	3 049	1 003	6 115	624	253	82	37	19	102	14
2014 Jan.	15 090	4 391	3 093	997	5 992	616	290	95	45	26	113	11
Febr.	15 142	4 347	3 090	998	6 078	629	232	74	25	12	100	21
März	15 091	4 299	3 049	1 003	6 115	624	237	77	40	19	92	9
April	15 074	4 276	3 028	1 003	6 142	625	248	69	43	12	113	10
<b>Darunter: Festverzinslich</b>												
2012	10 434	2 811	1 210	814	5 154	444	165	54	18	15	71	7
2013	10 682	2 648	1 316	883	5 382	452	144	36	18	14	69	6
2013 Q2	10 676	2 719	1 300	839	5 363	455	154	34	20	13	79	8
Q3	10 655	2 671	1 315	863	5 353	454	121	32	12	14	59	5
Q4	10 682	2 648	1 316	883	5 382	452	137	37	18	18	59	5
2014 Q1	10 756	2 570	1 311	897	5 517	461	183	46	20	16	90	11
2014 Jan.	10 685	2 633	1 314	892	5 396	448	211	59	24	23	97	8
Febr.	10 746	2 603	1 313	893	5 477	461	170	39	9	11	93	18
März	10 756	2 570	1 311	897	5 517	461	168	39	27	15	79	7
April	10 763	2 561	1 328	896	5 516	462	157	36	23	11	78	8
<b>Darunter: Variabel Verzinslich</b>												
2012	4 247	1 733	1 813	88	439	175	78	38	25	1	8	5
2013	3 985	1 562	1 656	98	501	169	61	28	17	2	11	2
2013 Q2	4 076	1 606	1 725	92	484	169	70	31	17	2	17	2
Q3	4 017	1 580	1 693	97	477	169	43	20	13	3	4	2
Q4	3 985	1 562	1 656	98	501	169	61	31	16	2	10	2
2014 Q1	3 919	1 533	1 621	101	501	163	57	31	14	2	8	3
2014 Jan.	3 994	1 558	1 664	101	504	167	67	31	19	4	11	3
Febr.	3 980	1 545	1 660	100	507	168	47	29	11	0	4	3
März	3 919	1 533	1 621	101	501	163	58	33	11	3	8	2
April	3 895	1 522	1 583	101	526	162	79	29	16	1	32	1

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.

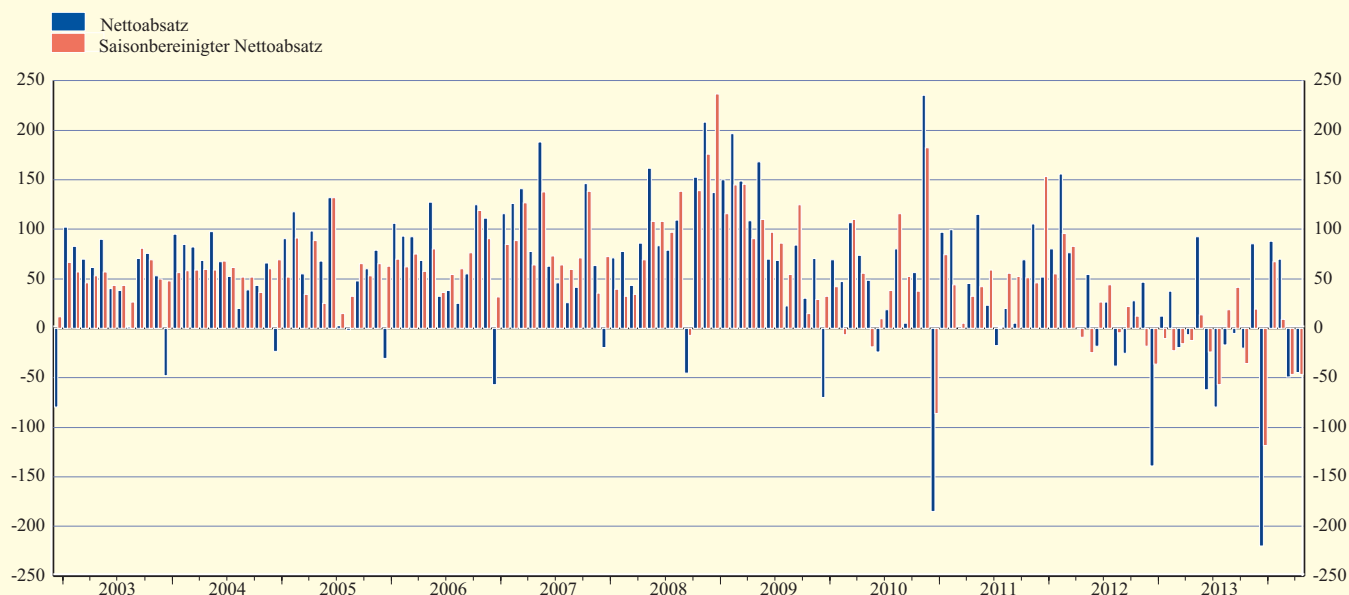
**4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten**  
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; während des Berichtszeitraums getätigte Transaktionen; Nominalwerte)

**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>												
2012	20,4	-8,1	1,9	10,5	13,0	3,1	-	-	-	-	-	-
2013	-16,9	-39,7	-7,2	6,7	24,0	-0,6	-	-	-	-	-	-
2013 Q2	7,8	-40,8	3,6	3,5	44,7	-3,3	-7,7	-39,7	2,9	2,4	29,7	-3,0
Q3	-34,0	-36,7	-4,8	11,2	-1,6	-2,1	0,9	-35,5	9,3	11,7	16,0	-0,6
Q4	-51,4	-35,4	-21,6	3,2	0,9	1,4	-45,0	-24,3	-42,1	6,0	14,5	0,9
2014 Q1	36,3	-20,9	-0,8	8,8	46,9	2,2	10,0	-34,1	6,3	6,5	30,2	1,1
2014 Jan.	88,2	28,1	19,3	22,0	24,1	-5,3	67,5	10,1	32,4	20,5	5,7	-1,2
Febr.	69,7	-27,4	1,5	1,4	81,3	12,8	9,1	-56,9	8,9	-2,0	47,6	11,5
März	-48,9	-63,3	-23,1	3,1	35,2	-0,8	-46,7	-55,6	-22,2	1,0	37,2	-7,1
April	-44,9	-28,5	-23,1	-1,8	14,5	-6,0	-46,4	-32,7	-37,8	-8,4	37,3	-4,9
<b>Langfristig</b>												
2012	30,4	0,5	-0,1	10,4	15,4	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	1,2	-29,4	-3,9	7,3	26,8	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 Q2	22,6	-33,1	5,3	4,0	45,1	1,3	0,1	-39,1	5,4	3,0	31,0	-0,2
Q3	-28,1	-30,7	-4,1	10,9	-4,2	0,1	13,0	-27,6	6,8	11,5	19,9	2,5
Q4	2,6	-14,5	-10,8	8,3	19,8	-0,2	-1,6	-4,9	-28,6	9,0	22,2	0,6
2014 Q1	2,9	-38,6	-9,4	6,1	44,0	0,7	-12,2	-45,5	-2,7	5,7	31,2	-0,9
2014 Jan.	-4,2	-27,8	12,6	9,5	7,9	-6,4	2,1	-31,7	24,7	11,8	3,2	-5,9
Febr.	65,1	-38,7	0,5	3,4	86,5	13,4	9,2	-62,6	5,6	2,2	52,1	11,9
März	-52,2	-49,2	-41,3	5,3	37,8	-4,8	-47,8	-42,1	-38,4	3,1	38,4	-8,9
April	-13,3	-20,9	-20,1	0,1	26,8	0,8	-16,2	-25,7	-30,7	-3,8	44,7	-0,7

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

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



Quelle: EZB.

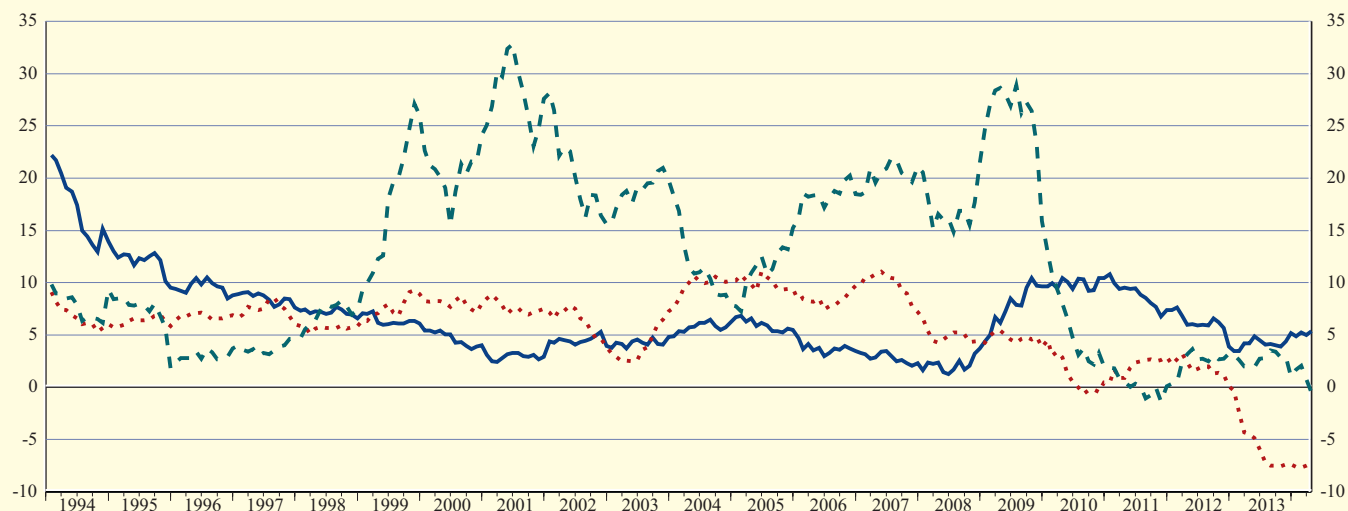
1) Die Monatsangaben zum Nettoabsatz beziehen sich auf die im jeweiligen Monat getätigten Transaktionen. Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Quartals- und Jahreswerte auf die jeweiligen Monatsdurchschnitte.

#### 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											
2013 April	-0,3	-6,2	-1,0	12,8	3,5	0,4	-1,4	-10,6	1,9	11,6	3,5	-2,7
Mai	0,0	-6,5	-0,8	11,2	4,4	-0,4	-1,0	-11,5	2,9	8,4	5,2	-2,9
Juni	-0,3	-7,3	0,2	10,3	4,3	-2,6	-0,9	-10,8	0,8	5,5	6,3	-2,1
Juli	-0,9	-8,7	0,5	10,1	4,1	-4,7	-1,4	-11,6	0,7	5,7	5,9	-5,6
Aug.	-0,8	-9,2	1,3	10,7	4,1	-3,6	-0,9	-9,9	0,2	7,3	5,1	-1,4
Sept.	-0,7	-8,9	1,7	10,2	4,1	-3,8	-0,2	-8,4	2,3	8,5	4,3	-3,2
Okt.	-1,0	-9,0	0,7	10,1	3,8	-4,1	-0,5	-7,4	-0,3	8,6	4,2	-5,0
Nov.	-0,7	-8,8	0,7	10,2	4,0	-2,6	-0,5	-5,9	-1,4	12,0	2,8	-2,2
Dez.	-1,2	-8,9	-2,6	8,2	4,6	-1,1	-1,6	-6,9	-6,0	10,7	2,8	0,2
2014 Jan.	-0,8	-8,1	-1,7	9,6	4,4	-2,0	-0,1	-4,4	-4,0	13,7	3,0	2,0
Febr.	-0,6	-7,8	-1,9	8,7	4,5	0,7	-0,2	-5,5	-3,9	10,1	3,9	2,9
März	-0,7	-7,7	-2,2	7,9	4,2	-0,8	-1,3	-6,9	-6,4	7,2	4,1	1,8
April	-1,0	-7,6	-3,6	6,2	4,7	-1,9	-1,4	-7,8	-6,8	3,8	5,3	1,1
	Langfristig											
2013 April	0,8	-4,5	-1,3	14,6	4,3	3,2	-0,7	-8,3	0,7	11,8	3,3	-0,1
Mai	1,0	-4,9	-1,0	13,3	5,1	2,9	-0,4	-10,0	2,0	7,7	5,5	-1,0
Juni	0,7	-5,9	0,1	12,6	4,8	1,6	-0,2	-10,4	1,3	5,9	7,1	-1,7
Juli	0,1	-7,2	0,2	12,1	4,5	0,3	-1,1	-11,9	0,9	5,7	6,5	-3,1
Aug.	0,2	-7,5	1,1	12,4	4,5	0,7	-0,1	-10,0	1,9	8,4	5,8	0,3
Sept.	0,2	-7,5	1,2	11,2	4,4	0,3	0,5	-8,4	2,4	9,6	5,3	2,2
Okt.	-0,1	-7,5	0,6	10,9	4,2	0,8	0,6	-6,8	0,3	10,0	5,1	1,7
Nov.	0,2	-7,4	0,6	10,9	4,8	0,4	0,9	-4,7	-0,9	14,2	4,2	1,7
Dez.	0,1	-7,4	-1,5	9,7	5,7	0,6	0,5	-4,2	-4,1	13,6	4,3	3,0
2014 Jan.	0,1	-7,6	-0,8	10,2	5,5	-1,1	1,2	-3,2	-2,4	14,9	4,4	1,2
Febr.	0,4	-7,7	-0,3	10,1	5,6	1,8	0,8	-5,3	-2,4	11,9	5,4	3,3
März	0,0	-7,5	-1,8	9,6	5,4	0,9	-0,5	-6,7	-5,9	9,4	5,5	-0,3
April	-0,1	-7,3	-3,1	8,3	5,9	0,4	-0,7	-7,8	-6,5	6,5	6,8	-0,8

#### 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.

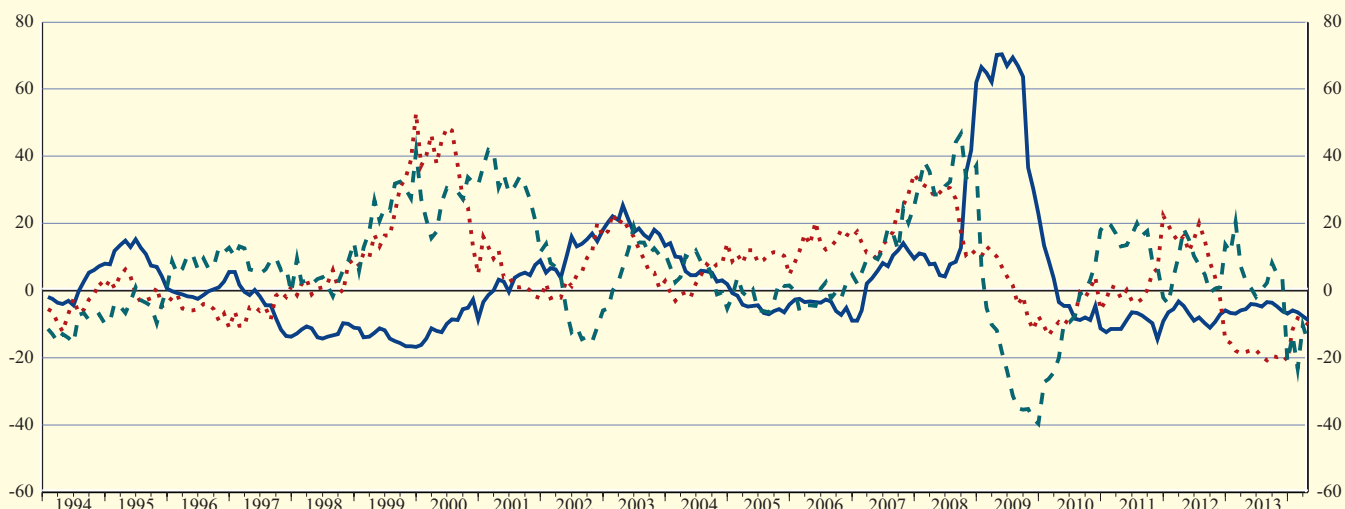
**4.3 Noch: Wachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien<sup>1)</sup>**  
(Veränderung in %)

	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>												
2012	5,3	4,1	1,9	10,6	5,9	7,3	-0,9	-0,3	-4,9	-0,4	6,6	23,3
2013	3,3	-3,2	6,7	13,6	4,6	4,1	-7,2	-7,5	-9,4	5,0	-1,3	-0,8
2013 Q2	3,7	-3,3	7,5	15,0	5,1	4,5	-7,5	-6,7	-10,7	2,0	-1,8	-0,8
Q3	3,0	-4,8	7,8	12,9	4,8	3,4	-8,0	-9,6	-8,9	6,9	-1,9	-5,4
Q4	2,3	-5,0	5,2	10,7	4,2	2,6	-6,6	-9,8	-7,9	11,7	6,5	-4,1
2014 Q1	1,8	-5,9	1,4	9,9	4,8	1,8	-5,0	-8,5	-7,2	12,6	12,8	-2,5
2013 Nov.	2,1	-4,8	4,9	10,7	3,9	2,0	-5,6	-9,8	-7,3	12,8	13,2	-3,2
Dez.	2,1	-5,1	3,7	9,5	4,5	2,2	-6,2	-9,3	-9,4	11,1	14,2	-2,9
2014 Jan.	1,7	-5,8	2,0	10,0	4,6	0,0	-5,1	-8,8	-7,6	13,4	15,8	-3,0
Febr.	1,8	-6,2	0,0	10,3	5,2	2,9	-4,2	-8,4	-5,2	12,5	10,5	-0,9
März	1,7	-6,4	0,6	9,1	5,0	3,0	-5,0	-7,2	-7,8	12,9	10,2	-4,3
April	1,7	-6,4	0,9	8,1	5,0	2,6	-5,3	-6,8	-9,7	12,3	13,8	-5,0
<b>Euro</b>												
2012	5,5	4,6	0,6	10,9	6,0	7,2	-0,6	2,0	-6,5	-1,4	6,3	22,9
2013	3,1	-4,0	4,1	14,7	4,6	4,1	-7,5	-7,2	-10,7	6,2	-1,8	-1,2
2013 Q2	3,4	-4,0	4,6	16,4	5,0	4,4	-7,7	-5,9	-12,0	4,0	-2,4	-1,4
Q3	2,7	-5,9	5,0	14,0	4,8	3,8	-8,4	-9,7	-9,9	8,4	-2,3	-5,8
Q4	2,0	-6,0	2,8	11,4	4,3	2,8	-7,0	-10,3	-8,7	12,8	6,4	-4,5
2014 Q1	1,6	-7,1	-1,2	9,6	4,9	1,7	-5,7	-9,3	-8,4	11,7	12,9	-2,8
2013 Nov.	1,9	-5,8	2,7	11,7	3,9	2,2	-6,0	-10,3	-8,0	13,2	13,4	-3,5
Dez.	2,0	-6,2	2,4	10,3	4,6	2,4	-6,9	-10,2	-10,5	11,2	14,1	-3,4
2014 Jan.	1,4	-6,9	-1,4	9,7	4,6	0,0	-5,9	-9,6	-9,3	12,1	16,0	-3,1
Febr.	1,6	-7,4	-2,7	9,7	5,2	2,7	-4,8	-9,2	-6,1	11,4	10,7	-1,5
März	1,5	-7,8	-1,4	8,4	5,0	2,6	-5,6	-8,1	-8,8	12,2	10,3	-4,1
April	1,5	-8,0	-0,5	7,5	5,1	2,3	-5,9	-7,6	-11,1	11,0	14,2	-4,3

**A18 Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

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



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)

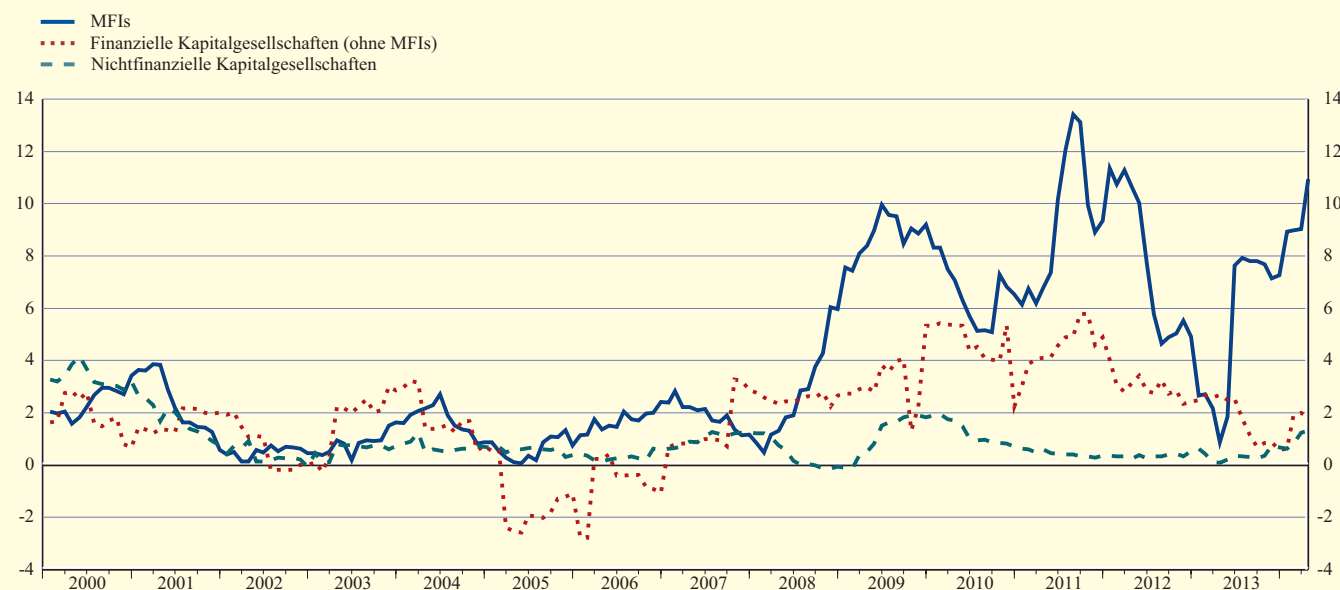
##### 1. Umlauf und Jahreswachstumsraten

(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
2012 April	4 071,1	106,5	1,4	327,2	10,7	292,3	3,1	3 451,6	0,2
Mai	3 765,4	106,6	1,5	280,8	10,0	265,5	3,4	3 219,1	0,4
Juni	3 928,0	106,7	1,1	317,6	7,7	285,0	2,8	3 325,4	0,3
Juli	4 054,1	106,8	1,0	309,9	5,8	292,1	2,7	3 452,1	0,3
Aug.	4 178,8	106,8	0,9	349,6	4,6	309,4	3,2	3 519,7	0,3
Sept.	4 235,1	106,9	0,9	364,9	4,9	323,9	2,7	3 546,2	0,4
Okt.	4 311,8	107,0	1,0	383,5	5,0	333,8	2,8	3 594,4	0,4
Nov.	4 399,7	106,9	0,9	395,7	5,5	342,3	2,3	3 661,8	0,3
Dez.	4 503,7	107,2	1,0	402,4	4,9	357,3	2,4	3 743,9	0,5
2013 Jan.	4 658,5	107,3	0,9	441,5	2,7	370,7	2,5	3 846,3	0,6
Febr.	4 643,2	107,1	0,8	416,1	2,7	364,5	2,7	3 862,6	0,4
März	4 645,2	106,9	0,5	380,3	2,2	369,0	2,6	3 895,9	0,1
April	4 747,4	106,8	0,3	410,4	0,9	394,9	2,7	3 942,1	0,1
Mai	4 864,1	107,1	0,5	440,2	1,9	408,0	2,5	4 016,0	0,2
Juni	4 663,9	107,9	1,2	413,5	7,6	394,5	2,5	3 855,9	0,4
Juli	4 903,7	108,0	1,1	446,6	7,9	418,7	1,8	4 038,5	0,3
Aug.	4 892,0	107,9	1,1	461,5	7,8	416,1	1,1	4 014,5	0,3
Sept.	5 136,7	107,9	1,0	491,7	7,8	427,6	0,7	4 217,3	0,3
Okt.	5 411,0	108,1	1,1	557,2	7,7	445,1	0,8	4 408,7	0,4
Nov.	5 502,3	108,4	1,3	562,8	7,1	454,6	0,9	4 484,9	0,7
Dez.	5 567,9	108,6	1,3	569,0	7,3	465,8	0,6	4 533,1	0,7
2014 Jan.	5 485,2	108,8	1,4	597,7	8,9	456,1	0,6	4 431,4	0,6
Febr.	5 757,5	108,9	1,7	637,8	9,0	475,3	1,9	4 644,4	0,8
März	5 809,2	109,1	2,0	642,6	9,0	477,1	2,0	4 689,5	1,2
April	5 839,6	109,2	2,2	639,1	10,9	483,5	1,8	4 717,0	1,3

#### 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“.

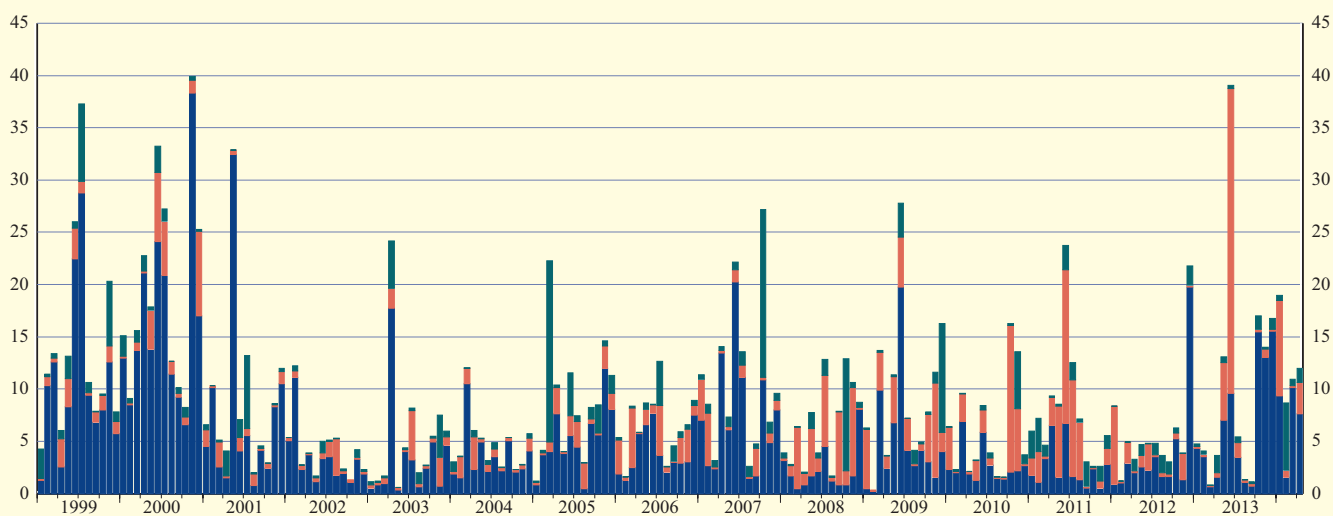
**4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet**  
(in Mrd €; Marktkurse)

**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
2012 April	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
Mai	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
Juni	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
Juli	4,8	0,3	4,5	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,6	0,3	3,2
Aug.	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
Sept.	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
Okt.	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
Nov.	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
Dez.	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,8	10,8	8,9
2013 Jan.	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
Febr.	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
März	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
April	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
Mai	13,1	1,8	11,3	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	7,0	1,8	5,2
Juni	39,1	1,9	37,1	29,2	0,0	29,1	0,3	0,3	0,1	9,6	1,7	7,9
Juli	5,4	3,0	2,4	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,1	2,4
Aug.	1,1	2,3	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,5	1,1	1,8	-0,7
Sept.	1,0	1,7	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	-0,4	0,7	1,1	-0,4
Okt.	16,9	7,5	9,4	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	15,5	7,4	8,1
Nov.	14,0	2,1	11,9	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	13,0	2,0	11,0
Dez.	16,6	7,0	9,6	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	15,6	7,0	8,6
2014 Jan.	18,9	7,8	11,1	9,1	0,3	8,9	0,5	0,1	0,3	9,4	7,4	1,9
Febr.	8,7	2,3	6,4	0,7	0,0	0,7	6,4	0,3	6,1	1,6	2,0	-0,4
März	10,8	2,4	8,4	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,0	10,2	1,8	8,4
April	12,0	2,9	9,0	3,0	0,0	3,0	1,3	0,0	1,3	7,7	2,9	4,7

**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	
2013 Mai	0,33	2,04	2,06	2,25	1,31	1,31	0,38	0,83	1,86	1,98	0,48
Juni	0,32	1,88	1,88	2,12	1,30	1,28	0,38	0,83	1,65	1,77	0,72
Juli	0,31	1,88	1,90	2,08	1,28	1,23	0,37	0,82	1,63	1,78	0,85
Aug.	0,30	1,81	1,87	2,05	1,15	1,21	0,37	0,70	1,57	1,85	0,51
Sept.	0,30	1,71	1,86	2,06	1,15	1,17	0,35	0,81	1,68	1,87	0,56
Okt.	0,29	1,72	1,83	2,07	1,13	1,15	0,34	0,78	1,65	2,28	0,29
Nov.	0,29	1,60	1,76	2,02	1,12	1,11	0,34	0,75	1,57	1,73	0,47
Dez.	0,29	1,58	1,66	1,91	1,11	1,07	0,34	0,79	1,52	1,63	0,71
2014 Jan.	0,28	1,66	1,64	1,95	1,09	1,05	0,33	0,71	1,42	1,81	0,58
Febr.	0,28	1,60	1,62	1,93	1,10	1,03	0,33	0,63	1,42	1,75	0,83
März	0,28	1,57	1,50	1,86	1,07	1,01	0,35	0,65	1,37	1,58	0,87
April	0,27	1,56	1,44	1,83	1,06	0,99	0,34	0,72	1,24	1,60	0,28

### 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	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			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				
			1	2	3			4	5	6	7				
2013 Mai	7,90	17,08	5,62	6,12	7,81	7,20	2,87	3,09	2,95	3,22	3,32	3,32	3,32	4,11	3,14
Juni	7,84	17,03	5,51	6,06	7,65	7,07	2,82	3,00	2,87	3,15	3,25	3,10	4,07	3,01	
Juli	7,75	16,96	5,63	6,12	7,63	7,13	2,84	2,97	2,90	3,17	3,28	3,19	3,75	3,18	
Aug.	7,74	17,01	5,62	6,15	7,64	7,15	2,80	3,01	2,97	3,18	3,31	3,00	4,06	3,15	
Sept.	7,77	17,02	5,80	6,07	7,62	7,20	2,83	3,05	3,05	3,25	3,35	3,04	3,99	3,16	
Okt.	7,67	17,02	5,71	6,04	7,63	7,13	2,77	3,04	3,12	3,27	3,35	3,10	3,95	3,26	
Nov.	7,64	16,96	5,81	6,05	7,75	7,21	2,79	3,06	3,15	3,31	3,37	3,30	4,08	3,19	
Dez.	7,63	16,94	5,63	6,20	7,44	7,05	2,78	3,00	3,15	3,32	3,37	3,07	3,86	3,05	
2014 Jan.	7,69	17,08	5,73	6,08	7,73	7,34	2,76	3,01	3,12	3,31	3,36	3,24	3,81	3,01	
Febr.	7,65	17,08	5,87	6,01	7,68	7,38	2,79	2,95	3,09	3,27	3,35	3,29	3,98	3,08	
März	7,65	17,08	5,83	5,95	7,55	7,29	2,78	2,90	3,03	3,23	3,29	3,29	4,03	3,11	
April	7,60	17,24	5,66	5,83	7,51	7,18	2,72	2,91	3,00	3,24	3,29	3,10	3,87	3,07	

### 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	
2013 Mai	4,14	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,09	2,70	3,21	3,52	2,68	2,79
Juni	4,14	4,54	4,60	4,40	4,34	3,56	3,41	2,05	2,60	3,01	2,96	2,71	3,12
Juli	4,12	4,65	4,80	4,34	4,09	3,48	3,45	2,13	2,71	2,72	2,82	2,98	3,17
Aug.	4,10	4,50	4,81	4,41	4,06	3,41	3,39	2,03	2,56	2,82	3,00	2,88	3,10
Sept.	4,13	4,53	4,67	4,39	4,16	3,41	3,42	2,08	2,54	2,86	2,75	2,89	3,28
Okt.	4,14	4,60	4,83	4,39	4,14	3,51	3,50	2,19	2,64	3,14	2,86	3,28	3,38
Nov.	4,08	4,56	4,71	4,34	4,29	3,56	3,50	2,23	2,62	2,96	2,90	2,98	3,10
Dez.	4,12	4,53	4,49	4,20	4,19	3,43	3,41	2,17	2,73	2,67	2,81	2,82	3,13
2014 Jan.	4,15	4,61	4,68	4,25	3,99	3,40	3,48	2,15	2,75	2,76	2,94	2,97	3,13
Febr.	4,11	4,53	4,59	4,26	4,07	3,48	3,45	2,09	2,79	2,91	2,78	2,79	3,16
März	4,08	4,60	4,49	4,24	4,11	3,54	3,47	2,18	2,76	2,83	2,98	2,77	3,23
April	4,12	4,59	4,49	4,10	3,95	3,45	3,45	2,20	2,57	2,88	2,59	2,82	3,20

Quelle: EZB.

- 1) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 2) Bei dieser Instrumentenkategorie 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.
- 3) Diese Instrumentenkategorie enthält keine unechten Kreditkartenkredite, d. h. Kredite, die während des Abrechnungszeitraums mit einem Zinssatz von 0 % gewährt werden.
- 4) Der effektive Jahreszinssatz beinhaltet die gesamten Kreditkosten. Diese umfassen sowohl die Zinskomponente als auch andere kreditbezogene Kosten wie z. B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente und Garantien.

**4.5 Zinssätze der MFls für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFls im Euro-Währungsgebiet <sup>1), \*</sup>**  
(in % p. a.; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; soweit nicht anders angegeben, Neugeschäft als volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

**4. Einlagenzinsen (Bestände)**

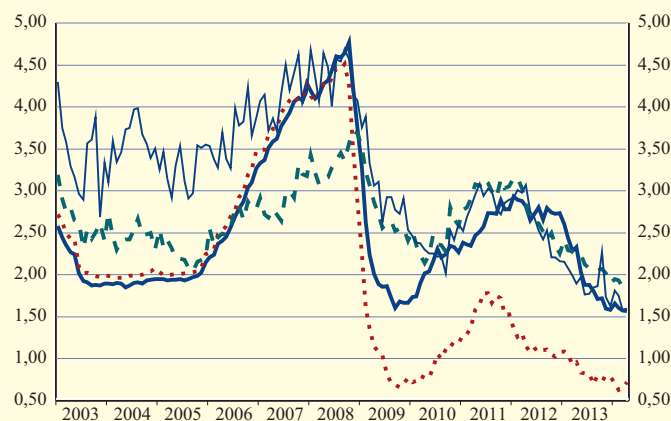
	Einlagen privater Haushalte					Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften			Repos- geschäfte
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist <sup>2)</sup>		Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013 Mai	0,33	2,41	2,67	1,31	1,31	0,38	1,57	2,79	1,62
Juni	0,32	2,36	2,67	1,30	1,28	0,38	1,52	2,80	1,73
Juli	0,31	2,28	2,64	1,28	1,23	0,37	1,46	2,77	1,67
Aug.	0,30	2,22	2,63	1,15	1,21	0,37	1,44	2,82	1,50
Sept.	0,30	2,16	2,63	1,15	1,17	0,35	1,41	2,84	1,66
Okt.	0,29	2,09	2,60	1,13	1,15	0,34	1,34	2,83	1,35
Nov.	0,29	2,02	2,60	1,12	1,11	0,34	1,32	2,84	1,34
Dez.	0,29	1,94	2,57	1,11	1,07	0,34	1,29	2,79	1,05
2014 Jan.	0,28	1,88	2,55	1,09	1,05	0,33	1,24	2,77	1,01
Febr.	0,28	1,84	2,59	1,10	1,03	0,33	1,23	2,78	1,08
März	0,28	1,79	2,53	1,07	1,01	0,35	1,20	2,76	1,11
April	0,27	1,75	2,52	1,06	0,99	0,34	1,18	2,73	1,02

**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
2013 Mai	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,66	3,24	3,13
Juni	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,63	3,24	3,14
Juli	3,51	3,24	3,40	7,59	6,18	4,84	3,64	3,26	3,14
Aug.	3,52	3,22	3,37	7,58	6,16	4,82	3,63	3,26	3,12
Sept.	3,55	3,22	3,37	7,64	6,16	4,83	3,65	3,24	3,13
Okt.	3,50	3,20	3,35	7,61	6,10	4,80	3,62	3,27	3,12
Nov.	3,51	3,22	3,34	7,52	6,11	4,79	3,59	3,28	3,12
Dez.	3,59	3,24	3,33	7,49	6,08	4,77	3,61	3,29	3,14
2014 Jan.	3,60	3,17	3,31	7,58	6,11	4,76	3,67	3,30	3,13
Febr.	3,59	3,21	3,37	7,64	6,23	4,83	3,63	3,33	3,17
März	3,57	3,18	3,33	7,61	6,14	4,76	3,62	3,31	3,13
April	3,63	3,16	3,31	7,50	6,14	4,78	3,63	3,30	3,14

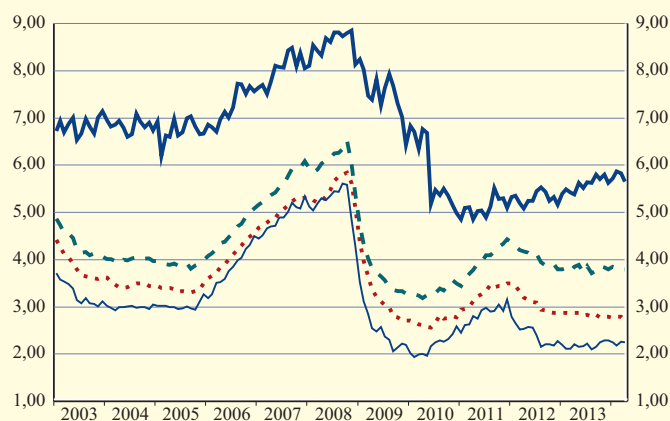
**A21 Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit**  
(in % p. a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

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



**A22 Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr**  
(in % p. a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

- Konsumentenkredite
- ... Wohnungsbaukredite an private Haushalte
- - - Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, bis zu 1 Mio €
- Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, mehr als 1 Mio €



Quelle: EZB.

\* Die Quelle für die Angaben in der Tabelle sowie die zugehörigen Fußnoten sind auf Seite S42 zu finden.

## 4.6 Geldmarktsätze

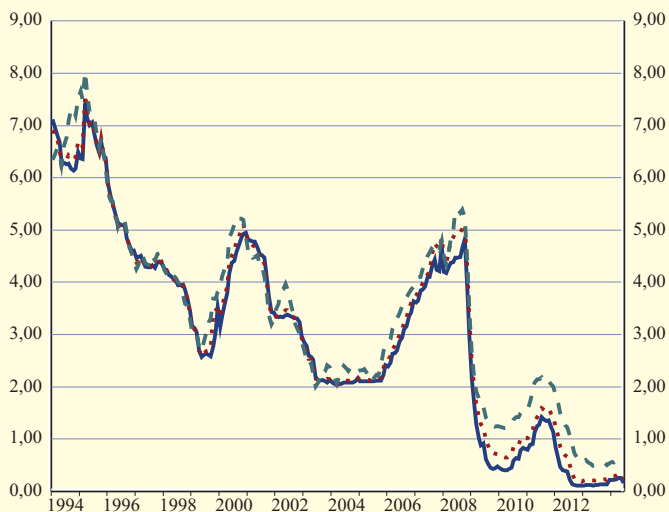
(in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Euro-Währungsgebiet <sup>1), 2)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmonatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2013 Q2	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
Q3	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15
Q4	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14
2014 Q1	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
Q2	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
2013 Juni	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
Juli	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16
Aug.	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15
Sept.	0,08	0,13	0,22	0,34	0,54	0,25	0,15
Okt.	0,09	0,13	0,23	0,34	0,54	0,24	0,15
Nov.	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14
Dez.	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15
2014 Jan.	0,20	0,22	0,29	0,40	0,56	0,24	0,14
Febr.	0,16	0,22	0,29	0,39	0,55	0,24	0,14
März	0,19	0,23	0,31	0,41	0,58	0,23	0,14
April	0,25	0,25	0,33	0,43	0,60	0,23	0,14
Mai	0,25	0,26	0,32	0,42	0,59	0,23	0,14
Juni	0,08	0,15	0,24	0,33	0,51	0,23	0,13

## A23 Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet<sup>1), 2)</sup>

(Monatsdurchschnitte; in % p. a.)

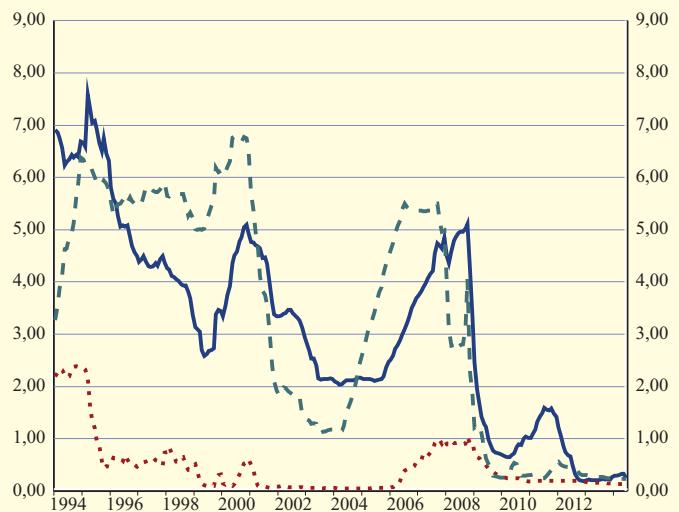
— Einmonatssatz  
 - - - Dreimonatssatz  
 - - - Zwölfmonatssatz



## A24 Dreimonats-Geldmarktsätze

(Monatsdurchschnitte; in % p. a.)

— Euro-Währungsgebiet<sup>1), 2)</sup>  
 - - - Japan  
 - - - Vereinigte Staaten



Quelle: EZB.

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

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

#### 4.7 Zinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>

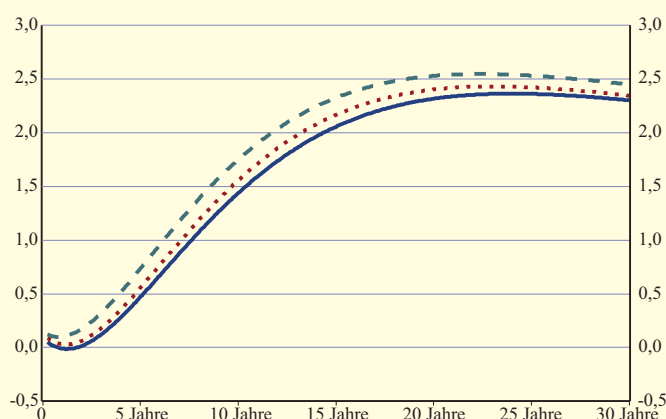
(Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets; Stand am Ende des Berichtszeitraums; Sätze in % p. a.; Spreads in Prozentpunkten)

	Kassazinssätze								Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 3 Monate (Spread)	10 Jahre - 2 Jahre (Spread)	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2013 Q2	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
Q3	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
Q4	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 Q1	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
Q2	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09
2013 Juni	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
Juli	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59
Aug.	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78
Sept.	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
Okt.	0,05	0,05	0,15	0,82	1,32	1,95	1,90	1,80	0,09	0,45	2,10	3,74
Nov.	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
Dez.	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 Jan.	0,09	0,04	0,11	0,77	1,27	1,89	1,80	1,79	0,04	0,37	2,06	3,61
Febr.	0,14	0,09	0,16	0,79	1,27	1,88	1,74	1,72	0,09	0,41	2,03	3,56
März	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
April	0,13	0,09	0,16	0,71	1,15	1,72	1,60	1,56	0,10	0,38	1,81	3,36
Mai	0,09	0,03	0,06	0,56	0,98	1,56	1,47	1,49	0,01	0,23	1,60	3,23
Juni	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09

#### A25 Kassazinnsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets<sup>2)</sup>

(in % p. a.; Stand am Ende des Berichtszeitraums)

- Juni 2014
- ... Mai 2014
- - - April 2014



#### 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 Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets.

## 4.8 Börsenindizes

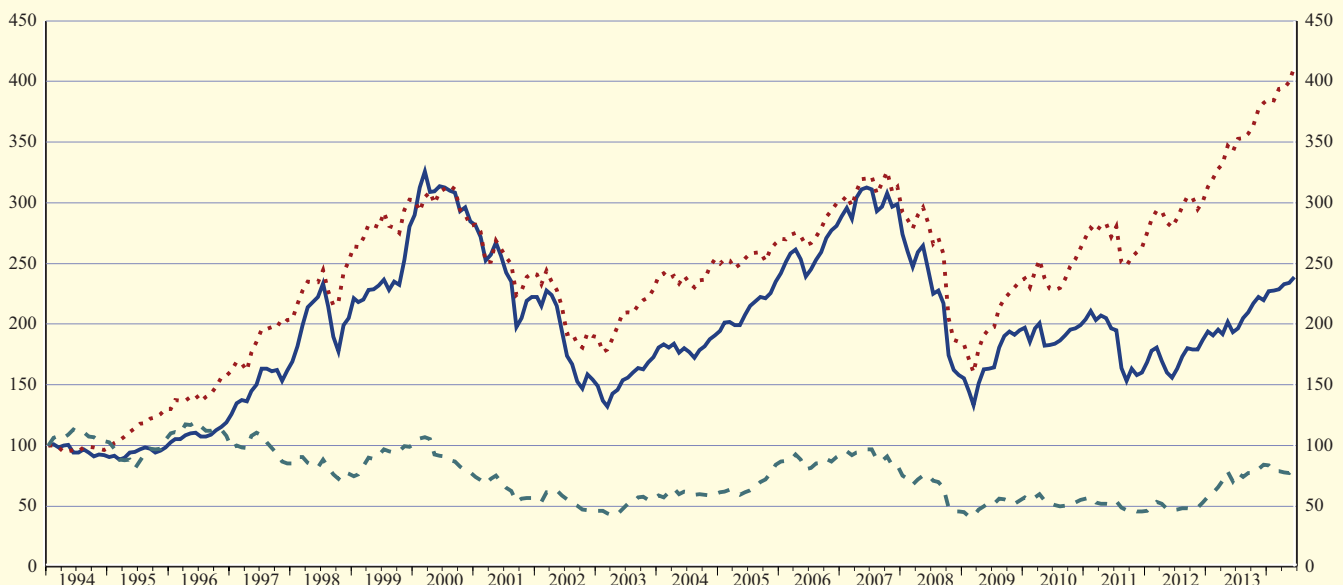
(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	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
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
2012	239,7	2 411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1 379,4	9 102,6
2013	281,9	2 794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1 643,8	13 577,9
2013 Q2	271,8	2 696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1 609,5	13 629,3
Q3	282,1	2 782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1 674,9	14 127,7
Q4	304,9	3 017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1 768,7	14 951,3
2014 Q1	315,9	3 090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1 834,9	14 958,9
Q2	326,5	3 214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1 900,4	14 655,0
2013 Juni	268,3	2 655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1 618,8	13 106,6
Juli	272,4	2 686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1 668,7	14 317,5
Aug.	284,2	2 803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1 670,1	13 726,7
Sept.	290,6	2 864,6	592,8	202,3	485,0	323,9	156,8	423,6	288,6	234,1	260,0	613,1	1 687,2	14 372,1
Okt.	301,4	2 988,9	602,2	210,0	487,3	329,2	168,4	436,3	293,4	249,6	290,6	616,5	1 720,0	14 329,0
Nov.	308,7	3 056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1 783,5	14 931,7
Dez.	304,7	3 010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1 807,8	15 655,2
2014 Jan.	314,7	3 092,4	640,7	217,4	497,9	318,8	181,3	462,3	308,2	251,3	297,4	647,6	1 822,4	15 578,3
Febr.	315,9	3 085,9	643,7	219,2	502,0	318,9	183,0	460,0	304,3	261,1	291,9	638,3	1 817,0	14 617,6
März	317,0	3 094,0	632,7	219,5	500,7	332,4	182,5	460,6	306,2	275,0	292,2	635,8	1 863,5	14 694,8
April	323,2	3 171,5	637,8	219,9	518,8	348,9	185,8	470,5	304,1	278,7	298,6	642,4	1 864,3	14 475,3
Mai	324,7	3 197,4	660,9	217,7	521,7	362,3	181,9	470,2	300,4	280,6	315,0	657,2	1 889,8	14 343,1
Juni	331,5	3 271,7	672,1	220,9	531,9	369,2	185,9	475,0	311,6	295,2	321,4	669,1	1 947,1	15 131,8

## A27 Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225

(Januar 1994 = 100; Monatsdurchschnitte)

- Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex)<sup>1)</sup>
- ... Standard & Poor's 500
- - - Nikkei 225



Quelle: EZB.

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



# PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

## 5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

### 1. Harmonisierter Verbraucherpreisindex<sup>1)</sup>

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)						Nachrichtlich: Administrierte Preise <sup>2)</sup>		
	Index: 2005 = 100	Insgesamt			Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
		Insgesamt ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie												
Gewichte in % (2014)	100,0	100,0	81,7	57,2	42,8	100,0	12,3	7,5	26,7	10,8	42,8	87,3	12,7	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7	
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5	
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8	
2013	117,2	1,4	1,3	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2013 Q2	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,6	0,1	-1,8	0,2	1,3	2,3	
Q3	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,5	0,7	0,4	0,0	1,0	0,5	1,3	1,8	
Q4	117,6	0,8	1,0	0,5	1,2	-0,1	0,3	-1,2	0,1	-1,1	0,1	0,7	1,4	
2014 Q1	117,2	0,7	1,0	0,3	1,2	0,2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	0,5	2,0	
Q2	118,2	0,6	.	.	1,3	.	.	.	.	-0,3	.	.	.	
2014 Jan.	116,6	0,8	1,0	0,5	1,2	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,6	2,0	
Febr.	116,9	0,7	1,1	0,3	1,3	0,1	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,5	2,0	
März	118,0	0,5	0,9	0,0	1,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,1	-0,3	0,1	0,2	2,0	
April	118,2	0,7	1,1	0,1	1,6	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,5	2,3	
Mai	118,1	0,5	0,8	0,0	1,1	0,0	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,2	2,2	
Juni <sup>3)</sup>	118,2	0,5	.	.	1,3	.	.	.	.	0,2	.	.	.	

	Waren						Dienstleistungen						
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und Dienstleistungen aus dem persönlichen Bereich	Sonstige Dienstleistungen		
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten	
Gewichte in % (2014)	19,8	12,3	7,5	37,5	26,7	10,8	10,5	6,2	7,3	3,1	14,7	7,2	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
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	
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0	
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7	
2013 Q2	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9	
Q3	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8	
Q4	1,8	2,1	1,3	-0,1	0,3	-0,9	1,7	1,4	1,8	-3,5	2,0	0,4	
2014 Q1	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2	
Q2	0,2	.	.	.	0,0	-0,4	.	.	.	.	.	.	
2014 Jan.	1,7	2,0	1,3	-0,2	0,2	-1,2	1,7	1,4	1,6	-3,2	1,4	1,3	
Febr.	1,5	1,8	0,9	-0,4	0,4	-2,3	1,8	1,4	1,8	-2,4	1,5	1,2	
März	1,0	1,7	-0,1	-0,5	0,2	-2,1	1,8	1,4	1,3	-2,4	1,1	1,2	
April	0,7	1,6	-0,7	-0,3	0,1	-1,2	1,8	1,4	2,5	-2,6	2,0	1,3	
Mai	0,1	1,5	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	1,4	1,4	-2,9	1,2	1,3	
Juni <sup>3)</sup>	-0,2	.	.	.	0,0	0,1	.	.	.	.	.	.	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- Diese experimentellen Daten liefern nur einen Näherungswert der Preisadministrierung, da Änderungen der administrierten Preise nicht vollständig von anderen Einflüssen getrennt werden können. Eine Erläuterung der bei der Erstellung dieses Indikators verwendeten Methodik findet sich auf der Website von Eurostat unter <http://ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.
- Die Schätzung basiert auf vorläufigen nationalen Veröffentlichungen, die üblicherweise rund 95 % des Euro-Währungsgebiets abdecken, sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen.



## 5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

### 2. Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

Gewichte in % (2010)	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe										Bauge- werbe <sup>1)</sup>	Preise für Wohnim- mobilen <sup>2)</sup>	Experi- menteller Indika- tor der Preise für gewerbliche Immo- bilien <sup>2), 3)</sup>	
	Insgesamt (Index: 2010 = 100)	Industrie ohne Baugewerbe und Energie												Energie
		Insgesamt	Verar- beitendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsumgüter							
							Zu- sammen	Ge- brauchs- güter	Ver- brauchs- güter					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,2	0,4	0,7	0,4	6,1	1,9	0,9	-0,3	
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,8	1,5	3,3	1,9	3,5	10,9	3,3	1,1	2,9	
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	1,6	2,6	6,6	1,6	-1,8	-0,2	
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	0,7	1,8	-1,6	0,6	-2,1	-1,0	
2013 Q1	109,3	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,2	0,8	2,4	0,9	0,9	-2,8	-0,9	
Q2	108,3	-0,1	-0,1	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-2,0	0,4	-2,5	-1,1	
Q3	108,3	-0,6	-0,3	0,3	-1,1	0,6	1,8	0,6	2,0	-2,7	0,4	-1,5	-1,0	
Q4	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,6	1,0	-2,8	0,8	-1,5	-0,9	
2014 Q1	107,6	-1,6	-1,1	-0,5	-1,8	0,3	0,6	0,8	0,5	-4,1	0,4	.	.	
2013 Dez.	108,1	-0,7	-0,6	-0,3	-1,7	0,6	0,8	0,6	0,9	-1,8	-	-	-	
2014 Jan.	107,8	-1,3	-0,9	-0,4	-1,7	0,4	0,7	0,9	0,6	-3,5	-	-	-	
Febr.	107,6	-1,7	-1,3	-0,5	-1,8	0,3	0,6	0,8	0,5	-4,4	-	-	-	
März	107,3	-1,7	-1,2	-0,5	-1,9	0,3	0,5	0,8	0,4	-4,4	-	-	-	
April	107,2	-1,2	-0,5	-0,3	-1,5	0,3	0,7	0,8	0,7	-3,3	-	-	-	
Mai	107,0	-1,0	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,8	0,5	-2,8	-	-	-	

### 3. Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

Gewichte in %	Ölpreise <sup>4)</sup> (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie						BIP-Deflatoren							
		Importgewichtet <sup>5)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>6)</sup>			Insgesamt (saison- bereinigt; Index: 2005 = 100)	Ins- gesamt	Inländische Verwendung				Exporte <sup>7)</sup>	Importe <sup>7)</sup>
		Ins- gesamt	Nahrungs- mittel	Ohne Nahrungs- mittel	Ins- gesamt	Nahrungs- mittel	Ohne Nahrungs- mittel			Zusammen	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Brutto- anlage- investi- tionen		
2010	60,7	44,0	19,3	57,9	40,4	22,6	54,5	108,1	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,0	5,0
2011	79,7	15,9	21,3	13,6	15,0	20,0	11,8	109,4	1,2	2,0	2,4	0,8	1,5	3,6	5,8
2012	86,6	-5,2	0,2	-7,6	-1,7	5,8	-6,9	110,9	1,3	1,6	2,1	1,0	1,1	1,6	2,4
2013	81,7	-8,0	-13,4	-5,3	-7,7	-10,1	-5,8	112,5	1,5	1,1	1,2	1,2	0,3	-0,3	-1,3
2013 Q2	79,0	-8,3	-6,4	-9,2	-6,5	-3,6	-8,6	112,5	1,6	1,2	1,3	1,0	0,2	0,0	-1,2
Q3	82,5	-10,6	-22,2	-4,3	-11,4	-18,2	-5,7	112,6	1,4	1,0	1,4	1,1	0,2	-0,6	-1,6
Q4	80,3	-10,1	-18,4	-5,9	-10,9	-15,4	-7,2	112,7	1,1	0,7	0,9	1,1	0,2	-0,9	-1,9
2014 Q1	78,6	-12,9	-8,8	-14,7	-11,0	-6,7	-14,1	113,2	0,9	0,6	0,8	0,5	0,1	-1,0	-2,0
2014 Q2	79,9	-5,7	-1,1	-8,0	-3,3	1,5	-6,9	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Jan.	78,8	-13,1	-14,2	-12,6	-12,3	-12,3	-12,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Febr.	79,4	-13,1	-8,2	-15,2	-11,3	-6,7	-14,5	-	-	-	-	-	-	-	-
März	77,8	-12,4	-3,9	-16,2	-9,5	-1,0	-15,5	-	-	-	-	-	-	-	-
April	78,2	-7,5	0,7	-11,2	-5,3	1,6	-10,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Mai	79,4	-6,9	-1,9	-9,2	-3,8	1,7	-8,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Juni	82,3	-2,7	-2,0	-3,0	-0,5	1,1	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (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), EZB-Berechnungen auf der Grundlage von IPD-Daten und nationalen Quellen (Tabelle 2, Spalte 13 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 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) Die Angaben beziehen sich auf die 18 Euro-Länder.

4) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).

5) Bezogen auf die in Euro ausgedrückten Preise. Gewichtet nach der Struktur der Importe des Euro-Währungsgebiets im Zeitraum 2004-2006.

6) 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)).

7) 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	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>												
2012	112,7	1,9	4,3	2,7	2,6	1,9	3,1	1,0	0,6	2,5	0,6	2,3
2013	114,1	1,2	1,0	1,7	1,2	0,7	2,0	1,3	-1,4	1,0	1,3	1,3
2013 Q2	113,9	1,2	1,5	2,0	1,1	1,2	1,5	0,8	-1,4	1,3	0,8	1,4
Q3	114,3	1,3	1,1	2,6	2,1	0,2	3,3	0,8	-1,0	0,4	1,2	0,8
Q4	114,2	0,7	-1,4	-0,4	0,9	-0,7	1,6	3,1	-1,5	0,0	2,1	0,8
2014 Q1	114,5	0,5	-1,4	0,5	0,9	-0,3	2,3	0,7	-0,3	1,4	0,3	0,9
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2012	116,6	1,9	1,1	2,5	3,1	1,9	2,5	1,1	1,7	2,5	1,1	1,6
2013	118,5	1,6	2,1	2,5	1,9	0,9	1,3	1,4	1,2	1,7	1,7	0,8
2013 Q2	118,4	1,6	2,0	2,5	1,9	1,3	1,3	1,1	2,2	2,1	1,3	1,1
Q3	118,9	1,7	2,6	3,2	2,7	1,0	1,6	1,1	0,8	1,5	1,5	0,9
Q4	119,1	1,6	1,1	2,1	2,2	0,6	1,1	1,9	0,8	1,3	2,3	0,9
2014 Q1	119,6	1,3	1,0	2,0	3,7	1,3	1,6	1,3	-0,3	1,6	0,5	1,0
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen <sup>2)</sup></b>												
2012	103,5	0,0	-3,1	-0,2	0,5	-0,1	-0,6	0,1	1,1	-0,1	0,5	-0,6
2013	103,9	0,4	1,1	0,8	0,6	0,3	-0,7	0,1	2,7	0,7	0,4	-0,5
2013 Q2	104,0	0,4	0,5	0,5	0,8	0,0	-0,2	0,4	3,7	0,8	0,5	-0,3
Q3	104,1	0,5	1,4	0,6	0,6	0,7	-1,6	0,3	1,9	1,0	0,3	0,1
Q4	104,3	0,9	2,5	2,5	1,3	1,3	-0,5	-1,2	2,3	1,3	0,2	0,1
2014 Q1	104,4	0,8	2,5	1,5	2,8	1,6	-0,6	0,6	0,0	0,2	0,2	0,1
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2012	119,3	2,6	2,9	3,6	4,9	2,6	3,1	1,6	2,0	2,6	1,2	2,6
2013	121,6	1,9	2,1	2,2	2,6	1,4	1,4	1,4	1,6	2,1	1,9	1,3
2013 Q2	121,4	1,6	1,9	1,5	1,8	1,5	1,0	0,6	2,1	2,3	1,4	1,4
Q3	121,9	1,8	1,9	2,1	2,4	1,3	1,9	0,6	1,9	2,0	1,7	1,2
Q4	122,0	1,4	-0,1	1,0	2,1	0,7	0,8	1,0	1,0	1,5	2,3	0,4
2014 Q1	122,8	0,8	-0,4	0,3	2,4	0,9	1,7	1,1	-0,4	1,5	0,9	-0,7
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde <sup>2)</sup></b>												
2012	106,5	0,8	-2,1	0,9	2,0	0,7	0,1	0,5	1,9	0,2	0,7	0,1
2013	107,2	0,7	0,6	0,5	1,1	0,7	-0,6	0,2	3,3	1,1	0,6	0,0
2013 Q2	107,1	0,3	-0,3	-0,3	0,2	0,3	-0,4	-0,3	3,7	0,4	0,5	0,0
Q3	107,3	0,7	0,7	-0,4	0,3	1,4	-1,2	0,0	2,5	1,7	0,6	0,3
Q4	107,5	0,7	1,7	1,5	1,2	1,2	-1,1	-1,9	3,1	2,0	0,2	-0,2
2014 Q1	107,9	0,4	1,9	-0,2	1,6	1,2	-0,7	0,2	1,6	0,5	0,6	-1,3

**5. Arbeitskostenindizes <sup>3)</sup>**

	Insgesamt (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/ Herstellung von Waren und Energieversorgung	Baugewerbe	Dienstleistungen	
Gewichte in % (2008)	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	8
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	108,7	1,9	1,9	1,8	2,4	2,4	2,1	2,2
2013	110,3	1,5	1,8	0,9	2,1	0,9	1,2	1,8
2013 Q2	114,2	1,2	1,5	0,5	1,8	0,9	1,1	1,7
Q3	107,4	1,2	1,4	0,7	1,6	0,0	1,1	1,7
Q4	116,8	1,6	2,0	0,4	1,6	1,2	1,0	1,7
2014 Q1	103,7	0,9	1,5	-0,8	0,7	1,9	1,3	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).

- 1) Quotient aus dem Arbeitnehmerentgelt (in jeweiligen Preisen) je Arbeitnehmer und der Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen.
- 2) BIP insgesamt und Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen (Volumen) je Arbeitseinsatz (Erwerbstätige und geleistete Arbeitsstunden).
- 3) Indizes der Arbeitskosten pro Stunde in der Gesamtwirtschaft ohne Land- und Forstwirtschaft sowie Fischerei. Differenzen zwischen geschätzten Komponenten und den Summen aufgrund des unterschiedlichen Abdeckungsgrads.
- 4) Experimentelle Daten (weitere Einzelheiten finden sich unter [www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html)).

## 5.2 Produktion und Nachfrage

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

### 1. Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)								
	Insgesamt	Inländische Verwendung					Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen	Vorratsveränderungen <sup>2)</sup>	Zusammen	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>									
2010	9 185,8	9 065,0	5 282,7	2 019,9	1 741,2	21,1	120,8	3 793,9	3 673,1
2011	9 444,0	9 315,2	5 427,3	2 032,6	1 796,6	58,7	128,8	4 186,7	4 057,9
2012	9 505,4	9 259,5	5 464,4	2 041,9	1 744,9	8,4	245,9	4 362,6	4 116,7
2013	9 602,5	9 271,4	5 496,2	2 069,8	1 698,5	6,9	331,2	4 410,3	4 079,2
2013 Q1	2 385,7	2 311,4	1 367,7	516,3	422,8	4,6	74,3	1 085,5	1 011,2
Q2	2 400,9	2 311,8	1 371,7	517,1	422,8	0,2	89,1	1 107,0	1 017,9
Q3	2 405,8	2 326,3	1 377,7	519,5	425,8	3,3	79,6	1 105,5	1 026,0
Q4	2 415,5	2 325,5	1 380,4	517,0	430,8	-2,7	90,0	1 118,6	1 028,6
2014 Q1	2 429,6	2 345,0	1 385,4	522,4	430,6	6,5	84,6	1 116,7	1 032,1
<i>In % des BIP</i>									
2013	100,0	96,6	57,2	21,6	17,7	0,1	3,4	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>									
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>									
2013 Q1	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	-1,6	-	-	-0,8	-0,8
Q2	0,3	-0,1	0,2	0,0	0,1	-	-	2,3	1,5
Q3	0,1	0,5	0,1	0,3	0,5	-	-	0,1	1,1
Q4	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,9	-	-	1,4	0,6
2014 Q1	0,2	0,5	0,2	0,7	0,2	-	-	0,2	0,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>									
2010	1,9	1,2	1,0	0,6	-0,4	-	-	11,6	10,0
2011	1,6	0,7	0,3	-0,1	1,6	-	-	6,5	4,5
2012	-0,7	-2,2	-1,3	-0,6	-4,0	-	-	2,5	-0,9
2013	-0,4	-0,9	-0,7	0,1	-2,9	-	-	1,4	0,4
2013 Q1	-1,1	-2,0	-1,4	-0,2	-5,3	-	-	0,2	-1,7
Q2	-0,6	-1,3	-0,7	0,1	-3,4	-	-	1,6	0,0
Q3	-0,3	-0,4	-0,4	0,6	-2,4	-	-	1,0	0,8
Q4	0,5	0,2	0,2	0,2	-0,1	-	-	3,0	2,5
2014 Q1	0,9	0,9	0,5	0,7	1,7	-	-	4,0	4,1
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>									
2013 Q1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	0,2	0,0	-	-
Q2	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,4	-	-
Q3	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1	0,3	-0,4	-	-
Q4	0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-0,2	0,4	-	-
2014 Q1	0,2	0,5	0,1	0,1	0,0	0,2	-0,3	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>									
2010	1,9	1,2	0,6	0,1	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,6	0,7	0,2	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
2012	-0,7	-2,2	-0,8	-0,1	-0,8	-0,5	1,5	-	-
2013	-0,4	-0,9	-0,4	0,0	-0,5	0,0	0,5	-	-
2013 Q1	-1,1	-2,0	-0,8	0,0	-1,0	-0,1	0,8	-	-
Q2	-0,6	-1,3	-0,4	0,0	-0,6	-0,3	0,7	-	-
Q3	-0,3	-0,4	-0,3	0,1	-0,4	0,2	0,1	-	-
Q4	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	-	-
2014 Q1	0,9	0,9	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	-	-

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	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>												
2010	8 242,3	137,1	1 581,8	499,2	1 552,3	370,8	438,7	919,2	827,5	1 615,1	300,6	943,4
2011	8 468,0	142,0	1 643,3	502,0	1 593,2	374,5	440,1	965,5	859,6	1 639,7	308,1	975,9
2012	8 525,3	144,6	1 643,8	492,1	1 606,2	370,0	433,8	982,2	877,3	1 661,6	313,6	980,2
2013	8 610,9	144,0	1 660,7	478,1	1 622,3	358,1	440,0	1 004,8	895,7	1 686,9	320,3	991,7
2013 Q1	2 140,1	36,1	412,3	120,2	402,3	90,4	109,0	249,1	220,8	420,6	79,3	245,6
Q2	2 150,3	36,3	415,3	119,0	404,8	90,1	110,7	250,2	223,4	420,9	79,7	250,5
Q3	2 157,4	35,7	415,6	119,4	407,4	88,9	110,4	251,7	225,3	422,2	80,7	248,4
Q4	2 168,5	36,0	419,8	120,1	409,0	88,8	110,1	253,8	226,4	423,4	81,0	247,0
2014 Q1	2 177,3	36,7	418,1	120,6	410,1	88,7	112,6	254,2	226,8	427,7	81,8	252,3
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2013	100,0	1,7	19,3	5,6	18,8	4,2	5,1	11,7	10,4	19,6	3,7	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2013 Q1	-0,2	0,3	0,3	-1,3	-0,2	-0,2	-1,3	-0,1	0,4	-0,4	-0,3	-0,4
Q2	0,3	0,2	0,5	-0,9	0,6	0,2	-0,4	0,1	0,9	0,1	0,0	0,5
Q3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,7	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	-0,3
Q4	0,4	1,3	0,6	0,2	0,4	0,3	-0,5	0,4	0,3	0,4	0,1	-0,4
2014 Q1	0,1	1,7	-0,2	0,4	0,4	0,1	0,6	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2010	2,0	-2,9	9,5	-5,6	0,7	1,5	0,1	-0,1	2,6	1,1	0,4	1,4
2011	1,8	0,3	3,0	-1,6	1,7	3,6	1,6	2,1	2,7	0,9	0,4	0,1
2012	-0,5	-4,9	-1,1	-4,2	-0,9	0,6	-0,3	0,7	0,7	0,2	0,0	-1,9
2013	-0,3	-0,4	-0,6	-4,0	-0,5	-0,7	-0,6	0,8	1,0	0,1	-0,5	-1,4
2013 Q1	-0,9	-2,7	-1,6	-5,2	-1,9	-0,5	0,3	0,8	-0,1	0,2	-0,9	-2,8
Q2	-0,5	-0,9	-0,9	-4,9	-0,9	-0,3	-0,8	0,8	1,2	0,0	-0,4	-1,2
Q3	-0,2	0,5	-1,0	-3,6	-0,1	-1,3	0,0	0,8	1,3	0,2	-0,1	-0,9
Q4	0,6	1,9	1,5	-1,8	1,1	-0,5	-1,6	0,7	1,9	0,3	-0,2	-0,5
2014 Q1	1,0	3,3	1,0	-0,2	1,6	-0,2	0,3	0,6	1,7	0,8	0,3	0,6
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2013 Q1	-0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-
Q2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q4	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014 Q1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2010	2,0	0,0	1,7	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2011	1,8	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2013 Q1	-0,9	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
Q2	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
Q3	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
Q4	0,6	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 Q1	1,0	0,1	0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	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 % (2010)	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie	
				Verarbeitendes Gewerbe	Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter				
								Zusammen	Gebrauchsgüter	Verbrauchsgüter		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2011	2,2	103,5	3,4	4,7	4,8	4,2	8,5	1,0	0,7	1,0	-4,5	-2,4
2012	-3,1	100,9	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,1	-2,4	-4,9	-2,1	-0,4	-5,4
2013	-1,1	100,2	-0,7	-0,7	-0,7	-1,1	-0,6	-0,4	-3,6	0,1	-0,8	-2,8
2013 Q2	-1,5	100,2	-1,0	-1,0	-1,1	-2,1	-0,3	-0,6	-3,9	-0,1	-1,0	-3,6
Q3	-1,1	100,2	-1,1	-1,1	-0,9	-0,8	-1,3	-0,7	-3,7	-0,4	-2,1	-1,0
Q4	1,0	100,8	1,6	1,9	2,1	2,5	2,7	0,4	-2,7	1,0	-1,3	-1,1
2014 Q1	2,1	101,0	1,2	2,9	3,0	3,3	3,8	1,5	-0,2	1,7	-8,9	6,9
2013 Dez.	1,3	101,0	1,4	1,8	2,1	3,2	2,2	-0,1	-1,6	0,2	-1,5	0,2
2014 Jan.	2,9	101,1	1,7	3,1	3,1	3,4	5,3	0,0	-0,2	0,0	-5,6	7,5
Febr.	2,7	101,2	1,8	3,7	3,7	3,9	4,1	2,9	0,6	3,2	-9,1	7,1
März	1,2	100,8	0,2	2,1	2,4	2,8	2,5	1,6	-0,8	1,9	-12,2	6,4
April	2,4	101,6	1,4	2,4	2,5	3,4	0,3	4,5	1,0	5,0	-6,7	8,0
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>												
2013 Dez.	0,0	-	-0,3	0,1	0,1	0,5	-0,6	0,0	0,8	0,0	-2,9	2,0
2014 Jan.	0,3	-	0,1	0,3	0,3	0,5	0,5	0,1	-0,1	0,1	-1,8	1,0
Febr.	0,0	-	0,1	0,4	0,4	0,4	0,0	1,1	1,4	0,9	-1,9	0,1
März	-0,6	-	-0,4	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	0,0	-0,6	-0,2	-0,3
April	0,9	-	0,8	0,6	0,8	0,6	-0,1	1,9	0,1	2,1	2,5	0,8

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

	Indikator für den Auftragseingang in der Industrie <sup>1)</sup>		Umsätze in der Industrie		Einzelhandelsumsätze (einschließlich Tankstellen)								Pkw-Neuzulassungen	
	Verarbeitendes Gewerbe		Verarbeitendes Gewerbe (in jeweiligen Preisen)		In jeweiligen Preisen	In konstanten Preisen							Insgesamt (saisonbereinigt; in Tsd) <sup>2)</sup>	Insgesamt
	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2010 = 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	
2011	108,6	8,6	109,3	9,2	1,7	99,3	-0,7	-1,1	-0,3	-1,4	-0,3	-3,3	840	-0,9
2012	104,4	-3,9	108,8	-0,4	0,5	97,6	-1,7	-1,3	-1,6	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,1
2013	104,3	-0,1	107,2	-1,4	-0,4	96,7	-0,9	-1,0	-0,7	-1,4	-2,6	-1,0	713	-4,4
2013 Q2	103,2	-1,5	106,8	-2,0	-0,4	96,6	-1,1	-1,7	-0,5	-0,1	-2,8	-0,6	709	-7,2
Q3	105,1	1,1	107,5	-1,5	-0,1	97,2	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	-2,5	0,0	709	-2,2
Q4	106,2	2,7	107,8	0,3	0,0	96,7	0,1	-0,3	0,6	0,4	-1,0	0,2	744	5,3
2014 Q1	107,2	4,3	108,8	1,6	0,5	97,4	0,9	-0,3	1,9	3,6	0,6	0,8	725	5,0
2014 Jan.	107,3	5,0	109,1	2,1	0,5	97,2	0,7	-0,4	1,3	2,3	0,1	1,3	708	5,5
Febr.	107,2	4,6	108,9	2,3	0,6	97,4	1,0	0,0	1,8	2,5	1,1	0,2	737	6,0
März	107,0	3,5	108,3	0,6	0,5	97,5	1,0	-0,5	2,7	6,4	0,5	0,9	731	4,0
April	109,2	6,4	108,7	0,7	4,7	97,9	2,4	2,1	2,6	0,3	0,1	1,4	744	5,1
Mai	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	731	3,3
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>														
2014 Jan.	-	-0,6	-	0,7	0,9	-	1,0	0,7	0,9	1,3	1,7	0,3	-	-8,5
Febr.	-	0,0	-	-0,2	0,0	-	0,2	0,3	0,7	0,8	0,2	-1,4	-	4,1
März	-	-0,2	-	-0,5	0,1	-	0,1	0,3	0,0	-0,6	-0,6	0,7	-	-0,9
April	-	2,1	-	0,3	0,9	-	0,4	0,4	-0,1	-1,7	-0,1	0,4	-	1,9
Mai	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	.	-	-1,8

Quellen: Eurostat, außer Tabelle 4, Spalte 1 und 2 (experimentelle Statistik der EZB auf der Grundlage nationaler Daten), sowie Tabelle 4, Spalte 13 und 14 (EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Statistiken der European Automobile Manufacturers' Association).

1) Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in: G. J. de Bondt, H. C. Dieden, S. Muzikarova und I. Vincze, Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 149, Juni 2013.

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 der wirtschaftlichen 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
2010	101,3	-4,5	-24,0	0,7	11,2	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-7,9
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	-3,9	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,1	34,4	-11,2
2013 Q2	90,2	-12,7	-30,9	6,2	-0,9	77,9	-20,8	-10,1	-24,8	35,7	-12,6
Q3	95,3	-8,3	-24,9	4,6	4,4	78,4	-15,9	-7,9	-16,7	29,6	-9,2
Q4	99,1	-4,1	-18,6	2,8	9,1	79,3	-14,4	-6,3	-11,6	29,8	-9,8
2014 Q1	101,6	-3,5	-16,5	2,8	8,8	79,8	-11,2	-4,6	-7,0	23,8	-9,6
Q2	102,2	-3,6	-15,3	3,6	8,1	.	-7,7	-3,5	-2,9	16,6	-8,0
2014 Jan.	101,0	-3,8	-16,7	3,0	8,2	80,1	-11,7	-4,9	-7,6	24,6	-9,5
Febr.	101,2	-3,5	-16,3	2,4	8,3	-	-12,7	-4,8	-8,7	26,3	-11,0
März	102,5	-3,3	-16,6	3,0	9,8	-	-9,3	-4,0	-4,6	20,4	-8,2
April	102,0	-3,5	-15,3	3,2	8,2	79,5	-8,6	-4,1	-3,5	18,4	-8,6
Mai	102,6	-3,1	-14,6	3,5	8,9	-	-7,1	-3,4	-2,5	15,1	-7,4
Juni	102,0	-4,3	-15,9	4,1	7,1	-	-7,5	-2,9	-2,8	16,2	-8,1

	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
2010	-27,6	-38,2	-17,0	-3,3	-4,9	7,6	2,6	4,4	1,6	3,6	8,0
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,3	-5,4	11,2	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,4	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,9	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2
2013 Q2	-31,5	-38,5	-24,3	-16,5	-24,5	11,2	-13,9	-9,9	-14,5	-13,3	-1,9
Q3	-31,0	-39,7	-22,3	-10,4	-16,4	8,7	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8
Q4	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,5	-1,3	-4,2	-3,4	3,6
2014 Q1	-29,0	-39,6	-18,5	-3,0	-5,6	5,6	2,3	3,4	1,0	1,9	7,2
Q2	-30,8	-40,2	-21,3	-2,3	-3,7	6,7	3,4	3,8	2,7	1,8	7,0
2014 Jan.	-29,8	-41,3	-18,4	-3,4	-8,1	5,9	3,7	2,4	-0,6	-0,2	8,0
Febr.	-28,5	-37,5	-19,5	-3,0	-4,3	6,0	1,3	3,3	0,5	2,4	7,0
März	-28,7	-39,9	-17,6	-2,5	-4,3	4,9	1,8	4,5	3,2	3,5	6,7
April	-30,4	-40,0	-20,7	-2,5	-5,8	6,1	4,4	3,5	2,3	1,5	6,7
Mai	-30,1	-40,4	-19,7	-2,4	-3,0	7,8	3,6	3,8	3,2	2,2	5,9
Juni	-31,8	-40,1	-23,4	-2,1	-2,3	6,1	2,1	4,2	2,5	1,7	8,5

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

1) Differenz zwischen den prozentualen Anteilen der Umfrageteilnehmer mit positiver und negativer Einschätzung.

2) Der Indikator der wirtschaftlichen 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 verfügt über 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 der wirtschaftlichen 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	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	13
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<i>Stand (in Tsd)</i>													
2013	145 877	124 718	21 159	4 971	22 791	9 109	35 881	4 066	4 046	1 278	18 396	34 488	10 851
<i>Gewichte in %</i>													
2013	100,0	85,5	14,5	3,4	15,6	6,2	24,6	2,8	2,8	0,9	12,6	23,6	7,4
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2011	0,3	0,4	-0,2	-2,0	0,1	-3,7	0,7	1,3	-0,4	0,6	2,5	0,3	0,1
2012	-0,6	-0,7	-0,1	-1,9	-0,9	-4,7	-0,8	1,2	-0,4	-0,4	0,7	-0,3	0,6
2013	-0,8	-0,8	-0,9	-1,4	-1,4	-4,6	-0,8	0,0	-0,7	-1,9	0,4	-0,2	0,0
2013 Q2	-1,0	-1,0	-0,9	-1,4	-1,4	-5,6	-0,9	-0,1	-1,1	-2,8	0,4	-0,4	-0,1
Q3	-0,8	-0,8	-0,7	-0,9	-1,6	-4,2	-0,8	0,3	-0,3	-1,0	0,2	-0,2	-0,2
Q4	-0,4	-0,3	-0,7	-0,5	-0,9	-3,1	-0,3	0,1	-0,4	-1,6	0,7	0,0	-0,3
2014 Q1	0,1	0,2	-0,3	0,7	-0,5	-2,9	0,0	0,5	-0,3	0,6	1,5	0,6	0,3
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>													
2013 Q2	-0,1	-0,1	0,1	1,6	-0,4	-1,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	-0,1	-0,4
Q3	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,2	0,3
Q4	0,1	0,1	-0,1	-0,5	0,2	-0,5	0,2	0,6	-0,1	-1,2	0,1	0,3	0,1
2014 Q1	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,1	-1,0	-0,1	0,1	0,0	1,5	0,4	0,2	0,4
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<i>Stand (in Mio)</i>													
2013	228 826	184 226	44 600	9 973	35 904	15 797	59 447	6 518	6 375	1 961	28 561	49 108	15 183
<i>Gewichte in %</i>													
2013	100,0	80,5	19,5	4,4	15,7	6,9	26,0	2,8	2,8	0,9	12,5	21,5	6,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2011	0,3	0,5	-0,7	-3,0	0,8	-3,8	0,4	1,4	-0,2	1,3	2,7	0,5	0,1
2012	-1,4	-1,4	-1,3	-2,9	-2,0	-6,1	-1,6	0,6	-0,9	-1,1	0,5	-0,5	-0,1
2013	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,2	-5,0	-1,2	-0,1	-0,8	-2,4	-0,1	-0,5	-0,5
2013 Q2	-0,9	-1,0	-0,5	-0,7	-0,6	-5,1	-1,2	0,1	-0,5	-2,9	0,8	-0,4	-0,4
Q3	-0,9	-0,8	-1,4	-0,2	-0,7	-3,9	-1,4	-0,2	0,0	-1,7	-0,4	-0,4	-0,4
Q4	-0,2	-0,1	-0,7	0,2	0,0	-3,0	-0,1	0,6	0,4	-2,3	0,0	0,1	0,0
2014 Q1	0,5	0,7	-0,3	1,3	1,1	-1,8	0,4	0,5	0,1	-1,0	1,2	0,2	1,7
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>													
2013 Q2	0,6	0,6	0,7	0,8	1,2	0,5	0,6	0,5	0,5	0,3	1,0	0,4	-0,2
Q3	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,6	-0,1	-0,5	0,1	-1,0	0,1	0,1	0,3
Q4	0,1	0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,9	0,1	0,7	-0,1	-1,5	-0,3	0,6	0,1
2014 Q1	-0,1	-0,1	-0,3	0,7	0,1	-0,7	-0,2	-0,2	-0,4	1,3	0,4	-1,0	1,5
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Stand (in Tsd)</i>													
2013	1 569	1 477	2 108	2 006	1 575	1 734	1 657	1 603	1 576	1 535	1 553	1 424	1 399
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2011	0,0	0,2	-0,5	-1,0	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,2	0,8	0,2	0,2	0,0
2012	-0,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1	-1,5	-0,8	-0,7	-0,4	-0,8	-0,3	-0,2	-0,8
2013	-0,3	-0,3	-0,3	0,5	0,2	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,2	-0,5
2013 Q2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,8	0,5	-0,3	0,2	0,7	-0,1	0,4	0,0	-0,3
Q3	-0,2	0,0	-0,8	0,7	0,9	0,3	-0,6	-0,4	0,3	-0,7	-0,7	-0,3	-0,2
Q4	0,2	0,2	0,0	0,7	1,0	0,1	0,1	0,5	0,7	-0,8	-0,7	0,1	0,3
2014 Q1	0,4	0,5	0,1	0,6	1,6	1,2	0,4	0,0	0,3	-1,6	-0,3	-0,4	1,4
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>													
2013 Q2	0,7	0,7	0,6	-0,8	1,6	1,4	0,6	0,4	0,7	0,3	0,5	0,5	0,2
Q3	-0,1	0,0	-0,1	0,3	0,3	-0,2	0,0	-0,2	0,0	-1,3	-0,4	-0,1	0,0
Q4	0,0	0,0	-0,4	0,4	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,4	0,4	0,0
2014 Q1	-0,2	-0,2	-0,1	0,7	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	-1,2	1,1

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

1) Die Beschäftigungszahlen basieren auf dem ESVG 95.

## 5.3 Arbeitsmärkte

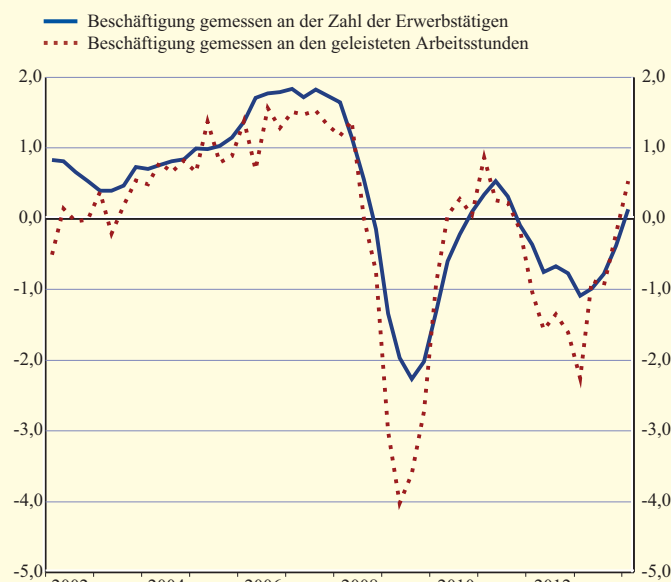
(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

### 2. Arbeitslosigkeit und offene Stellen <sup>1)</sup>

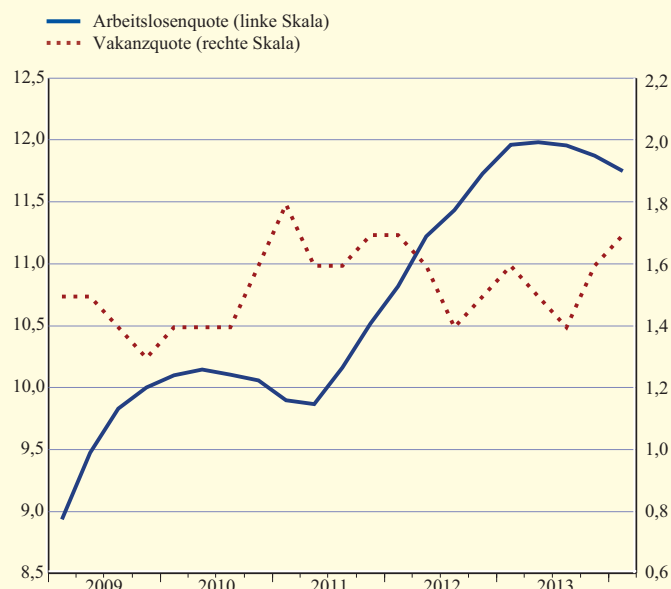
	Arbeitslosigkeit										Vakanz- quote <sup>2)</sup>
	Insgesamt		Nach Alter <sup>3)</sup>				Nach Geschlecht <sup>4)</sup>				
	Mio	In % der Erwerbs- personen	Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
			Mio	In % der Erwerbs- personen	Mio	In % der Erwerbs- personen	Mio	In % der Erwerbs- personen	Mio	In % der Erwerbs- personen	
Gewichte in % (2010)	100,0		79,3		20,7		54,2		45,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	15,994	10,1	12,682	8,9	3,313	21,0	8,664	10,0	7,330	10,2	1,5
2011	16,061	10,1	12,823	8,9	3,238	20,9	8,590	9,9	7,471	10,4	1,7
2012	18,080	11,3	14,561	10,1	3,519	23,2	9,731	11,2	8,348	11,4	1,6
2013	19,120	11,9	15,561	10,7	3,559	23,9	10,283	11,9	8,836	12,0	1,5
2013 Q1	19,137	12,0	15,514	10,7	3,623	24,1	10,312	11,9	8,825	12,0	1,6
Q2	19,188	12,0	15,615	10,8	3,572	23,9	10,309	11,9	8,878	12,1	1,5
Q3	19,154	12,0	15,605	10,7	3,549	24,0	10,331	11,9	8,823	12,0	1,4
Q4	19,000	11,9	15,509	10,7	3,490	23,8	10,181	11,8	8,819	12,0	1,6
2014 Q1	18,772	11,7	15,326	10,6	3,446	23,7	10,106	11,7	8,667	11,8	1,7
2013 Dez.	18,874	11,8	15,407	10,6	3,467	23,7	10,115	11,7	8,759	11,9	-
2014 Jan.	18,860	11,8	15,370	10,6	3,490	23,9	10,132	11,7	8,728	11,9	-
Febr.	18,771	11,7	15,336	10,6	3,435	23,7	10,127	11,7	8,644	11,8	-
März	18,686	11,7	15,272	10,5	3,414	23,6	10,058	11,7	8,628	11,8	-
April	18,580	11,6	15,212	10,5	3,368	23,4	10,025	11,6	8,555	11,7	-
Mai	18,552	11,6	15,196	10,5	3,356	23,3	9,956	11,5	8,596	11,7	-

### 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									Verkäufe	Vermögens- wirksame Einnahmen		Nach- richtlich: Fiska- liche Be- lastung <sup>2)</sup>
		Direkte Steuern			Indirekte Steuern		Einnahmen von EU-Institutionen		Sozial- beiträge			Vermö- gens- wirksame Steuern	Vermö- gens- wirksame Steuern	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			12
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,4	2,3	0,5	0,2	40,6
2006	45,3	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,4	2,3	0,3	0,2	41,2
2007	45,3	45,0	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,0	8,0	4,3	2,3	0,3	0,2	41,2
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,4	2,3	0,2	0,2	40,8
2009	44,9	44,6	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,5
2010	44,8	44,6	11,5	8,9	2,5	13,0	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,2	0,3	40,5
2011	45,3	45,0	11,9	9,1	2,7	13,1	0,3	15,7	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,9
2012	46,2	46,0	12,4	9,5	2,7	13,3	0,3	15,9	8,3	4,6	2,6	0,2	0,3	41,8
2013	46,7	46,5	12,7	9,8	2,8	13,3	0,3	16,0	8,3	4,7	2,6	0,3	0,3	42,3

### 2. Euro-Währungsgebiet – Ausgaben

	Ins- gesamt	Laufende Ausgaben							Vermögenswirksame Ausgaben				Nach- richtlich: Primäraus- gaben <sup>3)</sup>	
		Zu- sammen	Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Laufende Übertra- gungen	Sozialaus- gaben	Subven- tionen	Gezahlt von EU-Institu- tionen	Investi- tionen	Vermö- gens- transfers	Gezahlt von EU-Institu- tionen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,1	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,0
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	51,2	47,0	11,1	5,7	2,9	27,3	24,3	1,8	0,5	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,9	5,7	2,8	27,2	24,2	1,8	0,4	4,4	2,6	1,9	0,0	48,2
2011	49,5	45,9	10,6	5,5	3,0	26,8	23,8	1,7	0,4	3,5	2,4	1,2	0,0	46,4
2012	49,9	46,2	10,5	5,5	3,1	27,0	24,2	1,7	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,8
2013	49,7	46,4	10,5	5,5	2,9	27,6	24,6	1,7	0,4	3,3	2,1	1,2	0,1	46,8

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

	Finanzierungssaldo					Primär- saldo	Konsumausgaben des Staates <sup>4)</sup>							Kollektiv- verbrauch	Individual- verbrauch
	Ins- gesamt	Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- siche- rung		Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelt	Vorlei- stungen	Sachtransfers über Markt- produzenten	Abschrei- bungen	Verkäufe (minus)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,3	8,0	12,5	
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	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,3	7,7	12,3	
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,6	10,3	5,2	5,4	2,0	2,3	8,0	12,7	
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,4	11,1	5,7	5,9	2,1	2,5	8,6	13,7	
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,9	5,7	5,8	2,1	2,6	8,4	13,6	
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,1	-1,1	21,5	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3	
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6	21,5	10,5	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3	
2013	-3,0	-2,6	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	21,6	10,5	5,5	5,9	2,1	2,6	8,2	13,4	

### 4. Länder des Euro-Währungsgebiets – Finanzierungssaldo <sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	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	18
2010	-3,8	-4,2	0,2	-30,6	-10,9	-9,6	-7,0	-4,5	-5,3	-8,2	-0,8	-3,5	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,5	-2,5
2011	-3,8	-0,8	1,1	-13,1	-9,6	-9,6	-5,2	-3,7	-6,3	-3,5	0,2	-2,7	-4,3	-2,5	-4,3	-6,4	-4,8	-0,7
2012	-4,1	0,1	-0,2	-8,2	-8,9	-10,6	-4,9	-3,0	-6,4	-1,3	0,0	-3,3	-4,1	-2,6	-6,4	-4,0	-4,5	-1,8
2013	-2,6	0,0	-0,2	-7,2	-12,7	-7,1	-4,3	-3,0	-5,4	-1,0	0,1	-2,8	-2,5	-1,5	-4,9	-14,7	-2,8	-2,1

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

- 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 Swap- und Zinstermingeschäften.

**6.2 Verschuldung<sup>1)</sup>**  
 (in % des BIP)

**1. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldarten und Gläubigergruppen**

	Insgesamt	Schuldarten				Gläubiger				Sonstige Gläubiger <sup>3)</sup>
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Inländische Gläubiger <sup>2)</sup>			Sonstige Sektoren	
						Zusammen	MFIs	Sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2004	69,6	2,2	12,2	4,7	50,5	38,7	19,4	11,2	8,1	30,9
2005	70,5	2,4	12,3	4,4	51,4	37,0	18,8	11,3	7,0	33,5
2006	68,6	2,5	11,9	3,8	50,5	34,9	18,9	9,3	6,7	33,7
2007	66,3	2,2	11,3	3,9	48,8	32,7	17,6	8,6	6,5	33,6
2008	70,1	2,3	11,6	6,5	49,7	33,4	18,4	7,9	7,1	36,7
2009	80,0	2,5	12,8	8,3	56,5	37,4	21,6	9,2	6,6	42,6
2010	85,5	2,5	15,5	7,3	60,2	41,4	24,3	10,6	6,5	44,1
2011	87,4	2,5	15,5	7,4	62,0	43,3	24,5	11,4	7,4	44,0
2012	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9	46,2	26,4	12,6	7,2	44,5
2013	92,6	2,6	16,9	6,3	66,8	47,1	26,5	13,5	7,1	45,5

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

	Insgesamt	Schuldner <sup>4)</sup>				Ursprungslaufzeit			Restlaufzeit			Währung	
		Zentralstaaten	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabler Zinssatz	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Mitgliedsstaats	Sonstige Währungen
2004	69,6	56,6	6,6	5,1	1,3	7,6	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	4,5	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,2	61,5	4,3	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7
2007	66,3	53,4	6,3	5,3	1,4	7,2	59,1	4,2	14,5	23,6	28,2	65,7	0,5
2008	70,1	56,8	6,7	5,3	1,3	10,1	60,1	4,9	17,7	23,4	29,0	69,2	1,0
2009	80,0	64,8	7,7	5,8	1,7	12,1	67,9	5,0	19,5	27,3	33,2	78,8	1,2
2010	85,5	69,3	8,4	5,9	1,9	13,1	72,4	5,2	21,3	29,3	34,9	84,3	1,2
2011	87,4	70,7	8,6	5,9	2,2	12,6	74,8	6,2	20,8	30,4	36,1	85,7	1,7
2012	90,7	73,6	8,9	6,0	2,3	11,8	78,9	7,3	20,1	32,2	38,4	88,7	2,0
2013	92,6	75,9	8,5	6,0	2,2	10,8	81,8	7,4	20,3	32,7	39,6	90,7	1,9

**3. Länder des Euro-Währungsgebiets**

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	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	18
2010	96,6	82,5	6,7	91,2	148,3	61,7	82,7	119,3	61,3	44,5	19,5	66,0	63,4	72,5	94,0	38,7	41,0	48,8
2011	99,2	80,0	6,1	104,1	170,3	70,5	86,2	120,7	71,5	42,0	18,7	68,8	65,7	73,1	108,2	47,1	43,6	49,3
2012	101,1	81,0	9,8	117,4	157,2	86,0	90,6	127,0	86,6	40,8	21,7	70,8	71,3	74,4	124,1	54,4	52,7	53,6
2013	101,5	78,4	10,0	123,7	175,1	93,9	93,5	132,6	111,7	38,1	23,1	73,0	73,5	74,5	129,0	71,7	55,4	57,0

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

- 1) Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert nach Konsolidierung zwischen den Teilssektoren des Staates. Verbindlichkeiten gegenüber öffentlichen Haushalten gebietsfremder Staaten sind nicht konsolidiert. Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert. Daten teilweise geschätzt.
- 2) Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- 3) Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- 4) Konsolidiert um Schuldverhältnisse innerhalb der öffentlichen Haushalte eines Mitgliedsstaats.

## 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>	Sonstige Gläubiger <sup>6)</sup>		
										MFIs	Sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	0,0	0,5	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,3	-0,4	1,6	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,4	5,2	0,1	0,0	0,1	0,6	2,7	2,0	1,5	1,2	-0,5	3,9
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	2,7	2,5	1,0	4,6
2010	7,6	7,8	-0,1	0,0	0,1	3,1	-0,7	5,2	5,0	3,3	1,6	2,6
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,0	0,9	1,1	1,2
2012	3,9	5,3	-1,4	0,0	0,1	2,0	-0,5	2,2	3,1	2,1	1,2	0,7
2013	2,8	2,8	-0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,5	3,6	1,3	0,3	1,1	1,5

### 2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

	Schuldenstandsänderung	Finanzierungs-saldo	Deficit-Debt-Adjustments <sup>7)</sup>											
			Ins- gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)							Bewertungseffekte	Wechselkurseffekte	Sonstige Volumensänderungen	Sonstige <sup>8)</sup>
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Wertpapiere <sup>9)</sup>	Aktien und sonstige Anteilsrechte	Privatisierungen	Kapitalzuführungen				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	3,3	-2,5	0,8	0,6	0,3	0,0	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	
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	-0,1	
2008	5,4	-2,1	3,2	3,1	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	
2009	7,3	-6,4	1,0	1,0	0,3	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,1	
2010	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,0	0,5	1,0	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,0	-0,2	
2011	4,2	-4,1	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	
2012	3,9	-3,7	0,2	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,6	-0,2	0,3	-1,4	0,0	0,4	
2013	2,8	-3,0	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,0	0,3	

Quelle: EZB.

- Die Daten sind teilweise geschätzt. Jährliche Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert in % des BIP: [ Verschuldung (t) - Verschuldung (t-1) ] / BIP (t). Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert.
- Die Nettoverschuldung entspricht per Definition dem Saldo der Transaktionen in Schuldtiteln.
- Neben den Auswirkungen von Wechselkursschwankungen auch einschließlich der Effekte aus der Bewertung zum Nennwert (z. B. Agios oder Disagios auf emittierte Wertpapiere).
- Umfassen insbesondere den Einfluss der Reklassifizierung institutioneller Einheiten und von bestimmten Arten von Schuldenübernahmen.
- Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- Differenz zwischen der jährlichen Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert und dem Defizit in % des BIP.
- Umfassen hauptsächlich Transaktionen in sonstigen Aktiva und Passiva (Handelskredite, sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten sowie Finanzderivate).
- Ohne Finanzderivate.

**6.4 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis<sup>1)</sup>**  
(in % des BIP)

**1. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Einnahmen**

	Insgesamt	Laufende Einnahmen					Vermögenswirksame Einnahmen		Nachrichtlich: Fiskalische Belastung <sup>2)</sup>	
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Sozialbeiträge	Verkäufe	Vermögens-einkommen	Vermögens-wirksame Steuern			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007 Q4	49,1	48,5	14,7	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,5
2008 Q1	42,5	42,2	10,9	12,4	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,3
Q2	45,3	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,6
Q3	43,4	43,0	12,1	12,1	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,4
Q4	48,7	48,1	13,8	13,3	16,3	2,6	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 Q1	42,6	42,5	10,5	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,4
Q2	45,3	44,8	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
Q3	42,8	42,5	10,9	12,1	15,5	2,4	0,7	0,3	0,3	38,7
Q4	48,5	47,7	12,9	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,4
2010 Q1	42,5	42,4	10,2	12,4	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,4
Q2	45,2	44,8	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,3
Q3	43,1	42,7	10,9	12,6	15,3	2,5	0,7	0,3	0,3	39,0
Q4	48,3	47,6	13,1	13,2	16,4	2,8	1,0	0,7	0,3	43,0
2011 Q1	43,2	42,9	10,7	12,6	15,3	2,4	1,0	0,3	0,3	38,9
Q2	45,3	45,0	12,1	12,7	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,4
Q3	43,7	43,4	11,4	12,6	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5
Q4	49,0	47,9	13,3	13,2	16,6	2,8	1,0	1,1	0,4	43,6
2012 Q1	43,7	43,5	11,0	12,9	15,4	2,4	1,0	0,3	0,2	39,5
Q2	46,2	45,9	12,6	12,9	15,6	2,6	1,4	0,3	0,3	41,3
Q3	44,6	44,2	11,9	12,7	15,5	2,5	0,7	0,4	0,3	40,4
Q4	50,2	49,5	14,0	13,6	16,9	2,9	1,0	0,7	0,3	44,9
2013 Q1	44,3	44,0	11,3	12,8	15,6	2,4	1,0	0,2	0,3	40,0
Q2	47,4	46,9	13,1	13,0	15,7	2,6	1,5	0,4	0,4	42,2
Q3	45,1	44,6	12,1	12,7	15,5	2,5	0,7	0,5	0,4	40,7
Q4	50,2	49,5	14,2	13,7	16,9	2,8	0,9	0,7	0,3	45,1

**2. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Ausgaben und vierteljährlicher Finanzierungssaldo**

	Insgesamt	Laufende Ausgaben						Vermögenswirksame Ausgaben			Finanzierungs-saldo	Primär-saldo	
		Zusammen	Arbeitnehmer-entgelte	Vorleistungen	Zinsausgaben	Laufende Übertragungen	Sozialleistungen	Subventionen	Investitionen	Vermögens-transfers			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 Q4	49,2	44,7	10,8	5,9	2,9	25,0	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	-0,1	2,8
2008 Q1	45,3	41,8	9,8	4,5	3,0	24,4	20,7	1,2	3,6	2,3	1,2	-2,9	0,1
Q2	45,9	42,3	10,3	5,0	3,3	23,8	20,7	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,7	2,6
Q3	45,7	42,0	9,8	5,0	3,0	24,3	21,1	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
Q4	51,3	46,7	11,3	6,3	2,9	26,3	22,2	1,4	4,6	3,0	1,6	-2,7	0,2
2009 Q1	49,3	45,4	10,7	5,1	2,8	26,9	22,9	1,3	3,9	2,6	1,2	-6,7	-3,9
Q2	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,8	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,3	-2,3
Q3	50,0	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
Q4	54,6	49,8	11,8	6,8	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,8	-6,1	-3,3
2010 Q1	50,4	46,5	10,7	5,1	2,7	27,9	23,6	1,4	3,9	2,4	1,5	-7,9	-5,1
Q2	49,6	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,6	1,1	-4,5	-1,5
Q3	50,5	45,2	10,3	5,4	2,7	26,8	23,1	1,3	5,3	2,6	2,6	-7,4	-4,7
Q4	53,5	48,8	11,5	6,7	2,9	27,7	23,6	1,5	4,7	2,7	2,0	-5,2	-2,3
2011 Q1	48,4	45,3	10,3	5,0	2,9	27,1	23,1	1,3	3,1	2,2	1,0	-5,2	-2,4
Q2	48,5	45,3	10,7	5,3	3,2	26,1	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,2	0,0
Q3	48,0	44,5	10,1	5,3	2,9	26,3	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,3	-1,4
Q4	52,7	48,7	11,3	6,6	3,2	27,7	23,6	1,5	4,0	2,5	1,8	-3,8	-0,6
2012 Q1	48,1	45,4	10,2	4,9	3,0	27,3	23,2	1,2	2,7	1,9	0,8	-4,3	-1,4
Q2	49,2	45,9	10,6	5,3	3,3	26,7	23,2	1,1	3,3	2,1	1,2	-2,9	0,4
Q3	48,4	44,9	10,1	5,3	2,9	26,7	23,3	1,2	3,5	2,2	1,3	-3,8	-0,9
Q4	53,9	48,7	11,1	6,5	3,2	27,9	24,0	1,4	5,2	2,4	2,8	-3,7	-0,5
2013 Q1	48,8	46,2	10,3	5,0	2,8	28,1	23,8	1,2	2,7	1,8	1,0	-4,6	-1,8
Q2	49,5	46,1	10,5	5,4	3,1	27,2	23,5	1,1	3,4	2,0	1,4	-2,2	0,9
Q3	48,5	45,3	10,0	5,3	2,8	27,2	23,5	1,2	3,2	2,1	1,0	-3,4	-0,6
Q4	52,2	48,6	11,1	6,3	2,9	28,3	24,2	1,5	3,6	2,3	1,4	-2,1	0,9

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

- 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 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

	Insgesamt 1	Schuldarten			
		Bargeld und Einlagen 2	Kredite 3	Kurzfristige Wertpapiere 4	Langfristige Wertpapiere 5
2011 Q1	86,4	2,5	15,4	7,4	61,1
Q2	87,2	2,5	15,1	7,5	62,2
Q3	86,9	2,5	15,3	7,8	61,3
Q4	87,4	2,5	15,5	7,4	62,0
2012 Q1	88,3	2,6	15,9	7,6	62,3
Q2	90,0	2,5	16,8	7,3	63,3
Q3	90,1	2,6	16,7	7,2	63,6
Q4	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9
2013 Q1	92,4	2,6	17,1	7,0	65,7
Q2	93,5	2,5	17,0	6,9	67,0
Q3	92,7	2,6	16,8	6,9	66,5
Q4	92,6	2,6	16,9	6,3	66,8

### 2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

	Schuldenstandsänderung 1	Finanzierungs-saldo 2	Deficit-Debt-Adjustments							Nachrichtlich: Netto-neuverschuldung 11	
			Insgesamt 3	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)				Bewertungs-effekte und sonstige Volumens-änderungen 9	Sonstige 10		
				Zusammen 4	Bargeld und Einlagen 5	Kredite 6	Wertpapiere 7				Aktien und sonstige Anteilsrechte 8
2011 Q1	6,9	-5,2	1,7	0,8	2,1	-0,8	-0,6	0,0	0,2	0,7	6,7
Q2	5,9	-3,2	2,7	2,5	2,8	0,6	-0,3	-0,5	0,2	0,0	5,7
Q3	0,9	-4,3	-3,4	-3,8	-3,7	-0,4	0,1	0,2	0,5	-0,1	0,3
Q4	3,3	-3,8	-0,5	-0,6	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,3	3,5
2012 Q1	5,0	-4,3	0,6	3,4	4,1	-0,2	-0,5	0,0	-3,8	1,0	8,8
Q2	7,1	-2,9	4,2	4,0	1,8	1,0	0,5	0,7	-0,5	0,7	7,6
Q3	0,7	-3,8	-3,1	-2,1	-2,1	0,5	-0,6	0,1	-0,1	-0,9	0,7
Q4	2,7	-3,7	-1,0	-0,4	-2,4	0,3	0,2	1,5	-1,3	0,7	4,0
2013 Q1	6,8	-4,6	2,2	1,6	1,5	-0,6	-0,2	0,9	0,0	0,6	6,8
Q2	5,2	-2,2	3,1	3,7	3,2	0,2	0,0	0,3	-0,3	-0,3	5,5
Q3	-1,4	-3,4	-4,8	-4,3	-3,4	-0,9	0,0	0,0	0,3	-0,7	-1,7
Q4	0,8	-2,1	-1,3	-2,7	-3,1	0,2	-0,3	0,5	-0,1	1,6	0,9

### A30 Defizit, Nettoneuverschuldung und Veränderung der Verschuldung

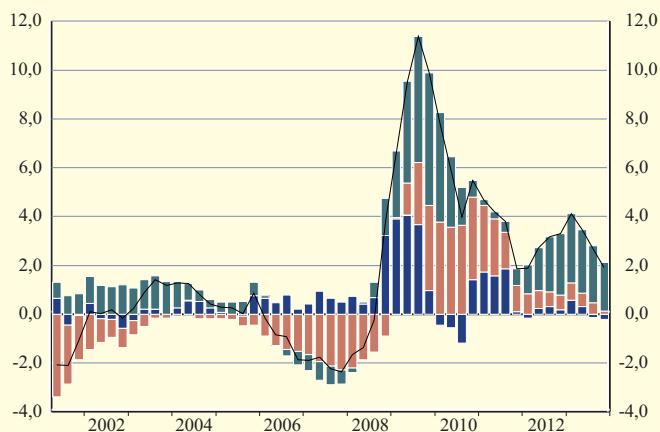
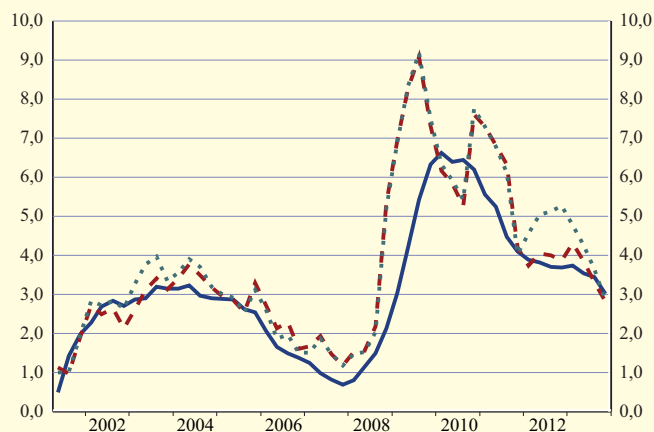
(gleitende Vierquartalsumme in % des BIP)

- Defizit
- - - Veränderung der Verschuldung
- ... Nettoneuverschuldung

### 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 zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert.



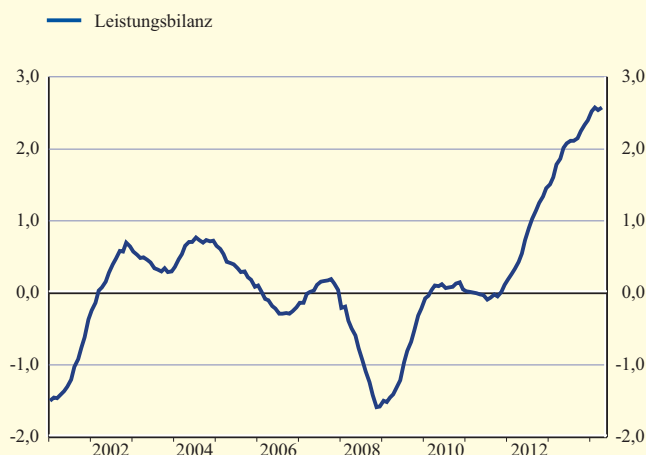
# AUSSENWIRTSCHAFT

## 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	Finanze- derivate	Übriger Kapital- verkehr		Wäh- rungs- reserven
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	12,1	0,9	77,9	39,6	-106,3	10,7	22,7	-50,9	-101,7	238,6	-5,6	-172,0	-10,3	28,2
2012	133,1	89,0	95,0	56,3	-107,3	6,5	139,6	-165,0	-71,6	95,4	5,3	-179,3	-15,0	25,5
2013	227,7	165,2	113,2	70,3	-121,1	20,1	247,8	-246,9	-24,9	105,8	18,2	-341,7	-4,4	-0,9
2013 Q1	28,6	29,3	19,0	22,3	-42,0	2,1	30,7	-23,2	-25,2	2,4	8,2	-8,6	-0,1	-7,5
Q2	60,1	49,9	30,3	10,0	-30,0	5,6	65,6	-72,2	22,0	44,0	-1,9	-135,1	-1,2	6,6
Q3	51,4	38,1	33,5	14,0	-34,1	4,6	56,0	-55,9	-12,7	4,9	7,6	-52,9	-2,9	-0,1
Q4	87,6	48,0	30,5	24,0	-14,9	7,9	95,5	-95,6	-9,1	54,6	4,3	-145,1	-0,3	0,2
2014 Q1	42,4	35,6	25,2	21,6	-40,0	5,6	47,9	-40,1	-0,9	45,3	1,3	-83,6	-2,2	-7,9
2013 April	15,7	16,0	8,3	1,8	-10,4	1,8	17,4	-22,1	-7,5	-6,4	-5,6	-2,5	0,0	4,7
Mai	13,3	16,5	9,5	-3,0	-9,7	2,7	16,0	-19,3	43,7	24,7	-8,6	-78,5	-0,6	3,3
Juni	31,1	17,4	12,5	11,2	-10,0	1,1	32,2	-30,8	-14,3	25,7	12,4	-54,0	-0,6	-1,4
Juli	25,7	18,7	13,1	5,1	-11,2	2,5	28,3	-28,6	6,9	-31,3	-2,0	-2,6	0,2	0,4
Aug.	10,2	6,7	8,1	6,9	-11,6	1,5	11,7	-6,8	-0,3	18,8	6,7	-30,0	-2,0	-5,0
Sept.	15,5	12,7	12,2	1,9	-11,3	0,5	16,0	-20,4	-19,3	17,4	2,9	-20,3	-1,1	4,5
Okt.	26,3	17,7	10,0	6,6	-8,1	3,0	29,3	-18,8	20,4	-6,4	3,8	-37,5	0,9	-10,4
Nov.	28,4	17,6	9,0	6,5	-4,7	2,3	30,7	-30,3	-19,8	57,0	-1,3	-66,4	0,2	-0,5
Dez.	32,9	12,7	11,4	10,9	-2,1	2,6	35,5	-46,5	-9,7	3,9	1,8	-41,3	-1,3	11,0
2014 Jan.	7,0	0,7	8,8	7,5	-10,0	1,0	8,0	-4,7	-9,1	19,3	-0,1	-12,1	-2,7	-3,3
Febr.	13,8	15,5	9,0	6,5	-17,3	2,7	16,5	-12,2	30,8	26,6	2,7	-73,1	0,8	-4,3
März	21,6	19,3	7,4	7,6	-12,6	1,9	23,5	-23,2	-22,7	-0,5	-1,3	1,7	-0,3	-0,3
April	18,7	15,7	9,4	4,4	-10,8	1,2	19,9	-20,8	-18,6	-88,4	2,9	83,5	-0,3	0,9
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>														
2014 April	244,5	171,2	120,6	72,2	-119,4	23,0	267,5	-262,5	-11,7	66,8	19,8	-330,5	-6,9	-5,0
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>														
2014 April	2,5	1,8	1,3	0,7	-1,2	0,2	2,8	-2,7	-0,1	0,7	0,2	-3,4	-0,1	-0,1

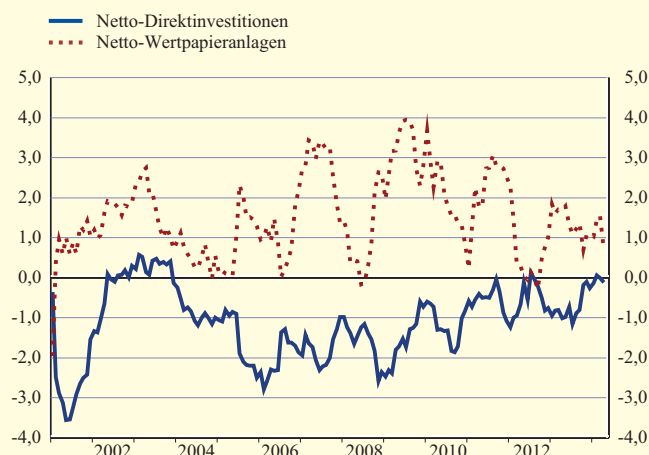
### A32 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Leistungsbilanz

(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

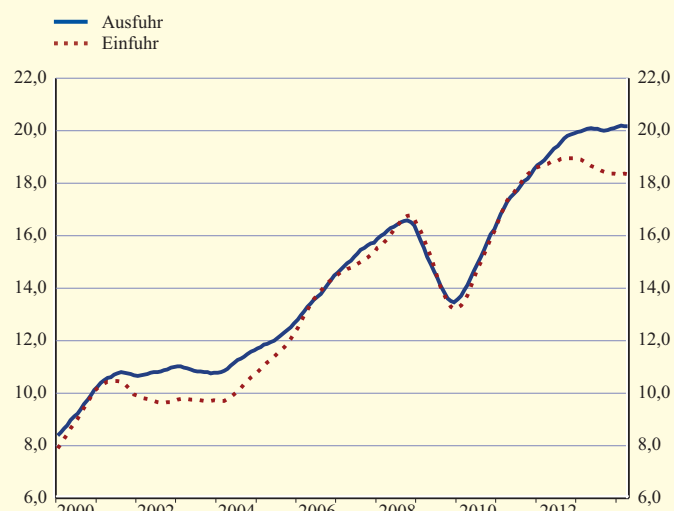
(in Mrd €; Transaktionen)

### 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	
2011	3 028,7	3 016,6	12,1	1 792,9	1 792,1	590,8	512,9	549,1	509,5	95,8	6,5	202,1	27,1	25,8	15,1
2012	3 222,8	3 089,7	133,1	1 921,5	1 832,5	633,6	538,5	569,1	512,8	98,6	6,8	205,9	26,0	30,6	24,1
2013	3 247,0	3 019,3	227,7	1 935,8	1 770,6	662,9	549,7	548,6	478,3	99,7	6,7	220,8	24,4	32,4	12,3
2013 Q1	777,4	748,8	28,6	470,6	441,3	146,5	127,5	132,5	110,2	27,7	1,6	69,7	5,9	6,2	4,1
Q2	824,8	764,8	60,1	489,6	439,8	166,5	136,2	148,9	139,0	19,8	1,8	49,8	6,1	7,9	2,3
Q3	807,2	755,7	51,4	479,6	441,5	176,8	143,3	133,2	119,2	17,6	1,7	51,7	6,3	6,7	2,2
Q4	837,6	750,1	87,6	496,0	448,0	173,2	142,7	133,9	109,8	34,6	1,7	49,5	6,1	11,6	3,7
2014 Q1	786,4	744,1	42,4	476,9	441,3	155,7	130,5	125,3	103,7	28,6	.	68,6	.	8,0	2,4
2014 Febr.	257,9	244,2	13,8	157,1	141,6	49,7	40,7	39,5	33,0	11,6	-	28,9	-	3,3	0,6
März	272,5	250,9	21,6	167,1	147,8	53,0	45,5	45,9	38,4	6,5	-	19,2	-	3,0	1,1
April	266,8	248,1	18,7	161,6	146,0	53,4	44,0	45,9	41,4	5,9	-	16,7	-	2,1	0,9
	Saisonbereinigt														
2013 Q3	808,5	758,6	49,9	480,2	442,6	166,7	137,2	136,7	123,3	24,9	-	55,5	-	-	-
Q4	819,1	752,8	66,3	491,7	445,5	169,9	138,7	132,5	115,6	25,0	-	53,0	-	-	-
2014 Q1	817,3	750,5	66,8	490,0	444,5	170,8	138,9	130,8	112,7	25,8	-	54,3	-	-	-
2014 Febr.	273,5	251,7	21,8	164,6	149,1	57,5	45,9	43,0	38,2	8,4	-	18,4	-	-	-
März	270,6	251,0	19,6	161,1	146,8	55,8	47,1	44,8	38,8	8,8	-	18,2	-	-	-
April	271,5	250,0	21,5	162,1	145,2	55,9	45,9	45,8	40,6	7,6	-	18,3	-	-	-
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen														
2014 April	3 261,0	3 012,3	248,7	1 947,0	1 771,5	673,9	553,2	540,6	469,3	99,5	-	218,3	-	-	-
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP														
2014 April	33,8	31,2	2,6	20,2	18,4	7,0	5,7	5,6	4,9	1,0	-	2,3	-	-	-

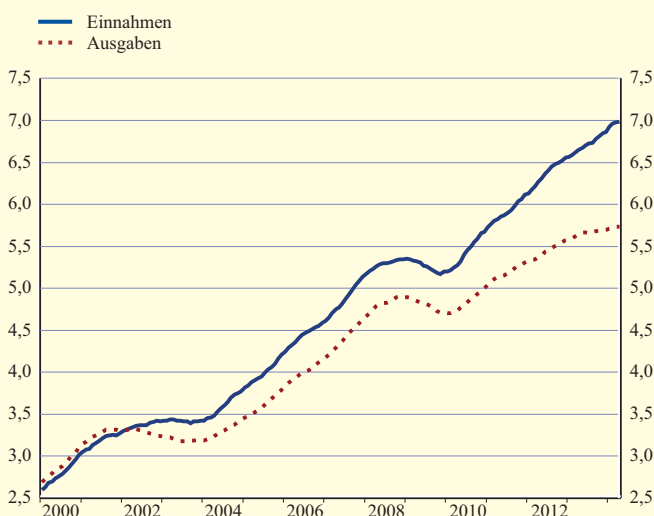
### A34 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Warenhandel

(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)

	Erwerbseinkommen		Vermögenseinkommen													
	Einnahmen	Ausgaben	Zusammen		Direktinvestitionen						Wertpapieranlagen				Übrige Vermögenseinkommen	
			Einnahmen	Ausgaben	Beteiligungskapital			Kredite		Aktien und Investmentzertifikate		Schuldverschreibungen		Einnahmen	Ausgaben	
					Einnahmen	Ausgaben	Reinvestierte Gewinne	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2011	27,4	12,8	521,7	496,7	269,2	58,8	171,1	57,3	40,4	35,2	36,2	99,5	98,2	121,9	77,7	69,0
2012	30,1	13,5	539,0	499,3	281,2	44,2	158,5	19,3	50,2	64,0	42,4	104,6	99,7	115,1	65,6	57,1
2013	29,9	13,9	518,6	464,3	268,2	46,0	143,2	36,7	45,8	58,8	44,8	104,4	99,2	107,9	60,6	49,9
2012 Q4	8,5	3,4	133,6	117,0	72,0	5,6	37,7	-11,5	13,6	17,9	7,9	20,7	24,8	27,3	15,3	13,5
2013 Q1	7,3	2,6	125,3	107,6	66,1	25,6	35,8	15,8	11,4	14,4	7,8	17,7	24,6	27,3	15,4	12,5
Q2	7,5	3,6	141,4	135,3	72,5	1,9	35,6	2,8	11,6	14,4	15,0	44,1	25,1	27,3	17,2	14,0
Q3	7,4	4,1	125,8	115,2	63,8	17,0	37,6	16,1	11,1	14,6	12,3	24,6	24,8	27,0	13,9	11,5
Q4	7,8	3,6	126,1	106,3	65,9	1,5	34,3	2,0	11,7	15,5	9,7	18,1	24,7	26,4	14,1	12,0

**3. Geografische Aufschlüsselung**  
(kumulierte Transaktionen)

	Ins-gesamt	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörende EU-Mitgliedstaaten						Brasilien	Kanada	China	Indien	Japan	Russ-land	Schweiz	Ver-einig-te Staaten	Andere
		Ins-gesamt	Däne-mark	Schwe-den	Verein-igtes König-reich	Andere EU-Mitglied-staaten	EU-Insti-tutionen									
2013 Q1 bis 2013 Q4	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Einnahmen</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	3 247,0	1 012,9	55,9	100,4	490,7	301,3	64,6	66,0	47,8	161,6	38,3	69,0	124,6	274,2	443,0	1 009,7
Warenhandel	1 935,8	601,0	36,4	58,9	267,8	237,6	0,2	34,0	24,4	121,3	27,5	43,7	86,7	128,1	224,2	644,8
Dienstleistungen	662,9	204,1	12,8	21,1	127,8	35,5	6,8	10,8	11,0	24,8	8,3	15,1	22,0	64,4	101,6	200,9
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	548,6	143,7	5,7	18,2	83,7	24,8	11,4	20,8	11,7	14,8	2,2	9,3	15,0	72,2	110,7	148,2
Vermögenseinkommen	518,6	135,8	4,8	18,1	81,9	24,1	6,9	20,8	11,6	14,7	2,2	9,2	15,0	56,5	109,2	143,6
Laufende Übertragungen	99,7	64,1	1,0	2,2	11,4	3,3	46,2	0,5	0,7	0,8	0,2	1,0	0,9	9,4	6,6	15,7
<b>Vermögensübertragungen</b>	32,4	27,7	0,0	0,0	1,2	0,2	26,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	1,1	0,4	2,9
<b>Ausgaben</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	3 019,3	947,6	48,1	95,3	407,2	278,7	118,3	40,4	30,4	-	35,1	91,1	156,7	230,1	397,1	-
Warenhandel	1 770,6	501,7	31,0	52,1	198,1	220,6	0,0	26,2	14,6	197,2	26,0	43,3	140,1	106,2	150,9	564,4
Dienstleistungen	549,7	160,3	8,3	16,5	92,8	42,4	0,3	5,3	7,3	16,2	7,3	8,9	10,9	51,2	112,2	170,1
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	478,3	151,1	7,6	24,8	104,4	9,8	4,6	7,6	6,7	-	0,9	38,1	4,5	63,0	127,2	-
Vermögenseinkommen	464,3	143,7	7,5	24,7	102,8	4,2	4,6	7,5	6,5	-	0,7	38,0	4,3	62,6	126,1	-
Laufende Übertragungen	220,8	134,5	1,3	1,9	11,9	5,9	113,4	1,3	1,9	2,6	0,9	0,7	1,1	9,8	6,9	61,1
<b>Vermögensübertragungen</b>	12,3	5,2	0,0	0,0	4,4	0,5	0,3	0,2	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,7	0,5	4,8
<b>Saldo</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	227,7	65,3	7,8	5,2	83,5	22,5	-53,7	25,6	17,3	-	3,1	-22,1	-32,1	44,0	45,9	-
Warenhandel	165,2	99,3	5,4	6,9	69,8	17,1	0,2	7,8	9,8	-75,9	1,6	0,4	-53,4	21,9	73,3	80,4
Dienstleistungen	113,2	43,8	4,6	4,6	35,0	-6,9	6,5	5,4	3,7	8,6	1,0	6,2	11,0	13,3	-10,6	30,9
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	70,3	-7,4	-1,9	-6,6	-20,7	14,9	6,8	13,2	5,0	-	1,3	-28,9	10,5	9,2	-16,5	-
Vermögenseinkommen	54,3	-7,9	-2,7	-6,6	-21,0	20,0	2,4	13,3	5,1	-	1,5	-28,8	10,6	-6,1	-16,9	-
Laufende Übertragungen	-121,1	-70,4	-0,3	0,3	-0,5	-2,6	-67,2	-0,8	-1,2	-1,8	-0,7	0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-45,4
<b>Vermögensübertragungen</b>	20,1	22,6	0,0	0,0	-3,2	-0,3	26,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-1,9

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>														
2010	15 183,6	16 453,3	-1 269,7	165,3	179,1	-13,8	4 928,8	3 895,5	4 901,4	7 429,6	-45,0	4 807,2	5 128,2	591,2
2011	15 986,5	17 440,9	-1 454,4	169,3	184,7	-15,4	5 708,5	4 414,6	4 738,4	7 741,7	-54,8	4 927,3	5 284,5	667,1
2012	16 920,5	18 174,3	-1 253,8	178,0	191,2	-13,2	6 125,7	4 634,2	5 254,8	8 423,6	-46,9	4 897,5	5 116,5	689,4
2013 Q2	17 005,4	18 309,3	-1 303,9	178,5	192,2	-13,7	6 230,1	4 739,6	5 351,8	8 539,6	-50,4	4 909,5	5 030,0	564,3
Q3	16 961,7	18 238,3	-1 276,7	177,3	190,7	-13,3	6 181,1	4 719,8	5 453,6	8 680,2	-41,5	4 781,8	4 838,3	586,8
Q4	16 970,8	18 135,2	-1 164,4	176,7	188,9	-12,1	6 266,8	4 764,7	5 537,9	8 801,1	-38,1	4 662,1	4 569,5	542,1
<b>Veränderung der Bestände</b>														
2010	1 447,9	1 226,4	221,6	15,8	13,4	2,4	518,3	359,3	557,8	585,9	-26,7	269,7	281,2	128,8
2011	802,9	987,6	-184,7	8,5	10,5	-2,0	779,7	519,1	-163,0	312,2	-9,7	120,0	156,4	75,9
2012	934,0	733,4	200,6	9,8	7,7	2,1	417,2	219,5	516,3	681,9	7,9	-29,7	-168,0	22,3
2013	50,4	-39,0	89,4	0,5	-0,4	0,9	141,1	130,5	283,2	377,4	8,7	-235,4	-547,0	-147,3
2013 Q3	-43,7	-70,9	27,2	-1,8	-3,0	1,1	-49,1	-19,8	101,7	140,6	8,9	-127,7	-191,7	22,4
Q4	9,2	-103,1	112,3	0,4	-4,2	4,5	85,8	44,9	84,4	120,9	3,4	-119,7	-268,9	-44,7
<b>Transaktionen</b>														
2010	639,5	626,1	13,4	7,0	6,8	0,1	352,0	274,6	131,4	211,6	-10,2	155,8	139,9	10,5
2011	660,8	609,9	50,9	7,0	6,5	0,5	500,9	399,1	-53,7	184,9	5,6	197,8	25,8	10,3
2012	579,1	414,1	165,0	6,1	4,4	1,7	410,1	338,6	194,3	289,7	-5,3	-34,9	-214,2	15,0
2013	498,1	251,2	246,9	5,2	2,6	2,6	324,2	299,2	250,2	356,0	-18,2	-62,4	-404,0	4,4
2013 Q3	32,4	-23,5	55,9	1,3	-1,0	2,3	50,4	37,7	69,1	74,1	-7,6	-82,4	-135,3	2,9
Q4	177,6	82,0	95,6	7,2	3,3	3,9	151,9	142,8	50,4	104,9	-4,3	-20,6	-165,7	0,3
2014 Q1	177,6	137,6	40,1	7,5	5,8	1,7	-21,2	-22,1	45,9	91,2	-1,3	152,0	68,5	2,2
2013 Dez.	-131,3	-177,9	46,5	-	-	-	-31,0	-40,7	20,6	24,5	-1,8	-120,4	-161,7	1,3
2014 Jan.	173,3	168,6	4,7	-	-	-	25,0	16,0	17,6	36,9	0,1	127,8	115,7	2,7
Febr.	11,8	-0,4	12,2	-	-	-	-46,5	-15,7	14,6	41,2	-2,7	47,3	-25,8	-0,8
März	-7,5	-30,7	23,2	-	-	-	0,3	-22,4	13,6	13,1	1,3	-23,0	-21,4	0,3
April	132,2	111,4	20,8	-	-	-	15,3	-3,3	74,9	-13,5	-2,9	44,6	128,1	0,3
<b>Sonstige Veränderungen</b>														
2009	571,4	503,0	68,4	6,4	5,6	0,8	146,5	29,8	417,6	552,1	1,1	-86,8	-78,9	93,0
2010	808,4	600,3	208,1	8,8	6,5	2,3	166,3	84,6	426,4	374,3	-16,5	113,9	141,4	118,3
2011	142,1	377,7	-235,7	1,5	4,0	-2,5	278,8	120,0	-109,3	127,2	-15,3	-77,8	130,5	65,6
2012	354,9	319,3	35,6	3,7	3,4	0,4	7,1	-119,1	322,1	392,2	13,2	5,2	46,2	7,3
<b>Sonstige wechselkursbedingte Veränderungen</b>														
2009	-49,2	-56,2	6,9	-0,6	-0,6	0,1	-5,3	5,3	-29,8	-34,3	.	-11,5	-27,2	-2,7
2010	477,9	325,2	152,7	5,2	3,5	1,7	143,4	35,0	160,0	128,7	.	161,3	161,5	13,3
2011	214,1	176,0	38,1	2,3	1,9	0,4	70,5	18,1	72,9	66,6	.	63,2	91,3	7,5
2012	-87,8	-91,6	3,8	-0,9	-1,0	0,0	-23,0	-6,0	-41,1	-37,1	.	-17,0	-48,5	-6,6
<b>Sonstige preisbedingte Veränderungen</b>														
2009	618,1	491,5	126,6	6,9	5,5	1,4	147,5	29,4	423,6	462,1	1,2	.	.	45,8
2010	304,1	150,1	154,0	3,3	1,6	1,7	33,2	-0,8	185,5	150,9	-16,2	.	.	101,7
2011	-127,9	-253,3	125,4	-1,4	-2,7	1,3	-38,1	7,1	-133,7	-260,4	-15,3	.	.	59,3
2012	265,3	590,2	-324,9	2,8	6,2	-3,4	39,6	-6,5	195,6	596,7	13,2	.	.	16,9
<b>Sonstige anpassungsbedingte Veränderungen</b>														
2009	1,4	68,3	-66,9	0,0	0,8	-0,7	3,4	-4,6	24,0	124,5	.	-75,6	-51,6	49,7
2010	26,3	125,3	-99,1	0,3	1,4	-1,1	-10,6	50,7	80,9	95,0	.	-47,4	-20,3	3,4
2011	59,0	433,2	-374,2	0,6	4,6	-4,0	247,0	94,9	-45,7	299,3	.	-141,0	39,0	-1,2
2012	177,4	-157,3	334,7	1,9	-1,7	3,5	-9,5	-106,5	167,6	-145,7	.	22,3	94,9	-2,9
<b>Veränderung der Bestände in %</b>														
2009	-0,7	-0,5	-	.	.	.	8,8	8,8	2,4	5,7	.	-9,9	-12,5	-1,3
2010	4,5	4,0	-	.	.	.	7,7	7,5	2,9	3,0	.	3,4	2,8	2,0
2011	4,4	3,7	-	.	.	.	10,2	10,2	-1,2	2,5	.	4,2	0,6	1,6
2012	3,6	2,4	-	.	.	.	7,2	7,7	4,0	3,7	.	-0,7	-4,0	2,2
2013 Q3	1,9	0,4	-	.	.	.	4,4	4,2	5,6	5,1	.	-3,9	-9,9	1,1
Q4	3,0	1,4	-	.	.	.	5,3	6,5	4,8	4,2	.	-1,3	-7,9	0,7
2014 Q1	2,9	1,2	-	.	.	.	4,1	5,4	3,5	4,0	.	1,1	-7,1	1,1

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>														
2011	5 708,5	4 281,3	283,1	3 998,2	1 427,2	13,3	1 413,9	4 414,6	3 135,2	101,6	3 033,6	1 279,5	11,3	1 268,2
2012	6 125,7	4 562,5	288,8	4 273,8	1 563,1	12,0	1 551,1	4 634,2	3 231,7	109,2	3 122,5	1 402,5	11,3	1 391,2
2013 Q3	6 181,1	4 584,5	275,1	4 309,4	1 596,6	12,2	1 584,4	4 719,8	3 279,8	110,4	3 169,5	1 439,9	12,0	1 427,9
Q4	6 266,8	4 686,1	273,1	4 413,0	1 580,7	12,6	1 568,1	4 764,7	3 357,2	109,5	3 247,7	1 407,5	12,3	1 395,2
<b>Transaktionen</b>														
2011	500,9	430,1	25,1	405,0	70,7	-3,2	73,9	399,1	361,9	10,5	351,4	37,3	0,6	36,6
2012	410,1	275,7	-3,1	278,8	134,4	-0,3	134,7	338,6	253,1	8,0	245,2	85,4	0,1	85,4
2013	324,2	290,7	6,7	284,1	33,4	0,9	32,5	299,2	288,8	7,5	281,2	10,5	1,3	9,2
2013 Q3	50,4	53,7	1,1	52,6	-3,3	0,1	-3,4	37,7	36,2	1,8	34,4	1,5	-0,1	1,6
Q4	151,9	180,3	4,0	176,3	-28,4	0,5	-28,9	142,8	163,8	2,2	161,7	-21,0	0,5	-21,5
2014 Q1	-21,2	-38,4	3,3	-41,7	17,2	1,0	16,1	-22,1	-25,8	2,2	-28,0	3,7	-3,6	7,2
2013 Dez.	-31,0	2,4	3,4	-1,0	-33,4	0,6	-34,0	-40,7	23,6	0,6	23,0	-64,3	0,7	-65,0
2014 Jan.	25,0	19,3	-0,4	19,8	5,7	0,4	5,2	16,0	14,9	1,2	13,7	1,1	-3,1	4,2
Febr.	-46,5	-50,8	4,2	-55,0	4,3	0,5	3,8	-15,7	-18,1	0,5	-18,6	2,4	-0,2	2,7
März	0,3	-6,9	-0,4	-6,5	7,2	0,1	7,0	-22,4	-22,6	0,5	-23,0	0,2	-0,2	0,4
April	15,3	7,3	1,6	5,7	8,0	-0,1	8,1	-3,3	1,8	0,6	1,1	-5,0	0,0	-5,0
<b>Wachstumsraten</b>														
2011	10,2	11,2	9,4	11,4	6,5	-20,1	6,9	10,2	12,3	10,9	12,3	3,8	0,9	3,8
2012	7,2	6,4	-1,1	7,0	9,5	-2,5	9,6	7,7	8,2	7,9	8,2	6,7	0,4	6,7
2013 Q3	4,4	3,6	0,7	3,8	7,0	4,1	7,0	4,2	5,4	6,1	5,4	1,3	1,9	1,3
Q4	5,3	6,4	2,4	6,7	2,1	7,5	2,0	6,5	9,0	7,0	9,1	0,7	11,5	0,6
2014 Q1	4,1	4,5	4,1	4,5	2,8	6,8	2,8	5,4	7,2	6,5	7,2	1,2	-25,4	1,4

### A36 Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets

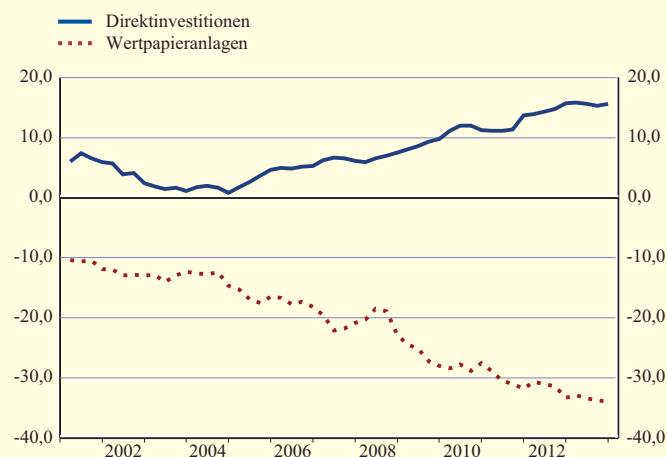
(Bestände am Ende des Berichtszeitraums; in % des BIP)



Quelle: EZB.

### A37 Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets

(Bestände am Ende des Berichtszeitraums; in % des BIP)



## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

### 3. Wertpapieranlagen (Aktiva)

	Insgesamt	Aktien und Investmentzertifikate					Schuldverschreibungen										
		Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs		Anleihen					Geldmarktpapiere					
			Euro-system	Staat	Euro-system	Staat	Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs			Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs	
								Euro-system	Staat	Euro-system	Staat	Euro-system		Staat	Euro-system	Staat	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>																	
2011	4 738,4	1 703,8	59,3	2,6	1 644,5	39,4	2 569,1	721,4	16,1	1 847,7	96,0	465,5	302,5	58,8	163,1	0,5	
2012	5 254,8	1 952,0	70,1	2,8	1 881,8	42,5	2 840,7	674,2	15,6	2 166,5	97,8	462,1	288,0	53,8	174,1	1,4	
2013 Q3	5 453,6	2 172,4	114,1	3,1	2 058,2	48,5	2 817,9	617,0	16,5	2 200,8	94,2	463,3	290,0	58,4	173,3	0,1	
Q4	5 537,9	2 284,3	123,0	3,4	2 161,3	48,3	2 803,8	601,9	17,0	2 201,9	89,1	449,9	288,5	55,0	161,4	0,0	
<b>Transaktionen</b>																	
2011	-53,7	-66,3	-10,7	-0,2	-55,6	-7,3	-21,8	-60,6	0,1	38,8	-2,8	34,4	26,2	10,4	8,2	0,2	
2012	194,3	58,0	3,0	0,1	55,0	0,2	133,9	-38,5	-1,0	172,4	-8,4	2,4	-18,0	2,3	20,4	0,1	
2013	250,2	163,4	39,8	0,5	123,6	3,6	78,9	-47,7	1,7	126,6	-6,6	7,9	13,3	14,8	-5,4	-0,7	
2013 Q3	69,1	45,9	16,4	0,0	29,5	0,1	21,0	-13,0	0,7	34,0	-1,6	2,2	8,5	-2,4	-6,3	0,0	
Q4	50,4	39,4	5,7	0,3	33,7	-0,8	12,6	-10,3	0,6	22,9	-4,1	-1,7	5,7	2,0	-7,3	-0,1	
2014 Q1	45,9	8,8	-17,0	-0,2	25,8	.	26,2	3,9	0,5	22,2	.	10,9	-3,3	1,0	14,2	.	
2013 Dez.	20,6	14,5	-1,6	0,0	16,1	-	-0,3	-4,4	0,2	4,0	-	6,4	12,0	2,5	-5,6	-	
2014 Jan.	17,6	6,8	-1,2	0,0	8,1	-	2,9	3,8	0,1	-0,9	-	7,9	3,0	2,1	4,9	-	
Febr.	14,6	-4,1	-19,8	-0,1	15,7	-	9,7	2,4	0,1	7,3	-	9,0	-1,2	-1,7	10,2	-	
März	13,6	6,1	4,0	-0,2	2,1	-	13,6	-2,3	0,3	15,9	-	-6,0	-5,2	0,6	-0,9	-	
April	74,9	33,1	0,8	0,0	32,3	-	29,8	5,6	0,7	24,2	-	12,0	1,1	-0,6	11,0	-	
<b>Wachstumsraten</b>																	
2011	-1,2	-3,9	-15,2	-7,2	-3,4	-15,9	-0,9	-7,7	-0,2	2,2	-2,9	8,4	8,6	25,5	8,0	120,3	
2012	4,0	3,2	5,0	3,0	3,1	0,1	5,1	-5,4	-6,3	9,0	-8,1	0,5	-5,5	3,7	12,6	29,8	
2013 Q3	5,6	9,7	73,5	5,8	7,6	13,0	4,1	-4,6	10,8	6,8	-6,0	-1,9	-4,0	37,6	2,3	-56,3	
Q4	4,8	8,2	54,2	16,1	6,4	8,4	2,8	-7,2	11,3	5,9	-6,8	1,7	4,7	29,3	-3,2	-90,8	
2014 Q1	3,5	5,2	11,0	4,6	4,9	.	2,5	-4,1	7,2	4,5	.	2,5	1,8	30,2	3,7	.	

### 4. Wertpapieranlagen (Passiva)

	Insgesamt	Aktien und Investmentzertifikate			Schuldverschreibungen										
		Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs	Anleihen					Geldmarktpapiere				
			Euro-system	Staat		Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs			Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs
							Euro-system	Staat	Euro-system	Staat	Euro-system		Staat		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>															
2011	7 741,7	3 074,9	562,0	2 512,9	4 222,4	1 254,8	2 967,6	1 722,8	444,4	92,4	352,0	306,8			
2012	8 423,6	3 524,4	543,2	2 981,1	4 446,3	1 202,4	3 243,9	1 930,5	452,9	91,7	361,2	286,2			
2013 Q3	8 680,2	3 809,0	535,2	3 273,8	4 352,4	1 119,7	3 232,7	1 924,6	518,9	130,4	388,5	314,7			
Q4	8 801,1	3 964,7	536,8	3 427,9	4 368,4	1 104,1	3 264,3	1 954,0	468,0	116,6	351,4	284,2			
<b>Transaktionen</b>															
2011	184,9	64,4	18,9	45,5	165,3	-15,9	181,2	101,1	-44,8	-4,5	-40,3	-42,1			
2012	289,7	164,9	-16,3	181,3	128,8	-78,9	207,6	163,6	-4,0	5,9	-10,0	-27,4			
2013	356,0	236,6	-21,3	257,9	80,6	-48,5	129,1	99,1	38,8	30,9	7,9	15,2			
2013 Q3	74,1	44,4	11,2	33,2	-14,2	-22,0	7,9	6,3	43,8	23,5	20,2	20,5			
Q4	104,9	58,4	-7,0	65,3	90,4	9,8	80,5	62,2	-43,8	-11,0	-32,8	-29,6			
2014 Q1	91,2	61,7	14,4	47,3	30,5	-16,2	46,7	.	-1,0	10,3	-11,3	.			
2013 Dez.	24,5	41,5	2,0	39,5	8,4	-4,0	12,3	-	-25,3	-10,6	-14,7	-			
2014 Jan.	36,9	14,8	9,7	5,1	-4,5	-7,3	2,7	-	26,7	23,2	3,5	-			
Febr.	41,2	9,3	7,6	1,7	52,1	-4,5	56,6	-	-20,2	-6,9	-13,3	-			
März	13,1	37,6	-2,9	40,5	-17,0	-4,5	-12,6	-	-7,5	-6,0	-1,4	-			
April	-13,5	22,8	5,1	17,6	-1,5	-10,9	9,4	-	-34,7	-15,6	-19,2	-			
<b>Wachstumsraten</b>															
2011	2,5	2,0	3,0	1,6	4,5	-1,2	7,2	6,5	-8,7	1,0	-10,2	-12,4			
2012	3,7	5,2	-3,0	6,8	3,0	-6,3	7,0	9,5	-0,8	6,2	-2,7	-8,7			
2013 Q3	5,1	7,4	-4,3	9,7	1,3	-5,5	3,8	4,4	25,4	60,2	16,8	14,9			
Q4	4,2	6,6	-3,9	8,5	1,8	-4,0	4,0	5,2	8,4	32,2	2,1	5,1			
2014 Q1	4,0	6,3	0,3	7,3	2,5	-4,3	5,1	.	-0,8	19,5	-7,0	.			

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	Eurosysteem			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>															
2011	4 927,3	36,2	35,5	0,7	3 069,9	3 008,1	61,8	162,5	6,8	116,1	30,2	1 658,7	248,5	1 217,4	520,9
2012	4 897,5	40,9	40,2	0,7	2 926,0	2 855,7	70,3	168,0	5,3	121,4	29,2	1 762,7	254,0	1 306,6	567,8
2013 Q3	4 781,8	25,2	24,5	0,7	2 848,5	2 764,3	84,3	149,1	5,0	101,9	22,7	1 759,0	246,6	1 259,1	543,1
Q4	4 662,1	16,1	15,5	0,6	2 754,5	2 723,4	31,1	156,6	4,1	109,4	26,9	1 734,9	246,3	1 259,4	538,0
<b>Transaktionen</b>															
2011	197,8	-3,1	-3,1	0,1	51,7	21,7	29,9	4,3	-0,3	4,0	10,3	145,0	8,6	112,2	41,4
2012	-34,9	5,2	5,2	0,0	-121,0	-128,1	7,1	6,2	-1,5	6,3	-1,0	74,5	8,3	38,2	5,0
2013	-62,4	-19,8	-19,8	0,0	-53,1	-69,8	16,7	-10,7	-1,3	-11,8	-2,4	21,2	3,2	-20,7	5,9
2013 Q3	-82,4	6,2	6,2	0,0	-65,5	-88,4	22,9	-1,7	-0,1	-1,8	-1,2	-21,4	-2,2	-20,4	-12,1
Q4	-20,6	-8,3	-8,3	0,0	-12,8	-7,8	-5,0	5,9	-0,9	5,7	4,2	-5,4	1,3	-9,6	-10,8
2014 Q1	152,0	-6,7	.	.	144,3	.	.	0,5	.	.	5,3	13,9	.	.	31,9
2013 Dez.	-120,4	1,2	.	.	-92,6	.	.	-0,6	.	.	-1,7	-28,4	.	.	-34,4
2014 Jan.	127,8	-3,3	.	.	134,0	.	.	-2,0	.	.	-0,2	-0,9	.	.	7,8
Febr.	47,3	0,1	.	.	30,8	.	.	1,5	.	.	4,2	14,9	.	.	13,7
März	-23,0	-3,5	.	.	-20,5	.	.	1,1	.	.	1,3	-0,1	.	.	10,5
April	44,6	5,6	.	.	48,8	.	.	-2,1	.	.	-1,6	-7,8	.	.	-4,6
<b>Wachstumsraten</b>															
2011	4,2	-6,3	-6,4	8,8	1,9	0,9	76,8	2,9	-3,3	4,1	51,5	9,1	4,0	9,0	9,8
2012	-0,7	13,0	13,2	1,0	-3,9	-4,2	12,2	4,0	-22,2	5,7	-3,3	4,5	3,4	3,2	1,1
2013 Q3	-3,9	-13,1	-13,4	3,3	-5,0	-5,6	19,1	2,3	-5,7	0,2	-9,5	-2,3	-0,3	-4,8	-7,4
Q4	-1,3	-49,5	-50,4	3,2	-1,8	-2,5	23,7	-6,3	-24,0	-9,7	-8,1	1,2	1,3	-1,6	0,8
2014 Q1	1,1	-64,4	.	.	2,8	.	.	0,0	.	.	33,3	-0,5	.	.	2,8

#### 6. Übriger Kapitalverkehr (Passiva)

	Ins- gesamt	Eurosysteem			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>															
2011	5 284,5	410,3	407,5	2,8	3 221,8	3 154,9	66,9	229,3	0,1	222,3	6,9	1 423,2	227,2	1 014,5	181,5
2012	5 116,5	423,9	423,0	0,9	2 976,1	2 893,4	82,8	231,6	0,1	224,0	7,5	1 484,8	229,7	1 023,8	231,3
2013 Q3	4 838,3	360,7	359,2	1,6	2 740,9	2 659,9	81,0	229,6	0,2	222,8	6,6	1 507,1	229,3	1 006,6	271,3
Q4	4 569,5	340,6	340,1	0,6	2 531,2	2 512,9	18,4	222,5	0,2	215,1	7,3	1 475,1	230,5	1 003,8	240,7
<b>Transaktionen</b>															
2011	25,8	134,8	135,0	-0,2	-289,9	-328,6	38,6	74,2	0,0	74,2	0,0	106,8	10,6	75,9	20,3
2012	-214,2	18,4	20,2	-1,8	-232,8	-250,0	17,2	2,5	0,0	1,5	1,0	-2,3	7,3	-10,0	0,4
2013	-404,0	-78,8	-78,4	-0,4	-321,6	-322,7	1,0	-4,4	0,0	-4,2	-0,2	0,8	5,2	0,2	-4,7
2013 Q3	-135,3	-10,2	-10,3	0,2	-102,0	-124,4	22,4	5,3	0,0	5,1	0,1	-28,3	0,6	-28,3	-0,7
Q4	-165,7	-17,6	-16,6	-1,0	-126,5	-123,5	-3,0	-8,9	0,0	-9,0	0,1	-12,6	2,3	-2,4	-12,5
2014 Q1	68,5	-30,1	.	.	77,7	.	.	2,0	.	.	.	18,9	.	.	.
2013 Dez.	-161,7	1,4	.	.	-149,3	.	.	-4,6	.	.	.	-9,3	.	.	.
2014 Jan.	115,7	-6,5	.	.	112,6	.	.	0,7	.	.	.	8,9	.	.	.
Febr.	-25,8	-13,3	.	.	-17,3	.	.	1,2	.	.	.	3,5	.	.	.
März	-21,4	-10,4	.	.	-17,6	.	.	0,1	.	.	.	6,5	.	.	.
April	128,1	1,8	.	.	93,7	.	.	-0,4	.	.	.	33,1	.	.	.
<b>Wachstumsraten</b>															
2011	0,6	50,4	51,0	.	-8,3	-9,6	90,6	48,8	.	50,9	-0,6	9,0	5,2	8,9	14,0
2012	-4,0	4,6	5,1	.	-7,2	-7,9	25,8	1,1	.	0,7	15,6	0,0	3,2	-0,9	1,4
2013 Q3	-9,9	-15,1	-15,2	.	-12,8	-13,3	9,2	-0,8	.	-0,9	1,6	-4,2	1,7	-4,5	-8,6
Q4	-7,9	-18,5	-18,5	.	-10,9	-11,2	1,8	-2,0	.	-2,0	-1,3	0,1	2,3	0,0	-0,9
2014 Q1	-7,1	-20,2	.	.	-8,1	.	.	-0,8	.	.	.	-2,8	.	.	.

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-Zuteilungen
		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>																	
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	166,8	6,1	8,8	151,3	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0	55,0
2013 Q2	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,3	7,8	151,6	0,2	133,8	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2
Q3	586,8	340,5	346,674	50,5	30,5	164,3	5,1	9,3	149,7	0,2	134,0	15,5	0,2	0,9	21,5	-29,4	53,6
Q4	542,0	301,9	346,566	50,1	28,9	160,0	6,6	5,7	147,4	0,2	135,8	11,4	0,3	1,0	22,5	-30,1	52,7
2014 April	568,0	322,6	346,788	50,4	28,8	164,0	4,0	8,0	151,9	0,3	135,4	16,1	0,1	2,2	24,2	-32,1	52,8
Mai	568,7	318,6	346,720	51,0	28,7	168,2	3,6	9,0	155,8	0,3	139,9	15,5	-0,2	2,3	23,7	-32,1	53,3
<b>Transaktionen</b>																	
2011	10,3	0,0	-	-1,6	13,0	-1,2	-2,3	-8,3	9,3	0,1	15,9	-6,8	0,1	0,0	-	-	-
2012	15,0	0,0	-	-0,3	2,1	12,5	1,8	1,2	9,1	-0,4	0,4	9,1	0,4	0,7	-	-	-
2013	4,4	0,0	-	-0,6	-1,7	6,3	0,2	-2,6	9,6	0,0	15,8	-6,2	-1,0	0,4	-	-	-
2013 Q3	2,9	0,0	-	-0,2	-0,6	3,6	-0,2	1,7	2,2	0,0	4,0	-1,7	-0,1	0,0	-	-	-
Q4	0,3	0,0	-	0,4	-1,2	1,0	1,5	-3,3	2,9	0,0	6,1	-3,3	-0,1	0,1	-	-	-
2014 Q1	2,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Wachstumsraten</b>																	
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,5	-5,2	10,2	-24,6	-	-	-	-	-
2011	1,6	0,0	-	-3,0	83,3	-1,3	-30,0	-52,7	6,8	27,4	14,2	-45,3	-	-	-	-	-
2012	2,2	0,0	-	-0,5	7,1	8,0	41,6	15,2	6,3	-53,5	0,2	82,5	-	-	-	-	-
2013 Q3	1,1	0,0	-	-1,3	-6,2	5,8	-13,6	22,4	6,2	0,0	7,1	-0,6	-	-	-	-	-
Q4	0,7	0,0	-	-1,1	-5,5	3,8	2,2	-29,6	6,5	0,1	12,3	-33,1	-	-	-	-	-
2014 Q1	1,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

### 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>											
2010	10 848,6	4 724,7	441,4	3 756,0	203,3	200,2	1 523,0	2 067,8	270,3	4 751,7	2 235,8
2011	11 972,5	4 799,2	444,4	4 222,4	227,3	258,0	2 021,1	2 258,8	410,3	4 569,0	2 713,2
2012	12 245,7	4 564,1	452,9	4 446,3	229,8	322,5	2 230,0	2 448,4	423,9	4 270,2	2 873,3
2013 Q2	12 211,3	4 451,7	483,8	4 406,0	230,5	347,8	2 291,5	2 454,0	374,2	4 134,7	2 956,9
Q3	11 982,3	4 248,5	518,9	4 352,4	229,4	360,4	2 272,7	2 468,8	360,7	3 991,0	2 889,0
Q4	11 625,6	4 071,9	468,0	4 368,4	230,7	266,9	2 219,8	2 460,8	340,6	3 751,9	2 852,6
<b>Bestände in % des BIP</b>											
2010	118,2	51,5	4,8	40,9	2,2	2,2	16,6	22,5	2,9	51,8	24,4
2011	126,8	50,8	4,7	44,7	2,4	2,7	21,4	23,9	4,3	48,4	28,7
2012	128,8	48,0	4,8	46,8	2,4	3,4	23,5	25,8	4,5	44,9	30,2
2013 Q2	128,0	46,7	5,1	46,2	2,4	3,6	24,0	25,7	3,9	43,3	31,0
Q3	125,2	44,4	5,4	45,5	2,4	3,8	23,8	25,8	3,8	41,7	30,2
Q4	121,0	42,4	4,9	45,5	2,4	2,8	23,1	25,6	3,5	39,0	29,7

Quelle: EZB.

1) Im Einklang mit der Verfahrensweise für Währungsreserven des Eurosystems beziehen sich die Angaben auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

**7.3 Kapitalbilanz**

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

**9. Geografische Aufschlüsselung**

	Ins- gesamt	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörende EU-Mitgliedstaaten					Kanada	China	Japan	Schweiz	Vereinigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Inter- natio- nale Orga- nisation- en	Andere Länder	
		Insgesamt	Däne- mark	Schwe- den	Vereinigte König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten									EU- Insti- tutionen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2012</b>	<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
<b>Direktinvestitionen</b>	1 491,5	395,5	-12,0	14,7	106,8	287,3	-1,2	107,0	80,2	-23,3	165,7	178,3	-243,2	-0,2	831,6
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	6 125,7	1 724,5	33,4	173,5	1 181,7	335,9	0,1	217,3	101,6	78,8	629,1	1 434,9	627,7	0,1	1 311,5
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	4 562,5	1 281,2	26,8	104,2	889,3	260,9	0,0	169,9	83,3	56,5	476,9	1 016,9	512,3	0,1	965,5
Sonstige Anlagen	1 563,1	443,4	6,6	69,2	292,5	75,0	0,1	47,4	18,4	22,2	152,3	418,0	115,5	0,0	346,0
Im Euro-Währungsgebiet	4 634,2	1 329,1	45,5	158,8	1 074,9	48,6	1,3	110,3	21,4	102,0	463,4	1 256,7	871,0	0,3	479,9
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	3 231,7	1 034,9	36,6	142,8	821,9	32,3	1,3	88,1	7,8	88,7	280,9	951,7	443,1	0,1	336,3
Sonstige Anlagen	1 402,5	294,2	8,9	16,0	253,0	16,2	0,0	22,2	13,6	13,3	182,5	304,9	427,9	0,2	143,7
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	5 254,8	1 679,6	99,5	227,4	1 046,3	118,6	187,7	102,0	61,2	215,5	131,4	1 638,6	433,5	33,2	959,8
Aktien und Investment- zertifikate	1 952,0	394,6	17,2	48,8	314,2	14,2	0,1	39,6	57,2	106,1	117,1	621,7	237,0	0,9	377,6
Schuldverschreibungen	3 302,8	1 284,9	82,3	178,6	732,1	104,4	187,5	62,4	4,0	109,4	14,3	1 016,8	196,6	32,3	582,2
Anleihen	2 840,7	1 133,8	75,6	148,2	620,1	103,5	186,4	58,1	2,6	36,7	11,3	855,4	184,8	31,7	526,4
Geldmarktpapiere	462,1	151,1	6,6	30,4	112,0	0,9	1,2	4,3	1,3	72,7	3,0	161,4	11,8	0,6	55,8
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	-218,9	-247,6	11,3	-26,9	-48,9	44,9	-228,0	1,9	-15,2	5,1	-33,9	58,1	49,0	-77,5	41,2
Aktiva	4 897,5	2 194,5	78,1	87,2	1 847,7	162,2	19,4	28,2	49,4	81,8	268,2	684,6	541,3	37,3	1 012,3
Staat	168,0	65,5	1,0	4,6	43,4	1,6	14,9	1,8	3,1	0,9	1,5	11,0	3,3	30,7	50,3
MFIs	2 966,9	1 530,1	58,4	50,8	1 293,2	125,3	2,2	16,4	24,3	65,9	147,1	396,0	393,1	5,2	388,7
Übrige Sektoren	1 762,7	599,0	18,7	31,8	511,0	35,3	2,2	10,0	21,9	15,0	119,6	277,6	144,9	1,4	573,3
Passiva	5 116,5	2 442,1	66,8	114,1	1 896,5	117,3	247,3	26,3	64,6	76,8	302,0	626,5	492,3	114,8	971,1
Staat	231,6	110,5	0,3	0,9	26,3	0,2	82,8	0,1	0,0	0,1	1,1	29,6	1,2	83,7	5,2
MFIs	3 400,1	1 647,7	56,3	88,7	1 309,1	89,6	104,0	17,1	38,3	50,7	239,4	338,7	392,7	28,3	647,2
Übrige Sektoren	1 484,8	683,9	10,2	24,6	561,1	27,5	60,5	9,1	26,3	25,9	61,6	258,2	98,3	2,8	318,7
<b>2013 Q1 bis 2013 Q4</b>	<b>Kumulierte Transaktionen</b>														
<b>Direktinvestitionen</b>	24,9	24,3	2,9	-14,5	36,9	-1,0	0,0	1,3	7,6	-2,7	21,4	-135,0	63,2	0,0	44,8
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	324,2	16,5	4,7	-10,4	18,8	3,4	0,0	1,2	10,9	1,8	25,8	161,4	30,2	0,0	76,5
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	290,7	23,3	6,5	1,1	11,4	4,3	0,0	14,6	9,0	1,2	6,0	172,2	15,8	0,0	48,5
Sonstige Anlagen	33,4	-6,9	-1,9	-11,5	7,4	-0,9	0,0	-13,4	1,9	0,6	19,8	-10,9	14,3	0,0	28,0
Im Euro-Währungsgebiet	299,2	-7,8	1,7	4,1	-18,1	4,5	0,0	-0,1	3,3	4,5	4,3	296,4	-33,0	0,0	31,7
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	288,8	-1,7	0,8	1,3	-5,6	1,8	0,0	3,6	4,0	5,2	7,0	265,7	-17,5	0,0	22,5
Sonstige Anlagen	10,5	-6,1	0,9	2,8	-12,5	2,7	0,0	-3,7	-0,7	-0,7	-2,7	30,7	-15,5	0,0	9,2
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	250,2	31,4	-5,4	7,3	6,0	4,3	19,3	7,9	6,6	38,8	8,7	72,4	6,8	1,2	76,3
Aktien und Investment- zertifikate	163,4	35,7	1,2	4,5	29,6	0,5	0,0	1,2	4,6	36,0	6,5	61,1	6,8	0,0	11,5
Schuldverschreibungen	86,8	-4,3	-6,6	2,8	-23,6	3,8	19,3	6,7	1,9	2,9	2,2	11,3	0,0	1,2	64,8
Anleihen	78,9	13,1	-5,7	7,6	-11,4	2,2	20,4	5,3	0,5	-3,6	1,0	8,7	-9,3	1,1	61,9
Geldmarktpapiere	7,9	-17,4	-0,9	-4,8	-12,2	1,5	-1,1	1,3	1,4	6,5	1,2	2,6	9,3	0,1	-2,9
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	341,7	67,9	14,1	9,6	48,0	-5,1	1,4	-2,2	22,4	39,4	25,9	16,5	97,7	-9,2	83,4
Aktiva	-62,4	-231,0	1,8	3,8	-229,0	-8,6	1,0	-1,8	11,4	38,0	11,2	24,2	56,7	1,6	27,2
Staat	-10,7	-1,3	-0,3	-1,5	0,0	-0,6	1,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-4,4	-0,7	0,2	-4,0
MFIs	-72,9	-220,8	-2,0	-0,4	-209,1	-8,9	-0,3	1,7	11,5	33,3	2,7	21,9	61,3	1,1	14,3
Übrige Sektoren	21,2	-8,9	4,2	5,7	-19,9	1,0	0,1	-3,5	0,0	5,0	8,5	6,8	-3,9	0,3	16,8
Passiva	-404,0	-298,9	-12,2	-5,8	-277,1	-3,5	-0,4	0,4	-11,0	-1,3	-14,7	7,7	-40,9	10,9	-56,2
Staat	-4,4	-4,1	0,2	0,3	-6,5	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0	0,4	-8,5	-0,2	8,7	-0,6
MFIs	-400,4	-264,7	-12,4	-6,5	-236,0	-6,0	-3,7	0,0	-12,0	-0,3	-16,5	-2,2	-46,8	2,4	-60,5
Übrige Sektoren	0,8	-30,1	-0,1	0,5	-34,6	2,6	1,4	0,4	1,0	-1,1	1,4	18,4	6,0	-0,2	4,9

Quelle: EZB.

## 7.4 Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz <sup>1)</sup>

(in Mrd €, Transaktionen)

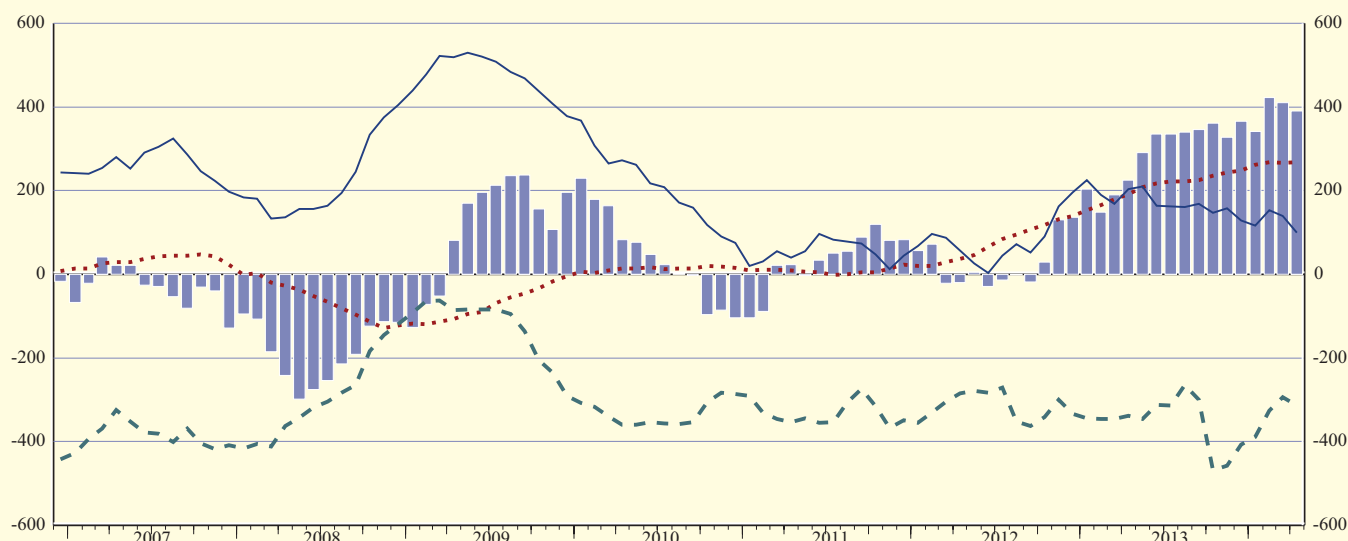
### Zahlungsbilanzposten zur Abbildung der Nettotransaktionen von MFIs

	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	
2011	82,6	22,6	-479,1	387,4	55,7	-47,0	44,7	44,6	-149,3	180,7	-5,6	27,8
2012	136,4	139,9	-413,5	330,2	-55,0	-193,4	181,4	196,0	-81,2	1,4	5,2	25,5
2013	365,2	248,5	-316,6	290,0	-123,6	-121,3	258,9	128,5	-10,7	-3,3	18,1	-3,3
2013 Q1	27,7	30,8	-52,4	23,6	-50,1	-55,2	76,0	24,8	-34,8	63,7	8,3	-6,9
Q2	148,9	65,9	-67,6	90,5	-10,3	-22,8	84,7	27,3	1,6	-22,5	-1,9	3,8
Q3	53,8	56,3	-49,2	35,9	-29,5	-27,7	32,8	28,1	22,9	-23,0	7,6	-0,4
Q4	134,8	95,4	-147,4	140,0	-33,7	-15,6	65,4	48,4	-0,4	-21,5	4,1	0,2
2014 Q1	73,2	47,9	25,6	-20,7	-25,8	-36,4	47,3	35,4	-14,4	20,9	1,3	-7,9
2013 April	9,0	17,6	-21,7	14,5	-18,4	-27,2	16,0	30,4	-19,6	20,3	-5,6	2,8
Mai	84,7	16,0	-13,0	56,4	-6,4	-10,1	30,6	30,9	-10,0	-5,0	-8,7	4,0
Juni	55,2	32,3	-32,8	19,6	14,5	14,5	38,1	-34,0	31,2	-37,7	12,4	-2,9
Juli	12,5	28,5	-7,5	12,7	-13,2	-12,7	-0,6	9,5	10,3	-12,3	-2,0	-0,4
Aug.	28,3	11,8	-28,0	28,0	2,2	-1,1	9,2	0,9	8,2	-4,6	6,7	-5,0
Sept.	13,0	16,1	-13,8	-4,8	-18,6	-13,9	24,1	17,7	4,4	-6,1	2,9	5,0
Okt.	21,6	29,2	-158,7	178,6	-13,7	-5,7	7,1	-1,8	-0,2	-5,9	3,8	-11,1
Nov.	33,8	30,7	-23,7	3,4	-3,9	-11,5	18,8	52,4	-29,3	-1,7	-1,4	-0,1
Dez.	79,5	35,4	35,0	-42,1	-16,1	1,5	39,6	-2,3	29,1	-13,8	1,8	11,3
2014 Jan.	9,2	8,0	-25,0	17,9	-8,1	-4,0	5,1	6,2	2,9	9,6	-0,1	-3,3
Febr.	50,3	16,5	51,2	-16,0	-15,7	-17,4	1,7	43,3	-16,4	4,8	2,7	-4,3
März	13,6	23,5	-0,6	-22,6	-2,1	-15,0	40,5	-14,0	-1,0	6,6	-1,3	-0,3
April	-11,0	19,9	-13,8	-3,9	-32,3	-35,2	17,6	-9,8	9,9	32,7	2,9	0,9
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2014 April	390,7	267,9	-230,7	227,3	-113,1	-110,4	231,8	99,0	39,2	-33,7	19,6	-6,1

## 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			Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter		Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</b>													
2012	7,6	1,8	1 880,6	934,2	386,5	516,8	1 522,8	1 794,1	1 152,0	243,4	373,0	1 092,8	360,8
2013	1,0	-3,1	1 896,0	932,3	384,7	532,1	1 536,8	1 737,2	1 097,4	235,9	373,5	1 075,6	336,7
2013 Q2	1,8	-3,1	474,8	232,4	97,3	132,2	384,7	433,9	275,6	59,0	92,0	267,7	84,7
Q3	0,2	-1,9	472,0	231,6	95,1	133,4	383,1	436,3	275,2	60,1	94,2	270,3	84,4
Q4	1,0	-2,4	473,9	231,6	96,2	133,8	386,4	430,2	268,0	57,9	95,5	270,6	80,6
2014 Q1	1,3	0,1	479,3	234,9	95,0	136,3	389,2	435,2	271,4	60,1	95,2	276,2	77,8
2013 Nov.	-1,9	-4,9	158,7	77,4	32,2	44,7	128,8	142,9	88,0	19,7	32,1	90,1	26,2
Dez.	3,8	1,1	156,8	76,1	31,6	44,2	128,2	142,1	88,3	18,8	31,7	89,5	26,4
2014 Jan.	1,2	-2,6	158,7	78,7	31,5	45,7	128,2	145,1	91,5	19,9	31,4	91,4	26,8
Febr.	3,4	0,3	160,7	79,2	31,8	45,7	131,4	145,5	90,2	20,2	32,0	92,9	25,2
März	-0,6	2,8	160,0	77,1	31,8	44,9	129,6	144,6	89,7	20,0	31,8	92,0	25,7
April	-1,5	-2,7	159,6	77,1	31,8	44,9	130,0	143,8	89,7	20,0	31,8	92,0	25,7
<b>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</b>													
2012	3,5	-3,2	111,9	110,2	117,1	111,7	111,9	99,5	100,8	98,0	96,8	99,2	99,6
2013	1,2	-0,6	113,2	111,2	115,6	114,8	113,0	98,9	100,0	95,1	97,0	98,4	98,2
2013 Q2	1,6	-1,2	113,1	110,6	116,3	114,1	112,9	98,9	100,9	93,6	95,5	97,4	101,4
Q3	1,7	1,8	113,2	111,2	114,2	115,3	113,0	99,4	100,2	97,2	97,8	99,1	98,1
Q4	1,7	1,2	113,3	111,3	115,4	114,5	113,3	99,4	99,6	94,9	99,0	99,6	95,3
2014 Q1	1,8	1,7	114,8	113,2	114,2	116,6	114,0	99,6	99,8	97,0	98,5	101,3	93,2
2013 Okt.	2,3	0,9	113,7	112,7	117,3	115,6	114,1	100,3	101,7	94,4	98,8	100,3	98,0
Nov.	-1,4	-1,4	114,0	111,6	116,2	114,8	113,4	99,3	98,3	98,1	99,9	99,8	94,7
Dez.	4,5	4,6	112,2	109,5	112,8	113,2	112,4	98,4	98,7	92,2	98,3	98,7	93,1
2014 Jan.	1,4	-1,2	113,7	113,6	113,4	116,8	112,4	99,8	100,8	97,9	97,3	100,8	96,4
Febr.	3,9	1,7	115,6	114,3	115,0	117,8	115,7	99,7	99,4	97,3	99,1	102,2	89,8
März	0,3	4,8	115,0	111,6	114,3	115,3	114,0	99,4	99,3	95,9	99,1	101,0	93,3

### 2. Preise<sup>2)</sup>

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

	Industrielle Erzeugerpreise (fob) <sup>3)</sup>							Industrielle Einfuhrpreise (cif)						
	Insgesamt (Index: 2010 = 100)	Zusammen				Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt (Index: 2010 = 100)	Zusammen				Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse		
		Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter	Energie			Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter	Energie			
Gewichte in %	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	106,1	2,2	0,9	1,8	2,3	9,4	2,2	111,2	3,4	0,2	1,6	3,2	8,0	2,1
2013	105,0	-1,0	-1,5	-0,2	0,8	-7,9	-0,9	108,2	-2,7	-2,4	-1,9	0,0	-5,5	-1,7
2013 Q3	105,0	-1,4	-1,8	-0,6	0,5	-9,3	-1,3	108,1	-3,3	-3,2	-2,6	-0,8	-5,3	-2,5
Q4	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,4	-8,2	-1,3	106,8	-3,2	-3,1	-2,1	-0,8	-5,6	-2,3
2014 Q1	104,1	-1,6	-1,8	-0,3	0,0	-9,2	-1,3	106,0	-3,6	-3,0	-2,3	-0,4	-7,3	-2,3
2013 Nov.	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,3	-8,3	-1,3	107,0	-3,2	-3,3	-1,9	-0,8	-5,9	-2,3
Dez.	104,2	-1,2	-2,0	-0,4	0,4	-4,6	-1,0	106,7	-2,7	-3,1	-1,8	-0,8	-4,2	-2,0
2014 Jan.	104,2	-1,4	-1,6	-0,2	0,0	-7,9	-1,1	106,4	-3,0	-2,7	-1,9	-0,3	-6,0	-2,0
Febr.	104,2	-1,5	-1,6	0,0	0,2	-11,0	-1,2	106,3	-3,4	-2,6	-1,8	-0,1	-7,7	-1,9
März	103,9	-1,8	-2,2	-0,5	-0,2	-8,8	-1,5	105,3	-4,2	-3,6	-3,1	-0,9	-8,2	-2,9
April	104,0	-1,3	-1,8	-0,6	-0,2	-3,4	-1,1	105,1	-3,1	-3,3	-3,4	-0,8	-4,1	-2,5

Quelle: Eurostat.

- Warengruppen gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories. Im Unterschied zu den in Tabelle 2 ausgewiesenen Warengruppen enthalten die Vorleistungsgüter und Konsumgüter auch Agrar- und Energieprodukte.
- Warengruppen gemäß der Klassifikation nach industriellen Hauptgruppen. Im Unterschied zu den in Tabelle 1 ausgewiesenen Warengruppen enthalten die Vorleistungsgüter und Konsumgüter keine Energieprodukte, und landwirtschaftliche Erzeugnisse werden nicht erfasst. Verglichen mit den Daten in Tabelle 1, Spalte 7 und 12, weisen die gewerblichen Erzeugnisse eine andere Zusammensetzung auf. Die aufgeführten Daten sind Preisindizes, die die reinen Preisänderungen für einen Warenkorb abbilden und keine einfachen Quotienten der in Tabelle 1 gezeigten Wert- und Volumenangaben darstellen, die Veränderungen in der Zusammensetzung und Qualität der gehandelten Waren unterliegen. Diese Indizes unterscheiden sich von den BIP-Deflatoren für die Importe und Exporte (siehe Tabelle 3 in Abschnitt 5.1) im Wesentlichen dadurch, dass diese Deflatoren sämtliche Waren und Dienstleistungen sowie den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets umfassen.
- Die industriellen Erzeugerpreise beziehen sich auf direkte Transaktionen zwischen inländischen Herstellern und gebietsfremden Kunden. Im Unterschied zu den in Tabelle 1 ausgewiesenen Wert- und Volumenangaben werden Ausfuhren von Großhändlern und Re-Exporte nicht erfasst.



## 7.5 Warenhandel

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; saisonbereinigt)

### 3. Geografische Aufschlüsselung

	Ins- gesamt	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörige EU-Mitgliedstaaten				Russ- land	Schweiz	Türkei	Ver- einigte Staaten	Asien		Afrika	Latein- amerika	Andere Länder	
		Däne- mark	Schweden	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten					China	Japan				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Ausfuhren (fob)</b>															
2012	1 880,6	34,2	59,5	230,0	249,3	92,2	116,4	59,5	223,7	440,6	120,6	44,6	126,5	97,4	151,3
2013	1 896,0	35,2	59,4	239,3	254,8	88,7	110,7	60,3	221,4	443,8	122,0	43,9	130,2	97,6	154,4
2012 Q4	469,3	8,6	14,5	58,1	61,7	23,2	28,5	15,2	53,8	110,9	29,0	11,2	32,5	24,7	37,7
2013 Q1	475,2	8,8	14,6	58,1	62,8	23,6	28,0	15,5	55,4	110,8	29,5	11,0	34,4	24,7	38,5
Q2	474,8	8,8	14,7	59,2	62,7	22,8	27,4	15,6	55,1	110,4	30,0	10,7	33,1	24,9	40,1
Q3	472,0	8,9	15,0	60,0	64,2	21,6	27,8	14,7	55,4	110,2	31,2	11,1	31,7	24,6	38,0
Q4	473,9	8,8	15,1	61,9	65,2	20,7	27,5	14,6	55,5	112,4	31,3	11,0	31,0	23,5	37,7
2014 Q1	479,3	8,9	15,0	63,2	67,7	20,4	26,8	14,6	57,9	112,0	32,0	11,1	33,1	23,4	36,2
2013 Nov.	158,7	3,0	5,1	20,9	21,8	6,9	9,2	5,1	18,7	37,7	10,6	3,7	10,3	7,7	12,4
Dez.	156,8	2,9	4,9	20,4	21,4	6,7	8,8	4,7	18,2	37,4	10,3	3,7	10,5	7,6	13,3
2014 Jan.	158,7	3,1	5,1	20,8	22,8	7,0	9,3	5,0	18,7	37,1	10,7	3,9	10,6	7,8	11,3
Febr.	160,7	3,0	5,0	21,7	22,6	6,8	8,9	4,9	19,5	37,7	10,8	3,7	11,6	8,1	10,8
März	160,0	2,9	4,9	20,7	22,2	6,6	8,6	4,8	19,7	37,2	10,4	3,5	10,8	7,6	14,0
April	159,6	.	.	.	.	6,8	9,1	4,7	19,4	37,9	10,6	3,6	10,6	7,5	.
<i>In % der Ausfuhren insgesamt</i>															
2013	100,0	1,9	3,1	12,6	13,4	4,7	5,8	3,2	11,7	23,4	6,4	2,3	6,9	5,1	8,1
<b>Einfuhren (cif)</b>															
2012	1 794,1	29,0	53,1	167,4	232,7	144,8	82,3	34,5	151,2	540,6	214,3	49,2	157,5	89,8	111,2
2013	1 737,2	30,0	53,7	164,1	238,9	144,8	81,8	35,8	149,1	509,7	204,3	43,6	141,1	80,3	108,0
2012 Q4	440,8	7,2	12,9	41,6	58,0	36,6	20,2	8,7	35,9	130,6	51,4	11,4	40,3	21,6	27,1
2013 Q1	436,8	7,6	13,3	41,7	58,6	37,4	20,0	8,9	35,5	126,8	52,0	11,1	37,7	20,5	28,8
Q2	433,9	7,4	13,5	41,1	58,8	35,6	20,6	8,8	37,3	127,9	50,5	10,9	36,3	20,0	26,6
Q3	436,3	7,8	13,7	40,9	60,5	36,5	20,7	8,9	38,0	127,9	50,8	10,7	34,6	20,1	26,7
Q4	430,2	7,3	13,2	40,4	61,0	35,3	20,4	9,1	38,3	127,0	51,0	10,9	32,5	19,7	25,9
2014 Q1	435,2	7,5	13,4	40,5	62,3	35,1	21,1	9,2	37,0	129,5	53,3	10,6	32,5	19,4	27,7
2013 Nov.	142,9	2,4	4,5	13,5	20,5	11,4	6,8	3,1	12,9	41,8	16,9	3,6	10,5	6,4	9,2
Dez.	142,1	2,3	4,3	13,6	20,1	12,1	6,7	3,1	12,3	42,2	17,5	3,7	10,6	6,7	8,1
2014 Jan.	145,1	2,6	4,6	13,3	20,8	11,9	6,7	3,1	12,4	43,0	17,4	3,6	11,1	6,5	9,1
Febr.	145,5	2,5	4,4	13,5	20,9	11,6	7,1	3,0	12,5	42,7	17,8	3,5	10,7	6,3	10,2
März	144,6	2,4	4,5	13,7	20,6	11,6	7,2	3,1	12,2	43,9	18,2	3,5	10,7	6,5	8,4
April	143,8	.	.	.	.	11,8	7,1	3,1	12,3	41,5	17,2	3,4	10,4	6,6	.
<i>In % der Einfuhren insgesamt</i>															
2013	100,0	1,7	3,1	9,4	13,8	8,3	4,7	2,1	8,6	29,3	11,8	2,5	8,1	4,6	6,2
<b>Saldo</b>															
2012	86,5	5,2	6,4	62,6	16,7	-52,7	34,1	25,0	72,5	-100,0	-93,6	-4,6	-31,1	7,6	40,1
2013	158,8	5,2	5,8	75,2	15,9	-56,1	29,0	24,5	72,4	-65,9	-82,2	0,3	-10,9	17,3	46,3
2012 Q4	28,4	1,4	1,6	16,5	3,6	-13,5	8,3	6,4	17,9	-19,7	-22,4	-0,2	-7,8	3,1	10,6
2013 Q1	38,4	1,2	1,3	16,4	4,2	-13,8	8,0	6,6	19,9	-16,1	-22,4	0,0	-3,3	4,2	9,8
Q2	40,9	1,4	1,2	18,1	3,9	-12,8	6,9	6,8	17,8	-17,5	-20,5	-0,2	-3,2	4,8	13,4
Q3	35,7	1,1	1,3	19,2	3,7	-14,9	7,1	5,7	17,4	-17,8	-19,6	0,5	-2,9	4,5	11,3
Q4	43,7	1,5	1,9	21,5	4,2	-14,6	7,0	5,4	17,2	-14,6	-19,7	0,1	-1,5	3,8	11,8
2014 Q1	44,1	1,4	1,6	22,7	5,3	-14,7	5,7	5,5	20,9	-17,5	-21,4	0,4	0,6	4,1	8,5
2013 Nov.	15,9	0,6	0,6	7,5	1,3	-4,5	2,4	2,0	5,8	-4,1	-6,3	0,1	-0,2	1,2	3,2
Dez.	14,7	0,5	0,6	6,7	1,3	-5,4	2,1	1,6	5,9	-4,8	-7,2	0,0	-0,1	1,0	5,2
2014 Jan.	13,6	0,5	0,5	7,5	2,0	-4,9	2,6	1,9	6,4	-5,9	-6,6	0,3	-0,5	1,2	2,2
Febr.	15,1	0,4	0,6	8,2	1,7	-4,8	1,8	1,9	7,0	-5,0	-7,0	0,2	0,9	1,8	0,6
März	15,4	0,5	0,5	7,0	1,6	-5,0	1,4	1,7	7,5	-6,7	-7,8	-0,1	0,2	1,0	5,7
April	15,8	.	.	.	.	-4,9	1,9	1,6	7,1	-3,6	-6,6	0,2	0,2	0,9	.

Quelle: Eurostat.



# WECHSELKURSE

## 8.1 Effektive Wechselkurse<sup>1)</sup>

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Index: 1999 Q1 = 100)

	EWK-20						EWK-39	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG <sup>2)</sup> 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2011	103,4	100,7	97,5	95,0	106,2	96,8	112,2	97,7
2012	97,9	95,6	93,2	89,8	101,1	91,6	107,1	92,9
2013	101,7	98,9	96,7	93,4	103,6	93,8	112,0	96,2
2013 Q2	100,8	98,3	96,0	93,1	104,3	94,5	110,6	95,0
Q3	101,9	99,2	96,9	93,5	104,9	95,2	112,9	96,8
Q4	103,1	100,0	97,8	94,3	100,1	91,0	114,7	97,8
2014 Q1	103,9	100,7	98,2	95,5	102,4	93,3	116,6	99,1
Q2	103,8	100,1	98,2	-	-	-	116,0	97,9
2013 Juni	101,6	98,9	96,5	-	-	-	112,0	96,1
Juli	101,5	98,9	96,5	-	-	-	112,0	96,2
Aug.	102,2	99,5	97,1	-	-	-	113,4	97,3
Sept.	102,0	99,1	96,9	-	-	-	113,3	97,0
Okt.	102,8	99,7	97,6	-	-	-	114,2	97,4
Nov.	102,6	99,5	97,4	-	-	-	114,2	97,3
Dez.	103,9	100,7	98,5	-	-	-	115,8	98,6
2014 Jan.	103,4	100,3	97,8	-	-	-	115,9	98,6
Febr.	103,6	100,4	97,9	-	-	-	116,3	98,9
März	104,6	101,3	98,9	-	-	-	117,5	99,6
April	104,5	101,0	98,8	-	-	-	117,0	99,0
Mai	103,8	100,1	98,3	-	-	-	116,1	97,8
Juni	103,0	99,1	97,6	-	-	-	115,1	96,8
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2014 Juni	-0,8	-1,0	-0,8	-	-	-	-0,8	-1,0
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2014 Juni	1,4	0,2	1,1	-	-	-	2,8	0,7

## 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“.

2) Mit den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe deflationierte Zeitreihen sind nur für die EWK-19-Gruppe von Handelspartnern verfügbar.

## 8.2 Bilaterale Wechselkurse

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Einheiten der nationalen Währungen je Euro)

	Bulgarischer Lew	Tschechische Krone	Dänische Krone	Kroatische Kuna	Litauischer Litas	Ungarischer Forint	Polnischer Zloty	Rumänischer Leu (neu)	Schwedische Krone	Pfund Sterling	Neue türkische Lira
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135
2013	1,9558	25,980	7,4579	7,5786	3,4528	296,87	4,1975	4,4190	8,6515	0,84926	2,5335
2013 Q4	1,9558	26,658	7,4593	7,6290	3,4528	297,43	4,1853	4,4506	8,8575	0,84074	2,7537
2014 Q1	1,9558	27,442	7,4625	7,6498	3,4528	307,93	4,1843	4,5023	8,8569	0,82787	3,0372
2014 Q2	1,9558	27,446	7,4628	7,5992	3,4528	305,91	4,1665	4,4256	9,0517	0,81471	2,8972
2013 Dez.	1,9558	27,521	7,4602	7,6365	3,4528	300,24	4,1760	4,4635	8,9597	0,83639	2,8276
2014 Jan.	1,9558	27,485	7,4614	7,6353	3,4528	302,48	4,1799	4,5205	8,8339	0,82674	3,0297
Febr.	1,9558	27,444	7,4622	7,6574	3,4528	310,20	4,1741	4,4918	8,8721	0,82510	3,0184
März	1,9558	27,395	7,4638	7,6576	3,4528	311,49	4,1987	4,4933	8,8666	0,83170	3,0629
April	1,9558	27,450	7,4656	7,6267	3,4528	307,37	4,1853	4,4620	9,0329	0,82520	2,9393
Mai	1,9558	27,437	7,4641	7,5952	3,4528	304,58	4,1800	4,4237	9,0298	0,81535	2,8736
Juni	1,9558	27,450	7,4588	7,5770	3,4528	305,87	4,1352	4,3930	9,0914	0,80409	2,8808
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2014 Juni	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,4	-1,1	-0,7	0,7	-1,4	0,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2014 Juni	0,0	6,6	0,0	1,2	0,0	3,4	-3,5	-1,9	4,7	-5,6	15,1
	Australischer Dollar	Brasilianischer Real	Kanadischer Dollar	Chinesischer Renminbi Yuan	Hongkong-Dollar	Indische Rupie	Indonesische Rupiah	Israelischer Schekel	Japanischer Yen	Malaysischer Ringgit	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12 206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12 045,73	4,9536	102,49	3,9672	
2013	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13 857,50	4,7948	129,66	4,1855	
2013 Q4	1,4662	3,0931	1,4275	8,2903	10,5522	84,4048	15 682,97	4,7994	136,48	4,3633	
2014 Q1	1,5275	3,2400	1,5107	8,3576	10,6287	84,5794	16 179,21	4,7892	140,80	4,5184	
2014 Q2	1,4699	3,0583	1,4950	8,5438	10,6297	81,9776	15 935,34	4,7517	140,00	4,4352	
2013 Dez.	1,5243	3,2133	1,4580	8,3248	10,6254	84,7631	16 455,73	4,8019	141,68	4,4517	
2014 Jan.	1,5377	3,2437	1,4884	8,2368	10,5586	84,5099	16 471,94	4,7569	141,47	4,5005	
Febr.	1,5222	3,2581	1,5094	8,3062	10,6012	84,9503	16 270,18	4,8043	139,35	4,5194	
März	1,5217	3,2187	1,5352	8,5332	10,7283	84,2990	15 785,89	4,8087	141,48	4,5361	
April	1,4831	3,0864	1,5181	8,5984	10,7107	83,3624	15 801,66	4,8010	141,62	4,4989	
Mai	1,4755	3,0512	1,4951	8,5658	10,6456	81,4318	15 830,12	4,7600	139,74	4,4337	
Juni	1,4517	3,0388	1,4728	8,4698	10,5365	81,2046	16 167,87	4,6966	138,72	4,3760	
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2014 Juni	-1,6	-0,4	-1,5	-1,1	-1,0	-0,3	2,1	-1,3	-0,7	-1,3	
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2014 Juni	3,9	6,2	8,3	4,7	2,9	5,4	24,1	-1,9	8,0	5,5	
	Mexikanischer Peso	Neuseeland-Dollar	Norwegische Krone	Philippinischer Peso	Russischer Rubel	Singapur-Dollar	Südafrikanischer Rand	(Süd-)Koreanischer Won	Schweizer Franken	Thailändischer Baht	US-Dollar
	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1 541,23	1,2326	42,429	1,3920
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1 447,69	1,2053	39,928	1,2848
2013	16,9641	1,6206	7,8067	56,428	42,3370	1,6619	12,8330	1 453,91	1,2311	40,830	1,3281
2013 Q4	17,7331	1,6439	8,2375	59,354	44,2920	1,7006	13,8224	1 445,53	1,2294	43,151	1,3610
2014 Q1	18,1299	1,6371	8,3471	61,468	48,0425	1,7379	14,8866	1 465,34	1,2237	44,722	1,3696
2014 Q2	17,8171	1,5923	8,2049	60,464	47,9415	1,7178	14,4616	1 410,80	1,2192	44,510	1,3711
2013 Dez.	17,8278	1,6659	8,4053	60,552	45,0628	1,7244	14,2234	1 446,99	1,2245	44,323	1,3704
2014 Jan.	17,9964	1,6450	8,3927	61,263	46,0304	1,7327	14,8242	1 453,94	1,2317	44,822	1,3610
Febr.	18,1561	1,6466	8,3562	61,238	48,2554	1,7295	14,9820	1 462,51	1,2212	44,568	1,3659
März	18,2447	1,6199	8,2906	61,901	49,9477	1,7513	14,8613	1 479,99	1,2177	44,765	1,3823
April	18,0485	1,6049	8,2506	61,646	49,2978	1,7345	14,5815	1 441,28	1,2189	44,657	1,3813
Mai	17,7620	1,5957	8,1513	60,258	47,8403	1,7189	14,2995	1 407,13	1,2204	44,686	1,3732
Juni	17,6516	1,5769	8,2149	59,543	46,7509	1,7008	14,5094	1 385,45	1,2181	44,195	1,3592
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2014 Juni	-0,6	-1,2	0,8	-1,2	-2,3	-1,1	1,5	-1,5	-0,2	-1,1	-1,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2014 Juni	3,4	-5,5	6,1	5,1	9,6	2,4	9,8	-7,5	-1,1	8,7	3,1

Quelle: EZB.



# ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

## 9.1 Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen in anderen EU-Mitgliedstaaten (soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Bulgarien	Tschechische Republik	Dänemark	Kroatien	Litauen	Ungarn	Polen	Rumänien	Schweden	Vereinigtes Königreich
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>HVPI</b>										
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013	0,4	1,4	0,5	2,3	1,2	1,7	0,8	3,2	0,4	2,6
2013 Q4	-1,0	1,1	0,4	0,6	0,5	0,7	0,6	1,3	0,3	2,1
2014 Q1	-1,8	0,3	0,4	0,1	0,3	0,4	0,6	1,3	0,0	1,8
2014 März	-2,0	0,3	0,2	-0,1	0,4	0,2	0,6	1,3	-0,4	1,6
2014 April	-1,3	0,2	0,5	-0,1	0,3	-0,2	0,3	1,6	0,3	1,8
2014 Mai	-1,8	0,5	0,3	0,4	0,1	0,0	0,3	1,3	0,1	1,5
<b>Finanzierungssaldo des Staates in % des BIP</b>										
2011	-2,0	-3,2	-1,9	-7,8	-5,5	4,3	-5,1	-5,5	0,2	-7,6
2012	-0,8	-4,2	-3,8	-5,0	-3,2	-2,1	-3,9	-3,0	-0,6	-6,1
2013	-1,5	1,5	-0,8	-4,9	-2,2	-2,2	-4,3	-2,3	-1,1	-5,8
<b>Bruttoverschuldung des Staates in % des BIP</b>										
2011	16,3	41,4	46,4	52,0	38,3	82,1	56,2	34,7	38,6	84,3
2012	18,4	46,2	45,4	55,9	40,5	79,8	55,6	38,0	38,3	89,1
2013	18,9	46,0	44,5	67,1	39,4	79,2	38,4	40,6	40,6	90,6
<b>Renditen langfristiger Staatsanleihen in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>										
2013 Dez.	3,43	2,20	1,89	5,10	3,69	5,78	4,42	5,29	2,39	2,50
2014 Jan.	3,56	2,43	1,86	5,11	3,42	5,60	4,42	5,22	2,37	2,48
2014 Febr.	3,58	2,28	1,67	4,78	3,33	6,03	4,47	5,35	2,23	2,37
2014 März	3,54	2,20	1,61	4,51	3,33	5,83	4,25	5,31	2,16	2,34
2014 April	3,44	2,00	1,57	4,41	3,26	5,56	4,10	5,15	2,06	2,30
2014 Mai	3,18	1,73	1,47	4,31	2,98	5,01	3,80	4,72	1,88	2,27
<b>Zinssatz für Dreimonatsgeld in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>										
2013 Dez.	0,97	0,38	0,26	1,01	0,40	3,00	2,67	2,33	1,01	0,52
2014 Jan.	0,96	0,37	0,28	0,95	0,41	2,99	2,70	1,88	0,95	0,52
2014 Febr.	0,89	0,37	0,27	0,88	0,41	2,99	2,71	3,29	0,94	0,52
2014 März	0,83	0,37	0,29	0,86	0,41	3,24	2,71	2,83	0,93	0,52
2014 April	0,83	0,37	0,31	0,83	0,41	2,94	2,72	2,74	0,91	0,53
2014 Mai	0,83	0,37	0,35	0,87	0,41	2,55	2,72	2,62	0,92	0,53
<b>Reales BIP</b>										
2012	0,6	-1,0	-0,4	-2,2	3,7	-1,7	2,0	0,5	0,9	0,3
2013	0,9	-0,9	0,4	-0,9	3,3	1,1	1,6	3,5	1,6	1,7
2013 Q3	0,9	-1,0	0,7	-0,4	2,4	1,8	2,0	4,2	0,6	1,8
2013 Q4	1,2	1,1	0,7	-0,6	3,4	2,9	2,5	5,1	3,0	2,7
2014 Q1	1,2	2,5	1,5	-0,6	3,0	3,2	3,5	4,0	1,8	3,1
<b>Saldo aus Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen in % des BIP</b>										
2012	0,5	0,0	6,0	0,2	2,0	3,5	-1,5	-3,0	5,8	-3,6
2013	3,1	0,5	7,4	1,3	3,7	6,8	1,0	1,2	6,2	-4,1
2013 Q3	11,5	1,2	8,7	25,1	3,0	7,3	0,2	1,2	6,8	-6,1
2013 Q4	-2,7	1,1	8,8	-6,7	3,8	8,5	1,1	0,5	5,2	-4,9
2014 Q1	1,6	10,0	4,1	-16,0	2,6	7,0	0,8	5,2	6,8	.
<b>Bruttoauslandsverschuldung in % des BIP</b>										
2011	94,6	62,0	181,8	102,7	75,4	129,6	71,0	75,3	191,2	390,6
2012	93,5	71,0	176,8	105,3	67,1	120,3	70,2	68,6	196,9	354,4
2013 Q2	93,9	64,6	174,4	103,0	69,5	122,9	72,8	71,9	197,4	363,4
2013 Q3	93,5	71,0	176,8	105,3	67,1	120,3	70,2	68,6	196,9	354,4
2013 Q4	95,2	70,1	172,1	107,5	70,6	123,1	69,4	65,4	202,8	.
<b>Lohnstückkosten</b>										
2012	4,4	3,3	1,5	-0,2	1,9	2,5	1,5	4,5	2,9	2,6
2013	5,2	-0,1	1,1	1,4	3,8	3,9	0,1	2,5	0,8	1,3
2013 Q3	3,8	1,4	0,9	0,1	4,9	3,5	0,3	1,4	1,4	2,0
2013 Q4	1,9	.	0,8	1,8	2,7	3,3	-3,8	0,9	-0,8	.
2014 Q1	1,4	.	0,2	-5,5	4,5	3,0	.	1,3	1,1	.
<b>Standardisierte Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)</b>										
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	13,4	10,9	10,1	7,1	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,2	11,8	10,2	10,3	7,3	8,0	7,5
2013 Q4	12,9	6,7	6,8	17,4	11,2	9,2	10,0	7,3	8,0	7,1
2014 Q1	12,3	6,6	6,8	17,2	11,6	8,0	9,9	7,2	8,1	6,7
2014 März	12,1	6,6	6,5	17,1	11,7	7,9	9,8	7,2	8,0	6,6
2014 April	11,9	6,4	6,5	16,6	11,2	7,9	9,7	7,1	8,1	.
2014 Mai	11,9	6,3	6,5	16,3	11,0	.	9,6	7,3	7,8	.

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 in Japan

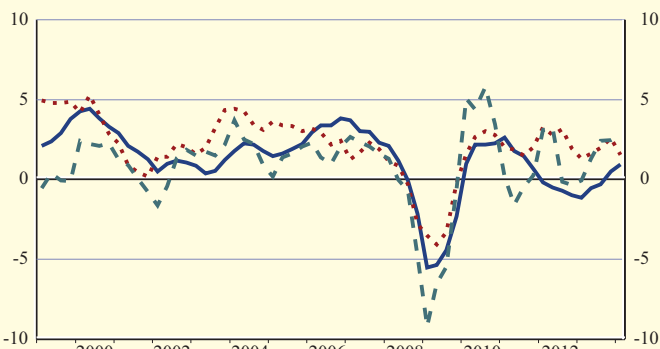
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	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	Staatsverschuldung <sup>6)</sup> in % des BIP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Vereinigte Staaten</b>											
2010	1,6	-1,2	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,0	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,1	2,8	4,4	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,3	86,5
2013	1,5	1,1	1,9	2,9	7,4	6,8	0,27	3,27	1,3281	-6,4	88,2
2013 Q2	1,4	2,0	1,6	2,7	7,5	7,1	0,28	2,82	1,3062	-5,7	87,2
Q3	1,6	1,9	2,0	2,7	7,2	6,6	0,26	2,91	1,3242	-7,0	86,9
Q4	1,2	-1,1	2,6	3,2	7,0	6,1	0,24	3,27	1,3610	-5,7	88,2
2014 Q1	1,4	1,2	1,5	2,5	6,7	6,0	0,24	2,97	1,3696	-6,1	.
Q2	.	.	.	.	.	.	0,23	2,74	1,3711	.	.
2014 Febr.	1,1	-	-	2,6	6,7	6,4	0,24	2,90	1,3659	-	-
März	1,5	-	-	3,3	6,7	6,0	0,23	2,97	1,3823	-	-
April	2,0	-	-	3,4	6,3	6,2	0,23	2,87	1,3813	-	-
Mai	2,1	-	-	3,9	6,3	6,6	0,23	2,69	1,3732	-	-
Juni	.	-	-	.	.	.	0,23	2,74	1,3592	-	-
<b>Japan</b>											
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	186,7
2011	-0,3	0,8	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,8	202,9
2012	0,0	-1,4	1,4	0,6	4,3	2,5	0,19	0,84	102,49	-8,7	211,0
2013	0,4	-0,8	1,5	-0,8	4,0	3,6	0,15	0,95	129,66	.	.
2013 Q2	-0,3	-0,6	1,3	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
Q3	0,9	-1,9	2,4	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
Q4	1,4	-1,0	2,4	5,9	3,9	4,3	0,14	0,95	136,48	.	.
2014 Q1	1,5	.	2,8	8,3	3,6	3,9	0,14	0,84	140,80	.	.
Q2	.	.	.	.	.	.	0,13	0,72	140,00	.	.
2014 Febr.	1,5	-	-	7,1	3,6	4,0	0,14	0,81	139,35	-	-
März	1,6	-	-	7,4	3,6	3,6	0,14	0,84	141,48	-	-
April	3,4	-	-	3,8	3,6	3,5	0,14	0,81	141,62	-	-
Mai	3,7	-	-	0,8	3,5	3,3	0,14	0,75	139,74	-	-
Juni	.	-	-	.	.	.	0,13	0,72	138,72	-	-

### A41 Reales Bruttoinlandsprodukt

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)

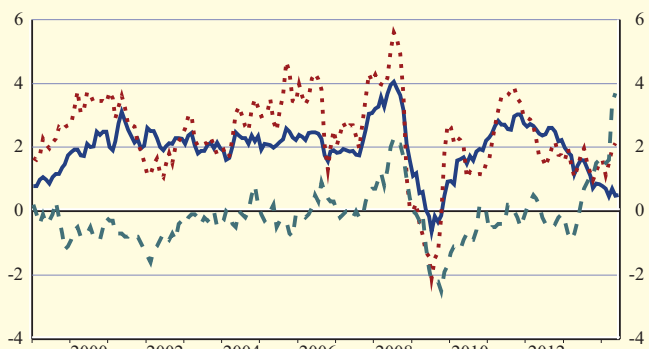
— Euro-Währungsgebiet  
 - - - - - Vereinigte Staaten  
 - - - - - Japan



### A42 Verbraucherpreisindizes

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

— Euro-Währungsgebiet<sup>7)</sup>  
 - - - - - Vereinigte Staaten  
 - - - - - Japan



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 für die drei Präfekturen, die am stärksten vom Erdbeben betroffen waren, Schätzungen enthalten. Ab September 2011 wurde die Datenerhebung 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) Verschuldung der öffentlichen Haushalte, bestehend aus Einlagen, Wertpapieren ohne Aktien und ausstehenden Krediten zum Nennwert nach Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates (Stand am Ende des Berichtszeitraums).

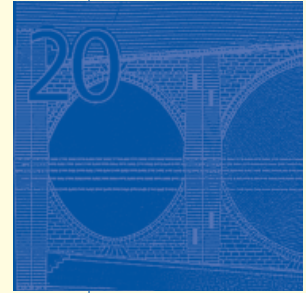
7) Die Angaben zum realen BIP beziehen sich auf die 18 Euro-Länder. Die HVPI-Daten beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.



## 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 von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	S17
A10	Einlagen von sonstigen Finanzintermediären	S17
A11	Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	S18
A12	Einlagen privater 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:

$$\text{a) } \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist  $I_t$  der Index des bereinigten Bestands im Monat t (siehe auch weiter unten). Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$\text{b) } \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

#### 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  $R_{1,HRG}$  (während  $D_1$  Tagen),  $R_{2,HRG}$  (während  $D_2$  Tagen) usw. und  $R_{i,HRG}$  (während  $D_i$  Tagen), wobei  $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$  sei, wird der durchschnittliche Zinssatz ( $R_{LRG}$ ) gemäß der oben stehenden Definition am Ende der Laufzeit wie folgt berechnet:

$$\text{c) } R_{LRG} = \frac{D_1 R_{1,HRG} + D_2 R_{2,HRG} + \dots + D_i R_{i,HRG}}{D}$$

#### 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:

$$d) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Entsprechend sind die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen  $F_t^Q$  für das mit dem Monat  $t$  endende Quartal definiert als:

$$e) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

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 2010 = 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:

$$g) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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) weiter 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 Komponentenzersetzung 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 Bestands angewandt.<sup>3</sup> Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf die Bestände und die Bereinigungen infolge von Umgruppierungen und Neubewertungen angewandt, woraus sich wiederum die saisonbereinigten transaktionsbedingten Veränderungen ergeben. Die Saisonfaktoren (und Kalenderfaktoren) werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

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.

3 Daraus folgt, dass bei den saisonbereinigten Reihen der Index für die Basisperiode (also Dezember 2010) in der Regel vom Wert 100 abweicht, worin die Saisonfigur des betreffenden Monats zum Ausdruck kommt.

## 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 nicht-finanziellen 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 Selbstständigeneinkommen“ wird nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Differenz zwischen Bruttowertschöpfung (Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen für das Euro-Währungsgebiet) und Arbeitnehmerentgelt (Mittelverwendung), sonstigen Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen (Mittelverwendung) und Abschreibungen (Mittelverwendung).

Das Nettonationaleinkommen wird nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Summe aus Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen (netto), Arbeitnehmerentgelt (Mittelaufkommen), Produktionsabgaben abzüglich Subventionen (Mittelaufkommen) und Nettovermögenseinkommen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung).

Der Saldo des verfügbaren Einkommens wird ebenfalls nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Summe aus den 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 Nettozunahme betrieblicher Versorgungsansprüche (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) und abzüglich der Konsumausgaben (Mittelverwendung). Für die übrige Welt wird der Saldo der laufenden Außentransaktionen als Summe aus Handelsbilanz und gesamtem Nettoeinkommen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) ermittelt.

Der Finanzierungssaldo wird im Vermögensbildungskonto als Nettosparen zuzüglich der Nettovermögenstransfers (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) abzüglich der Bruttoinvestitionen (Mittelverwendung) abzüglich des Nettozugangs an nichtproduzierten Vermögensgütern (Mittelverwendung) und zuzüglich Abschreibungen (Mittelaufkommen) ermittelt. Er kann auch

im Finanzierungskonto als Differenz aus den Transaktionen mit Forderungen insgesamt und den Transaktionen mit Verbindlichkeiten insgesamt (auch als transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen bezeichnet) ermittelt werden. Bei den privaten Haushalten und den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften besteht eine statistische Abweichung zwischen 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 STATISTIK ÜBER WERTPAPIEREMISSIONEN <sup>4</sup>

Der verwendete Ansatz beruht auf der multiplikativen Komponentenzerlegung 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:

$$p) a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

<sup>4</sup> Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Monetary and financial statistics“.

$$q) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

**TABELLE 1 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 S81). 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.

**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.

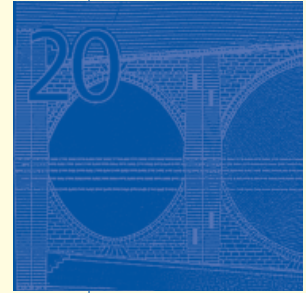
**ABSCHNITT 7.3****BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE QUARTALS- UND JAHRESREIHEN**

Die Jahreswachstumsrate für das Quartal t wird auf Basis der vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderung ( $F_t$ ) und des Bestands ( $L_t$ ) wie folgt berechnet:

$$r) a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

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 auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) in der Rubrik „Statistics“ 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 können unter [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu) angefordert werden.

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. Juli 2014.

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich alle Zeitreihen über die gesamte Datenreihe hinweg auf die 18 Länder, die dem Euro-Währungsgebiet angehören (die 18 Euro-Länder). 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) und Estland im Jahr 2011 (17 Euro-Länder). Lettland kam im Jahr 2014 hinzu, sodass nunmehr 18 Staaten dem Euro-Währungsgebiet angehören. Seit Oktober 2012 enthält die Statistik des Euro-Währungsgebiets auch den Europäischen Stabilitätsmechanismus, eine internationale Organisation, die statistisch dem Euroraum zuzurechnen ist.

### 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. Beispielsweise werden die aggregierten Zeitreihen in allen Jahren für die 18 Euro-Länder berechnet, obgleich das Eurogebiet diese Zusammensetzung erst seit dem 1. Januar 2014 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. Sie beziehen sich also 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 auf der Bilanz des MFI-Sektors basierenden Statistiken (die „monetären Statistiken“) werden Änderungsraten anhand von Kettenindizes erstellt, wobei die neue Zusammensetzung jeweils zum Zeitpunkt der Erweiterung eingeführt wird. Tritt also ein Land dem Euro-Währungsgebiet im Januar bei, so beziehen sich die den Kettenindizes zugrunde liegenden Faktoren auf die bis einschließlich Dezember des Vorjahres geltende Zusammensetzung des Euroraums und danach auf das erweiterte Eurogebiet. Weitere Einzelheiten zu den monetären Statistiken sind auf der Website der EZB in der Rubrik „Statistics“ unter „Manual on MFI balance sheet statistics“ verfügbar.

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, Kroatien, Litauen, Ungarn, Polen, Rumänien, Schweden und das Vereinigte Königreich.

Die in den Tabellen verwendete Terminologie entspricht überwiegend internationalen Standards 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“.

<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.

## 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 Mindestreservebasis 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 Verbindlichkeitenkategorien 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 Reserve-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 bzw. Festzinssatzes 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 Banknotenumlaufs (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), finanzielle Mantelkapitalgesellschaften/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, aufgegliedert 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 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). FMKGs sind Einrichtungen, die gegründet werden, um Verbriefungsgeschäfte zu betreiben. Bei Verbriefungsgeschäften wird im Allgemeinen ein Vermögenswert oder ein Pool von Vermögenswerten auf eine FMKG übertragen, wobei diese Vermögenswerte in der Bilanz der FMKG als verbrieftete Kredite, Wertpapiere ohne Aktien oder sonstige verbrieftete Vermögenswerte ausgewiesen werden. Eine andere Möglichkeit besteht darin, das mit einem Vermögenswert oder einem Pool von Vermögenswerten verbundene Kreditrisiko mittels Kreditausfallswaps, 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 verbiefen 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 ab Dezember 2009 gemäß Verordnung EZB/2008/30<sup>4</sup> 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

2 ABl. L 15 vom 20.1.2009, S. 14.

3 ABl. L 211 vom 11.8.2007, S. 8.

4 ABl. L 15 vom 20.1.2009, S. 1.

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 Sektorkonten des Euroraums, die ein umfassendes Bild von der Wirtschaftstätigkeit der privaten Haushalte (einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck), der nichtfinanziellen 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 Einkommenskategorien niederschlägt, 2) das primäre Einkommensverteilungskonto, das die Einnahmen und Ausgaben in Bezug auf verschiedene Formen der Vermögenseinkommen erfasst (für die Gesamtwirtschaft entspricht der Saldo des primären Einkommensverteilungskontos dem Nationaleinkommen), 3) das Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept), in dem aufgeführt wird, wie sich das Nationaleinkommen eines institutionellen Sektors aufgrund der laufenden Transfers verändert, 4) das Einkommensverwendungskonto, das zeigt, inwieweit das verfügbare Einkommen für Konsumausgaben verwendet oder gespart wird, 5) das Vermögensbildungskonto, aus dem hervorgeht, wie Sparen und Nettovermögenstransfers zur Sachvermögensbildung verwendet werden (der Saldo des Vermögensbildungskontos ist der Finanzierungssaldo), und 6) das Finanzierungskonto, das den Nettozugang an Forderungen und den Nettozugang an Verbindlichkeiten erfasst. Da jeder nichtfinanziellen Transaktion eine finanzielle Transaktion gegenübersteht, entspricht der Saldo des Finanzierungskontos konzeptionell dem Finanzierungssaldo des Vermögensbildungskontos.

Darüber hinaus werden die finanziellen Vermögensbilanzen zu Quartalsbeginn und zu Quartalsende 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 Versicherungshilfstätigkeiten) sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen vorgenommen.

Abschnitt 3.2 enthält über vier Quartale kumulierte Stromgrößen (Transaktionen) für die „nicht-finanziellen 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 17 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. Ersterer 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 aufgliedert. 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 nationale Währungseinheiten des Euro lauten.

Abschnitt 4.1 enthält Angaben zu Wertpapieren ohne Aktien, aufgeschlüsselt nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen. Dargestellt werden 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 finden sich im „Technischen 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 zusammengenommen 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, aufgegliedert nach Emittentengruppen. Die monatlichen Angaben zur Emission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle 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, aufgegliedert 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 Euroraum wird ein breites Spektrum an Geldmarktsätzen ausgewiesen, das von den Zinssätzen für Tagesgeld bis hin zum Zwölfmonatsgeld reicht. Für die Zeit vor Januar 1999 wurden für das Euro-Währungsgebiet synthetische Zinssätze anhand nationaler mit dem BIP gewichteter Sätze berechnet. Mit Ausnahme des Tagesgeldsatzes 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.

## 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.

<sup>5</sup> L. E. Svensson, Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994, Diskussionspapier des CEPR, Nr. 1051, Centre for Economic Policy Research, London, 1994.



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 Indizes der administrierten Preise.

Maßgeblich für die Angaben zu den industriellen Erzeugerpreisen (Tabelle 2 in Abschnitt 5.1), zur Industrieproduktion, zu den Umsätzen in der Industrie und 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 Gewichtungungsverfahren 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 Importen, den Exporten 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 Euroraum 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.

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>

6 ABl. L 162 vom 5.6.1998, S. 1.

7 ABl. L 393 vom 30.12.2006, S. 1.

8 ABl. L 155 vom 15.6.2007, S. 3.

9 ABl. L 69 vom 13.3.2003, S. 1.

10 ABl. L 169 vom 8.7.2003, S. 37.

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 5 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 (BIP) 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 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.

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) einschließlich 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 Grundlage der statistischen Berichtspflichten gemäß der Leitlinie der EZB vom 31. Juli 2009 über staatliche Finanzstatistiken (EZB/2009/20)<sup>13</sup> berechnet. Die von den NZBen gelieferten harmonisierten Daten werden regelmäßig aktualisiert. Die jährlichen aggregierten Angaben zum Defizit und zur Verschuldung des Euroraums können daher von den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Daten abweichen. Die vierteljährlichen aggregierten Daten des Euroraums in Abschnitt 6.4 und 6.5 werden von der EZB auf der Grundlage der von Eurostat gelieferten Daten und nationaler Statistiken berechnet.

11 ABl. L 310 vom 30.11.1996, S. 1.

12 ABl. L 210 vom 11.8.2010, S. 1.

13 ABl. L 228 vom 1.9.2009, S. 25.

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>14</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 Daten zum Finanzierungssaldo und zur Verschuldung des Staates für die einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets, die aufgrund ihrer Bedeutung im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts gemäß Verordnung (EU) des Rates Nr. 679/2010 an die Kommission gemeldet werden. 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 nicht saisonbereinigten 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>15</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>16</sup> und der EZB-Leitlinie vom 31. Mai 2007 zur Änderung der Leitlinie EZB/2004/15 (EZB/2007/3)<sup>17</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 sowie den auf der Website der EZB verfügbaren Berichten der Task Force on Portfolio Investment Collection Systems (Juni 2002), der Task Force on Portfolio Investment Income (August 2003) und der Task Force on Foreign Direct Investment (März 2004) zu entnehmen. Darüber hinaus ist auf der Website des Ausschusses für die Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzstatistiken ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) ein Bericht der Task Force on Quality der EZB/Europäischen Kommission (Eurostat) mit dem Titel „Report on the quality assessment of balance of payments and international investment position statistics“ vom Juni 2004 abrufbar. Der Jahresbericht über die Qualität der Statistiken zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets, der auf den Empfehlungen der Task Force beruht und dem im April 2008 veröffentlichten ECB Statistics Quality Framework folgt, steht auf der Website der EZB zur Verfügung.

14 ABl. L 172 vom 12.7.2000, S. 3.

15 ABl. L 179 vom 9.7.2002, S. 1.

16 ABl. L 354 vom 30.11.2004, S. 34.

17 ABl. L 159 vom 20.6.2007, S. 48.

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>18</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 folgen 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 aufbereitet. Die jeweils jüngsten Monatsangaben sind als vorläufig anzusehen. Sie werden mit der Veröffentlichung der Daten für den darauffolgenden Monat und/oder der detaillierten vierteljährlichen Zahlungsbilanzangaben revidiert. Frühere Angaben werden in regelmäßigen Abständen oder jeweils bei methodischen Änderungen bei der Erstellung der zugrunde liegenden Daten revidiert.

Tabelle 1 in Abschnitt 7.2 enthält darüber hinaus saisonbereinigte Leistungsbilanzangaben, die gegebenenfalls auch arbeitstäglich und um Schaltjahreseffekte sowie Effekte aufgrund der Osterfeiertage bereinigt sind. Tabelle 3 in Abschnitt 7.2 und Tabelle 9 in Abschnitt 7.3 zeigen eine geografische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Partnerländern bzw. Ländergruppen, wobei zwischen EU-Mitgliedstaaten, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören, und Ländern oder Ländergruppen außerhalb der Europäischen Union unterschieden wird. Daneben zeigt die Aufschlüsselung auch Transaktionen und Bestände gegenüber EU-Institutionen und internationalen Organisationen (die – mit Ausnahme der EZB und des Europäischen Stabilitätsmechanismus – ungeachtet ihres physischen Standorts statistisch als Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets behandelt werden) sowie gegenüber Offshore-Finanzzentren. Für Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen, für Finanzderivate und Währungsreserven liegt keine geografische Aufgliederung der entsprechenden Transaktionen bzw. Bestände vor. Auch für Kapitalertragszahlungen an Brasilien, die Volksrepublik China, Indien und Russland werden keine gesonderten Daten zur Verfügung gestellt. Eine Beschreibung der geografischen Aufschlüsselung findet sich in: EZB, Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Ländern und Ländergruppen, Monatsbericht Februar 2005.

Die Angaben zur Kapitalbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 7.3 werden auf der Grundlage der Transaktionen und Bestände gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets errechnet, wobei der Euroraum als eine Wirtschaftseinheit betrachtet wird (siehe auch Kasten 9 im Monatsbericht vom Dezember 2002, Kasten 5 im Monatsbericht vom Januar 2007 und Kasten 6 im Monatsbericht vom Januar 2008). Der Auslandsvermögensstatus

18 ABl. L 65 vom 3.3.2012, S. 1.

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 (bzw. erst mit zeitlicher Verzögerung) auf Quartalsbasis verfügbar sind, werden die Quartalsangaben zum Auslandsvermögensstatus anhand von Finanztransaktionen, Vermögenspreisen und der 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 erfolgt, indem 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 gelegt werden. In dieser Tabelle beziehen sich die Spalten 5 und 6 auf Direktinvestitionen gebietsansässiger Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets und Direktinvestitionen gebietsfremder Einheiten im Euroraum.

In Tabelle 5 von Abschnitt 7.3 basiert die Aufgliederung in „Finanzkredite“ und „Bargeld und Einlagen“ auf der Sektorzugehörigkeit der außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässigen Kontrahenten. So werden Forderungen an gebietsfremde Banken als Einlagen erfasst, während Forderungen an die übrigen gebietsfremden Sektoren als Finanzkredite eingestuft werden. Diese Aufschlüsselung entspricht der Aufgliederung in anderen Statistiken wie der konsolidierten Bilanz der MFIs und ist mit dem „Balance of Payments Manual“ des IWF konform.

Die Bestände an Währungsreserven und sonstigen Fremdwährungsaktiva und -passiva des Eurosystems sind in Tabelle 7 in Abschnitt 7.3 ausgewiesen. Aufgrund von Unterschieden in der Erfassung und Bewertung sind diese Angaben nicht vollständig mit den Angaben im Wochenausweis des Eurosystems vergleichbar. Die Daten in Tabelle 7 entsprechen den Empfehlungen für das Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität. Die in den Währungsreserven des Eurosystems enthaltenen Aktivposten beziehen sich definitionsgemäß auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Vor dem Beitritt eines Landes zum Euroraum werden die Aktiva seiner nationalen Zentralbank unter Wertpapieranlagen (im Fall von Wertpapieren) oder unter dem übrigen Kapitalverkehr (wenn es sich um sonstige Aktiva handelt) ausgewiesen. Veränderungen der Goldbestände des Eurosystems (Spalte 3) sind auf Goldtransaktionen im Rahmen des Goldabkommens der Zentralbanken vom 26. September 1999, aktualisiert am 27. September 2009, zurückzuführen. Weitere Informationen sind einer Veröffentlichung zur statistischen Behandlung der Währungsreserven des Eurosystems („Statistical treatment of the Eurosystem’s international reserves“, Oktober 2000) zu entnehmen, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Dort finden sich auch umfassendere Daten gemäß dem Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität.

In Tabelle 8 von Abschnitt 7.3 zur Bruttoauslandsverschuldung des Euro-Währungsgebiets wird der Bestand der tatsächlichen Verbindlichkeiten (anstelle der Eventualverbindlichkeiten) gegenüber Gebietsfremden mit Zahlung des Kapitalbetrags und/oder Zinszahlungen seitens des Schuldners zu einem oder mehreren in der Zukunft liegenden Zeitpunkten ausgewiesen. Tabelle 8 enthält eine nach Finanzinstrumenten und institutionellen Sektoren aufgegliederte Darstellung der Bruttoauslandsverschuldung.

Abschnitt 7.4 enthält eine monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets und zeigt die Transaktionen von Nicht-MFIs, die die Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets abbilden. Die Transaktionen von Nicht-MFIs enthalten Zahlungsbilanztransaktionen, für die keine sektorale Aufschlüsselung vorliegt. Sie betreffen die Leistungsbilanz und die 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 Erzeugerausfuhrpreise (bzw. die industriellen Erzeugerpreise des Auslandsmarktes) wurden durch Verordnung (EG) Nr. 1158/2005 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juli 2005 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1165/98 des Rates, der wichtigsten Rechtsgrundlage für die Erstellung von Konjunkturstatistiken, eingeführt. Der Einfuhrpreisindex für Industrieerzeugnisse erfasst alle industriellen Erzeugnisse, die gemäß Abschnitt B bis E der Statistischen Güterklassifikation in Verbindung mit den Wirtschaftszweigen in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (Statistical Classification of Products by Activity in the European Economic Community, CPA) aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets eingeführt wurden, sowie alle institutionellen Importsektoren außer privaten Haushalten, Regierungen und Organisationen ohne Erwerbszweck. Der Index zeigt die Preise einschließlich Kosten, Versicherung und Fracht (cif) ohne Berücksichtigung von Einfuhrzöllen und Steuern. Er bezieht sich auf die tatsächlichen Transaktionen in Euro zum Zeitpunkt der Übertragung des Eigentums an den Waren. Die industriellen Erzeugerausfuhrpreise umfassen alle Industrieerzeugnisse, die von Herstellern im Euro-Währungsgebiet gemäß Abschnitt B bis E der NACE Revision 2 direkt in ein Land außerhalb des Euroraums exportiert werden. Ausfuhren von Großhändlern sowie Re-Exporte werden nicht erfasst. Der Index bildet die Preise auf fob-Basis ab, berechnet in Euro an der Grenze des Euro-Währungsgebiets. Darin enthalten sind alle indirekten Steuern außer der Mehrwertsteuer und sonstigen abzugsfähigen Steuern. Die industriellen Einfuhrpreise und industriellen Erzeugerausfuhrpreise sind nach industriellen Hauptgruppen gemäß der Definition in Verordnung (EG) Nr. 656/2007 der Kommission vom 14. Juni 2007 verfügbar. Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 11 in der Ausgabe des Monatsberichts vom Dezember 2008.

## WECHSELKURSE

In Abschnitt 8.1 sind die Indizes der nominalen und realen effektiven Wechselkurse (EWK) des Euro dargestellt, die von der EZB auf Basis der gewichteten Durchschnitte der bilateralen Wechselkurse des Euro gegenüber den Währungen ausgewählter Handelspartner des Euro-Währungsgebiets berechnet werden. Eine positive Veränderung zeigt eine Aufwertung des Euro an. Die Gewichte beruhen auf dem mit diesen Handelspartnern in den Zeiträumen von 1995 bis 1997, 1998 bis 2000, 2001 bis 2003, 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. In der EWK-19-Gruppe ist Kroatien nicht enthalten. Zur EWK-39-Gruppe zählen die EWK-20-Gruppe sowie folgende Länder: Algerien, Argentinien, Brasilien, Chile, Indien, Indonesien, Island, Israel, Malaysia, Marokko, Mexiko, Neuseeland, die Philippinen, die Russische Föderation, Südafrika, Taiwan, Thailand, die Türkei und Venezuela. Die realen effektiven Wechselkurse werden anhand der Verbraucherpreisindizes (VPIs), der Erzeugerpreisindizes (EPIs), der BIP-Deflatoren sowie der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe (LSK/VG) und in der Gesamtwirtschaft (LSK/GW) berechnet. Mit den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe deflationierte effektive Wechselkurse sind nur für die EWK-19-Gruppe verfügbar.

Nähere Einzelheiten zur Berechnung der effektiven Wechselkurse finden sich im entsprechenden methodischen Hinweis sowie im Occasional Paper Nr. 134 der EZB (M. Schmitz, M. De Clercq, M. Fidora, B. Lauro und C. Pinheiro, Revisiting the effective exchange rates of the euro, Juni 2012), 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. Der letzte festgestellte Wechselkurs der isländischen Krone (290,0 ISK je Euro) bezieht sich auf den 3. Dezember 2008.

## ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die Statistiken über die anderen EU-Mitgliedstaaten (Abschnitt 9.1) werden nach denselben Grundsätzen wie die Statistiken zum Euro-Währungsgebiet erstellt. Die in dieser Tabelle enthaltenen Angaben zum Saldo aus der Leistungsbilanz und den Vermögensübertragungen sowie zur Bruttoauslandsverschuldung folgen allerdings dem jeweiligen nationalen Konzept und beinhalten keine Daten zu Zweckgesellschaften. 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>



### 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 Basis-Punkte auf 2,25 % bzw. 0,75 % zu erhöhen.

<sup>1</sup> Die Chronik der geldpolitischen Maßnahmen, die das Eurosystem von 1999 bis 2011 ergriffen hat, findet sich im Jahresbericht der EZB für das jeweilige Jahr.



#### **4. AUGUST 2011**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,50 %, 2,25 % bzw. 0,75 % zu belassen. Außerdem trifft er verschiedene Maßnahmen, um den erneuten Spannungen an einigen Finanzmärkten entgegenzuwirken. Insbesondere beschließt er, dass das Eurosystem ein zusätzliches liquiditätszuführendes längerfristiges Refinanzierungsgeschäft mit einer Laufzeit von rund sechs Monaten als Mengentender mit Vollzuteilung durchführen wird. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tendereverfahren 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 Einlagefazilität 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.

## **6. JUNI 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. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 15. Januar 2013 fest. Insbesondere beschließt er, diese Geschäfte auch weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

## **5. JULI 2012**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 11. Juli 2012 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 0,75 % zu verringern. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 11. Juli 2012 um jeweils 25 Basispunkte auf 1,50 % bzw. 0,00 % zu senken.

## **2. AUGUST 2012**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,75 %, 1,50 % bzw. 0,00 % zu belassen.

#### **6. SEPTEMBER 2012**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,75 %, 1,50 % bzw. 0,00 % zu belassen. Ferner legt er die Modalitäten für die Durchführung von geldpolitischen Outright-Geschäften (Outright Monetary Transactions, OMTs) an den Sekundärmärkten für Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet fest.

#### **4. OKTOBER UND 8. NOVEMBER 2012**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,75 %, 1,50 % bzw. 0,00 % zu belassen.

#### **6. DEZEMBER 2012**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,75 %, 1,50 % bzw. 0,00 % zu belassen. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 9. Juli 2013 fest. Insbesondere beschließt er, diese Geschäfte auch weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

#### **10. JANUAR, 7. FEBRUAR, 7. MÄRZ UND 4. APRIL 2013**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,75 %, 1,50 % bzw. 0,00 % zu belassen.

#### **2. MAI 2013**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 8. Mai 2013 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 0,50 % zu verringern. Er beschließt ferner, den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität mit Wirkung vom 8. Mai 2013 um 50 Basispunkte auf 1,00 % zu senken und den Zinssatz für die Einlagefazilität unverändert bei 0,00 % zu belassen. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 8. Juli 2014 fest. Insbesondere beschließt er, diese Geschäfte auch weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

#### **6. JUNI, 4. JULI, 1. AUGUST, 5. SEPTEMBER UND 2. OKTOBER 2013**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,50 %, 1,00 % bzw. 0,00 % zu belassen.

### 7. NOVEMBER 2013

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 13. November 2013 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 0,25 % zu verringern. Er beschließt ferner, den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität mit Wirkung vom 13. November 2013 um 25 Basispunkte auf 0,75 % zu senken und den Zinssatz für die Einlagefazilität unverändert bei 0,00 % zu belassen. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 7. Juli 2015 fest. Insbesondere beschließt er, diese Geschäfte auch weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

### 5. DEZEMBER 2013, 9. JANUAR, 6. FEBRUAR, 6. MÄRZ, 3. APRIL UND 8. MAI 2014

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,25 %, 0,75 % bzw. 0,00 % zu belassen.

### 5. JUNI 2014

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 11. Juni 2014 abzuwickelnden Geschäft – um 10 Basispunkte auf 0,15 % zu verringern. Er beschließt ferner, mit Wirkung vom 11. Juni 2014 den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität um 35 Basispunkte auf 0,40 % sowie den Zinssatz für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf -0,10 % zu senken. Außerdem beschließt er die Einführung weiterer Sondermaßnahmen, und zwar a) die Durchführung einer Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) mit Fälligkeit im September 2018 zur Unterstützung der Kreditvergabe der Banken an den nichtfinanziellen Privatsektor zu einem über die Laufzeit des jeweiligen Geschäfts festen Zinssatz, der sich aus dem zum Zeitpunkt der Inanspruchnahme geltenden Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems zuzüglich eines festen Aufschlags von 10 Basispunkten zusammensetzt, b) die Fortsetzung der Durchführung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Mengentender mit Vollzuteilung mindestens bis zum Ende der im Dezember 2016 endenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode, c) die Durchführung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit, die vor Ende der im Dezember 2016 endenden Reserveerfüllungsperiode zugeteilt werden, als Mengentender mit Vollzuteilung, d) die Aussetzung der wöchentlichen Feinsteuerungsoperationen, mit denen die im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte bereitgestellte Liquidität sterilisiert wurde, und e) die Verstärkung der Vorbereitungsarbeiten im Hinblick auf Outright-Käufe am Markt für Asset-Backed Securities.

### 3. JULI 2014

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,15 %, 0,40 % bzw. -0,10 % 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.

**Forward Guidance** (forward guidance): Kommunikation einer Zentralbank über Ausrichtung der Geldpolitik im Hinblick auf die künftige Entwicklung der Leitzinsen.

**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.

**Höchstbietungssatz** (maximum bid rate): Höchster Zinssatz, zu dem die Geschäftspartner bei liquiditätsabsorbierenden Geschäften über Zinstender Gebote abgeben können.

**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 Mindestreserverperiode 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 begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren umfasst.

**Mengentender** (fixed rate tender): Tendersverfahren, bei dem der Zinssatz im Voraus von der Zentralbank festgelegt wird und die teilnehmenden Geschäftspartner den Geldbetrag bieten, für den sie zum vorgegebenen Zinssatz abschließen wollen.

**Mengentender mit Vollzuteilung** (fixed rate full-allotment tender procedure): Tendersverfahren, bei dem der Zinssatz von der Zentralbank vorab festgelegt wird (Festzins) und die Geschäftspartner den Geldbetrag bieten, den sie zu diesem Zinssatz aufnehmen wollen. Dabei wissen sie im Voraus, dass alle ihre Gebote zugeteilt werden (Vollzuteilung).

**MFI-Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet** (MFI credit to euro area residents): Buchkredite der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich öffentlicher Haushalte und des privaten Sektors) sowie der MFI-Bestand an von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapieren (Aktien und sonstigen Dividendenwerten sowie Schuldverschreibungen).

**MFIs (monetäre Finanzinstitute)** (MFIs – monetary financial institutions): Finanzinstitute, die in ihrer Gesamtheit den Geldschöpfungssektor des Euro-Währungsgebiets bilden. Hierzu zählen 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 die Geschäftspartner bei liquiditätszuführenden Geschäften über Zinstender Gebote abgeben können.

**Mindestreservepflicht** (reserve requirement): Verpflichtung von Instituten, während einer Erfüllungsperiode Mindestreserven bei der Zentralbank zu unterhalten. Die Erfüllung der Mindestreservepflicht bemisst sich anhand des tagesdurchschnittlichen Mindestreserveguthabens auf den Reservekonten innerhalb der Erfüllungsperiode.

**Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets** (MFI net external assets): Forderungen des MFI-Sektors im Euroraum gegenüber Gebietsfremden (z. B. in Form von Gold, nicht auf Euro lautenden Banknoten und Münzen, von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begebenen Wertpapieren sowie an Gebietsfremde vergebenen Krediten) abzüglich der Verbindlichkeiten des MFI-Sektors im Euroraum gegenüber Ansässigen außerhalb des Eurogebiets (wie Einlagen und Repogeschäfte von Gebietsfremden sowie deren Geldmarktfondsanteile und von MFIs des Euroraums begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren).

**Offene Stellen** (job vacancies): Sammelbegriff für neu geschaffene Stellen, unbesetzte Stellen und Stellen, die in naher Zukunft nicht mehr besetzt sein werden und für die der Arbeitgeber in letzter Zeit aktiv nach geeigneten Kandidaten gesucht hat.

**Offenmarktgeschäft** (open market operation): Auf Initiative der Zentralbank durchgeführtes Finanzmarktgeschäft. Zu den Offenmarktgeschäften zählen befristete Transaktionen, endgültige Käufe bzw. Verkäufe, Termineinlagen, die Begebung von Schuldverschreibungen und Devisenswapgeschäfte. Durch Offenmarktgeschäfte kann Liquidität zugeführt oder abgeschöpft werden.

**Öffentliche Haushalte (Staat)** (general government): Sektor, der laut ESVG 95 gebietsansässige Einheiten umfasst, deren Hauptfunktion darin besteht, nicht marktbestimmte Waren und Dienstleistungen für den Individual- und Kollektivkonsum bereitzustellen und/oder die Einkommen und Vermögen umzuverteilen. Darin enthalten sind die Teilsektoren Zentralstaat, Länder, Gemeinden und Sozialversicherung. Einrichtungen der öffentlichen Hand mit 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 Übernachtskredit zu einem im Voraus festgelegten Zinssatz zu erhalten. Der Zinssatz für im Rahmen der Spitzenrefinanzierungsfazilität gewährte Kredite bildet im Allgemeinen die Obergrenze des Tagesgeldsatzes.

**Struktureller Finanzierungssaldo** (structural fiscal balance): Tatsächlicher Finanzierungssaldo bereinigt um zyklische Faktoren (d. h. konjunkturbereinigter Saldo) und einmalige fiskalische Maßnahmen.

**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.

**Überschussliquidität** (excess liquidity): Betrag, um den die Guthaben der Geschäftsbanken bei der Zentralbank den aggregierten Liquiditätsbedarf des Bankensystems, der sich aus Mindestreserve-Soll und autonomen Faktoren zusammensetzt, überschreiten.

**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.

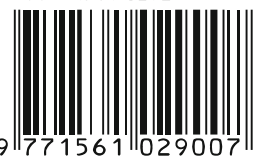
**Wertpapieranlagen** (portfolio investment): Anlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Wertpapieren von Gebietsfremden (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Aktiva) und Anlagen Gebietsfremder in Wertpapieren von Ansässigen im Euroraum (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (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

ISSN 1561-0292



9 771561 029007