



Monatsbericht April 2014

66. Jahrgang
Nr. 4

Deutsche Bundesbank
Wilhelm-Epstein-Straße 14
60431 Frankfurt am Main

Postfach 10 06 02
60006 Frankfurt am Main

Fernruf 069 9566-0
Durchwahlnummer 069 9566-
und anschließend die gewünschte
Hausrufnummer wählen.

Telefax 069 9566-3077

Internet <http://www.bundesbank.de>

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.

ISSN 0012-0006 (Druckversion)
ISSN 1861-5872 (Internetversion)

Abgeschlossen am:
25. April 2014, 11.00 Uhr.

Ein jährlicher und ein wöchentlicher Veröffentlichungskalender für ausgewählte Statistiken der Deutschen Bundesbank liegen vor und können unter der nebenstehenden Internetadresse abgerufen werden. Die entsprechenden Daten werden ebenfalls im Internet publiziert.

Der Monatsbericht erscheint im Selbstverlag der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main, und wird aufgrund von § 18 des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank veröffentlicht. Er wird an Interessenten kostenlos abgegeben.



■ Inhalt

■ Kurzberichte	5
Konjunkturlage	5
Öffentliche Finanzen	7
Wertpapiermärkte.....	9
Zahlungsbilanz	10
■ Zur Verlässlichkeit der Schätzungen internationaler Organisationen zur Produktionslücke	13
<i>Säkulare Stagnation und Wirtschaftswachstum</i>	15
<i>Zur Reagibilität der Inflationsrate im Euro-Raum und in ausgewählten Mitgliedsländern gegenüber Schätzungen der Produktionslücke</i>	21
<i>Die Wirkung verzerrter Potenzialschätzungen im Rahmen von Fiskalregeln</i>	35
■ Implikationen der Geldmarktsteuerung des Eurosystems während der Finanzkrise	39
<i>Rahmenbedingungen und Grundlagen der Geldmarktsteuerung durch Notenbanken</i>	42
<i>Nutzung von Asset Backed Securities als notenbankfähige Sicherheiten und günstige Refinanzierung beim Eurosystem</i>	61
■ Einige Erklärungsansätze zur Inflationsentwicklung seit der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise	65
<i>Zur globalen Dimension der Inflation</i>	71
<i>Zum langfristigen Zusammenhang zwischen öffentlichen Defiziten und Inflation in verschiedenen ökonomischen Modellen</i>	78

■ Statistischer Teil.....	1*
Wichtige Wirtschaftsdaten für die Europäische Währungsunion.....	5*
Bankstatistische Gesamtrechnungen in der Europäischen Währungsunion	8*
Konsolidierter Ausweis des Eurosystems.....	16*
Banken	20*
Mindestreserven	42*
Zinssätze.....	43*
Versicherungen und Pensionseinrichtungen.....	48*
Kapitalmarkt	50*
Finanzierungsrechnung	54*
Öffentliche Finanzen in Deutschland.....	56*
Konjunkturlage in Deutschland	63*
Außenwirtschaft	70*
■ Übersicht über Veröffentlichungen der Deutschen Bundesbank	79*

Abkürzungen und Zeichen

- p** vorläufige Zahl
- r** berichtigte Zahl
- s** geschätzte Zahl
- ts** teilweise geschätzte Zahl
- ... Angabe fällt später an
- . Zahlenwert unbekannt, geheim zu halten oder nicht sinnvoll
- 0** weniger als die Hälfte von 1 in der letzten besetzten Stelle, jedoch mehr als nichts
- nichts vorhanden

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Kurzberichte

Konjunkturlage

Grundtendenzen

*Verstärkte
konjunkturelle
Aufwärts-
bewegung*

Die deutsche Wirtschaft dürfte im ersten Vierteljahr 2014 sehr kräftig gewachsen sein. Ein wesentlicher Grund hierfür ist, dass die Industrie nach dem Auftragschub im vierten Quartal 2013 ihre Erzeugung erheblich erhöht hat. Zudem profitierte vor allem die Bauwirtschaft von dem außergewöhnlich milden Winterwetter. Der konjunkturelle Schwung der deutschen Wirtschaft zeigt sich auch in den verstärkt steigenden Importen und der merklich zunehmenden Beschäftigung.

Nach dem äußerst kräftigen Jahresauftakt dürfte sich das Wirtschaftswachstum in Deutschland im zweiten Vierteljahr spürbar ermäßigen. Im Einklang mit den Erwartungsindikatoren hat sich der Zuwachs bei den industriellen Aufträgen in den ersten beiden Monaten des Jahres 2014 nicht in gleicher Intensität fortgesetzt, und der positive Witterungseffekt des ersten Quartals wird die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts des zweiten Quartals drücken. Die konjunkturelle Grundtendenz dürfte allerdings vor allem in der Binnenwirtschaft angesichts des außerordentlich günstigen Konsumklimas und der lebhaften Wohnungsbaunachfrage weiter deutlich nach oben zeigen.

Industrie

*Industrie-
produktion
deutlich
expandiert*

Die industrielle Erzeugung wurde im Februar gegenüber Januar saisonbereinigt um ½% gesteigert. Beide Monate zusammen genommen überschritten das Mittel des Jahresschlussquartals 2013 deutlich um 1½%. Dabei expandierte die Produktion von Investitionsgütern besonders kräftig um 2%. Der Ausstoß von Vorleistungsgütern nahm ebenfalls spürbar um 1½% zu, während die Fertigung von Konsumgütern nur geringfügig um ¼% ausgeweitet wurde.

Die Auftragseingänge der deutschen Industrie sind im Februar im Vormonatsvergleich saisonbereinigt merklich um ¾% gestiegen. Im Durchschnitt der beiden ersten Monate des Jahres ergab sich gegenüber dem vierten Quartal 2013 ebenfalls ein Zuwachs um ¾%. Deutliche Nachfrageimpulse wurden aus dem Inland (+ 2%) und aus Drittländern (+ 1¼%) verzeichnet. Demgegenüber verringerten sich die Aufträge aus dem Euro-Raum um 2¾%. Dies hing vor allem mit einem geringeren Umfang der unregelmäßig eingehenden Bestellungen im Bereich der Luft- und Raumfahrtindustrie zusammen. Das Gesamtvolumen der Aufträge für Investitionsgüter erhöhte sich um ¾%. Besonders gefragt waren, vor allem aus dem Ausland, Kraftwagen und -teile. Bei Vorleistungsgütern gab es infolge des kräftig anziehenden Inlandsbedarfs ein kleines Orderplus von ¼%. Die Bestellungen für Konsumgüter legten deutlich um 2¼% zu, wobei pharmazeutische Produkte eine große Rolle spielten.

*Bestellungen
merklich
zugenommen*

Die Umsätze in der Industrie verminderten sich im Februar gegenüber dem sehr hohen Stand vom Januar saisonbereinigt um 1¼%. Im Mittel der beiden Monate ergab sich gegenüber dem letzten Jahresviertel 2013 eine Ausweitung um 1¾%, und zwar sowohl beim Inlands- wie auch beim Auslandsabsatz. Ausschlaggebend für das Plus im Ausland waren um 3¼% höhere Umsätze in Drittländern. In den EWU-Ländern wurde das Vorquartalsergebnis knapp um ¼% unterschritten. Die Warenausfuhren verringerten sich im Februar verglichen mit Januar dem Wert nach saisonbereinigt um 1¼%. Gleichwohl ergab sich für beide Monate zusammen genommen im Mittel ein Anstieg um 1% gegenüber dem Schlussquartal 2013. Der Wert der Importe legte im Februar um ½% gegenüber dem Vormonat zu. Damit wurde seit Jahresbeginn im Durchschnitt der Stand des Vorquartals trotz nachgebender Einfuhrpreise deutlich um 3% übertroffen.

*Absatz in Dritt-
ländern und
im Inland
ausgeweitet,
Importe
deutlich höher*

Zur Wirtschaftslage in Deutschland ^{*)}

saisonbereinigt

Zeit	Auftragseingang (Volumen); 2010 = 100			
	Industrie			Bauhaupt- gewerbe
	insgesamt	davon:		
		Inland	Ausland	
2013 2. Vj.	104,9	100,1	108,8	111,3
3. Vj.	106,5	102,8	109,5	110,1
4. Vj.	108,9	102,9	113,7	113,9
Dez.	109,2	102,2	114,9	114,8
2014 Jan.	109,3	104,2	113,4	119,7
Febr.	110,0	105,5	113,6	116,0
Produktion; 2010 = 100				
Zeit	Industrie			Bau- gewerbe
	insgesamt	darunter:		
		Vorleis- tungs- güter- produ- zenten	Investi- tions- güter- produ- zenten	
2013 2. Vj.	107,5	104,1	113,9	105,7
3. Vj.	108,1	104,4	114,9	107,3
4. Vj.	109,2	106,5	115,0	106,9
Dez.	110,3	107,3	116,4	108,4
2014 Jan.	110,6	107,5	117,5	113,3
Febr.	111,1	108,9	117,3	113,2
Außenhandel; Mrd €				nachr.: Leis- tungs- bilanz- saldo; Mrd €
	Ausfuhr	Einfuhr	Saldo	
2013 2. Vj.	273,48	225,37	48,11	53,27
3. Vj.	274,10	224,68	49,42	50,24
4. Vj.	278,79	225,77	53,02	55,83
Dez.	92,56	74,24	18,32	16,57
2014 Jan.	94,56	77,30	17,26	19,39
Febr.	93,26	77,63	15,63	15,14
Arbeitsmarkt				
Zeit	Erwerbs- tätige	Offene Stellen ¹⁾	Arbeits- lose	Arbeits- losen- quote in %
	Anzahl in 1 000			
2013 3. Vj.	41 867	428	2 951	6,8
4. Vj.	41 948	436	2 966	6,9
2014 1. Vj.	...	444	2 914	6,8
Jan.	42 021	443	2 928	6,8
Febr.	42 069	444	2 913	6,7
März	...	445	2 901	6,7
Preise; 2010 = 100				
Zeit	Einfuhr- preise	Erzeuger- preise gewerb- licher Produkte	Bau- preise ²⁾	Ver- braucher- preise
2013 3. Vj.	105,5	106,6	108,2	106,1
4. Vj.	105,2	106,7	108,4	106,0
2014 1. Vj.	...	106,5	109,2	106,4
Jan.	104,8	106,6	.	106,3
Febr.	104,5	106,6	.	106,4
März	...	106,2	.	106,4

* Erläuterungen siehe: Statistischer Teil, XI, und Statistisches Beiheft Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen. ¹ Ohne geförderte Stellen und ohne Saisonstellen. ² Nicht saisonbereinigt.

Deutsche Bundesbank

Baugewerbe

Die Produktion im Baugewerbe hielt sich im Februar saisonbereinigt auf dem witterungsbedingt stark erhöhten Stand vom Januar. Im Durchschnitt der beiden Monate ergab sich gegenüber dem vierten Quartal 2013 ein kräftiger Anstieg um 6%. Das Plus im Bauhauptgewerbe war mit 6¼% nur wenig stärker als im Ausbaugewerbe mit 5¾%. Der Auftrags-
 eingang im Bauhauptgewerbe nahm in den ersten beiden Monaten des Jahres saisonbereinigt gegenüber dem vierten Quartal 2013 deutlich zu. Besonders stark legten die Aufträge für den Wohnungsbau zu.

Bauproduktion auf hohem Niveau, Bauaufträge stark gestiegen

Arbeitsmarkt

Die anziehende Konjunktur und die günstigen Witterungsbedingungen haben sich weiterhin positiv auf dem Arbeitsmarkt niedergeschlagen. Die Zahl der Erwerbstätigen im Inland erhöhte sich im Februar im Vormonatsvergleich saisonbereinigt um 48 000. Damit fiel der Anstieg in den ersten beiden Monaten des Jahres 2014 stärker als in den Vormonaten aus. Der Vorjahresabstand vergrößerte sich deshalb auf 314 000 Personen oder 0,8%. Bei der Anzahl sozialversicherungspflichtiger Beschäftigungsverhältnisse wurde nach Schätzungen der Bundesagentur für Arbeit (BA) im Januar gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt eine sehr kräftige Zunahme um 67 000 verzeichnet, nach 37 000 im Dezember. Im Vorjahresvergleich belief sich der Anstieg auf 414 000 Personen oder 1,4%. Die Einstellungsbereitschaft der Unternehmen hat im März gemäß ifo Beschäftigungsbarometer gegenüber dem Vormonat etwas nachgegeben, während der Stellenindex der BA saisonbereinigt leicht gestiegen ist.

Beschäftigungsexpansion seit Jahresbeginn etwas verstärkt

Die Zahl der registrierten Arbeitslosen hat sich im März saisonbereinigt nochmals leicht verringert, und zwar um 12 000. Die Arbeitslosenquote blieb unverändert bei 6,7%. Im Vergleich zum Vorjahr verringerte sich die Arbeitslosigkeit um 43 000 Personen. Auch die Unterbeschäftigung

Arbeitslosigkeit erneut etwas vermindert

tigung (ohne Kurzarbeit) gab nach. Dem Arbeitsmarktbarometer des Instituts für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung zufolge ist für die nächsten Monate nur mit einer geringfügigen Verringerung der Arbeitslosigkeit zu rechnen. Hierbei dürfte eine Rolle spielen, dass ein Teil des saisonbereinigten Rückgangs der Arbeitslosigkeit in den ersten drei Monaten des Jahres durch das milde Winterwetter bedingt war.

Preise

Internationale Rohölpreise tendieren seitwärts

Die Rohölnotierungen in US-Dollar ermäßigten sich im März verglichen mit dem Februardurchschnitt um 1%. Im bisherigen Verlauf des Monats April tendierten die Notierungen wieder nach oben, lagen im Mittel aber auf dem Niveau vom März. Zum Abschluss des Berichts wurden 110 US-\$ für ein Fass der Rohölsorte Brent gezahlt. Der Abschlag für zukünftige Rohöllieferungen belief sich bei Lieferung in sechs Monaten auf 2¾ US-\$ und bei Bezug in 12 Monaten auf 5½ US-\$.

Nachgebende Einfuhr- und weitgehend unveränderte Erzeugerpreise

Die Einfuhrpreise sind im Februar im Vergleich zum Vormonat saisonbereinigt erneut spürbar gesunken. Dies gilt sowohl für Energie als auch für andere Waren. Die industriellen Erzeugerpreise im Inlandsabsatz bewegten sich im Februar seitwärts, gaben im März aber erneut nach. Bei den Einfuhrpreisen vergrößerte sich der negative Vorjahresabstand im Februar auf -2,7%, während er sich bei den industriellen Erzeugerpreisen von -1,1% im Januar auf -0,9% im März verringerte.

Verbraucherpreise im März mit Seitwärtsbewegung

Auf der Verbraucherstufe blieben die Preise im März saisonbereinigt auf dem Niveau des Vormonats. Die Energiepreise gaben im Gefolge der niedrigeren Rohölnotierungen zwar nach, und auch die Nahrungsmittelpreise ermäßigten sich spürbar. Die Preise von gewerblichen Waren und von Dienstleistungen sowie die Wohnungsmieten setzten aber ihren aufwärtsgerichteten Trend fort. Der Vorjahresabstand des nationalen Verbraucherpreisindex verringerte sich von 1,2% im Februar auf 1,0% im

März. In der harmonisierten Abgrenzung ging die Rate von 1,0% auf 0,9% zurück. Für den Rückgang war auch der späte Ostertermin von Bedeutung.

■ Öffentliche Finanzen¹⁾

Kommunalfinanzen

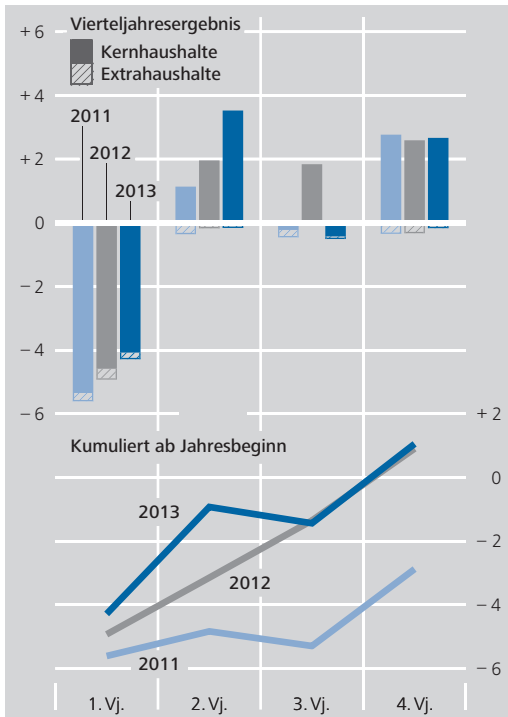
Die Gemeinden erzielten 2013 wie im Vorjahr einen Überschuss von 1 Mrd € (Kern- und Extrahaushalte gemäß den jüngsten Kassenergebnissen des Statistischen Bundesamtes), nachdem die Daten des ersten Halbjahres noch einen deutlich günstigeren Abschluss hatten erwarten lassen. Die Einnahmen legten insgesamt kräftig um 4% (8 Mrd €) zu. Ausschlaggebend waren insbesondere höhere Zuweisungen der Länder (+ 8% bzw. 5½ Mrd €), unter anderem aufgrund gestiegener Schlüsselzuweisungen und durchgeleiteter Bundesmittel etwa für die Grundsicherung im Alter. Auch die Steuereinnahmen wuchsen nochmals deutlich (+ 3¼% bzw. 2½ Mrd €). Dazu haben vor allem die starken Zuwächse bei den Einkommensteueranteilen (+ 6% bzw. 1½ Mrd €) beigetragen, während sich beim Nettoaufkommen aus der Gewerbesteuer (d. h. nach Abzug der Umlage) nach Rückgängen in der zweiten Jahreshälfte nur noch ein moderates Plus ergab (+ 1% bzw. knapp ½ Mrd €). Auf der Ausgabenseite wurde ebenfalls ein starker Anstieg von 4% (8 Mrd €) verzeichnet. Bei den laufenden Ausgaben legten insbesondere die Sozialleistungen, darunter vor allem die Unterkunftskosten und die Sozialhilfefaufwendungen, kräftig zu (+ 5½% bzw. 2½ Mrd €). Aber auch die Personalausgaben wuchsen mit 3½% (2 Mrd €) stärker als die rechnerische Belastung aus dem Tarifabschluss von 2012. Bei den laufenden

Überschuss 2013 auf Vorjahresniveau

¹⁾ Im Rahmen der Kurzberichte werden aktuelle Ergebnisse der öffentlichen Finanzen erläutert. In den Vierteljahresberichten (Februar, Mai, August, November) erfolgt eine umfassende Darstellung der Entwicklung der öffentlichen Haushalte im jeweils vorangegangenen Quartal. Detaillierte statistische Angaben zur Haushaltsentwicklung und zur Verschuldung finden sich im Statistischen Teil dieses Berichts.

Finanzierungssalden der Gemeindehaushalte

Mrd €



Quelle: Statistisches Bundesamt.
 Deutsche Bundesbank

hinausgehenden Zuweisungen insgesamt erneut spürbar wachsen lassen. Im Zeitraum 2015 bis 2017 sehen die Planungen der Bundesregierung eine zusätzliche jährliche Entlastung der Kommunen um 1 Mrd € für die Eingliederungshilfe für Menschen mit Behinderung vor. Daneben sind in der Bundeshaushaltsplanung bis 2017 offenbar die im Koalitionsvertrag vereinbarten weiteren Mittel im Umfang von kumuliert 6 Mrd € enthalten, die nicht zuletzt dem Ausbau der in die kommunale Zuständigkeit fallenden Kindertagesbetreuung und den Schulen²⁾ zugute kommen sollen. Eine verbindliche Aufteilung dieser Mittel nach Jahren und Einsatzbereichen liegt jedoch bislang ebenso wenig vor wie eine Verpflichtung der Gemeinden, diese Mittel für zusätzliche Projekte zu verausgaben. Insgesamt besteht mittelfristig die Aussicht auf spürbar steigende Überschüsse, insbesondere weil der Bund ab 2018 eine noch stärkere Entlastung bei den Sozialleistungen (Aufstockung der Bundeshilfen für Eingliederungshilfe um weitere 4 Mrd € pro Jahr) in Aussicht stellt.

... und mittelfristig angekündigte deutliche finanzielle Entlastung

Sachaufwendungen war der Anstieg mit 2 1/2% (1 Mrd €) moderater, und die Zinsausgaben waren sogar weiter rückläufig. Nach spürbaren Rückgängen in den beiden Vorjahren zogen dagegen die Sachinvestitionen wieder stark an (+ 5% bzw. 1 Mrd €), wobei sich die Zuwächse per saldo insbesondere auf die Länder Bayern, Baden-Württemberg und Niedersachsen konzentrierten. In den von der Flut im Frühjahr 2013 besonders stark betroffenen Ländern Sachsen-Anhalt und Sachsen standen dagegen trotz der Wiederaufbaubedarfe Rückgänge um mehr als ein Zehntel zu Buche.

Angesichts des Überschusses sank zum Jahresende 2013 der Schuldenstand der Kommunen (einschl. Schulden bei öffentlichen Haushalten) um 1 1/4 Mrd € gegenüber dem Vorjahresresultimo auf 137 1/2 Mrd €. Diese positive Entwicklung war insbesondere auf den deutlichen Abbau von Schulden gegenüber anderen öffentlichen Haushalten in nahezu allen Ländern zurückzuführen. Dagegen hielten sich ein Rückgang bei den Kreditmarktschulden und ein Anstieg bei den Kassenkrediten in etwa die Waage. Damit setzte sich der besorgniserregende lang anhaltende Aufwärtstrend bei den eigentlich nur zur Überbrückung kurzfristiger Liquiditätspässe vorgesehenen Kassenkrediten fort. Weiter steigende Kassenkredite zeigten insbesondere die Landesergebnisse der Kommunen im Saarland, in Rheinland-Pfalz und in Nordrhein-Westfalen, die bereits die höchsten Vorbelastungen je Einwohner aufwiesen. Im Falle der

Insgesamt zwar Rückgang der kommunalen Verschuldung, aber höhere Kassenkredite

Erneuter Überschuss im Jahr 2014 zu erwarten ...

Im laufenden Jahr dürfte insgesamt erneut ein Überschuss anfallen. Zwar könnten insbesondere die Sozialleistungen und Sachinvestitionen und nach dem jüngsten Tarifabschluss auch die Personalausgaben weiter spürbar steigen. Gleichzeitig übernimmt der Bund mit um 1 Mrd € höheren Zahlungen aber erstmals vollständig die Kosten der Grundsicherung im Alter, und die Länder dürften ihre darüber

²⁾ Hier bestehen Gemeindeaufgaben im Bereich der Investitionen.

diesbezüglich ebenfalls sehr hoch verschuldeten Kommunen in Hessen war hingegen offenbar im Zusammenhang mit dem vom Land eingerichteten Entschuldungsfonds, dessen Hilfen an strikte Konsolidierungsaufgaben gebunden sind, nunmehr (wie auch in Niedersachsen mit einem ähnlichen Fonds) eine deutlich rückläufige Entwicklung festzustellen.

■ Wertpapiermärkte

Rentenmarkt

Geringe Nettoemissionen am deutschen Rentenmarkt

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im Februar 2014 mit 131,8 Mrd € deutlich unter dem Wert des Vormonats (151,3 Mrd €). Nach Abzug der gegenüber dem Vormonat ebenso deutlich niedrigeren Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten stieg der Umlauf heimischer Rentenwerte um 0,7 Mrd €. Ausländische Schuldverschreibungen wurden für netto 3,4 Mrd € am deutschen Markt untergebracht. Insgesamt nahm damit der Umlauf von Schuldverschreibungen in Deutschland um 4,1 Mrd € zu.

Nettoemissionen der öffentlichen Hand

Die öffentliche Hand erhöhte im Berichtsmonat ihren Bestand an Rentenmarktverbindlichkeiten um 9,3 Mrd €. Vor allem der Bund (einschl. der ihm zugerechneten Abwicklungsanstalt) nahm den Kapitalmarkt in Anspruch, und zwar per saldo mit 8,6 Mrd €. Dabei emittierte er vor allem Bundesobligationen (4,1 Mrd €), aber auch zweijährige Schatzanweisungen (3,5 Mrd €) sowie 30-jährige Anleihen (1,7 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von unverzinslichen Bubills für 3,4 Mrd € gegenüber. Die Länder und Gemeinden begaben Schuldverschreibungen für netto 0,6 Mrd €.

Kapitalmarktverschuldung der Unternehmen schwach gestiegen

Inländische Unternehmen erhöhten im Februar ihre Kapitalmarktverschuldung per saldo um 0,4 Mrd €, nach 3,5 Mrd € im Vormonat. Vor allem sonstige Finanzinstitute nutzten die günstigen Finanzierungsbedingungen und begaben netto neue Anleihen (2,7 Mrd €).

Absatz und Erwerb von Schuldverschreibungen

Mrd €

Position	2013	2014	
	Februar	Januar	Februar
Absatz			
Inländische Schuldverschreibungen ¹⁾	17,4	2,5	0,7
darunter:			
Bankschuldverschreibungen	0,9	3,7	- 9,0
Anleihen der öffentlichen Hand	9,5	- 4,7	9,3
Ausländische Schuldverschreibungen ²⁾	4,5	4,2	3,4
Erwerb			
Inländer	0,6	- 4,1	- 9,8
Kreditinstitute ³⁾	- 5,5	- 4,1	- 1,9
Deutsche Bundesbank	- 1,8	- 1,5	- 0,6
Übrige Sektoren ⁴⁾	7,9	1,5	- 7,4
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	- 2,1	- 3,0	- 10,0
Ausländer ²⁾	21,3	10,8	13,9
Absatz bzw. Erwerb insgesamt	22,0	6,6	4,1

¹ Nettoabsatz zu Kurswerten plus/minus Eigenbestandsveränderungen bei den Emittenten. ² Transaktionswerte. ³ Buchwerte, statistisch bereinigt. ⁴ Als Rest errechnet.

Deutsche Bundesbank

Die Kreditinstitute tilgten im Berichtsmonat dagegen Schuldverschreibungen für netto 9,0 Mrd €. Dies ist im Ergebnis vor allem auf Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute zurückzuführen, deren Umlauf um 4,3 Mrd € sank. Auch Sonstige Bankschuldverschreibungen (2,8 Mrd €), Hypothekenpfandbriefe (1,2 Mrd €) und Öffentliche Pfandbriefe (0,7 Mrd €) wurden netto getilgt.

Umlauf von Schuldverschreibungen der Kreditinstitute gesunken

Auf der Erwerberseite traten im Februar ausschließlich ausländische Investoren in Erscheinung, die ihr Engagement in hiesigen Schuldverschreibungen um 13,9 Mrd € erhöhten. Hingegen veräußerten inländische Nichtbanken Rentenwerte für 7,4 Mrd €; dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um inländische Werte. Die heimischen Kreditinstitute reduzierten ihre Anleihebestände um 1,9 Mrd €.

Ausländische Investoren als stärkste Erwerbergruppe

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €			
Position	2013	2014	
	Febr.	Jan.	Febr. ^{P)}
I. Leistungsbilanz			
1. Außenhandel ¹⁾			
Ausfuhr (fob)	88,3	90,7	92,4
Einfuhr (cif)	71,5	75,7	76,1
Saldo	+ 16,8	+ 15,0	+ 16,3
nachrichtlich:			
Saisonbereinigte Werte			
Ausfuhr (fob)	90,1	94,6	93,3
Einfuhr (cif)	73,4	77,3	77,6
2. Ergänzungen zum Außenhandel ²⁾	- 1,9	- 2,5	- 2,9
3. Dienstleistungen			
Einnahmen	15,4	18,9	17,7
Ausgaben	15,0	17,1	16,1
Saldo	+ 0,4	+ 1,7	+ 1,7
4. Erwerbs- und Vermögens-einkommen (Saldo)	+ 7,4	+ 5,7	+ 6,2
5. Laufende Übertragungen			
Fremde Leistungen	0,8	1,3	1,0
Eigene Leistungen	7,8	6,1	8,4
Saldo	- 7,0	- 4,8	- 7,4
Saldo der Leistungsbilanz	+ 15,7	+ 15,2	+ 13,9
II. Vermögensübertragungen (Saldo) ³⁾	+ 0,0	+ 1,0	+ 0,4
III. Kapitalbilanz (Netto-Kapitalexport: -)			
1. Direktinvestitionen	- 6,3	- 9,4	- 6,2
Deutsche Anlagen im Ausland	- 8,3	- 7,4	- 10,5
Ausländische Anlagen im Inland	+ 2,0	- 2,0	+ 4,3
2. Wertpapiere	+ 16,5	- 5,1	+ 15,8
Deutsche Anlagen im Ausland	- 8,9	- 8,9	- 4,1
darunter: Aktien	- 0,6	- 2,3	+ 3,7
Anleihen ^{4) 5)}	- 4,7	- 2,5	- 0,7
Ausländische Anlagen im Inland	+ 25,4	+ 3,9	+ 19,9
darunter: Aktien	+ 3,7	- 7,6	+ 5,9
Anleihen ^{4) 5)}	+ 15,6	- 4,4	+ 14,6
3. Finanzderivate	- 2,3	- 2,1	- 1,9
4. Übriger Kapitalverkehr ⁶⁾	- 25,1	+ 14,5	- 35,0
Monetäre Finanzinstitute ⁷⁾	- 22,2	+ 8,1	- 22,0
darunter: kurzfristig	- 20,5	+ 10,1	- 19,4
Unternehmen und Privatpersonen	- 2,4	+ 0,1	- 2,8
Staat	+ 2,8	- 0,7	- 1,1
Bundesbank	- 3,3	+ 7,1	- 9,0
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) ⁸⁾	+ 0,3	+ 0,4	+ 0,9
Saldo der Kapitalbilanz	- 16,8	- 1,7	- 26,4
IV. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)	+ 1,1	- 14,5	+ 12,1

¹ Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). ² Unter anderem Lagerverkehr auf inländische Rechnung und Absetzung der Rückwaren. ³ Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. ⁴ Ursprungslaufzeit über ein Jahr. ⁵ Bis einschl. 2012 bereinigt um Stückzinsen. ⁶ Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. ⁷ Ohne Bundesbank. ⁸ Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

Aktienmarkt

Am deutschen Aktienmarkt wurden im Berichtsmonat junge Aktien für 0,6 Mrd € begeben, dabei handelte es sich fast ausschließlich um Papiere börsennotierter Unternehmen. Darüber hinaus sank der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland um 4,9 Mrd €. Unter den Erwerbern dominierten im Februar gebietsfremde Investoren, die Aktien für 5,7 Mrd € erwarben. Inländische Nichtbanken kauften Dividendenpapiere für 1,6 Mrd €. Dem standen Nettoverkäufe der hiesigen Kreditinstitute in Höhe von 11,6 Mrd € gegenüber.

Geringe Aktienemissionen am deutschen Markt

Investmentfonds

Den inländischen Investmentfonds flossen im Februar mit 8,4 Mrd € deutlich mehr Mittel zu als im Vormonat (4,6 Mrd €). Die Gelder kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (6,3 Mrd €). Unter den Anlageklassen verzeichneten vor allem Gemischte Wertpapierfonds (3,2 Mrd €), aber auch Rentenfonds (2,4 Mrd €) und Gemischte Fonds (1,1 Mrd €) deutliche Mittelzuflüsse. Ausländische Fondsgesellschaften setzten am deutschen Markt Fondsanteile für 4,3 Mrd € ab. Erworben wurden Investmentfondsanteile ausschließlich von inländischen Nichtbanken (12,8 Mrd €), während hiesige Kreditinstitute Fondsanteile für 0,1 Mrd € veräußerten. Ausländische Anleger waren im Ergebnis nur marginal am deutschen Investmentfondsmarkt aktiv.

Mittelzuflüsse bei Investmentfonds

Zahlungsbilanz

Die deutsche Leistungsbilanz wies im Februar 2014 – gemessen an den Ursprungsdaten – einen Überschuss von 13,9 Mrd € auf. Das Ergebnis lag um 1,3 Mrd € unter dem Niveau des Vormonats. Ausschlaggebend dafür war die Verminderung des Überschusses im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen, die den

Leistungsbilanzüberschuss vermindert

Anstieg des Aktivsaldo in der Handelsbilanz überwog.

(3,4 Mrd €). Dagegen trennten sie sich von Aktien (3,7 Mrd €).

Aktivsaldo im Außenhandel ausgeweitet

Nach vorläufigen Berechnungen des Statistischen Bundesamtes erhöhte sich der Überschuss im Außenhandel im Februar gegenüber dem Vormonat um 1,2 Mrd € auf 16,3 Mrd €. Saison- und kalenderbereinigt ging er jedoch um 1,6 Mrd € auf 15,7 Mrd € zurück. Dabei gaben die wertmäßigen Ausfuhren gegenüber dem Vormonat nach (- 1,3%), während die Einfuhren leicht ausgeweitet wurden (+ 0,4%).

Im Bereich der Direktinvestitionen kam es im Februar zu Netto-Kapitalexporten in Höhe von 6,2 Mrd €. Maßgeblich für diese Entwicklung war, dass gebietsansässige Firmen ihren Auslandsniederlassungen Mittel im Umfang von 10,5 Mrd € bereitgestellt haben. Dabei spielten vor allem der Kreditverkehr zwischen den verbundenen Unternehmen (4,3 Mrd €) und Reinvestitionen im Ausland erzielter Gewinne (4,0 Mrd €) eine wichtige Rolle. Die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland lagen im Februar bei 4,3 Mrd € und erfolgten hauptsächlich über Kredite gebietsfremder Mütter an ihre hiesigen Tochtergesellschaften.

Netto-Kapitalexporte bei den Direktinvestitionen

Positivsaldo bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen zurückgegangen

Die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen verzeichneten im Februar insgesamt einen Überschuss von 0,5 Mrd €, nach 2,6 Mrd € im Januar. Ausschlaggebend für die Verringerung war der kräftige Anstieg des Defizits bei den laufenden Übertragungen um 2,6 Mrd € auf 7,4 Mrd €, der vor allem mit höheren Zahlungen an den EU-Haushalt zusammenhing. Demgegenüber nahmen die Nettoeinnahmen bei den grenzüberschreitenden Faktoreinkommen leicht um 0,6 Mrd € auf 6,2 Mrd € zu. Der Plussaldo in der Dienstleistungsbilanz blieb so gut wie unverändert bei 1,7 Mrd €.

Im übrigen statistisch erfassten Kapitalverkehr, der sowohl Finanz- und Handelskredite (soweit diese nicht zu den Direktinvestitionen zählen) als auch Bankguthaben und sonstige Anlagen umfasst, ergaben sich im Februar per saldo Mittelabflüsse (35,0 Mrd €). Die Transaktionen von Unternehmen und Privatpersonen haben dazu im Umfang von 2,8 Mrd € beigetragen. Außerdem führten die Finanzdispositionen staatlicher Stellen zu Netto-Kapitalexporten in Höhe von 1,1 Mrd €. Das Bankensystem verzeichnete Mittelabflüsse von insgesamt 31,0 Mrd €. Dies schlug sich in höheren Netto-Auslandsforderungen der Kreditinstitute von 22,0 Mrd € nieder. Zudem stieg die Auslandsposition der Bundesbank um 9,0 Mrd € an. Dazu beigetragen hat unter anderem der Abzug kurzfristiger Einlagen bei der Bundesbank, vorwiegend durch Notenbanken außerhalb des Eurosystems, in Höhe von 10,2 Mrd €. Der TARGET2-Saldo der Bundesbank ist um 1,1 Mrd € gesunken.

Mittelabflüsse im übrigen Kapitalverkehr

Netto-Kapitalimporte im Wertpapierverkehr

Aufgrund einer erhöhten Risikoaversion durch verstärkte Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern kam es im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr Deutschlands im Februar zu Netto-Kapitalimporten in Höhe von 15,8 Mrd €. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war der Kauf hiesiger Wertpapieranlagen durch gebietsfremde Marktteilnehmer (19,9 Mrd €). Gebietsansässige Anleger stockten ihren Bestand an ausländischen Wertpapieren um insgesamt 4,1 Mrd € auf.

Ausländische Investoren erwarben hauptsächlich Schuldverschreibungen deutscher Emittenten (13,9 Mrd €) und deutsche Aktien (5,9 Mrd €). Gebietsansässige Marktteilnehmer kauften im Ausland vorwiegend Investmentzertifikate (4,3 Mrd €) und Schuldverschreibungen

Die Währungsreserven der Bundesbank haben im Februar – zu Transaktionswerten gerechnet – um 0,9 Mrd € zugenommen.

Währungsreserven

Zur Verlässlichkeit der Schätzungen internationaler Organisationen zur Produktionslücke

Makroökonomische Analysen bauen oft auf einer Zerlegung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität in die potenzielle (bzw. trendmäßige) Leistung und eine zyklische Komponente, die Produktionslücke, auf. Da die Produktionsmöglichkeiten einer Wirtschaft unbekannt sind, kann diese Lücke, die positive oder negative Werte annehmen kann, in der Praxis nur unter einem hohen Grad an Unsicherheit abgeschätzt werden. In der Vergangenheit haben sich einfache wie auch komplexere statistische Verfahren zur Ableitung eines Trend-Outputs am aktuellen Rand als wenig zuverlässig erwiesen. Der Umfang späterer Revisionen entsprach oftmals dem Ausmaß der zuvor ermittelten Lücke selbst. Ausschlaggebend dafür waren nicht so sehr Korrekturen am zugrunde liegenden Datenmaterial, sondern vielmehr die sich im Zeitablauf wandelnde Einschätzung der zyklischen Position.

Vergleicht man für die Produktionslücken in wichtigen Industrieländern die Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), die aus ihren regelmäßigen Publikationen ab dem Frühjahr 1999 entnommen werden können, mit entsprechenden Echtzeit-Maßen aus einem einfachen statistischen Verfahren, erweisen sich die Angaben der internationalen Institutionen keineswegs als verlässlicher. Die Revisionen sind groß, und die veröffentlichten Produktionslücken wechseln relativ häufig ihr Vorzeichen. Im Gegensatz zu den Ergebnissen einfacher Filtermethoden scheint sich dabei der Korrekturbedarf nicht auf Schätzungen am aktuellen Rand bei drehender konjunktureller Entwicklung zu beschränken. Vielmehr werden oftmals auch weiter in der Vergangenheit zurückliegende Produktionslücken revidiert. Maßgeblich hierfür sind Neuschätzungen des Potenzialpfads einer Wirtschaft.

Darüber hinaus gibt es Hinweise darauf, dass die internationalen Organisationen für den ausgewählten Länderkreis und Zeitraum die Produktionslücken für gerade abgelaufene Jahre häufig zunächst zu ungünstig, das heißt zu tief im negativen Bereich oder zu nah daran, veranschlagt haben. In nachfolgenden Runden sind diese Angaben in der Regel nach oben korrigiert worden. Entsprechend ist das Potenzial wichtiger Volkswirtschaften während des Booms zum Jahrtausendwechsel wie auch in den Jahren unmittelbar vor der globalen Finanzkrise wohl erheblich überschätzt worden. Anschließende Output-Verluste sind zunächst als zyklische Phänomene interpretiert worden. Erst im Zuge schwacher Erholungen scheint allmählich deutlich zu werden, dass vorangegangene Aufwärtsbewegungen nicht nachhaltig gewesen sind.

Vor dem Hintergrund der bisherigen Erfahrungen kann nicht ausgeschlossen werden, dass IWF und OECD ihre Angaben zu Produktionslücken am aktuellen Rand ebenso wie für weiter zurückliegende Jahre auch in Zukunft noch korrigieren werden. Angesichts dieser Unsicherheit ist in der wirtschaftspolitischen Praxis, etwa bei der Analyse konjunkturbereinigter staatlicher Defizite, aber auch im geldpolitischen Kontext, entsprechend große Vorsicht im Umgang mit derartigen Schätzungen geboten.

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung ein Zusammenspiel aus Potenzialwachstum und Zyklus

Grundsätzliche Problematik der Produktionslücke

Im Rahmen makroökonomischer Analysen und Modelle wird die gesamtwirtschaftliche Aktivität, wie sie im realen Bruttoinlandsprodukt (BIP) gemessen wird, häufig in das Produktionspotenzial und eine zyklische Komponente zerlegt. Letztere misst den (positiven oder negativen) Abstand zwischen tatsächlicher und potenzieller Wirtschaftsleistung und wird auch als Produktionslücke bezeichnet. Sie spiegelt den konjunkturellen Verlauf wider und gibt unter anderem an, inwieweit in der Wirtschaft nachfrageseitiger Auf- oder Abwärtsdruck auf die Preise besteht. Der Potenzial-Output wird in aller Regel als jenes Aktivitätsniveau definiert, das bei einer „normalen“ Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten erzielt wird. Diese werden von den angebotsseitigen Bestimmungsgrößen längerfristigen Wachstums geformt. Hierzu gehört die Ausstattung der Wirtschaft mit Arbeitskräften und Sachkapital. Außerdem sind Technologie, das institutionelle Rahmenwerk und die strukturpolitische Grundausrichtung von Bedeutung.

Im Kontrast zu der heute weit verbreiteten Interpretation der potenziellen Wirtschaftsleistung als Aktivitätsniveau bei Normalauslastung der Kapazitäten haben in der Vergangenheit Ökonomen darunter eher den Vollbeschäftigungs-Output in einem keynesianischen Kontext verstanden.¹⁾ Aus ihrer Perspektive stellte sich die Frage, wie groß die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sein muss, um die stets in Richtung Unterauslastung weisende Lücke zwischen maximal möglicher und tatsächlicher Produktion zu schließen. Faktoren wie die demographische Entwicklung, die den Vollbeschäftigungs-Output bestimmen, können dabei über die Investitionsnachfrage auch Einfluss auf den längerfristigen Grad an Unterbeschäftigung nehmen. Dieser Zusammenhang bildet den Kern der keynesianischen These der „säkularen Stagnation“, die in letzter Zeit wieder vermehrt diskutiert worden ist (siehe Erläuterungen auf S. 15 ff.).

Da sich Produktionspotenzial und Produktionslücke aus einer gedanklichen Zerlegung der gemessenen tatsächlichen Wirtschaftsleistung ergeben,²⁾ können sie nicht unmittelbar beobachtet werden. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) schätzt die amtliche Statistik lediglich die tatsächliche Erzeugung ab, nicht aber die potenzielle. Mithin kann man sich der Produktionslücke auf Basis des verfügbaren Datenmaterials mittels geeigneter Verfahren nur nähern. Dabei steht allerdings eine Vielzahl von Methoden zur Auswahl.³⁾ Weil das Produktionspotenzial als die um konjunkturelle Schwankungen bereinigte, trendmäßige Wirtschaftsleistung verstanden werden kann, ist ein naheliegender Ansatz die Glättung des realen BIP mithilfe einfacher statistischer Prozeduren.⁴⁾ Dazu zählt insbesondere der in der Praxis häufig verwandte Hodrick-Prescott-Filter (HP-Filter).⁵⁾ Andererseits können aber auch komplexere ökonometrische Modelle zur Bestimmung von Produktionspotenzial und -lücke herangezogen werden. Eine prominente Rolle spielt dabei der Ansatz einer Produktionsfunktion, den gegenwärtig die meisten internationalen Organisatio-

Abschätzung der Produktionslücke als nicht beobachtbare Größe

1 Vgl.: A. Okun, Potential GNP: Its Measurement and Significance, American Statistical Association, Proceedings of the Business and Economics Statistics Section 1962, S. 98–103; sowie T. Congdon (2008), Two Concepts of the Output Gap, World Economics, Vol 9, Nr. 1, S. 147–175.

2 Über die vorgestellten Abgrenzungen hinaus sind mit spezifischen Modellen alternative Definitionen des Produktionspotenzials verbunden. So wird in neukeynesianischen Modellen darunter regelmäßig das Aktivitätsniveau verstanden, das sich bei flexiblen Preisen einstellen würde. Vgl. etwa: M. T. Kiley (2013), Output Gaps, Journal of Macroeconomics, Vol 37, S. 1–18.

3 Vgl. z. B.: Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung des Produktionspotenzials in Deutschland, Monatsbericht, März 2003, S. 43–54.

4 Die Schätzung des Potenzials als Maß der Produktionsmöglichkeiten einer Wirtschaft beinhaltet die Analyse der verfügbaren Kapazitäten. Demgegenüber ermitteln einfache statistische Verfahren, die keine zusätzlichen ökonomischen Informationen berücksichtigen, nur den mathematischen Trend einer Zeitreihe. Im Folgenden sollen aber die Begriffe Potenzial und Trend sowie die damit verbundenen Produktionslücken nicht streng unterschieden werden.

5 Bei der Extraktion der Trendkomponente aus einer Zeitreihe wägt der HP-Filter unter Vorgabe eines Glättungsparameters zwischen möglichst kleinen zyklischen Ausschlägen auf der einen Seite und möglichst geringen Änderungen in der Wachstumsrate der Trendkomponente auf der anderen Seite ab. Vgl.: R. J. Hodrick und E. C. Prescott (1997), Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation, Journal of Money, Credit and Banking, Vol 29, Nr. 1, S. 1–16.

Säkulare Stagnation und Wirtschaftswachstum

Die insbesondere von Alvin Hansen gegen Ende der dreißiger Jahre des 20. Jahrhunderts vertretene These der „säkularen Stagnation“ basiert auf der keynesianischen Vorstellung eines Marktgleichgewichts bei Unterbeschäftigung. Aus dieser Sicht ist die entscheidende Frage, wie groß die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sein muss, um die stets in Richtung Unterauslastung weisende Produktionslücke zu schließen. Auch Faktoren, die für den Potenzialpfad maßgeblich sind, könnten demnach über die Investitionsnachfrage Einfluss auf das gesamtwirtschaftliche Nachfrageniveau und den längerfristigen Grad an Unterbeschäftigung nehmen. So besteht Hansen zufolge ein Zusammenhang zwischen einer Verlangsamung des Potenzialwachstums und einer zunehmenden Unterbeschäftigung.¹⁾ Nicht zuletzt aufgrund einer Abschwächung der Bevölkerungszunahme würde die Expansion der Investitionsnachfrage nachlassen und sich damit der Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten weiter verringern.

Hintergrund dieser These ist, dass die Weltwirtschaftskrise (1929 bis 1933) in den USA in eine Zeit rückläufigen Bevölkerungswachstums fiel. Betrachtet man die Erwerbslosenquote und die jährliche Änderungsrate der Wohnbevölkerung (im erwerbsfähigen Alter) in den USA, scheint sich in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts tatsächlich ein negativer Zusammenhang zwischen beiden Größen abzuzeichnen. Dabei dürfte das Abrutschen der amerikanischen Wirtschaft in eine erneute Rezession im Jahr 1937 unter den Zeitgenossen den Eindruck verstärkt haben, dass es sich bei der zu Beginn des Jahrzehnts stark erhöhten Unterbeschäftigung nicht nur um ein zyklisches, sondern um ein „säkulares“, also ein dauerhaftes Problem handeln könnte. Für die zweite Hälfte des

20. Jahrhunderts fällt allerdings kein Zusammenhang zwischen Bevölkerungswachstum und Erwerbslosenquote mehr ins Auge. Der spürbare Rückgang der Quote in den letzten Jahren bei nur moderater Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion könnte vielmehr ein Hinweis darauf sein, dass der demographische Wandel die aktuelle Erholung auf dem Arbeitsmarkt eher unterstützt, als dass er ihr im Wege steht.²⁾

Zuletzt ist ein möglicher Zusammenhang zwischen einer Verlangsamung des Potenzialwachstums, speziell infolge des demographischen Wandels, und einer dauerhaften Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten wieder verstärkt diskutiert worden.³⁾ Dabei ist die These vertreten worden, dass eine solche Situation mög-

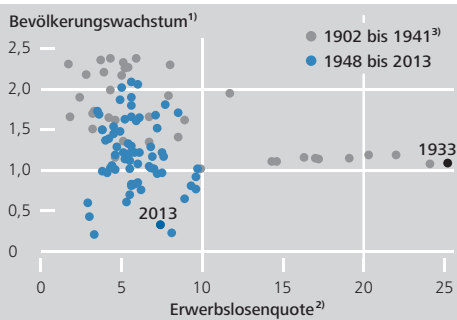
¹ Letztlich würde die Wirtschaft in einen Zustand hoher Unterbeschäftigung bei stagnierendem Produktionspotenzial geraten. Laut Higgins (1950) zielte allerdings Hansen mit dem Begriff der „säkularen Stagnation“ auf die Phase abnehmenden Potenzialwachstums und steigender Unterbeschäftigung ab. Vgl.: A. Hansen (1939), *Economic Progress and Declining Population Growth*, *American Economic Review*, Vol 29, S. 1–15, nachgedruckt in *Population and Development Review* (2004), Vol 30, S. 329–342; B. Higgins (1950), *The Concept of Secular Stagnation*, *American Economic Review*, Vol 40, Nr. 1, S. 160–166; sowie A. Scaperlanda (1977), *Hansen's Secular Stagnation Thesis Once Again*, *Journal of Economic Issues*, Vol 11, Nr. 2, S. 223–243.

² Vgl.: Deutsche Bundesbank, *Zum Rückgang der Erwerbsbeteiligung in den USA*, Monatsbericht, Mai 2012, S. 19–21.

³ Zum Teil ist die neu formulierte These der „säkularen Stagnation“ auch in die andere Wirkungsrichtung interpretiert worden, wonach eine persistente Unterauslastung einer Wirtschaft deren Potenzialpfad nachhaltig abflachen könne. Zwar verzögert eine temporäre Investitionsschwäche den Ausbau des Kapitalstocks, und auch eine länger anhaltende hohe Unterauslastung kann, insbesondere über eine Ausweitung der strukturellen Arbeitslosigkeit, das Niveau des Produktionspotenzials dauerhaft beeinträchtigen. Das längerfristige Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten bleibt hiervon aber letztlich unberührt. Vgl. etwa: D. Reifschneider, W. Wascher und D. Wilcox (2013), *Aggregate Supply in the United States: Recent Developments and Implications for the Conduct of Monetary Policy*, Federal Reserve Board, Diskussionspapier.

Erwerbslosenquote und Bevölkerungswachstum in den USA seit 1902

in %, Jahreswerte



Quelle: Haver Analytics. **1** Wachstum der Wohnbevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15 bis 64 Jahre) gegenüber Vorjahr. **2** Zahl der Erwerbslosen im Verhältnis zur Zahl der Erwerbspersonen. **3** 1918 und 1919 nicht berücksichtigt.

Deutsche Bundesbank

licherweise in Verbindung mit der Nullgrenze der Nominalzinsen entsteht.⁴ Um dies zu veranschaulichen, werden zunächst verschiedene Konzepte des Realzinses voneinander abgegrenzt.⁵ Als „natürlicher“ oder „neutraler“ Zins wird derjenige Realzins bezeichnet, bei dem mittelfristig die Produktionslücke geschlossen wird. Er kann aufgrund von angebots- und nachfrage-seitigen Schocks um jenen Realzins schwanken, der im langfristigen Gleichgewichtszustand der Volkswirtschaft herrscht. Dieser reale langfristige Gleichgewichtszins wiederum wird von grundlegenden ökonomischen Faktoren wie dem Potenzialwachstum und dem Sparverhalten bestimmt.

Die Zentralbank kann den (kurzfristigen) Nominalzins festsetzen und so bei Preisrigiditäten Einfluss auf den tatsächlichen Realzins nehmen. Dadurch kommt der Geldpolitik kurzfristig eine Stabilisierungsfunktion zu. Unterschreitet der tatsächliche Realzins den natürlichen Zins, wirkt die Geldpolitik expansiv und trägt im Fall einer negativen Produktionslücke dazu bei, diese zu schließen und den Abwärtsdruck auf die Preise zu mindern. Wenn allerdings der natürliche Zins negativ ist, besteht die Möglichkeit, dass die Notenbank bei gegebenen

Inflationserwartungen den Realzins aufgrund der Nullgrenze des Nominalzins nicht hinreichend senken kann. Ist der natürliche Zins dauerhaft ins Negative gerutscht, das heißt, hat sich der reale langfristige Gleichgewichtszins entsprechend verschoben, könnte die Wirtschaft auch auf Dauer in einer Unterauslastung gefangen sein.

Im Rahmen heute gängiger neukeynesianischer Modelle sind die Möglichkeit eines temporären Abrutschens des natürlichen Zinses in den negativen Bereich und ihre Implikationen bereits verschiedentlich diskutiert worden.⁶ Eine Verschiebung des realen langfristigen Gleichgewichtszinses ist in solchen Modellen allerdings nur schwer abzubilden, da dieser letztlich durch die Zeitpräferenzrate eines repräsentativen Wirtschaftssubjekts festgelegt ist.⁷ Eggertsson und Mehrotra (2014) haben kürzlich hierfür eine Lösung vorgestellt.⁸ Eine ungleich-

⁴ Vgl.: L. H. Summers, Rede vom 8. November 2013 zur IMF Fourteenth Annual Research Conference, verfügbar unter <http://larrysummers.com/imf-fourteenth-annual-research-conference-in-honor-of-stanley-fischer/>.

⁵ Vgl. etwa: T. Bernhardsen und K. Gerdrup (2007), The Neutral Real Interest Rate, Norges Bank, Economic Bulletin, Vol 78, S. 52–64.

⁶ In neukeynesianischen Modellen üben aufgrund von Preisrigiditäten auch rein monetäre Schocks kurzfristig realwirtschaftliche Einflüsse aus. Der natürliche Zins und das Produktionspotenzial werden hier regelmäßig über das Aktivitätsniveau bei flexiblen Preisen definiert. Die wirtschaftspolitischen Implikationen eines vorübergehend negativen natürlichen Zinses bei bindender Untergrenze des Nominalzinses (Liquiditätsfalle) wurden im Rahmen eines einfachen neukeynesianischen Modells etwa von Werning (2011) und Cochrane (2013) untersucht. Vgl.: I. Werning (2011), Managing a Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy, NBER, Arbeitspapier, Nr. 17344; sowie J. H. Cochrane (2013), The New-Keynesian Liquidity Trap, NBER, Arbeitspapier, Nr. 19476.

⁷ Schmitt-Grohé und Uribe (2013) haben ein Modell formuliert, in dem ein Vertrauensschock und sich selbst erfüllende Erwartungen eine dauerhafte Liquiditätsfalle und Unterbeschäftigung erzeugen. Vgl.: S. Schmitt-Grohé und M. Uribe (2013), The Making of a Great Contraction with a Liquidity Trap and a Jobless Recovery, NBER, Arbeitspapier, Nr. 18544.

⁸ Vgl.: G. Eggertsson und N. Mehrotra (2014), A Model of Secular Stagnation, Brown University, Diskussionspapier.

mäßige Verteilung des Einkommens über den Lebenszyklus eines Akteurs gibt Anlass zu Angebot oder Nachfrage nach Krediten in unterschiedlichen Lebensabschnitten. Wie Samuelson (1958) bereits erläutert hat, bringt dann bei Berücksichtigung überlappender Generationen von Wirtschaftssubjekten der reale langfristige Gleichgewichtszins Kreditangebot und -nachfrage zwischen den Generationen zum Ausgleich.⁹⁾ Damit können Schocks auf fundamentale Größen den realen langfristigen Gleichgewichtszins in den negativen Bereich drücken und so den Output dauerhaft unter sein Potenzialniveau senken.¹⁰⁾ Allerdings nimmt das Modell von Eggertsson und Mehrotra (2014) die Möglichkeit des gesamtwirtschaftlichen Sparens in Form von Sachkapital noch nicht mit ins Bild. Im Hinblick auf das langfristige Wirtschaftswachstum dürften aber Entscheidungen über Investitionen und Kapitalstock von maßgeblicher Bedeutung sein, gerade auch im Zusammenhang mit überlappenden Generationen.

Die neoklassische Wachstumstheorie bietet einen in sich geschlossenen Modellrahmen, um den Zusammenhang zwischen dem realen langfristigen Gleichgewichtszins und dem zugrunde liegenden Expansionstempo einer Volkswirtschaft zu erörtern. Innerhalb dieser Theorie folgt aus dem gewinnmaximierenden Verhalten der Unternehmen bei vollständiger Konkurrenz die Übereinstimmung der Grenzproduktivität des Kapitals mit seinem Faktorpreis. Ein negativer (Netto-)Realzins impliziert, dass die Abschreibungsrate die positive Grenzproduktivität des Kapitals übertrifft. In einer Wirtschaft ohne Bevölkerungswachstum oder technischen Fortschritt wäre der Kapitalstock dann allerdings durch ein Übermaß an vorangegangenen Investitionen ineffizient groß, sodass die Konsummöglichkeiten auch langfristig durch eine Reduzierung des

Kapitals noch gesteigert werden könnten. Berücksichtigt man das intertemporale Optimierungskalkül eines repräsentativen privaten Haushalts, kann ein solcher Zustand aber kaum ein Gleichgewicht sein. Letztlich wird der gleichgewichtige Realzins in einer stationären Wirtschaft der positiven Zeitpräferenzrate der Haushalte entsprechen. Das bedeutet, dass Wirtschaftssubjekte bei einer überwiegenden Vorliebe für Gegenwartskonsum mit einem positiven Realzins dafür entschädigt werden müssen, dass sie zur Aufrechterhaltung des Kapitalstocks auf Gegenwartskonsum verzichten.

Lässt man nun ein langfristiges Wachstum der Wirtschaft durch Bevölkerungsexpansion und technologischen Fortschritt zu, ist der gleichgewichtige Realzins in einer neoklassischen Welt höher als die Zunahme des Produktionspotenzials.¹¹⁾ Zu einer Abweichung von dieser Regel und damit zur Anhäufung eines ineffizient großen Kapitalstocks kann es zwar kommen, wenn in Modellen mit sich überlappenden Generationen die Kapitalbildung die einzige Möglichkeit bietet, für die Zukunft vorzusorgen.¹²⁾ Allerdings würde die Berücksichtigung eines nicht produzierbaren Produktionsfaktors, nämlich Boden, auch in einem solchen Szenario die sogenannte dynamische Ineffizienz verhindern, da durch

⁹ Vgl.: P. A. Samuelson (1958), An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money, *Journal of Political Economy*, Vol 66, Nr. 6, S. 467–482.

¹⁰ Z. B. könnte eine exogene Herabsetzung der Verschuldungsobergrenze junger Leute („deleveraging“) nicht nur kurzfristig den Realzins senken, sondern auch längerfristig, weil sich später das Kreditangebot dieser Generation erhöht. Vgl.: G. Eggertsson und N. Mehrotra (2014) a. a. O.

¹¹ Vgl. etwa: D. Romer (2011), *Advanced Macroeconomics*, McGraw-Hill, 4. Auflage.

¹² Vgl.: P. A. Diamond (1965), National Debt in a Neoclassical Growth Model, *American Economic Review*, Vol 55, Nr. 5, S. 1126–1150; C. C. von Weizsäcker, *Der Vorsorge-Albtraum*, Wirtschaftsdienst, Sonderheft 2013, S. 7–15; sowie C. C. von Weizsäcker (2014), Public Debt and Price Stability, *German Economic Review*, Vol 15, S. 42–61.

Arbitrage die Kapitalproduktivität nicht unter die positive Ertragsrate des Bodens sinken kann.¹³⁾ Zudem würde ein ineffizient großer Kapitalstock implizieren, dass die Investitionen das Kapitaleinkommen übersteigen. Dies scheint aber nicht dem empirischen Befund zu entsprechen.¹⁴⁾

Nichtsdestoweniger wäre ein negativer gleichgewichtiger Realzins denkbar, ohne die Effizienzbedingung zu verletzen, wenn die potenzielle Leistung einer Wirtschaft hinreichend stark schrumpfte.¹⁵⁾ Mithin bleibt die empirische Frage nach den langfristigen Wachstumsaussichten der Industrieländer. Zwar dürfte sich in den USA die Expansion des Produktionspotenzials nicht zuletzt durch den demographischen Wandel in den vergangenen Jahren merklich abgeschwächt haben; sie ist aber nicht zum Erliegen gekommen.¹⁶⁾ Die Zunahme der amerikanischen Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter ist lediglich ins Stocken geraten und nicht in eine anhaltende Abnahme umgeschlagen. Zudem beziehen sich ernstzunehmende Zweifel, die an der Fortsetzung der in der Vergangenheit hohen Produktivitätszuwächse in den USA aufgekommen sind, nur auf eine Verlangsamung des Fortschritts und nicht auf einen technologischen Verfall.¹⁷⁾ Selbst für Japan, dessen Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter seit geraumer Zeit schrumpft, gehen Schätzungen im Allgemeinen weiterhin von einer Aufwärtsentwicklung des Produktionspotenzials aus.¹⁸⁾

Insgesamt können der natürliche Zins und der reale langfristige Gleichgewichtszins genauso wenig beobachtet werden wie das Produktionspotenzial oder die Produktionslücke; entsprechende Schätzungen sind mit einem hohen Grad an Unsicherheit verbunden. Vor dem Hintergrund eines wahrscheinlich nach wie vor aufwärtsgerichteten Potenzialpfads dürfte der reale langfristige

Gleichgewichtszins in wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften positiv sein, wenngleich er im Zuge des demographischen Wandels gesunken ist. Somit fehlt dem Argument, entwickelte Volkswirtschaften könnten sich derzeit in einem Zustand der säkularen Stagnation befinden, wohl die empirische Bedeutung.

13 Vgl.: S. Homburg (1991), Interest and Growth in an Economy with Land, *Canadian Journal of Economics*, Vol 24, Nr. 2, S. 450–459; sowie S. Homburg (2014), Overaccumulation, Public Debt, and the Importance of Land, Leibniz Universität Hannover, Diskussionspapier, Nr. 525.

14 Im Rahmen der empirischen Überprüfung der These der dynamischen Ineffizienz über den Abstand zwischen Zinsen und Wachstumsraten ist zu berücksichtigen, dass Investitionen in Sachkapital mit Risiken verbunden sind, sodass letztlich nicht die Verzinsung risikoloser Anlagen maßgeblich ist, die in abstrakten Modellen und öffentlichen Diskussionen häufig im Vordergrund steht. Vgl.: A. B. Abel, N. G. Mankiw, L. H. Summers und R. J. Zeckhauser (1989), *Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence*, *Review of Economic Studies*, Vol 56, Nr. 1, S. 1–19; sowie S. Homburg (2014), a. a. O.

15 Vgl.: S. Homburg (2014), a. a. O.

16 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die US-Wirtschaft im aktuellen Konjunkturaufschwung, Monatsbericht, April 2013, S. 15–39.

17 Vgl.: R. J. Gordon (2012), Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovations Confronts the Six Headwinds, NBER, Arbeitspapier, Nr. 18315; sowie R. J. Gordon (2014), The Demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections, NBER, Arbeitspapier, Nr. 19895.

18 Auch vor dem Hintergrund eines weiterhin positiven Potenzialwachstums ist die Bedeutung eines dauerhaft negativen gleichgewichtigen Realzinses für eine Unterauslastung der japanischen Wirtschaft angezweifelt worden. Vgl.: K. Nishizaki, T. Sekine und Y. Ueno (2012), Chronic Deflation in Japan, Bank of Japan, Arbeitspapier, Nr. 12-E-6. Ikeda und Saito (2012) zeigen mithilfe von Simulationen im Rahmen eines dynamischen allgemeinen Gleichgewichtsmodells, dass der Rückgang des Anteils der Personen im erwerbsfähigen Alter an der Gesamtbevölkerung in den vergangenen Jahren den natürlichen Zins in Japan spürbar gedämpft hat. Als bedeutsamer haben sich in diesem Zusammenhang allerdings Schwankungen im technischen Fortschritt erwiesen. Vgl.: D. Ikeda und M. Saito (2012), The Effects of Demographic Changes on the Real Interest Rate, Bank of Japan, Arbeitspapier, Nr. 12-E-3.

nen verwenden, darunter auch die OECD.⁶⁾ Er beinhaltet letztlich eine Analyse der verfügbaren gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten und ihrer angebotsseitigen Determinanten. Eine Produktionsfunktion formuliert nämlich, wie aus den eingesetzten Mengen an Arbeit und Kapital unter Zuhilfenahme von Technologie der aggregierte Output erstellt wird.⁷⁾ Um von der tatsächlichen Entwicklung des Arbeitsvolumens oder der sogenannten Totalen Faktorproduktivität (als Technologiemaß) zum jeweiligen Potenzialpfad zu gelangen, können auch hier einfache Verfahren zur zyklischen Bereinigung, wie etwa der HP-Filter, Anwendung finden, wenngleich auf anderer Ebene als bei der unmittelbaren Glättung des realen BIP.

*Große
Diskrepanzen
zwischen den
Schätzungen zur
Produktionslücke
am aktuellen
Rand*

Die konkrete Schätzung der Produktionslücke ist abhängig davon, welches Verfahren gewählt wird. Dies wird deutlich, wenn man die Angaben des IWF und der OECD vom Herbst 2013 zur Produktionslücke in den G7-Volkswirtschaften mit der Schätzung vergleicht, die sich aus einem HP-Filter ergibt.⁸⁾ Zwar scheinen alle drei Vorgehensweisen im Aggregat dieser Ländergruppe einen ähnlichen Konjunkturverlauf – mit Gipfeln und Tälern zu nahezu identischen Zeitpunkten – abzuleiten. Zudem fallen für die Dekaden unmittelbar vor und nach der Jahrtausendwende auch keine größeren Abweichungen im Ausmaß der zyklischen Output-Komponente auf. Allerdings klaffen die Angaben speziell am aktuellen Rand weit auseinander.⁹⁾ So hat der IWF im Herbst vergangenen Jahres für die sieben größten fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt im Jahr 2012 eine Unterauslastung ihrer Kapazitäten in Höhe von 3% ausgewiesen, während dem HP-Filter zufolge die Produktionslücke in diesem Länderkreis bereits geschlossen worden ist. Die Angaben der OECD implizieren eine Minderauslastung von 2% für den ganzen Länderkreis, wodurch aber teils erhebliche Diskrepanzen zu den Schätzungen des IWF für einzelne Industriestaaten überdeckt werden. So rechnet der Fonds im Fall der USA (– 4¼%) und Japans (– 2¼%) mit deutlich größeren Lücken als die OECD (– 2½% bzw. – 1%), während diese wie-

derum für Italien einen höheren gesamtwirtschaftlichen Nachfrageausfall sieht (– 4½% gegenüber – 3½%).

Während in manchen Industrieländern zurzeit Sorgen über ein Nachlassen des allgemeinen Preisauftriebs geäußert werden, ist in Anbetracht der persistenten großen Produktionslücken, welche die internationalen Organisationen ausweisen, eher erstaunlich, dass sich die

*Stabile
Inflationsraten
nach der
globalen
Rezession*

6 Während die OECD generell einen Produktionsfunktionsansatz in Verbindung mit einer Phillips-Kurve verwendet, der von Giorno et al. (1995), Beffy et al. (2006) bzw. Johansson et al. (2013) beschrieben worden ist, hat sich der IWF nicht auf ein Verfahren festgelegt. In der Regel dürften die Schätzungen allerdings in der Vergangenheit ebenfalls auf einer derartigen Methode basiert haben. Zudem scheint beim Fonds in letzter Zeit verstärkt ein von Benes et al. (2010) entwickeltes multivariates Filterverfahren zum Einsatz zu kommen, das auf verschiedenen zyklischen Zusammenhängen beruht und damit ebenfalls zusätzliche Informationen über den Zustand einer Volkswirtschaft berücksichtigt. Vgl.: C. Giorno, P. Richardson, D. Roseveare und P. van den Noord (1995), Estimating Potential Output, Output Gaps and Structural Budget Balances, OECD, Economic Studies, Nr. 24, S. 167–209; P. Beffy, P. Ollivaud, P. Richardson und F. Sédillot (2006), New OECD Methods for Supply-side and Medium-term Assessments: A Capital Services Approach, OECD Economics Department, Diskussionspapier, Nr. 482; A. Johansson, Y. Guillemette, F. Martin, D. Turner, G. Nicoletti, C. de la Maisonneuve, P. Bagnoli, G. Bousquet und F. Spinelli (2013), Long-Term Growth Scenarios, OECD Economics Department, Diskussionspapier, Nr. 1000; P. R. De Masi (1997), IMF Estimates of Potential Output: Theory and Practice, IWF, Diskussionspapier, Nr. WP/97/177; J. Benes, K. Clinton, R. Garcia-Saltos, D. Laxton, P. Manchev und T. Matheson (2010), Estimating Potential Output with a Multivariate Filter, IWF, Diskussionspapier, Nr. WP/10/285; sowie J.-P. Cotis, J. Elmeskov und A. Mourougane (2005), Estimates of Potential Output, Benefits and Pitfalls from a Policy Perspective, in: L. Reichlin (Hrsg.), Euro Area Business Cycles: Stylized Facts and Measurement Issues, CEPR, S. 35–60.

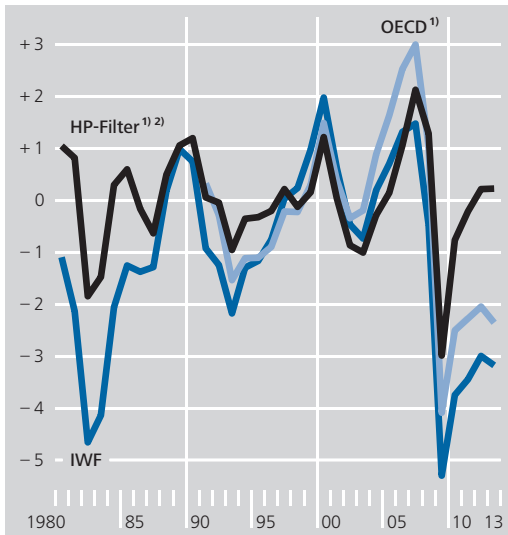
7 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Potenzialwachstum der deutschen Wirtschaft – Mittelfristige Perspektiven vor dem Hintergrund demographischer Belastungen, Monatsbericht, April 2012, S. 13–28.

8 Zu den G7-Ländern zählen die USA, Japan, Deutschland, Frankreich, das Vereinigte Königreich, Italien und Kanada. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den World Economic Outlook (WEO) vom Oktober 2013 bzw. den Economic Outlook (EO) Nr. 94 (vom November 2013). Entsprechend der Empfehlung von Ravn und Uhlig (2002) wird hier und im Folgenden ein Glättungsparameter des HP-Filters von 6,25 gewählt. Die zugrunde gelegten Zeitreihen des (tatsächlichen) realen BIP werden der WEO-Datenbank des IWF entnommen, logarithmiert und mithilfe der durchschnittlichen Wachstumsrate der letzten zehn Jahre in die Zukunft verlängert. Vgl.: M. O. Ravn und H. Uhlig (2002), On Adjusting the Hodrick-Prescott Filter for the Frequency of Observations, Review of Economics and Statistics, Vol 84, Nr. 2, S. 371–380.

9 Vgl.: P. Gerlach, The Global Output Gap: Measurement Issues and Regional Disparities, BIZ, Quarterly Review, Juni 2011, S. 29–37.

Schätzungen für die Produktionslücke in den G7-Ländern^{*)} vom Herbst 2013

in % des Produktionspotenzials



Quellen: IWF World Economic Outlook (WEO) Oktober 2013, OECD Economic Outlook Nr. 94 (November 2013) und eigene Berechnungen. Angaben für 2013 sind Vorausschätzungen.
 * USA, Japan, Deutschland, Frankreich, Vereinigtes Königreich, Italien und Kanada. **1** Schätzungen für einzelne Länder mithilfe von nominalen BIP-Gewichten (auf US-Dollar-Basis) aggregiert. **2** Hodrick-Prescott-Filter mit Glättungsparameter von 6,25 auf Zeitreihen des realen BIP (gemäß WEO) angewendet, die mithilfe der durchschnittlichen Wachstumsraten der letzten zehn Jahre extrapoliert wurden.
 Deutsche Bundesbank

Teuerungsraten in den letzten Jahren recht stabil im positiven Bereich gehalten haben. Ausgehend von einer Phillips-Kurve zielten die Erklärungsversuche hierfür einerseits auf die feste Verankerung der Inflationserwartungen ab, andererseits auf die Abschwächung des konjunkturellen Einflusses auf den Preisauftrieb im Zeitablauf, wie ein weiterer Beitrag in diesem Monatsbericht erläutert (siehe S. 65 ff.).¹⁰⁾ Große Diskrepanzen zwischen den Schätzungen der Produktionslücken legen daneben die Vermutung nahe, dass die Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten möglicherweise nicht so stark ausgeprägt ist, wie vielfach angenommen wird. Die Wahl des Maßes für die Produktionslücke hat auch Auswirkungen auf die beobachtete Reagibilität der Inflationsrate gegenüber konjunkturellen Ausschlägen. Im Rahmen von Schätzungen der Phillips-Kurve für den Euro-Raum und einzelne Mitgliedsländer ist diese Sensibilität tendenziell schwächer, wenn die vom IWF veröffentlichten großen Produktionslücken angesetzt werden. Dagegen

erweist sich die zyklische Reagibilität als höher, wenn die mithilfe des HP-Filters ermittelten kleineren Produktionslücken verwendet werden (siehe Erläuterungen auf S. 21 ff.).

Da die „wahre“ Produktionslücke unbekannt bleibt, kann letztlich nicht entschieden werden, welche Schätzung ihr am nächsten kommt. Ein möglicher Anhaltspunkt zur Beurteilung der Verlässlichkeit derartiger Angaben kann die Analyse ihrer Revisionsanfälligkeit am jeweiligen aktuellen Rand sein. Dem liegt die Vorstellung zugrunde, dass Revisionen einen Informationsgewinn widerspiegeln und zu einem „finalen“ Wert führen. Sofern erste Schätzungen von den „finalen“ Werten nur vergleichsweise wenig abweichen, werden sie als recht verlässlich eingestuft.

Revisionsanfälligkeit der Schätzungen als Beurteilungsmaßstab

Generell können sich Revisionen der geschätzten Produktionslücken aus unterschiedlichen Quellen speisen; zum Teil sind sie auch unvermeidbar. So mag schlicht das zugrunde liegende Datenmaterial korrigiert werden, im Fall einfacher univariater Verfahren also die Zeitreihe des realen BIP. Darüber hinaus sind Revisionen bereits insofern angelegt, als für die Ermittlung der zyklischen Position am aktuellen Rand der Ausblick auf die weitere Entwicklung von entscheidender Bedeutung ist. Erweisen sich die diesbezüglichen Erwartungen als falsch, ändert sich im Nachhinein auch das Urteil über die dann zurückliegenden Jahre. Zum Beispiel ist eine Situation vorstellbar, in der erst durch einen folgenden überraschenden Abschwung ein Konjunkturgipfel mit positiver Produktionslücke erkennbar wird. Im Gefolge einer Rezession stellt sich wiederum die Frage, inwieweit eine Wirtschaft an ihren früheren Wachstumspfad anknüpfen kann. Eventuell ist man erst nach längerem Ausbleiben eines raschen Aufholprozesses in der Lage, die Dauerhaftigkeit von Output-Verlusten zu erkennen und die anfängliche Einschätzung eines hohen Grades an

Mögliche Ursachen für Revisionen

¹⁰ Vgl. auch: IWF, The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled Or Was It Just Sleeping?, World Economic Outlook, April 2013, S. 79–95.

Zur Reagibilität der Inflationsrate im Euro-Raum und in ausgewählten Mitgliedsländern gegenüber Schätzungen der Produktionslücke

Schon vor der globalen Rezession der Jahre 2008/2009 wurde in verschiedenen empirischen Studien festgestellt, dass sich in den Industrieländern die zyklische Reagibilität der Verbraucherpreise seit Mitte der achtziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts abgeschwächt hat. Als mögliche Ursachen galten die mit der Globalisierung einhergehende zunehmende Bedeutung grenzübergreifender Preiszusammenhänge, besser verankerte Erwartungen und das besondere Umfeld niedriger Teuerungsraten.¹⁾ Die vergleichsweise schwache Reaktion gerade der Kernraten, wie sie beispielsweise auf Basis der (Harmonisierten) Verbraucherpreisindizes ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel berechnet werden, auf den konjunkturellen Einbruch 2008/2009 hat die Einschätzung einer solchen Abschwächung zunächst weiter gestützt.²⁾ Im Zuge der spürbaren Verringerung des Preisauftriebs in jüngster Zeit wurde jedoch verschiedentlich die Vermutung geäußert, dass sich der Zusammenhang zwischen Preisentwicklung und Konjunkturverlauf zumindest in einigen Ländern in der EWU zuletzt wieder verstärkt haben könnte.³⁾

Das analytische Konzept, mit dem in diesem Zusammenhang häufig gearbeitet wird, ist die Phillips-Kurve. Sie basiert ursprünglich auf der empirischen Beobachtung, dass Lohnwachstum und Arbeitslosenquote negativ korreliert sind.⁴⁾ Der Ansatz wurde dann insofern erweitert, als auch die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe in Abhängigkeit von der Arbeitslosigkeit gesetzt wurde. In einem weiteren Schritt wurde die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke anstelle der Arbeitslosenquote als Indikator für die zyklische Standortbestimmung eingeführt. Tatsächlich ist in konjunkturellen Hochphasen und bei hoher Kapazitätsaus-

lastung auch ein relativ kräftiger Preisauftrieb zu beobachten, in Rezessionsphasen hingegen eine recht niedrige Teuerungsrates. Über das Modell der Phillips-Kurve stellt somit die Produktionslücke einen Indikator zur Einschätzung von Preistendenzen dar, die auch in die Zukunft gerichtet sein kann.

In diesem Zusammenhang ist jedoch zu beachten, dass je nach verwendetem Verfahren zur Bestimmung der Produktionslücke der geschätzte Auslastungsgrad erheblich divergieren kann. Hier wird deshalb für den Euro-Raum insgesamt und für ausgewählte Mitgliedsländer untersucht, welchen Einfluss das Verfahren zur Ableitung der Produktionslücke auf die ökonometrischen Schätzergebnisse zur zyklischen Reagibilität der Teuerungsraten hat. Dazu werden die Angaben zu Produktionslücken des IWF, die im Herbst 2013 im World Economic Outlook veröffentlicht wurden, und die Abwei-

¹ Vgl.: N. Pain, I. Koske und M. Sollie (2006), Globalisation and Inflation in OECD Economies, OECD Economics Department, Diskussionspapier, Nr. 524; IWF, How has Globalization Affected Inflation?, World Economic Outlook, April 2006, S. 97–134; sowie J. B. Taylor (2000), Low Inflation, Pass-Through and the Pricing Power of Firms, European Economic Review, Vol 44, S. 1389–1408.

² Vgl.: D. Moccero, S. Watanabe, B. Cournede (2011), What Drives Inflation in the Major OECD Economies, OECD Economics Department, Diskussionspapier, Nr. 854; EZB, The Development of Prices and Costs During the 2008-09 Recession, Monatsbericht, April 2012, S. 71–85; sowie IWF, The Dog that Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?, World Economic Outlook, April 2013, S. 79–95.

³ Vgl.: Europäische Kommission (2014), Analysing Current Disinflationary Trends in the Euro Area, European Economic Forecast, S. 39–41; sowie National Bank of Belgium (2013), What Inflation Developments Reveal About the Phillips Curve: Implications for Monetary Policy, Economic Review, S. 67–76.

⁴ Vgl.: A. W. Phillips (1958), The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom 1861–1957, *Economica*, Vol 25, S. 283–299.

Zyklische Reagibilität von Inflationsraten im Zeitraum 1996 bis 2009 in Abhängigkeit von der Produktionslücke ⁵⁾

Position	Euro-Raum		Deutschland		Frankreich		Italien	
	Gesamt- rate 1)	Kernrate 2)	Gesamt- rate 1)	Kernrate 2)	Gesamt- rate 1)	Kernrate 2)	Gesamt- rate 1)	Kernrate 2)
	Produktionslücke gemäß Filterverfahren							
π^e	0,64 (4,5)	0,27 (3,0)	0,68 (9,8)	0,32 (3,2)	0,70 (3,9)	0,29 (6,6)	0,62 (3,5)	1,11 (20,1)
π_{t-1}	0,22 (1,6)	0,64 (5,7)	–	0,45 (3,4)	0,18 (1,3)	0,62 (10,2)	0,36 (2,3)	–
HP-Lücke	0,28 (2,3)	0,11 (2,9)	0,39 (5,4)	0,12 (2,2)	0,37 (2,5)	0,09 (1,9)	0,28 (2,6)	0,17 (2,5)
Rohstoffpreise	0,05 (2,4)	–	0,09 (3,3)	–	0,02 (1,0)	–	0,06 (3,9)	–
R ²	0,52	– 0,51	– 0,33	– 0,16	– 0,32	– 0,38	– 0,39	– 0,18
J-stat (prob)	0,36	– 0,10	– 0,07	– 0,24	– 0,63	– 0,13	– 0,26	– 0,34
	Produktionslücke gemäß IWF-Schätzung							
π^e	0,71 (4,7)	0,29 (3,2)	0,73 (10,2)	0,38 (3,4)	0,59 (3,5)	0,26 (4,4)	0,57 (3,6)	1,05 (24,4)
π_{t-1}	0,17 (1,3)	0,61 (5,4)	–	0,41 (3,0)	0,21 (1,3)	0,58 (8,3)	0,33 (2,3)	–
IWF-Lücke	0,30 (3,1)	0,14 (3,5)	0,42 (7,1)	0,16 (2,7)	0,22 (2,7)	0,16 (4,0)	0,28 (3,2)	0,17 (2,4)
Rohstoffpreise	0,04 (2,3)	–	0,09 (3,4)	–	0,03 (1,6)	–	0,05 (3,9)	–
R ²	0,49	– 0,52	– 0,36	– 0,13	– 0,35	– 0,40	– 0,41	– 0,18
J-stat (prob)	0,86	– 0,24	– 0,25	– 0,53	– 0,90	– 0,19	– 0,62	– 0,42

* Werte in Klammern entsprechen t-stat. Schätzung mit Generalized Method of Moments (GMM) und jeweils zwei Verzögerungen. 1 Annualisierte saisonbereinigte Quartalszuwachsrate des HVPI. 2 Annualisierte saisonbereinigte Quartalszuwachsrate des HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel.

Deutsche Bundesbank

chungen des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) von einem Trend herangezogen, der mithilfe des Hodrick-Prescott-Filters (HP-Filter), einer rein statistischen Methode, aus der Zeitreihe des BIP extrahiert wurde.⁵⁾ Von besonderem Interesse ist dabei der aktuelle Rand, da hier die Diskrepanzen zwischen den resultierenden Angaben zur Produktionslücke besonders groß sind. So zeigen beide Verfahren für die EWU insgesamt und für Frankreich eine Abweichung von jeweils zwei und für Italien sogar von mehr als drei Prozentpunkten an; für Deutschland wird dagegen ein nahezu identischer Auslastungsgrad ausgewiesen.

Als theoretischer Hintergrund der ökonomischen Schätzungen dient eine traditionelle erwartungsbasierte Phillips-Kurve für eine offene Volkswirtschaft. Der Preisauftrieb wird durch drei Faktoren bestimmt: Inflationserwartungen (diese können hier vorwärts- und rückwärtsgerichtet sein), die zyklische Komponente (Produktionslücke) und externe Faktoren (z. B. Rohstoffpreise):

$$\pi_t = \alpha\pi_t^e + \beta\pi_{t-1} + \lambda y_t + \gamma roh_t + \varepsilon_t.$$

Dabei steht π für die Inflationsrate, π^e für die erwartete Inflationsrate, y für die Produktionslücke und roh für Rohstoffpreise; t ist der Zeitindex.⁶⁾

Die zu erklärende Preisdynamik wird zum einen durch den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) und zum anderen durch die Kernkomponente (HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) repräsentiert. In die Schätzgleichung gehen dabei annualisierte saisonbereinigte Quartalszuwachsrate ein. Inflationserwartungen werden über die von Consensus Economics ermittelten Inflationsprognosen für den Zeithorizont von sechs bis zehn Jahren gemessen. Die Rohstoffpreise werden durch den HWWI-Gesamtindex der Rohstoffpreise auf Euro-Basis abgebildet. Zusätzlich wurde

⁵ Um das Endpunktproblem des HP-Filters zu reduzieren, wurde das Quartalsprofil des realen BIP für die Jahre 2014 und 2015 anhand der jüngsten Prognose der Europäischen Kommission fortgeschrieben. Als Glättungsparameter für den HP-Filter wurde der für Quartalsdaten übliche Wert von 1 600 gewählt.

⁶ Vielfach wird die Phillips-Kurve mithilfe der Abweichung der beobachteten Arbeitslosenquote vom langfristigen Trend (NAIRU) geschätzt. Die Produktionslücke und die anhand der Arbeitslosenquote abgeleitete Lücke stehen jedoch über das Okun'sche Gesetz im Zusammenhang.

**Zyklische Reagibilität von Inflationsraten im Zeitraum 1996 bis 2013
 in Abhängigkeit von der Produktionslücke *)**

Position	Euro-Raum		Deutschland		Frankreich		Italien	
	Gesamt- rate 1)	Kernrate 2)	Gesamt- rate 1)	Kernrate 2)	Gesamt- rate 1)	Kernrate 2)	Gesamt- rate 1)	Kernrate 2)
	Produktionslücke gemäß Filterverfahren							
π^e	0,74 (5,0)	0,33 (3,5)	0,75 (12,1)	0,41 (3,9)	0,75 (4,3)	0,32 (4,7)	0,89 (4,4)	1,07 (21,1)
π_{t-1}	0,16 (1,3)	0,56 (4,7)	–	0,34 (2,5)	0,14 (1,0)	0,53 (5,3)	0,16 (1,1)	–
HP-Lücke	0,33 (3,0)	0,13 (3,0)	0,40 (5,2)	0,15 (0,9)	0,39 (2,7)	0,16 (2,2)	0,41 (3,2)	0,20 (3,3)
Rohstoffpreise	0,04 (2,0)	–	0,10 (3,7)	–	0,01 (0,5)	–	0,03 (1,5)	–
R ²	0,52	– 0,43	– 0,29	– 0,13	– 0,27	– 0,27	– 0,38	– 0,19
J-stat (prob)	0,28	– 0,07	– 0,08	– 0,30	– 0,40	– 0,08	– 0,11	– 0,14
	Produktionslücke gemäß IWF-Schätzung							
π^e	0,74 (4,6)	0,37 (4,0)	0,79 (13,0)	0,46 (4,1)	0,68 (3,6)	0,35 (4,2)	0,65 (4,7)	1,08 (21,6)
π_{t-1}	0,24 (1,8)	0,53 (5,0)	–	0,31 (2,2)	0,22 (1,4)	0,50 (5,6)	0,36 (4,7)	–
IWF-Lücke	0,21 (3,1)	0,14 (4,5)	0,42 (7,6)	0,19 (3,4)	0,17 (2,4)	0,15 (3,9)	0,17 (4,2)	0,14 (3,2)
Rohstoffpreise	0,02 (1,2)	–	0,09 (4,1)	–	0,02 (0,7)	–	0,03 (1,4)	–
R ²	0,36	– 0,45	– 0,35	– 0,10	– 0,25	– 0,31	– 0,27	– 0,22
J-stat (prob)	0,51	– 0,18	– 0,24	– 0,61	– 0,86	– 0,17	– 0,21	– 0,29

* Werte in Klammern entsprechen t-stat. Schätzung mit Generalized Method of Moments (GMM) und jeweils zwei Verzögerungen. 1 Annualisierte saisonbereinigte Quartalszuwachsrate des HVPI. 2 Annualisierte saisonbereinigte Quartalszuwachsrate des HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel.

Deutsche Bundesbank

aufgrund von möglicher Persistenz, die sich unter anderem durch rückwärtsgerichtete Erwartungsbildung ergeben kann, die verzögerte Inflationsrate berücksichtigt.

In der Vergangenheit ist ein und dieselbe Teuerungs- oder Kernrate unabhängig vom Schätzverfahren für die Produktionslücke mit sehr unterschiedlichen zyklischen Positionen einhergegangen.⁷⁾ So wurde im Jahr 2000 bei sehr geringen Kernraten in allen untersuchten Ländern sowohl gemäß den IWF-Zahlen zur Produktionslücke als auch nach den Ergebnissen des HP-Filters eine Überauslastung angezeigt, während 2008/2009 und auch 2013 die Kernraten in gleicher Höhe bei einer zum Teil als erheblich einzustufenden Unterauslastung auftraten. Dies deutet schon auf einen vergleichsweise moderaten Einfluss der konjunkturellen Schwankungen auf die Preisentwicklung hin. Des Weiteren kann beobachtet werden, dass die mittelfristigen Erwartungen in den vergangenen Jahren sehr stabil waren und nahe bei 2% verharrten. Die Schwankungen der Inflationsraten scheinen im untersuchten Zeitraum die Inflationserwartungen nur geringfügig beeinflusst zu haben.

Zunächst wird den Regressionen der Beobachtungszeitraum zwischen 1996 und 2009 zugrunde gelegt, in dem die von den beiden Verfahren ausgewiesenen Produktionslücken meist vergleichsweise eng beieinander liegen. Der Einfluss dieser Produktionslücken erweist sich in allen Spezifikationen als statistisch signifikant. Die geschätzten Koeffizienten der zyklischen Reagibilität unterscheiden sich in Abhängigkeit von der gewählten Lücke kaum. Wenn Abweichungen bestehen, wie etwa bei den Ergebnissen für Frankreich, dann sind diese selten statistisch signifikant. Die zyklische Reagibilität der HVPI-Gesamtraten ist höher als die der Kernraten.⁸⁾

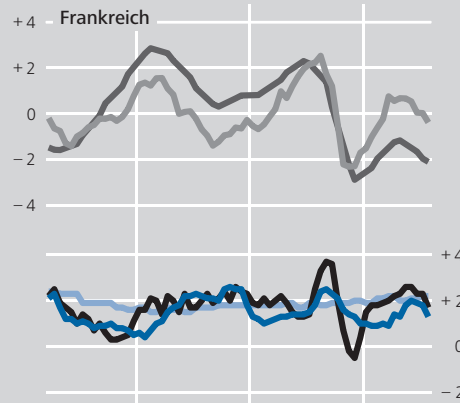
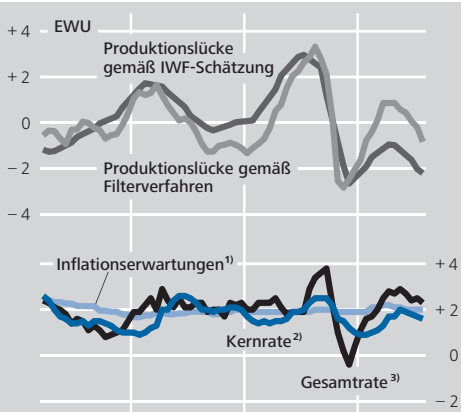
Wird der Zeitraum bis 2013 erweitert, das heißt, auch die Phase stärker divergierender Produktionslücken einbezogen, ändern sich

⁷ Da die saisonbereinigten Quartalszuwachsrate insbesondere beim HVPI sehr volatil sind, zeigen die Abbildungen die Preisänderungen in Vorjahresraten. Diese weisen einen leichten zyklischen Nachlauf auf, der bei den annualisierten Quartalszuwachsrate nicht vorliegt.

⁸ Vgl. auch: A. Fröhling, K. Lommatzsch, Output sensitivity of inflation in the euro area: Indirect evidence from disaggregated consumer prices, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 25/2011.

Produktionslücken und Inflationsraten

in %, vierteljährlich



Quellen: EZB, IWF, Consensus Economics und eigene Berechnungen. **1** Gemäß Consensus Forecast für Zeithorizont von sechs bis zehn Jahren. **2** HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel; Veränderung gegenüber Vorjahr. **3** HVPI; Veränderung gegenüber Vorjahr.

Deutsche Bundesbank

die Ergebnisse jedoch mitunter beträchtlich. Zwar ist der Einfluss der Konjunktur in nahezu allen Fällen unverändert statistisch signifikant. Zudem gilt in der Tendenz weiterhin, dass die konjunkturelle Reagibilität der HVPI-Gesamtraten höher als die der Kernraten ist. Ausnahmen stellen hier jedoch Frankreich und Italien dar, wo die Reagibilität beider Teuerungsraten bezüglich der IWF-Lücken nun als nahezu identisch eingestuft wird. Vor allem besteht aber vielfach ein erheblicher Unterschied zwischen den geschätzten Koeffizienten bei Spezifikationen, die sich lediglich in der Wahl der Produktionslücke unterscheiden. Aufgrund der vergleichsweise ähnlichen

Einschätzung der zyklischen Position für Deutschland sind hier die Divergenzen am geringsten. Größere Unterschiede ergeben sich hingegen bei der HVPI-Gesamtrate für den Euro-Raum, Frankreich und Italien. Die mithilfe der IWF-Angaben ermittelte zyklische Reagibilität ist in allen genannten Fällen spürbar geringer als jene, die sich auf die Produktionslücken gemäß HP-Filter bezieht. Der Abstand zwischen den geschätzten Koeffizienten ist insbesondere für Italien statistisch signifikant. In abgeschwächter Form treffen diese Beobachtungen auch für die Kernraten zu.

Vergleicht man die geschätzte zyklische Reagibilität zwischen den beiden Zeitperioden, ergeben sich für Deutschland aufgrund der ähnlichen Verläufe der Produktionslücken keine merklichen Unterschiede. Für den Euro-Raum, Frankreich und Italien werden hingegen in der Tendenz die Koeffizienten der Produktionslücken laut HP-Filter im gesamten Zeitraum 1996 bis 2013 höher eingeschätzt als in der Phase bis 2009, während sich die Reagibilität bezogen auf die IWF-Angaben verringert hat. Die Verschiebungen bei den HVPI-Gesamtraten sind dabei höher als bei den Kernraten. In keinem der Fälle ist der Abstand zwischen den geschätzten Koeffizienten jedoch statistisch signifikant.

Alles in allem kann festgehalten werden, dass sich die Unterschiede zwischen den nach verschiedenen Verfahren geschätzten Produktionslücken in der wiederum geschätzten zyklischen Reagibilität der Teue-

rung widerspiegelt, auch wenn der Phillips-Kurven-Zusammenhang für alle Spezifikationen bestätigt werden kann. Eine höhere Produktionslücke wird in der Tendenz durch einen geringeren Reaktionskoeffizienten „kompensiert“. Der konjunkturelle Einfluss ist damit – unabhängig vom Verfahren zur Ermittlung der Produktionslücke – vergleichsweise gering. Dass sich der Zusammenhang in der Krise noch weiter abgeschwächt haben könnte, kann durch die hier vorgelegten Schätzungen aber nicht ohne Weiteres bestätigt werden. Eine tendenzielle Abschwächung wird nur dann angezeigt, wenn die vergleichsweise großen negativen Produktionslücken gemäß IWF herangezogen werden und eine erhebliche Diskrepanz zu den Angaben auf Basis des HP-Filters besteht.

Unterauslastung zurückzunehmen. Auch bei Anwendung eines Filterverfahrens kann sich die Einschätzung des zugrunde liegenden Trends unter Kenntnis des weiteren Verlaufs von der vorherigen Einstufung unter unvollständigen Informationen unterscheiden. Speziell in der Nähe von (ex post konstatierten) zyklischen Hoch- oder Tiefpunkten wird der extrahierte Trend später angepasst. Diese Endpunkt-Problematik wird vielfach als Schwachstelle des HP-Filters herausgestellt.¹¹ Zieht man komplexere Modelle zur Bestimmung des Produktionspotenzials heran, stellt die Revisionsanfälligkeit des Modells selbst eine weitere Quelle für Korrekturen der geschätzten zyklischen Output-Komponente dar.

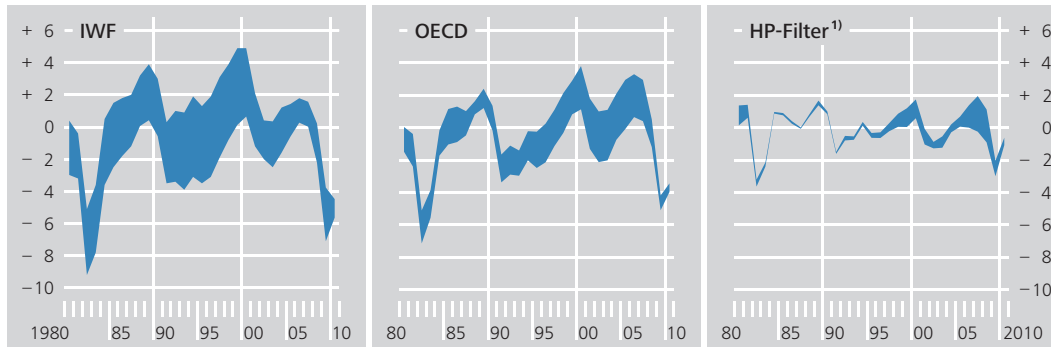
Orphanides und van Norden (2002) haben die Zuverlässigkeit von Schätzungen der Produktionslücke für die US-Wirtschaft am jeweils aktuellen Rand untersucht, die sie auf Basis von Echtzeit-Daten mithilfe einfacher statistischer Methoden zur Trendextraktion, wie etwa des

HP-Filters, aber auch komplexerer Modelle konstruierten. Letztere bezogen dabei zusätzliche ökonomische Informationen mit ein. Im Ergebnis bescheinigten die Autoren den verschiedenen Verfahren generell nur eine geringe Zuverlässigkeit ihrer Echtzeit-Schätzungen. Die nachfolgenden Revisionen erreichten oft die gleiche Größenordnung wie die zunächst geschätzten Lücken selbst. Dabei spielten spätere Korrekturen des zugrunde gelegten Datenmaterials nur eine untergeordnete Rolle. Als entscheidender erwies sich vielmehr das hartnäckige Problem, am aktuellen Rand Trend und

¹¹ Ausschlaggebend hierfür ist die symmetrische Konstruktion der Glättung, bei der sowohl vergangene als auch zukünftige Werte berücksichtigt werden. Am aktuellen Rand fehlt bei der Abwägung zwischen der Abweichung vom Trend und der Glätte dieses Trends eine „Bestrafung“ für eine spätere Umkehr einer Trendänderung. Mithin schmiegt sich der extrahierte Trend am aktuellen Rand enger an vorübergehende Schwankungen an als zur Mitte des Beobachtungsintervalls. Vgl. etwa: P. St-Amant und S. van Norden (1997), Measurement of the Output Gap: A Discussion of Recent Research at the Bank of Canada, Bank of Canada, Technical Report, Nr. 79.

Schwankungsbreite^{*)} der Schätzungen^{**)} für die Produktionslücke in den USA seit dem WEO/EO vom Frühjahr 1999

in % des Produktionspotenzials



Quellen: IWF (World Economic Outlook (WEO) April 1999 bis Oktober 2013), OECD (Economic Outlook (EO) Nr. 65 bis Nr. 94) und eigene Berechnungen. * Minimum und Maximum. ** Es werden nur Schätzungen für die Produktionslücken in zurückliegenden Jahren berücksichtigt. ¹ Hodrick-Prescott-Filter mit Glättungsparameter von 6,25 auf Echtzeit-Daten des realen BIP (gemäß WEO) angewendet, die mithilfe der durchschnittlichen Wachstumsraten der letzten zehn Jahre extrapoliert wurden.

Deutsche Bundesbank

Zyklus verlässlich voneinander zu separieren. Hierin spiegelt sich letztlich die Unbekanntheit der künftigen Wirtschaftsentwicklung wider. Schließlich schnitten auch die komplexeren Verfahren nicht günstiger ab als entsprechende univariate Methoden. Dem Informationsvorteil, den die Berücksichtigung weiterer Variablen bietet, steht gegenüber, dass die höhere Komplexität auch die Möglichkeit zusätzlicher Revisionen birgt.¹²⁾

Untersuchung der Schätzungen des IWF und der OECD

Auswertung der Schätzungen des IWF und der OECD für historische Produktionslücken

Zur Überprüfung ihrer Verlässlichkeit werden im Folgenden für die jährlichen Produktionslücken in den G7-Volkswirtschaften die Angaben des IWF und der OECD seit dem World Economic Outlook (WEO) beziehungsweise Economic Outlook (EO) vom Frühjahr 1999 herangezogen.¹³⁾ Mit jeder Publikation erhält man eine Zeitreihe mit den Schätzungen für den Auslastungsgrad der Kapazitäten einer Wirtschaft in den vergangenen Jahren. Dabei werden nur die Angaben zu den historischen Lücken berücksichtigt, um Revisionen auszublenken, die sich offensichtlich aus Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit den makroökonomischen Projektionen ergeben. Das bedeu-

tet, dass etwa im Fall des WEO vom April 1999 die letzte Schätzung, die in die Untersuchung eingebunden wird, sich auf die Produktionslücke im Jahr 1998 bezieht. Umgekehrt stellt für den gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrad im Jahr 1998 die Angabe aus dem WEO vom Frühjahr des Folgejahres die erste historische Schätzung dar. Auf diese ab 1998 verfügbaren ersten Schätzungen wird besonderes Augenmerk gelegt, da sie dem für wirtschaftspolitische Entscheidungsträger wichtigen aktuellen Rand am nächsten kommen. Zur Beurteilung der Verlässlichkeit werden sie mit den jüngsten Schätzungen verglichen, die den jeweiligen Veröffentlichungen vom Herbst 2013 entstammen.¹⁴⁾ Neben der Evolution der Schätzungen von der ersten bis zur jüngsten dürfte aber auch interessant sein, ob beziehungsweise inwiefern Angaben zu Produktionslücken in der weiter zurückliegenden Vergangenheit revidiert worden sind, weshalb der Zeitraum vor 1998 mit ins Bild genommen wird.¹⁵⁾ Als Referenz-

¹² Vgl.: A. Orphanides und S. van Norden (2002), The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time, *Review of Economics and Statistics*, Vol 84, Nr. 4, S. 569–583.

¹³ Die entsprechenden Daten des IWF sind ohne Beschränkung abrufbar, während der Zugang zu den Angaben der OECD über OECD iLibrary auf Abonnenten begrenzt ist. Die verfügbaren OECD-Daten reichen prinzipiell sogar bis zum EO Nr. 60 vom Herbst 1996 zurück.

¹⁴ Die Angaben aus dem WEO vom April 2014 sind nicht berücksichtigt worden, da bislang noch keine vergleichbaren Schätzungen der OECD vorliegen.

Streuung der Schätzungen¹⁾ für die Produktionslücke in ausgewählten Zeiträumen über Publikationen hinweg

Land	Zeitraum	Mittlere Spannweite ¹⁾			Vorzeichenwechsel ²⁾			Nachrichtlich: mittlere absolute Produktionslücke ³⁾		
		IWF	OECD 4)	HP-Filter 5)	IWF	OECD 4)	HP-Filter 5)	IWF	OECD 4)	HP-Filter 5)
USA	1998–2010	2,9	2,4	1,0	7	7	3	2,0	2,1	1,1
	1980–1997	4,0	1,8	0,3	13	7	2	2,0	1,7	1,0
Japan	1998–2010	1,9	2,5	1,2	0	4	6	1,6	2,1	1,0
	1980–1997	2,4	2,3	0,7	4	8	2	2,4	2,5	0,9
Deutschland	1998–2010	1,9	1,9	1,1	5	4	4	1,4	1,6	1,4
	1980–1997	3,6	3,1	0,3	7	8	1	2,5	1,4	0,8
Frankreich	1998–2010	2,6	2,7	0,9	11	8	5	1,6	1,6	0,9
	1980–1997	1,6	2,2	0,5	5	5	3	1,2	1,4	0,7
Vereinigtes Königreich	1998–2010	2,3	2,2	1,0	9	7	8	1,9	1,7	1,1
	1980–1997	2,6	2,5	0,5	7	3	2	1,4	1,8	1,1
Italien	1998–2010	3,1	3,3	1,0	10	11	6	1,6	1,9	1,1
	1980–1997	4,2	2,0	0,4	10	5	2	1,6	1,3	0,6
Kanada	1998–2010	2,1	2,0	1,0	8	5	7	1,6	1,5	0,9
	1980–1997	10,9	1,9	0,3	16	4	1	1,9	2,0	1,3

* Zugrunde gelegt werden die Schätzungen vom WEO April 1999 bzw. EO Nr. 65 bis zum WEO Oktober 2013 bzw. EO Nr. 94. Es werden nur Schätzungen für die Produktionslücken in zurückliegenden Jahren berücksichtigt. **1** Arithmetisches Mittel der für einzelne Jahre berechneten Spannweite der geschätzten Produktionslücken; in Prozentpunkten. **2** Anzahl der Jahre, für die die geschätzte Produktionslücke im Verlauf der Schätzungen mindestens einmal das Vorzeichen wechselt. **3** Laut Schätzungen vom Herbst 2013; in % des Produktionspotenzials. **4** Angaben der OECD aus jüngeren EOs beginnen 1985/1986, für Deutschland ab 1991. **5** Anwendung des HP-Filters mit Glättungsparameter von 6,25 auf (logarithmierte und mit durchschnittlichen Wachstumsraten extrapolierte) Echtzeit-Daten für das reale BIP gemäß den WEO-Datenbanken.

Deutsche Bundesbank

maßstab wird parallel die Verlässlichkeit von Schätzungen untersucht, die durch einfache Glättung von Echtzeit-Daten zum realen BIP mittels des HP-Filters abgeleitet worden sind.¹⁶⁾

Die Analyse der aus dem HP-Filter gewonnenen Produktionslücken bestätigt und veranschaulicht die Ergebnisse von Orphanides und van Norden (2002). Betrachtet man für die Lücke in jedem einzelnen Jahr den Abstand zwischen den maximalen und minimalen Angaben, errechnet sich etwa für die USA im Zeitraum von 1998 bis 2010, für den erste Schätzungen am aktuellen Rand beobachtet werden können, eine mittlere Spannweite von 1 Prozentpunkt. Legt man die jüngsten Schätzungen zugrunde und vernachlässigt die Vorzeichen, beläuft sich die durchschnittliche Produktionslücke für diesen Zeitraum ebenfalls auf rund 1%. Mithin sind die Revisionen im Verhältnis zu den ausgewiesenen Lücken durchaus groß. Besonders weit klaffen die Angaben für die zyklischen Hochpunkte auseinander. So erreicht die

Spannweite in den Jahren 1999/2000 1¼ Prozentpunkte, in den Jahren 2007/2008 sogar Werte von 2 Prozentpunkten und mehr. Dies verdeutlicht die mangelnde Verlässlichkeit der Trendextraktion durch den HP-Filter am aktuellen Rand, wenn die konjunkturelle Dynamik dreht. Demgegenüber weichen die für die Zeit vor 1998 geschätzten Produktionslücken nur wenig voneinander ab. Maßgeblich hierfür ist,

15 Betrachtet werden hier die Schätzungen für die Produktionslücken bis zum Jahr 1980 zurück, wengleich sich die Angaben vor dem WEO vom Herbst 2003 sogar bis 1970 erstrecken. Auf der anderen Seite wird der Untersuchungszeitraum mit der Produktionslücke für das Jahr 2010 abgeschlossen, für die zumindest noch sechs historische Schätzungen berücksichtigt werden können.

16 Zur konkreten Ausgestaltung der Ableitung siehe Fußnote 8. Die Wahl des Glättungsparameters von 6,25 folgt Koske und Pain (2008), die die Revisionsanfälligkeit speziell der Angaben der OECD im Vergleich zu Echtzeit-Schätzungen auf Basis des HP-Filters überprüfen. Die im Folgenden vorgestellten Untersuchungsergebnisse ändern sich qualitativ nicht wesentlich, wenn stattdessen ein Parameter von 100 unterstellt wird, der ebenfalls häufig zur Anwendung kommt. Vgl.: I. Koske und N. Pain (2008), The Usefulness of Output Gaps for Policy Analysis, OECD Economics Department, Diskussionspapier, Nr. 621.

Endpunkt-
 Problematik der
 Schätzungen
 auf Basis des
 HP-Filters

Umfangreiche Revisionen der IWF- und OECD-Angaben, insbesondere für weit zurückliegende Produktionslücken

dass für diesen Abschnitt die weitere Wirtschaftsentwicklung bekannt ist und lediglich die geringen Korrekturen der historischen BIP-Daten Anlass geben, den Trend-Output zu revidieren.¹⁷⁾

Die Schätzungen des IWF und der OECD fügen sich allerdings zu einem anderen Bild zusammen. So scheint die Schwankungsbreite ihrer Angaben deutlich höher auszufallen. Dies ist jedoch insofern zu relativieren, als die internationalen Organisationen im Schnitt merklich größere Produktionslücken veranschlagen. Das heißt, sie rechnen mit kräftigeren zyklischen Ausschlägen und dafür einem glatteren Potenzialpfad als der HP-Filter in der hier unterstellten Spezifikation.¹⁸⁾ Darüber hinaus fällt auf, dass nicht nur die Produktionslücken am jeweiligen aktuellen Rand umfangreichen Revisionen unterliegen, sondern auch jene in weiter zurückliegenden Jahren. Dabei scheint der IWF seine Angaben für die Zeit vor 1998 tendenziell sogar in stärkerem Maße zu korrigieren als seine Setzungen für jüngere Produktionslücken. So war etwa im WEO vom Herbst 2000 für das Jahr 1982 eine Unterauslastung der Kapazitäten der US-Wirtschaft in Höhe von 5½% des Potenzial-Outputs ausgewiesen worden. Im September 2002 hatte der Fonds seine Schätzung auf –9¼% korrigiert, bevor er sie wieder bis auf –5% in seiner Frühjahrspublikation von 2007 zurückschraubte. Auch die Angaben für die Produktionslücke in den Jahren 1983 bis 1985 schwankten um bis zu 4 Prozentpunkte. Dabei sind derartige Revisionen, wie sie für die USA beobachtet werden können, keineswegs ein Einzelfall. Einen Ausreißer stellen sicherlich die Schätzungen für Kanada dar. Im WEO vom Oktober 2007 hob der IWF-Stab die dortige Produktionslücke für 1980 von knapp 2% auf fast 10% an, und die Angaben für nachfolgende Jahre wurden in ähnlichem Umfang korrigiert. Nur zwei Publikationen später aber wurden diese Revisionen wieder zurückgenommen. Über alle hier betrachteten Veröffentlichungen hinweg erreichen die IWF-Angaben für die kanadische Produktionslücke in den Jahren 1980 bis 1997 eine durchschnittliche Spannweite

von rund 11 Prozentpunkten. Auch im Fall Italiens hat der IWF-Stab seine Schätzungen für die zyklische Position in den achtziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts mitunter massiv korrigiert. Mit dem WEO vom April 2009 wurde hier die Produktionslücke im Jahr 1980 von 3% auf 13¼% heraufgesetzt. In der Fassung vom Herbst 2013 ist für das Jahr 1980 nach wie vor eine Überauslastung von 12¼% ausgewiesen worden, die sich im Folgejahr auf gut 1% reduziert. Angesichts einer Ausweitung des realen BIP um weniger als 1% impliziert das eine sprunghafte Zunahme des italienischen Potenzial-Outputs im Jahr 1981 um rund 12%.

Der große Revisionsumfang bedingt, dass über die verschiedenen Generationen von Schätzungen hinweg aus einer negativen Produktionslücke nicht selten eine positive wird et vice versa. Dabei trifft dies im Fall der internationalen Organisationen auch auf ihre Angaben für die zyklische Position in zeitlich entfernten Jahren zu. Im Rahmen der seit 1999 von der OECD erstellten Schätzungen für die Produktionslücke der US-Wirtschaft im Zeitraum 1980 bis 1997 sind sieben Jahre von jeweils mindestens einem Vorzeichenwechsel betroffen; das sind genauso viele wie im späteren Zeitabschnitt. Der Fonds hat sogar für 13 der 18 Jahre der früheren Periode das Vorzeichen getauscht; lediglich die Produktionslücken für 1981 bis 1983 und 1988/1989 wurden stets unterhalb beziehungsweise oberhalb der Nulllinie bestätigt. Demgegenüber werden für die aus einem einfachen Filterverfahren gewonnenen zyklischen Positionen generell nur wenige Vorzei-

Häufige Vorzeichenwechsel in der Evolution der Schätzungen

¹⁷ Allerdings taucht ein analoges Problem am historischen Rand auf, weil sich manche Zeitreihen bis 1970 zurückerstrecken, während andere erst 1980 einsetzen.

¹⁸ Um ein relatives Maß für den Umfang der Revisionen zu erhalten, könnte etwa die mittlere Spannweite der Schätzungen auf die mittlere absolute Produktionslücke bezogen werden. Setzt man den Glättungsparameter des HP-Filters auf 100, sind die resultierenden zyklischen Ausschläge von ähnlicher Größenordnung wie jene in den Angaben der internationalen Organisationen. Auch die Spannweite der (revidierten) Schätzungen auf Basis des HP-Filters wird dadurch größer; die Relation zwischen mittlerer Spannweite und mittlerer absoluter Produktionslücke bleibt tendenziell erhalten.

chenwechsel im früheren Zeitraum gezählt.¹⁹ Für die Jahre 1998 bis 2010 schneidet das einfache Glättungsverfahren im Hinblick auf dieses Kriterium in der Tendenz zumindest nicht schlechter ab als die Setzungen der internationalen Organisationen.²⁰ Eine Ausnahme bildet jedoch Japan. Wohl aufgrund der milden, aber hartnäckigen Deflation hat vor allem der IWF an der Vorstellung einer persistenten Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten Japans festgehalten.

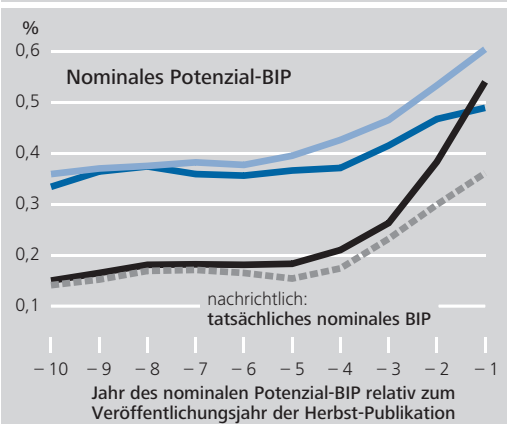
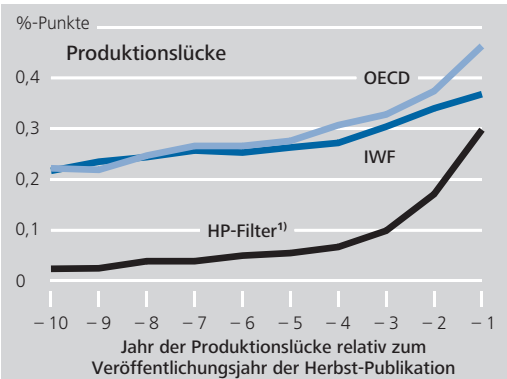
Lange historische Reichweite der Revisionen durch internationale Organisationen ...

Maßgeblich für die im Vergleich recht großen und auch auf die entfernte Vergangenheit gerichteten Revisionen durch die internationalen Organisationen dürfte sein, dass die historische Reichweite ihrer üblichen Korrekturen erheblich größer ist als die eines einfachen Filterverfahrens. Das wird deutlich, wenn man jeweils die Anpassungen der Zeitreihen für die Produktionslücke von einem WEO zum nächsten betrachtet und über die einzelnen Publikationen und Länder mittelt.²¹ So konzentrieren sich die Revisionen der Schätzungen auf Basis des HP-Filters im Allgemeinen auf den aktuellen Rand der Zeitreihen. Zusätzliche Beobachtungen führen hier zu einer Neubewertung der zyklischen Position nur in den unmittelbar zurückliegenden Jahren. Ihr Einfluss läuft in Abhängigkeit vom gewählten Glättungsparameter – und damit der unterstellten Länge eines Konjunkturzyklus – mit zunehmender zeitlicher Entfernung aus.²² Produktionslücken weit zurückliegender Jahre werden daher lediglich im Zuge eher seltener und in der Regel kleiner Revisionen der historischen BIP-Daten korrigiert. Anders sieht das Bild für die Schätzungen der internationalen Organisationen aus. Die Revisionen der Produktionslücke in der fernerer Vergangenheit fallen nur bis zu einem gewissen Grad geringer aus als die Anpassungen am aktuellen Rand und schlagen im Allgemeinen noch spürbar zu Buche.

... bedingt durch Neueinschätzungen des Potenzialpfads

Zu fragen bleibt, was die weit zurückreichenden Revisionen durch die internationalen Organisationen verursacht. Eine theoretische Möglichkeit wäre, dass seitens der statistischen Ämter der Zeitpfad des realen BIP nach oben

Umfang der Revisionen^{*)} der Schätzungen für G7-Länder in Abhängigkeit von der historischen Entfernung



Quellen: IWF (World Economic Outlook (WEO) April 1999 bis Oktober 2013), OECD (Economic Outlook (EO) Nr. 65 bis Nr. 94) und eigene Berechnungen. * Mittlere absolute Revision der Schätzungen für das angegebene Jahr gegenüber der jeweils vorherigen Publikation. Einfaches arithmetisches Mittel über Publikationen und Länder hinweg. ¹ Hodrick-Prescott-Filter mit Glättungsparameter von 6,25 auf Echtzeit-Daten des realen BIP (gemäß WEO) angewendet, die mithilfe der durchschnittlichen Wachstumsraten der letzten zehn Jahre extrapoliert wurden.
 Deutsche Bundesbank

¹⁹ Dies gilt auch für einen Glättungsparameter des HP-Filters von 100.

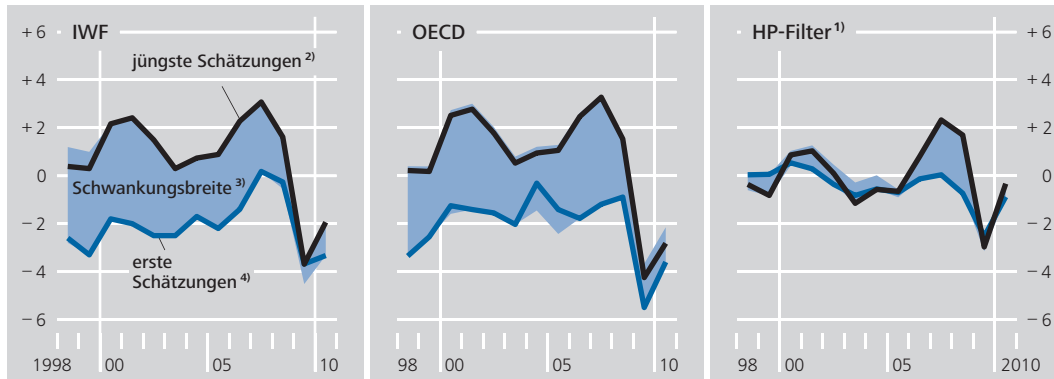
²⁰ Das ist insofern beachtlich, als für die Fortschreibung der zugrunde gelegten Zeitreihen des BIP am aktuellen Rand nur durchschnittliche Wachstumsraten aus der Vergangenheit verwendet wurden, d. h. keinerlei Informationen über die tatsächliche Entwicklung im laufenden Jahr oder danach. Im Vergleich zu den Schätzungen der internationalen Organisationen dürfte dies ein Informationsnachteil sein.

²¹ Hier wird die einfache arithmetische Mittelung über die Länder hinweg der gewichteten Durchschnittsbildung vorgezogen, da die Frage nach der typischen Revision im Fokus steht, nicht die Frage nach der aggregierten Korrektur. Bei einer aggregierten Betrachtung etwa auf Basis nominaler BIP-Gewichte würde stets die Produktionslücke der US-Wirtschaft einen dominierenden Einfluss ausüben.

²² Bei Unterstellung eines Glättungsparameters von 100 sind die Revisionen der Schätzungen auf Basis des HP-Filters anfänglich etwas größer als in der hier präferierten Spezifikation. Zudem sind sie mit zunehmendem zeitlichen Abstand auch etwas länger von Bedeutung.

Evolution der Schätzungen für die Produktionslücke in Italien

in % des Produktionspotenzials



Quellen: IWF (World Economic Outlook (WEO) April 1999 bis Oktober 2013), OECD (Economic Outlook (EO) Nr. 65 bis Nr. 94) und eigene Berechnungen. **1** Hodrick-Prescott-Filter mit Glättungsparameter von 6,25 auf Echtzeit-Daten des realen BIP (gemäß WEO) angewendet, die mithilfe der durchschnittlichen Wachstumsraten der letzten zehn Jahre extrapoliert wurden. **2** Stand vom Herbst 2013. **3** Minimum und Maximum aller Schätzungen. **4** Schätzungen vom WEO/EO des Frühjahrs des jeweils nachfolgenden Jahres.

Deutsche Bundesbank

oder unten verschoben wird. Der durch ein statistisches Glättungsverfahren extrahierte Trend-Output würde dann diese Niveaueinstellung gleichsam automatisch nachvollziehen, sodass die Lücke auf Basis des HP-Filters unberührt bliebe. Sofern IWF und OECD aber an ihrer Einschätzung des Potenzialpfades festhielten, müssten sie ihre Zeitreihen für den gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrad entsprechend korrigieren.²³⁾ Allerdings ist ein solches Szenario insofern bereits unwahrscheinlich, als eine Korrektur des Niveaus des realen BIP ceteris paribus auch eine Parallelverschiebung des Potenzial-Outputs sinnvoll erscheinen lässt. Zudem ist das Ausmaß der Revisionen historischer BIP-Daten in der Regel gering. Alternativ könnten Neueinschätzungen der Potenzialpfade durch die internationalen Organisationen Anlass für die Anpassungen der Produktionslücken geben. Um zwischen den beiden konkurrierenden Hypothesen zu entscheiden, müssen jeweils die Beiträge aus den Korrekturen des tatsächlichen und des potenziellen BIP zur Revision der Produktionslücke bestimmt werden. Für die realen Größen ist jedoch eine derartige Aufspaltung nicht möglich, da ihre Niveaus aus konzeptionellen Gründen nicht immer vergleichbar sind und somit die nötigen Differenzen nicht gezogen werden können.²⁴⁾ Allerdings ist für die in Prozent des Potenzial-Outputs ausgedrückte Lücke unerheblich, ob sie auf reale Variablen

oder auf entsprechende nominale Größen bezogen wird. Deren Revisionen können leicht in Währungseinheiten berechnet und verglichen werden.²⁵⁾ Mithilfe einer derartigen Analyse nominaler Größen kann die Hypothese bestätigt werden, dass im Wesentlichen neue Schätzungen der internationalen Organisationen für das Niveau des Potenzial-Outputs die Revisionen gerade ihrer zeitlich weit zurückliegenden Produktionslücken verursachen.

Einen Hinweis auf die Verlässlichkeit der Angaben am aktuellen Rand liefert die Revisions-

²³ Eine derartige Argumentationslinie vertreten Koske und Pain (2008).

²⁴ Koske und Pain (2008) zerlegen stattdessen die Revision der Änderung der Produktionslücke in die Revisionen der Wachstumsraten des realen tatsächlichen und potenziellen BIP. Sie gelangen zu dem Schluss, dass die Revisionen der Änderung der Produktionslücke in stärkerem Maße auf Korrekturen der Wachstumsrate der tatsächlichen Wirtschaftsleistung zurückzuführen seien. Zu betonen ist allerdings, dass es sich hierbei um eine andere Fragestellung handelt als bei der Erklärung der Revision des Niveaus der Produktionslücke. Wird z. B. schlicht der geschätzte Zeitpfad des Potenzialpfades parallel nach oben oder unten verschoben, ändert sich zwar das Niveau der Produktionslücke generell. Ihre Änderungen von einer Periode zur anderen bleiben dabei aber vollständig erhalten. Vgl.: I. Koske und N. Pain (2008) a. a. O.

²⁵ Für die betrachteten Mitgliedsländer des Euro-Raums (Deutschland, Frankreich und Italien) können die Angaben für die Zeit vor der Währungsumstellung mithilfe der festen Umrechnungskurse auf eine einheitliche Basis gestellt werden. Generell wird das nominale Potenzial-BIP aus dem nominalen tatsächlichen BIP und der Produktionslücke abgeleitet.

Internationale Organisationen setzen Produktionslücken zunächst tendenziell zu ungünstig an

anfälligkeit der ersten Schätzungen. Im Zusammenhang mit den Angaben der internationalen Organisationen wird deutlich, dass die nachfolgenden Korrekturen dieser ersten Schätzungen nicht nur dem Umfang nach groß sind, sondern auch tendenziell in eine Richtung gehen. So haben der IWF und die OECD die Produktionslücke für den Zeitraum 1998 bis 2010 in der Regel zu tief angesetzt und in späteren Runden angehoben. Eine derartige Verzerrung dieses Ausmaßes findet sich bei den Angaben auf Basis des HP-Filters nicht.²⁶⁾ Im Fall Italiens etwa hat der IWF für jedes einzelne Jahr zwischen 1998 und 2006 eine Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten als erste Schätzung ausgewiesen. Demgegenüber tragen die Produktionslücken für diesen Zeitraum im WEO vom Oktober 2013 alle ein positives Vorzeichen. Dabei fielen die Aufwärtskorrekturen zum Teil sehr kräftig aus. Für die Jahre 2000 bis 2002 hat der Fonds zuletzt zyklische Positionen in Höhe von +1½% bis +2½% des Potenzial-Outputs veröffentlicht, nachdem er in den jeweiligen ersten Setzungen –1¾% bis –2½% veranschlagt hatte. Die OECD hat im Fall Italiens sogar für den Zeitraum 1998 bis 2008 zunächst negative Lücken durchgängig in nunmehr positive gekehrt. Bemerkenswert ist zudem, dass auch ein anfänglich sehr hoher Grad an Unterauslastung nicht unbedingt vor einer kräftigen Revision in der Folgezeit zu schützen scheint. Die Produktionslücke für Japan im Jahr 1998 hatte der IWF im WEO vom Frühjahr 1999 mit –5¾% beziffert; in seiner Publikation vom Herbst 2013 hingegen rechnete er nur mit –1½%.

Erste Schätzungen auf Basis des HP-Filters in geringerem Maße verzerrt

Die Tendenz zur Aufwärtskorrektur wird ersichtlich, wenn man die Revisionen der ersten Schätzungen über den Zeitraum 1998 bis 2010 mittelt. Da den Heraufsetzungen keine Herabstufungen in ähnlichem Umfang gegenüberstehen, werden dadurch im Fall der Angaben der internationalen Organisationen für die meisten G7-Volkswirtschaften recht hohe positive Werte ermittelt. Sie reichen sogar oftmals an die mittlere absolute Revision heran, die unter Vernachlässigung des Vorzeichens berechnet wird.

Revisionen^{*)} der ersten Schätzungen für die Produktionslücke im Zeitraum 1998 bis 2010

in Prozentpunkten

Land	Mittlere Revision 1)		
	IWF	OECD	HP-Filter 2)
USA	0,3 (1,2)	1,4 (1,6)	0,3 (0,8)
Japan	1,3 (1,3)	0,6 (1,1)	0,2 (0,8)
Deutschland	1,3 (1,3)	0,8 (0,9)	0,1 (1,0)
Frankreich	2,4 (2,4)	2,1 (2,1)	0,3 (0,6)
Vereinigtes Königreich	2,1 (2,2)	1,3 (1,6)	0,5 (0,7)
Italien	2,9 (2,9)	2,9 (2,9)	0,4 (0,8)
Kanada	1,8 (1,8)	1,5 (1,6)	0,4 (0,7)

* Differenz der Schätzungen vom WEO Oktober 2013 bzw. EO Nr. 94 zu den Schätzungen der Frühjahrspublikationen des IWF bzw. der OECD der Jahre 1999 bis 2011 für die Produktionslücke im jeweils zurückliegenden Jahr. 1 Werte in Klammern entsprechen der mittleren absoluten Revision. 2 Anwendung des HP-Filters mit Glättungsparameter von 6,25 auf (logarithmierte und mit durchschnittlichen Wachstumsraten extrapolierte) Echtzeit-Daten für das reale BIP gemäß den WEO-Datenbanken.

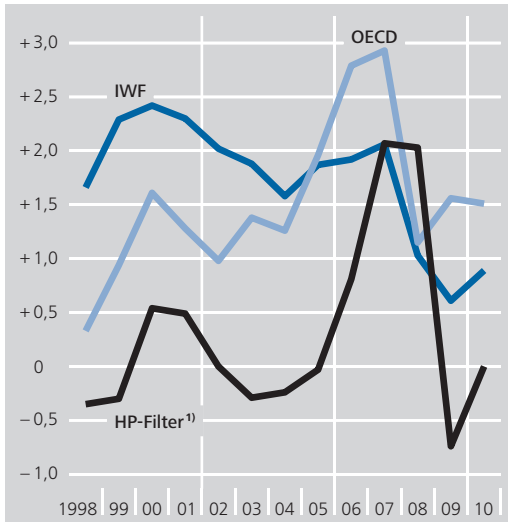
Deutsche Bundesbank

Ausnahmen von dieser Regel bilden nur die Schätzungen des IWF für die USA und jene der OECD für Japan. Demgegenüber fällt die mitt-

²⁶ Bei Wahl eines Glättungsparameters von 100 ist das Ausmaß der Verzerrung etwas höher als in der hier präferierten Spezifikation des HP-Filters, aber tendenziell noch geringer als im Fall der Schätzungen internationaler Organisationen. Bereits Koske und Pain (2008) haben beobachtet, dass die Revisionen der ersten Schätzungen der OECD nicht zufällig verteilt sind, sondern in der Regel einen beträchtlichen Bias aufweisen, während im Fall des HP-Filters die Revisionen nicht im gleichen Maße verzerrt sind. Dabei ist noch zu beachten, dass sie als Revision lediglich die Differenz zwischen den Schätzungen im ersten und im vierten Jahr nach der Periode betrachten, auf die sich die Produktionslücke bezieht. Da es sich bei letzterer aber keineswegs um „finale“ Setzungen der OECD handelt, werden die späteren Korrekturen ausgeblendet. Ferner stellt Kempkes (2014) fest, dass internationale Organisationen (IWF, OECD und Europäische Kommission) die Produktionslücken von EU-Ländern für das laufende und das nächste Jahr regelmäßig zu negativ ausgewiesen haben. Allerdings findet diese Studie oftmals auch eine ähnliche Verzerrung für Angaben, die mithilfe des HP-Filters abgeleitet worden sind. In diesem Zusammenhang dürfte der Einfluss der zugrunde liegenden Projektionen für das reale BIP eine Rolle gespielt haben. Vgl.: I. Koske und N. Pain (2008) a. a. O.; sowie G. Kempkes (2014), Cyclical Adjustment in Fiscal Rules: Some Evidence on Real-Time Bias for EU-15 countries, Finanzarchiv, erscheint demnächst.

Revision der ersten Schätzungen der Produktionslücke im Mittel der G7-Länder^{*)}

in Prozentpunkten



Quellen: IWF (World Economic Outlook (WEO) April 1999 bis Oktober 2013), OECD (Economic Outlook (EO) Nr. 65 bis Nr. 94) und eigene Berechnungen. * Differenz der Schätzungen vom Herbst 2013 zu den ersten Schätzungen. Der Durchschnitt über die G7-Länder ist ein einfaches arithmetisches Mittel unter Berücksichtigung der Vorzeichen. ¹ Hodrick-Prescott-Filter mit Glättungsparameter von 6,25 auf Echtzeit-Daten des realen BIP (gemäß WEO) angewendet, die mithilfe der durchschnittlichen Wachstumsraten der letzten zehn Jahre extrapoliert wurden.

Deutsche Bundesbank

lere Revision der ersten Schätzungen auf Basis des HP-Filters im Verhältnis zum entsprechenden Maß bei Vernachlässigung der Vorzeichen generell nicht so hoch aus. Ausschlaggebend hierfür ist, dass das Verfahren mit seiner Endpunkt-Problematik durchaus auch Abwärtsrevisionen generiert. Gleichwohl überwiegen hier numerisch die Aufwärtskorrekturen speziell für die Jahre 2007 und 2008. Eine derartige Fokussierung der Anpassungen nach oben auf einen zyklischen Hochpunkt findet sich bei den Schätzungen der internationalen Organisationen nicht. Stattdessen erscheint das Problem der Verzerrung ihrer ersten Schätzungen allgemeinerer Natur zu sein.

Eine mögliche Erklärung hierfür könnte die trendmäßige Verlangsamung der BIP-Expansion in den wichtigen Industrieländern während des Beobachtungszeitraums sein. Sofern IWF und OECD diese nur zögerlich erkannt hätten, könnten sie die Abflachung der gesamtwirtschaftlichen Aufwärtsbewegung zunächst

irrtümlich als zyklisches Problem gedeutet haben.²⁷⁾ Dazu würde umgekehrt passen, dass in den Publikationen der OECD vor 1999, deren Datenbanken verfügbar sind, die Produktionslücke für die USA in den ersten Setzungen zu hoch ausgewiesen worden waren. Damals hatte sich das Potenzialwachstum dort überraschend beschleunigt. Andererseits hatte sich auch im Vereinigten Königreich das Wachstum zur Mitte der neunziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts trendmäßig verstärkt, ohne dass die ersten Schätzungen der OECD für die dortige Produktionslücke später konsistent herabgesetzt worden wären. Wichtiger noch als die Revisionen des Trendwachstums der letzten Jahre durch die internationalen Organisationen sind möglicherweise die Korrekturen an ihren Schätzungen für das frühere Niveau des Potenzial-Outputs. Wie zuvor bereits gezeigt, können derartige Niveauanpassungen zu einer weitreichenden Revision der Historie der Produktionslücke führen.

In diesem Zusammenhang dürfte von Bedeutung sein, wie sich die Einschätzung der Potenzialpfade durch die internationalen Organisationen vor dem Hintergrund von Rezessionen verändert. Wenn ein beobachteter Einbruch der Wirtschaftsaktivität zunächst als rein temporäres Phänomen gewertet wird, impliziert dies eine entsprechend große Unterauslastung der Kapazitäten. Bleibt aber eine zügige Erholung aus, sodass ein Anknüpfen an einen früheren Trendpfad in immer weitere Ferne rückt, wird eventuell der Potenzialpfad am aktuellen Rand herabgesetzt. Möglicherweise reift in einer solchen Situation die Erkenntnis, dass die gesamtwirtschaftliche Entwicklung vor der Rezession nicht nachhaltig war. Dann könnte auch das Niveau des Potenzial-Outputs für frühere Jahre nach unten korrigiert werden, wäh-

Langwierige Prüfung von Output-Verlusten auf Nachhaltigkeit ...

Zögerliche Wahrnehmung von Änderungen des Trendwachstums

²⁷ Eine derartige Vermutung legt auch Kempkes (2014) nahe. Dagegen verweisen Koske und Pain (2008) auf den Einfluss von Revisionen des realen BIP auf die Schätzungen des Trend-Outputs durch den HP-Filter. Wie bereits ausgeführt, passt dies nicht zu den umfangreichen Korrekturen des nominalen Potenzial-Outputs durch die internationalen Organisationen. Vgl.: I. Koske und N. Pain (2008), a. a. O.; sowie G. Kempkes (2014), a. a. O.

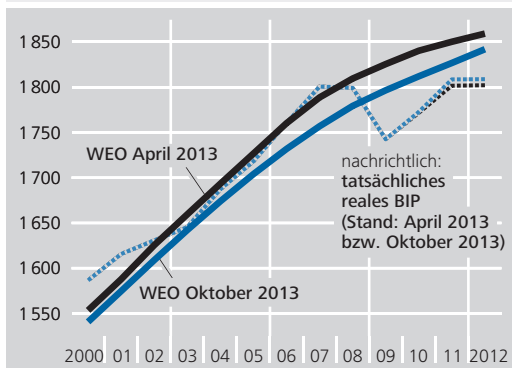
rend die Produktionslücke durchweg angehoben wird.

... durch die
 OECD ...

Derartige Überlegungen scheinen insbesondere die OECD im Zusammenhang mit der globalen Rezession der Jahre 2008/2009 bewegt zu haben. In ihrem Zwischenbericht vom März 2009 hatte sie die Produktionslücke für ihren gesamten Wirtschaftsraum im Jahr 2007 gegenüber ihrem Ausblick vom Dezember 2008 noch unverändert gelassen (+1%), allerdings für die Jahre 2009 und 2010 einen sehr hohen Grad an Unterauslastung vorausgeschätzt (−6½% bzw. −8½%). Als sich im Frühjahr 2009 eine Erholung der Weltwirtschaft abzeichnete, diskutierte die OECD, ob man an der bisherigen Einschätzung eines schweren konjunkturellen Abschwungs ohne vorherigen Aufschwung („bust without boom“) festhalten sollte.²⁸⁾ Die mechanische Anwendung ihres üblichen Verfahrens, bei dem zumindest einige der in den Produktionsfunktionsansatz eingehenden und um Projektionen verlängerten Zeitreihen statistischen Filtern unterzogen werden, hätte hingegen nachträglich einen ausgeprägten Boom vor der Krise ausgewiesen. In vierteljährlicher Betrachtung hätte die Produktionslücke dann unterhalb eines Wertes von +4% gegipfelt, bevor sie auf nicht ganz −4% gefallen wäre. Die OECD entschied sich damals für einen Mittelweg und hob ihre Schätzung für die Produktionslücke im Jahr 2007 moderat auf +1¾% an, während sie für das Jahr 2009 mit einer Unterauslastung in Höhe von 5¼% des Potenzial-Outputs rechnete. Mit der Frage nach dem Einfluss der Krise auf den Trendpfad der fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich die OECD aber auch in der Folgezeit noch intensiv auseinandergesetzt.²⁹⁾ Im Rahmen ihres jüngsten Wirtschaftsausblicks vom vergangenen Herbst hat sie für die Produktionslücke des OECD-Raums in den Jahren 2007 und 2009 Werte ausgewiesen, die mit +3¼% beziehungsweise −3¾% ihrem früheren Alternativszenario wohl recht nahekommen.

Schätzungen des IWF für das Produktionspotenzial^{*)} in Frankreich

in Mrd €, zu Vorjahrespreisen, Referenzjahr 2005



Quellen: IWF World Economic Outlook (WEO) April und Oktober 2013 und eigene Berechnungen. * Eigene Berechnungen auf Basis der Angaben des IWF zu realem BIP und Produktionslücke.

Deutsche Bundesbank

Ähnliche Überlegungen haben möglicherweise auch den Stab des IWF zuletzt veranlasst, die Produktionslücke der französischen Wirtschaft für einen längeren Zeitraum spürbar zu revidieren.³⁰⁾ Im Vergleich zur Frühjahrspublikation hat der Fonds mit dem WEO vom Herbst vergangenen Jahres den Auslastungsgrad der aggregierten Kapazitäten um 1¼ Prozentpunkte im Schnitt der Jahre 2000 bis 2012 heraufgesetzt. Dabei sind die Daten zum tatsächlichen realen BIP lediglich für die unmittelbar zurückliegenden Jahre und nur in geringem Umfang korrigiert worden. Die Anhebung der Produktionslücke ist daher weitestgehend auf eine entsprechende Absenkung des geschätzten Niveaus des Potenzial-Outputs zurückzuführen. Für das Jahr 2007 als zyklischen Hochpunkt weist der IWF nunmehr eine erhebliche Überauslastung in Höhe von 2½% des Potenzial-Outputs aus, nachdem er zuvor lediglich eine

... und den IWF

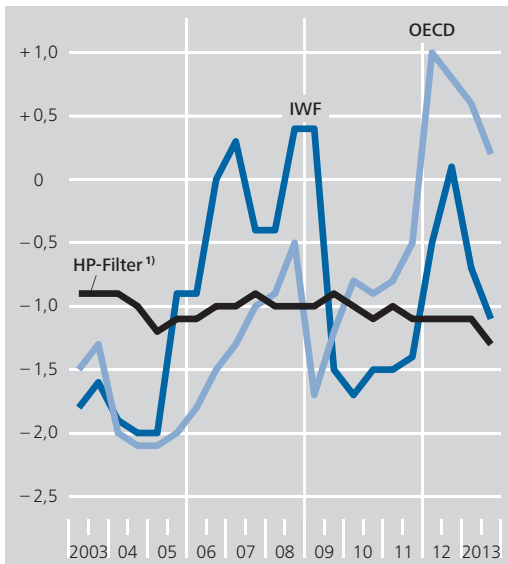
28 Vgl.: OECD (2009), The Sensitivity of Output Gap Estimates to the End-Point Treatment, Economic Outlook, Nr. 85, S. 246.

29 Vgl.: OECD (2010), The Effect of the Crisis on Potential Output, Economic Outlook, Nr. 87, S. 238 f.; sowie OECD (2013), The Effect of the Crisis on Potential Output, Economic Outlook, Nr. 93, S. 201.

30 Vgl.: K. Cheng (2011), France's Potential Output during the Crisis and Recovery, IWF, France, Selected Issues Paper, Country Report, Nr. 11/212; sowie J. Benes und E. Pérez Ruiz (2013), Potential GDP Estimates for France: Prudent (and Calling for Action), IWF, France, Selected Issues Paper, Country Report, Nr. 13/252, S. 15–28.

Evolution der Schätzungen für die Produktionslücke in den USA im Jahr 2002 über Publikationen^{*)} hinweg

in % des Produktionspotenzials



Quellen: IWF (World Economic Outlook (WEO) April 2003 bis Oktober 2013), OECD (Economic Outlook (EO) Nr. 73 bis Nr. 94) und eigene Berechnungen. * Publikation im Frühjahr und Herbst des angegebenen Jahres. ¹ Hodrick-Prescott-Filter mit Glättungsparameter von 6,25 auf Echtzeit-Daten des realen BIP (gemäß WEO) angewendet, die mithilfe der durchschnittlichen Wachstumsraten der letzten zehn Jahre extrapoliert wurden.
 Deutsche Bundesbank

kleine positive Produktionslücke (+ ¾%) veranschlagt hatte.

■ Implikationen und Fazit

Die Tendenz der internationalen Organisationen, hin und wieder Potenzialpfade über weite Strecken neu zu schätzen, hat zur Folge, dass die daraus resultierenden Produktionslücken möglicherweise auch Jahrzehnte später noch revidiert werden. Vor diesem Hintergrund ist es fraglich, ob die Angaben des IWF und der OECD die Eigenschaften von „finalen“ Schätzungen aufweisen, auf die empirische Untersuchungen häufig abstellen. Beispielsweise scheinen die Schätzungen der beiden Institutionen für die Produktionslücke in den USA im Jahr 2002, die im Kontext der Deflationsdebatte des darauf folgenden Jahres von Bedeutung gewesen sein dürfte,³¹⁾ nicht gegen einen bestimmten Wert zu konvergieren. Ausmaß und Verzerrung der Revisionen der ersten Schätzungen

Auch Schätzungen internationaler Organisationen anfällig für Revisionen

von Potenzial-Output und Produktionslücke zeigen zudem, dass die Angaben des IWF und der OECD speziell am aktuellen Rand ebenfalls mit einem hohen Grad an Unsicherheit behaftet sind.

Insofern ist Vorsicht dabei geboten, die Schätzungen etwa zur Beurteilung wirtschaftspolitischer Ausrichtungen zu verwenden.³²⁾ Mit Blick auf die Geldpolitik würde zum Beispiel die Spannweite der IWF-Schätzungen für die Produktionslücke in den USA im Zeitraum 1998 bis 2010 von durchschnittlich knapp 3 Prozentpunkten ein entsprechendes Band von 1½ Prozentpunkten für den angemessenen Leitzins implizieren, wenn man eine Taylor-Regel mit der ursprünglichen hälftigen Gewichtung der Zielabweichungen von Inflation und Output unterstellt.³³⁾

Unsicherheit über Taylor-Zins

Konkrete Auswirkungen hätte die Verzerrung der Echtzeit-Schätzungen internationaler Organisationen haben können, wenn deren Angaben im Rahmen fiskalischer Regeln angewendet worden wären. Simulationen für ausgewählte EU-Länder zeigen, dass dies zu unbeabsichtigten signifikanten Erhöhungen der staatlichen Schuldenquoten geführt hätte (siehe Erläuterungen auf S. 35 ff.). Eine Möglichkeit, mit einem derartigen Bias im Verfahren zur zyklischen Bereinigung von Staatsdefiziten umzugehen, bestünde in der Einrichtung eines

Verzerrte Konjunkturbereinigung im Rahmen fiskalischer Regeln

³¹ Vgl.: IWF, Could Deflation Become a Global Problem?, World Economic Outlook, April 2003, S. 11–13.

³² Orphanides (2002) hat argumentiert, dass die US-Notenbank in den siebziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts durchaus einem „modernen“ systematischen und nach vorne blickenden Politikansatz gefolgt sei. Allerdings hätten irrtümliche Echtzeit-Einschätzungen über das Potenzial der Wirtschaft letztlich zu Politikfehlern geführt. Vgl.: A. Orphanides (2002), Monetary-Policy Rules and the Great Inflation, American Economic Review, Vol 92, S. 115–120; sowie Deutsche Bundesbank, Geldpolitik unter Unsicherheit, Monatsbericht, Juni 2004, S. 15–28.

³³ Der Taylor-Zins hängt zudem vom realen Gleichgewichtszins ab, der in der ursprünglichen Fassung (konstant) mit 2% beziffert worden ist. In späteren Anwendungen ist dieser gleichgewichtige Realzins häufig mit dem Potenzialwachstum approximiert worden. Die Spannweite für diese Schätzung würde dann ebenfalls noch die Bandbreite des Taylor-Zinses beeinflussen. Vgl.: J. B. Taylor (1993), Discretion Versus Policy Rules in Practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol 39, S. 195–214.

Die Wirkung verzerrter Potenzialschätzungen im Rahmen von Fiskalregeln

Die Schätzung von Produktionslücken spielt auch bei der Analyse der Staatsfinanzen und im Rahmen von Haushaltsregeln eine wichtige Rolle. Mit ihrer Hilfe kann der Einfluss des Konjunkturzyklus auf die Staatsfinanzen abgeschätzt werden. Die Bereinigung um zyklische Effekte (die sog. Konjunkturbereinigung) ist ein zentraler Schritt bei der Ermittlung einer „strukturellen“ Position des Staatshaushalts. Auch die deutsche Schuldenbremse und der Stabilitäts- und Wachstumspakt beziehen sich jeweils auf konjunkturbereinigte Größen. Damit sollen die staatlichen Schulden auf einem tragfähigen Niveau gehalten, gleichzeitig aber die automatische Stabilisierungswirkung konjunktureller Änderungen des Finanzierungssaldos zugelassen werden. Gerade im Zusammenhang mit Haushaltsregeln, die den Schuldenaufbau begrenzen sollen, liegt die Vorstellung zugrunde, dass die ermittelten Konjunkturkomponenten längerfristig weitgehend symmetrisch sind. Auf diese Weise sollen sich konjunkturbedingte Lasten in der Rezession und Entlastungen im Aufschwung weitgehend ausgleichen und als „konjunkturell“ deklarierte Schulden nicht systematisch über die Zeit aufbauen.

Da die Konjunkturfürflüsse nicht direkt zu beobachten und auch nicht eindeutig mittels einer allgemein anerkannten Methode messbar sind, müssen sie auf Basis der jeweils vorliegenden Informationen mit einem für adäquat gehaltenen Verfahren geschätzt werden (siehe auch die Ausführungen auf S. 13 ff.). In dem Konjunkturbereinigungsverfahren, das derzeit für den europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt und im Rahmen der nationalen Schuldenregel des Bundes verwendet wird, ergibt sich die

Konjunkturkomponente als Produkt von gesamtwirtschaftlicher Produktionslücke und der durchschnittlichen Reaktion des Staatsbudgets auf diese Lücke (Budgetsensitivität). Die Budgetsensitivität bezieht damit den Effekt von zyklischen Schwankungen des Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf den Finanzierungssaldo; sie wird als im Zeitverlauf konstant unterstellt und nur in größeren Abständen revidiert. Um den oben beschriebenen Symmetrieanforderungen zu genügen, müssen sich also negative und positive Produktionslücken, die zur Bestimmung der Konjunkturkomponenten verwendet werden, im Zeitverlauf kompensieren.

Schätzungen von Produktionslücken sind vor allem am aktuellen Rand mit erheblicher Unsicherheit verbunden und werden später oft deutlich revidiert. Dies ist insofern unvermeidbar, als für die Ermittlung der konjunkturellen Lage einer Volkswirtschaft am aktuellen Rand die unterstellte künftige Entwicklung von entscheidender Bedeutung ist. Erweisen sich die diesbezüglichen Erwartungen als falsch, ändert sich im Nachhinein auch das Urteil über die dann zurückliegenden Jahre. Im Hinblick auf die Zielsetzung von Haushaltsregeln kann dies ein Problem darstellen, wenn ein Potenzialschätzverfahren zwar grundsätzlich symmetrisch ist, die jeweiligen gesamtwirtschaftlichen Zukunftsperspektiven aber zum Schätzzeitpunkt regelmäßig zu günstig eingeschätzt werden. Damit würden überwiegend konjunkturelle Unterauslastungen errechnet, die daraus abgeleitete konjunkturelle Defizite rechtfertigen würden. Weil diesen keine entsprechenden konjunkturellen Überschüsse gegenüberstünden (und im Rahmen der Regeln zumeist nachträgliche

Revisionen nicht berücksichtigt werden), wäre mit der beschriebenen Verzerrung ein unerwünschter Schuldenaufbau verbunden.

Über die letzten 15 Jahre ist tatsächlich für viele Länder eine negative Verzerrung der Produktionslücken, die in Echtzeit von internationalen Organisationen geschätzt wurden, festzustellen.¹⁾ Dies bedeutet, dass die konjunkturelle Lage für viele Länder in Echtzeit systematisch zu ungünstig (d. h. das Produktionspotenzial zu hoch) bewertet wurde.²⁾ Wenn diese Echtzeit-Schätzungen im Rahmen einer fiskalischen Regel wie der Schuldenbremse für den Bund verwendet worden wären, wäre somit der tatsächliche Verschuldungsspielraum systematisch höher gewesen als mit der Regel intendiert.

Die quantitative Bedeutung dieser Echtzeit-Verzerrungen für die Schuldenquoten lässt sich durch Simulationen verdeutlichen.³⁾ Der hier verwendete Datensatz umfasst Produktionslücken, die durch die OECD, den IWF und die Europäische Kommission geschätzt wurden. Es sind 12 bis 15 EU-Staaten über einen Zeitraum von zehn bis 17 Jahren berücksichtigt. Verglichen werden die Echtzeit-Daten vom Herbst des jeweiligen Vorjahres mit den Schätzungen der jeweiligen Institution vom Frühjahr 2013.

Für die OECD-Daten zeigen die Simulationen, dass eine Verschuldung jeweils in Höhe der in Echtzeit geschätzten konjunkturellen Finanzierungssalden für sich genommen relativ hohe Schuldenquoten in einer Größenordnung von 15% verursacht hätte (im ungewichteten Durchschnitt über die Länder und über einen Zeitraum von 17 Jahren, 1996 bis 2012). Diese Effekte sind für die überwiegende Zahl der Länder statistisch signifikant von null verschieden. Auch die Simulationen mit Daten

des IWF führen zu einem vergleichbaren Ergebnis. Sie ergeben Schuldenquoten in einer Größenordnung von 10% innerhalb von 12 Jahren (2001 bis 2012) und sind ebenfalls überwiegend signifikant. Die EU-Daten sind nur für einen kürzeren Zeitraum (2003 bis 2012) verfügbar, und die Simulationen zeigen hierfür quantitativ schwächere Ergebnisse. Auch die Signifikanz der Effekte ist weniger eindeutig. Dennoch lassen auch hier die Simulationsergebnisse erkennen, dass die Verzerrung der Konjunkturkomponenten zu einer durchschnittlichen Schuldenquote von 6% führt.

Wären die betrachteten Echtzeit-Schätzungen der Produktionslücke von OECD, IWF und Europäischer Kommission für die Konjunkturbereinigung im Rahmen von Fiskalregeln verwendet worden, hätten sich dadurch also erheblich höhere Schuldenquoten ergeben als mit den Regeln intendiert.⁴⁾

1 Konkret wird hier mit „Echtzeit“ die Schätzung bezeichnet, die im Rahmen der angesprochenen Haushaltsregeln für die Haushaltsplanung jeweils relevant gewesen wäre. Für die Verabschiedung des Bundeshaushalts im Bundestag ist beispielsweise in der Regel die Schätzung vom Herbst des dem Haushaltsjahr vorangehenden Jahres relevant. So wurde die Einhaltung der Schuldenbremse bei Verabschiedung des Haushaltsplanes für das Jahr 2013 z. B. unter Bezug auf die Schätzergebnisse zum Produktionspotenzial vom Herbst 2012 bewertet.

2 Siehe auch: Deutsche Bundesbank, Zur Gefahr fehlender Symmetrie bei der Konjunkturbereinigung im Rahmen von Fiskalregeln, Monatsbericht, August 2012, S. 70–73.

3 Siehe: G. Kempkes (2014), Cyclical adjustment in fiscal rules: some evidence on real-time bias for EU-15 countries, Finanzarchiv, erscheint demnächst.

4 Dabei ist der Schuldenquoteneffekt der Verzerrung bei der EU-Produktionsfunktion für Deutschland nicht statistisch signifikant von null verschieden. Ferner sind für die Verschuldungsmöglichkeiten des Bundes im Rahmen der nationalen Schuldenregel auch Neubewertungen der Konjunkturfaktoren nach Haushaltsabschluss relevant. Insofern kann aus dieser allgemeinen Darstellung nicht direkt auf die Wirkung der Verzerrung in diesem Zusammenhang geschlossen werden.

Insgesamt illustrieren die Simulationen die Gefahr, dass bei Fiskalregeln, die auf konjunkturbereinigte Finanzierungssalden abzielen, die gewünschte Schuldeneindämmung aufgrund einer regelmäßigen Überschätzung des Produktionspotenzials verfehlt wird. Um zu vermeiden, dass die Neuverschuldung gemessen an der Zielsetzung der Haushaltsregeln systematisch zu hoch ausfällt, sollten potenzielle Verzerrungen der Echtzeit-Konjunkturkomponenten daher gesondert berücksichtigt werden. Hierzu könnte über die bei der Bewertung der Regeleinhaltung jeweils zugrunde gelegten Konjunkturkomponenten Buch geführt werden. So sieht beispielsweise die hessische Schuldenbremse ein entsprechendes „Konjunkturausgleichskonto“ vor. Sollte sich nach einem längeren Zeitraum in der Größenordnung eines Konjunkturzyklus (z. B. acht bis zehn Jahre) zeigen, dass die Konjunkturkomponenten

im Durchschnitt nicht ausgeglichen sind, könnte der Verschuldungsspielraum für die Folgeperiode entsprechend vergrößert oder verringert werden. Ein solcher Korrekturmechanismus wäre vergleichsweise leicht umzusetzen und würde bei präziseren Schätzungen oder symmetrischen Schätzfehlern automatisch an Bedeutung verlieren.

„Konjunkturausgleichskontos“. Sofern aus diesem nach längerer Zeit ersichtlich ist, dass sich die zyklischen Komponenten im Schnitt nicht ausgleichen, könnte dann der Verschuldungsspielraum entsprechend eingeschränkt oder erweitert werden.

Die Verlangsamung des Trendwachstums wichtiger Industrieländer in den vergangenen Jahrzehnten ist evident und nicht zuletzt angesichts des fortschreitenden demographischen Wandels auch plausibel. Für die Beurteilung des Auslastungsgrades gesamtwirtschaftlicher Kapazitäten ist die Einschätzung des Niveaus des Potenzial-Outputs notwendig. Eine mögliche Schlussfolgerung im Hinblick auf den globalen Abschwung der Jahre 2008 und 2009 ist, dass die Potenzialpfade, die vor der Talfahrt der Konjunktur geschätzt worden waren, für zahlreiche fortgeschrittene Volkswirtschaften zu optimistisch gewesen sind. Insofern dürften frühere Wachstumspfade nicht länger erreichbar sein. Für einige europäische Länder gilt das

im besonderen Maße. Nachdem sich dort in den Jahren vor dem globalen Konjunkturabschwung erhebliche makroökonomische Ungleichgewichte aufgebaut hatten und in der Krise gelöst haben, sind nun schmerzhaft Anpassungsprozesse im Gang.³⁴ Erklärungsversuche, die lediglich einen großen Ausfall aggregierter Nachfrage nahelegen, erscheinen wenig überzeugend. Soweit sie auf den Produktionslücken der internationalen Institutionen beruhen, sollte bedacht werden, dass diese Schätzungen mit erheblicher Unsicherheit behaftet sind und die Stäbe der Organisationen nur nach und nach ihre Vorstellungen über die Kapazitäten, die einer Wirtschaft zur Verfügung stehen, korrigieren.

*Unsicherheit
über Nachhaltigkeit
der Output-
Verluste in den
letzten Krisen ...*

³⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Problematik makroökonomischer Ungleichgewichte im Euro-Raum, Monatsbericht, Juli 2010, S. 17–40; sowie Deutsche Bundesbank, Realwirtschaftliche Anpassungsprozesse und Reformmaßnahmen, Monatsbericht, Januar 2014, S. 21–40.

*... erfordert
besonders große
Vorsicht im
Umgang mit
Schätzungen der
Produktionslücke*

Das Bewusstsein für die Schwierigkeit, Potenzial-Output und Produktionslücke speziell in den letzten Jahren verlässlich abzuschätzen, ist vorhanden. Das dokumentieren nicht zuletzt die anhaltenden Diskussionen nationaler wie internationaler Stellen über die Effekte der Krise auf die langfristige Wirtschaftsentwicklung beziehungsweise über die Ursachen für die Fehleinschätzungen in der Vergangenheit.³⁵⁾ Im Rahmen der Wirtschaftspolitik sollte der Unsicherheit über die aktuelle zyklische Position Rechnung getragen werden. Dazu können etwa die Ergebnisse verschiedener Verfahren zur Ermittlung der Produktionslücke oder auch alternative Indikatoren genutzt werden. Im Zu-

sammenhang mit der Einschätzung des Preis- und Kostendrucks bieten weniger revisionsanfällige Maße, wie zum Beispiel Lohnabschlüsse oder Inflationserwartungen, eine mögliche Orientierungshilfe.

³⁵ Beispielsweise haben Bouis et al. (2012) gezeigt, dass die von der OECD ausgewiesenen negativen Produktionslücken für die wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften am aktuellen Rand – mit Ausnahme der USA – vor allem dem Zurückbleiben der Totalen Faktorproduktivität gegenüber ihrem Potenzialpfad geschuldet ist. Da die tatsächliche Totale Faktorproduktivität bereits das Residuum einer Schätzung darstellt, sei aber die Unsicherheit über ihr potenzielles Niveau besonders hoch. Vgl.: R. Bouis, B. Cournède und A. K. Christensen (2012), Implications of Output Gap Uncertainty in Times of Crisis, OECD Economics Department, Diskussionspapier, Nr. 977.

Implikationen der Geldmarktsteuerung des Eurosystems während der Finanzkrise

Im Verlauf der Finanz- und Staatsschuldenkrise haben sich Quantität, Qualität und Charakter der geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems, die den Kern der Geldmarktsteuerung bilden, stark verändert. Seit Herbst 2008 gewährt das Eurosystem den Banken Kredite in Vollzuteilung, das heißt im nachgefragten Umfang, und zum festen Zins. Zudem stellte es den Banken diese Mittel zeitweise über teils sehr lange Laufzeiten zur Verfügung. Diese besonderen Maßnahmen spiegeln unter anderem das Bestreben des EZB-Rats wider, die Voraussetzungen für Kreditversorgung und geldpolitische Transmission auch auf dem Höhepunkt der Finanzkrise zu gewährleisten und angesichts der sich daran anschließenden scharfen Rezession des Jahres 2009 einer drohenden breiten Kreditklemme entgegenzuwirken. Diese und andere krisenbedingte Veränderungen beim Einsatz der Instrumente der Geldmarktsteuerung stellen gleichwohl Präzedenzfälle dar: Das Eurosystem steuerte nicht mehr lediglich Liquidität und Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt, sondern wirkte an der Finanzierung von Banken bis in den Bereich von Kapitalmarktlaufzeiten mit.

Den erzielten kurzfristigen Stabilisierungswirkungen der Maßnahmen stehen auch Nebenwirkungen gegenüber, die an Bedeutung gewinnen, je länger die Sondermaßnahmen genutzt werden: So vermindern langfristige Mittelbereitstellung und Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften im Zusammenwirken mit der Absenkung des Bonitätsschwellenwerts für notenbankfähige Sicherheiten und der Verengung des Zinskorridors die Anreize für notwendige Anpassungen im Banken- und Finanzsystem und verzögern auf diese Weise tendenziell die Normalisierung am Interbanken-Geldmarkt. Auf die Dauer verdrängen die verschiedenen Maßnahmen in ihrer Gesamtwirkung einen Teil der privaten Geld- und Kapitalmarktaktivität, schränken die Disziplinierung der Kreditinstitute durch die Marktkräfte ein und führen letztlich zu einer Verzerrung der Wettbewerbsbedingungen zwischen den Geschäftsbanken.

Das Eurosystem wird die Praxis der großzügigen Bereitstellung von Finanzierungsmitteln an Geschäftsbanken, die diese selbst am Markt oft nicht zu vergleichbaren Konditionen erhalten können, nicht unbegrenzt fortführen. Eine Abkehr von den krisenbedingten Sondermaßnahmen steht derzeit nicht an. Für die Zukunft wäre aber anzustreben, dass die Teilnehmer an geldpolitischen Refinanzierungsgeschäften grundsätzlich auch über einen Zugang zum Interbanken-Geldmarkt verfügen. Ferner sollten Geldmarktgeschäfte und liquiditätsbereitstellende geldpolitische Operationen aus Sicht der Institute zumindest näherungsweise Substitute sein. Auf dem Weg zu einer wieder marktgerechteren Geldmarktsteuerung muss das Eurosystem früher oder später die Anreize für die Geldmarktaktivität verbessern, das Zuteilungsvolumen bei den liquiditätsbereitstellenden Operationen beschränken, sowie die Bonitätsanforderungen und Sicherheitsabschläge für marktfähige notenbankfähige Sicherheiten an die Marktpraxis anpassen.

Die zurzeit im Vorfeld der Übernahme der einheitlichen Bankenaufsicht durch die EZB durchgeführte Prüfung der Bankbilanzen wird die Normalisierung des Refinanzierungsverhaltens der Banken flankieren und den Vertrauenszuwachs an den Geld- und Finanzmärkten stärken: Dabei können und müssen Schwachpunkte in den Bilanzen der untersuchten Institute aufgedeckt, der Handlungsbedarf identifiziert und Entscheidungen über erforderliche Kapitalmaßnahmen oder gegebenenfalls die Abwicklung von Instituten vorbereitet werden.

Geldpolitischer Kurs, Durchführung der Geldpolitik und die Anforderung der Marktgerechtigkeit

Entscheidungen über Leitzins und über Durchführung der Geldpolitik

Während in den Anfangsjahren der Währungsunion meist nur die Leitzinsentscheidungen des EZB-Rats einer breiteren Öffentlichkeit zur Kenntnis gelangten, haben seit Beginn der Finanzkrise auch Entscheidungen über die Durchführung der Geldpolitik öffentliches Interesse gefunden. Die gedankliche Trennung dieser beiden Entscheidungsebenen – einerseits über den angemessenen geldpolitischen Kurs, insbesondere den Leitzins, andererseits über die Auswahl und die Ausgestaltung von Liquiditätsoperationen im Rahmen der Umsetzung des geldpolitischen Kurses – wurde seit Beginn der Liquiditätskrise wiederholt vom Eurosystem hervorgehoben und mit dem Begriff „Separationsprinzip“ bezeichnet.¹⁾

Zusätzliche liquiditätsbereitstellende Maßnahmen sorgen dafür, dass geldpolitischer Kurs wirksam wird

Dessen Kerngedanke besteht darin, dass krisenbedingte liquiditätsbereitstellende Sondermaßnahmen im Bereich der Geldmarktsteuerung nicht als eigenständige geldpolitische Lockerung zu betrachten sind. Vielmehr sollen sie dafür sorgen, dass der vom EZB-Rat angestrebte geldpolitische Kurs, der durch das Finanzsystem vermittelt wird, seine Wirksamkeit für die Realwirtschaft entfalten kann – für Konsum-, Spar- und Investitionsentscheidungen der privaten Haushalte und Unternehmen. Folgt man diesem Gedanken, dann kann der geldpolitische Kurs des EZB-Rats auch in Gegenwart geldpolitischer Sondermaßnahmen insbesondere am Hauptrefinanzierungssatz, dem wichtigsten der drei Leitzinssätze des Eurosystems, abgelesen werden.²⁾

Geldmarktsteuerung: zentrales Element der Durchführung der Geldpolitik

Für die Durchführung der Geldpolitik stehen dem Eurosystem die im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) und in der EZB-Satzung vorgesehenen Instrumente zur Verfügung. Die Instrumente der Geldmarktsteuerung sind konkreter im sogenannten „geldpolitischen Handlungsrahmen“³⁾ beschrieben, der in regelmäßigen Abständen

um die zwischenzeitlichen Beschlüsse des EZB-Rats ergänzt wird.

Die Geldmarktsteuerung soll Sorge dafür tragen, dass die kurzfristigen Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt im Einklang mit dem vom EZB-Rat festgelegten geldpolitischen Kurs stehen. Die wesentliche Aufgabe der geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte im Euro-Währungsgebiet ist es, die Liquiditätsposition des Bankensystems gegenüber dem Eurosystem – das heißt das aggregierte Volumen der von den Geschäftsbanken bei den nationalen Zentralbanken des Eurosystems gehaltenen Guthaben – zu beeinflussen und auf diese Weise die Steuerung der kurzfristigen Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt (auf dem die Geschäftsbanken untereinander Zentralbankguthaben handeln) durch das Eurosystem zu ermöglichen.

Liquiditätsoperationen dienen der Kontrolle des kurzfristigen Zinses

Das geldpolitische Handeln des Eurosystems ist stets auf das vorrangige Ziel der Preisstabilität auszurichten. Darüber hinaus kann das Eurosystem die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union unterstützen, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist. Allerdings ist das Eurosystem dabei grundlegenden Einschränkungen unterworfen. So ist es ihm ausdrücklich verboten, Staatsschuldtitel am Primärmarkt zu erwerben oder öffentlichen

Geldpolitik gewährleistet Preisstabilität und handelt im Einklang mit Maßgaben der europäischen Verträge

¹ Vgl.: EZB, Die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems während der jüngsten Phase der Finanzmarktvolatilität, Monatsbericht, Mai 2008, S. 93–109; J. Stark, Growth and productivity of the financial sector: challenges for monetary policy, Rede von Jürgen Stark, Mitglied des EZB-Direktoriums, High-Level BCL Policy Panel Luxembourg, 12. November 2008; J.-C. Trichet, Interview der Zeitungen Postimees, Hospodárske noviny and Delo mit EZB-Präsident Jean-Claude Trichet, 13. Juli 2011, veröffentlicht am 19. Juli 2011; J.-C. Trichet, Interview von Helsingin Sanomat und Kauppalehti mit EZB-Präsident Jean-Claude Trichet, 20. April 2011, veröffentlicht am 26. April 2011; J.-C. Trichet, Remarks at the farewell event, Rede von EZB-Präsident Jean-Claude Trichet, Frankfurt am Main, 19. Oktober 2011.

² Vgl.: L. Papademos, Tackling the financial crisis: policies for stability and recovery, Rede von Lucas Papademos, Vizepräsident der EZB, Annual Dinner of the Society of Business Economists, 11. Februar 2009.

³ Vgl.: EZB (2011), Die Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems.

Stellen Kredite zu gewähren (Verbot der monetären Staatsfinanzierung). Darüber hinaus ist das geldpolitische Handeln des Eurosystems im Interesse einer effizienten Ressourcenallokation dem „Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb“ verpflichtet.⁴⁾ Dieser Grundsatz gilt auch für die Interaktion der Notenbanken mit den Geschäftsbanken und wirkt als Leitprinzip für die Ausgestaltung geldpolitischer Regelungen und Instrumente. Die Geldpolitik sollte möglichst marktwirtschaftlich und wettbewerbsfähig ausgestaltet sein, während interventionistische Ausgestaltungen als Ausnahmen einer besonderen geldpolitischen Rechtfertigung bedürfen.

Geldmarktsteuerung soll Ressourcenallokation nicht verzerren

Das Handeln im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb ist für das Eurosystem kein Selbstzweck, sondern es dient einer effizienten Allokation der Ressourcen. Die Geldmarktsteuerung kann auf Basis dieser grundlegenden Orientierung dann als marktgerecht angesehen werden, wenn sie zwar einerseits das allgemeine Zinsniveau effektiv steuert – und dadurch bei geeigneter Bestimmung des geldpolitischen Kurses die Preisstabilität gewährleistet –, dabei aber gleichzeitig die relativen Preise (Zinssätze bzw. Zinsdifferenzen) und damit die Ressourcenallokation durch den Markt so wenig wie möglich verändert. Beispielsweise sollten die wesentlichen Determinanten der Zinssätze von Repogeschäften – darunter die Art, Kreditqualität und Marktliquidität der genutzten Sicherheiten, die Bonität der beteiligten Geschäftspartner, der Zusammenhang zwischen Reposatz und nachgefragtem Kreditbetrag, sowie die Laufzeit der Geschäfte – weiterhin die Refinanzierungskosten der Banken mitbestimmen. Nach Möglichkeit sollten diese Mechanismen auch dann wirksam sein, wenn die Banken Zentralbankkredite in Anspruch nehmen.

Geldmarktsteuerung an marktwirtschaftlichen Grundsätzen ausrichten

Der vorliegende Aufsatz diskutiert die Ausgestaltung der Geldmarktsteuerung des Eurosystems vor und im Verlauf der Finanzkrise unter dem Blickwinkel dieser marktwirtschaftlichen Orientierung. Er beleuchtet auch Vorschläge

für die Geldmarktsteuerung in einem Nach-Krisen-Umfeld.

Grundlagen der Geldmarktsteuerung des Eurosystems

Zu den wichtigsten Instrumenten der Geldmarktsteuerung des Eurosystems zählen die geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte – Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRG) und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRG) – und die ständigen Fazilitäten (Einlagefazilität, Spitzenrefinanzierungsfazilität).⁵⁾ Im Rahmen der Geschäftspartnerpolitik und mit dem Sicherheitenrahmen legt das Eurosystem fest, welche Kreditinstitute an geldpolitischen Operationen teilnehmen können und welche Anforderungen an die einzureichenden notenbankfähigen Sicherheiten gestellt werden.

Elemente der Geldmarktsteuerung

Refinanzierungsgeschäfte

Das Bankensystem im Euro-Währungsgebiet wies in der Vergangenheit stets ein strukturelles Liquiditätsdefizit gegenüber dem Eurosystem auf. Es bestand also ein hoher aggregierter Bedarf an liquiditätsbereitstellenden geldpolitischen Operationen, der überwiegend durch revolving angebotene Zentralbankkredite, die geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte, gedeckt wurde. Diese dienen dazu, die Liquidität und die Zinssätze am Markt zu steuern und Signale bezüglich des geldpolitischen Kurses zu geben. Hierbei kommt den wöchentlich

Hauptrefinanzierungsgeschäfte: Signale bezüglich des geldpolitischen Kurses

⁴ Vgl. Art. 127.1 AEUV.

⁵ Daneben existiert im Euro-Währungsgebiet eine Mindestreserveverpflichtung für Kreditinstitute, die eine wichtige operativ-technische Funktion im Rahmen der Geldmarktsteuerung hat, aber im Hinblick auf die Anforderung der Marktgerechtigkeit unproblematisch ist und daher im Rahmen dieses Aufsatzes aus Gründen der Vereinfachung im Hintergrund bleibt. Dasselbe gilt für liquiditätsabsorbierende oder -bereitstellende Feinststeuerungsoperationen meist eintägiger Dauer, wie sie über lange Zeit am letzten Tag einer jeden Reserveperiode angeboten wurden. Weitere Instrumente, darunter geldpolitische Wertpapierankäufe und sog. strukturelle Liquiditätsoperationen durch endgültige Käufe, werden im Rahmen dieses Aufsatzes nicht betrachtet.

Rahmenbedingungen und Grundlagen der Geldmarktsteuerung durch Notenbanken

Ausgestaltung der Geldmarktsteuerung

Die bedeutenden Notenbanken westlicher Länder steuern die Geldmarktsätze mitunter in recht unterschiedlicher Weise – entsprechend den Besonderheiten des jeweiligen Finanzsystems und auch unterschiedlichen nationalen Gepflogenheiten.

So war in den angelsächsischen Ländern eine Inanspruchnahme von Zentralbankkrediten für die Banken traditionell mit einem erheblichen Stigma verbunden. Eine Geschäftsbank, die Kredite der Notenbank in Anspruch nehmen musste, lief Gefahr, als wenig solide zu gelten – und bei ihren Geschäftspartnern und womöglich auch Kunden an Vertrauen einzubüßen. Diese Stigmatisierung einer Inanspruchnahme von Zentralbankkrediten spiegelte sich in der Ausgestaltung der Geldmarktsteuerung der betreffenden Notenbanken zum Beispiel darin wider, dass der aggregierte Liquiditätsbedarf des Bankensystems überwiegend durch Wertpapierbestände der Notenbanken gedeckt wurde oder dass Liquiditätsoperationen einem begrenzten Kreis von Geschäftspartnern der Notenbank vorbehalten waren, die ihrerseits die Funktion übernahmen, den horizontalen Liquiditätsausgleich innerhalb des Bankensektors durch Geldmarktgeschäfte zu gewährleisten.

Bilanzstruktur der Notenbank und absolutes Zinsniveau

Auch die Bilanzstruktur der Notenbanken und das absolute Zinsniveau sind wichtige Rahmenbedingungen für die konkrete Ausgestaltung der Geldmarktsteuerung. Beispielsweise weisen die Bankensysteme in Ländern, deren Notenbanken ihre geldpoli-

tischen Ziele in den letzten Jahren auch mittels umfangreicher Wertpapierkäufe verfolgten, derzeit meist einen Liquiditätsüberschuss gegenüber der Notenbank in Form hoher Zentralbankguthaben auf, während das Leitzinsniveau tatsächlich oder näherungsweise null beträgt (z. B. Dänemark, Japan, Schweiz, USA, Vereinigtes Königreich). In diesen Ländern besteht derzeit nahezu kein Bedarf an regelmäßigen liquiditätsbereitstellenden Kreditoperationen der Notenbanken, und angebotene Kreditoperationen und bereitstehende Kreditfazilitäten werden kaum genutzt. Die von den Banken auf ihren Konten bei den Notenbanken gehaltene überschüssige Liquidität bleibt derzeit oft unverzinst, soweit sie nicht mit einem geringfügig positiven Zins vergütet (USA) oder sogar mit einem marginal negativen Zins belegt wird (wie bis April 2014 in Dänemark). Die kurzfristigen Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt orientieren sich dann an diesen für überschüssige Zentralbankguthaben geltenden, sehr niedrigen Leitzinssätzen.

Liquiditätssteuerung und Geldmarktsätze

Bis zur Finanzkrise verharrten die Leitzinssätze der meisten bedeutenden Notenbanken angesichts höherer Inflations- und Wachstumsraten deutlich im positiven Bereich. Im Rahmen ihrer jeweiligen Ausprägung der Geldmarktsteuerung strebten die Zentralbanken üblicherweise an, die kurzfristigen Geldmarktsätze im Interbankenhandel in der Nähe eines vom geldpolitischen Entscheidungsgremium der Notenbank bestimmten Zielniveaus zu verankern. Eine wichtige Voraussetzung für die enge Anbindung der kurzfristigen Geldmarktsätze an den Leitzins ist insbesondere eine

vergleichsweise präzise Steuerung der aggregierten Liquiditätsposition des Bankensystems gegenüber der Notenbank, die an den täglich fälligen Guthaben der Banken bei der Notenbank ablesbar ist.

Ausgleich der Schwankungen der autonomen Faktoren durch Liquiditätsoperationen

Wichtige Einflussfaktoren für die Liquiditätsposition des Bankensystems sind die sogenannten „autonomen Faktoren“, die insbesondere den Bargeldumlauf und die Einlagen der öffentlichen Haushalte bei der Notenbank umfassen.¹⁾ Die Liquiditätsoperationen der Notenbanken kompensieren üblicherweise die Veränderungen der autonomen Faktoren („Schaffung ausgeglichener Liquiditätsbedingungen“) und ermöglichen auf diese Weise der Notenbank die Stabilisierung und Steuerung der kurzfristigen Zinssätze. Der strukturelle Liquiditätsbedarf des Bankensystems, das heißt die (Netto-)Summe der erforderlichen liquiditätsbereitstellenden geldpolitischen Geschäfte, spiegelt somit lediglich die Struktur und Zusammensetzung der Notenbankbilanz im Übrigen wider.

Diese Liquiditätsposition des Bankensystems kann von der Zentralbank grundsätzlich durch liquiditätsbereitstellende und -absorbierende geldpolitische Operationen beeinflusst werden. Die Zentralbank kann dem Bankensystem Liquidität zum Beispiel mittels revolvingender Kredite oder durch endgültige Käufe von Wertpapieren bereitstellen. Liquidität entziehen kann sie dem Bankensystem zum Beispiel durch den Verkauf von Wertpapieren, der zu einer Verminderung der Guthaben der Banken bei der Notenbank führt. Weitere mögliche Verfahren zur Absorption von Liquidität (d. h. zur Verringerung der täglich fälligen Einlagen der Banken bei der Notenbank)

sind etwa die Hereinnahme verzinslicher Termineinlagen von den Banken oder die Ausgabe eigener Schuldtitel durch die Zentralbank.

Girokonten der Geschäftsbanken bei den Notenbanken

Die Girokonten der Geschäftsbanken bei den Notenbanken haben eine wichtige Rolle im Finanzsystem, weil über sie bedeutende Teile des Zahlungsverkehrs abgewickelt werden. Die Geschäftsbanken müssen auf diesen Girokonten grundsätzlich ein Guthaben oder einen Saldo von mindestens null haben. Meist sind allerdings innertägliche Kontoüberziehungen im Rahmen des Zahlungsverkehrs gegen Stellung ausreichender Sicherheiten möglich, und die meisten Notenbanken bieten ihren Geschäftspartnern an, negative Kontostände am Tagesende in eine Art Überziehungskredit über Nacht zu überführen, für den allerdings in aller Regel erhöhte Zinssätze fällig werden. Manche Notenbanken verlangen von den Geschäftsbanken zudem, dass diese sogenannte Mindestreserven auf ihren Girokonten bei der Notenbank vorhalten, woraus sich dann regelmäßige Guthaben auf diesen Konten ergeben. Die Nichterfüllung einer Reserveverpflichtung wird typischerweise mit nachträglichen Sanktionen in Form von Strafzinsen belegt.

Wenn Notenbanken im Rahmen der Geldmarktsteuerung eine Kontrolle der kurzfristigen Zinssätze anstreben, so müssen sie im Aggregat wenigstens so viel Zentralbankguthaben durch Liquiditätsoperationen bereitstellen, dass die Konten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank in Summe mindestens null betragen und zusätzlich eine

¹ Insbesondere kurzfristig sind die autonomen Faktoren nicht von der Notenbank beeinflussbar und werden daher im Rahmen der Liquiditätssteuerung durch die Notenbanken als exogen angesehen.

gegebenenfalls bestehende Mindestreservepflichtung erfüllen. Anderenfalls können die Geldmarktsätze unkontrolliert ansteigen. Sind die Guthaben der Banken bei der Notenbank hingegen deutlich höher als im Aggregat erforderlich, so kann der Tagesgeldsatz am Interbanken-Geldmarkt prinzipiell bis auf null absinken. Gegen beide Eventualitäten kann die Notenbank Vorkehrungen treffen, um die Schwankungen der kurzfristigen Geldmarktsätze zu begrenzen („ständige Fazilitäten“).

Ausgleichsfunktion des Geldmarkts

Im Rahmen und als Ergebnis der Geschäftstätigkeit der Banken – bestehend zum Beispiel aus dem Zahlungsverkehr, der Hereinnahme von Einlagen oder dem Verkauf oder Erwerb von Wertpapieren – schwanken die Kontostände der Geschäftsbanken bei den Notenbanken. Diese Schwankun-

gen auszugleichen ist die zentrale Rolle des Interbanken-Geldmarkts, der für den horizontalen Liquiditätsausgleich innerhalb des Bankensystems sorgt. In aggregierter Betrachtung können die Banken Kredite der Zentralbanken als Substitut für den horizontalen Liquiditätsausgleich zwischen den Banken nur insoweit in Anspruch nehmen, wie die Notenbank ihnen dies ausnahmsweise oder regelmäßig anbietet – sofern die Banken die geforderten Zulassungsvoraussetzungen erfüllen. Wenn dies geschieht, verlängert sich die Notenbankbilanz über das erforderliche Maß, und die Notenbank übernimmt einen Teil des Intermediationsprozesses zwischen den Geschäftsbanken.

einmal angebotenen HRG eine Schlüsselrolle zu: Der für diese Operationen geltende Mindestbietungs- oder Festzinssatz ist der wichtigste der drei Leitzinssätze. Mit den LRG – für die in der Regel Laufzeiten von etwa drei Monaten vorgesehen sind – verfolgt das Eurosystem hingegen im Allgemeinen nicht die Absicht, Signale bezüglich des geldpolitischen Kurses zu geben.

Ständige Fazilitäten und Zinskorridor

Wenn Banken am Ende eines Geschäftstages über überschüssige Einlagen auf ihren Girokonten beim Eurosystem verfügen, so können sie diese „über Nacht“ in der sogenannten Einlagefazilität platzieren. Dafür erhalten sie üblicherweise einen positiven Zinssatz – den Einlagesatz, der als einer der drei Leitzinssätze vom EZB-Rat festgesetzt wird, und meist deutlich niedriger liegt als der Mindestbietungssatz

(oder Festzins) bei den HRG. Vereinfacht betrachtet lohnt sich die Nutzung der Einlagefazilität für die Banken nur dann, wenn sie die vollständige Erfüllung ihrer Mindestreservepflichtung in der laufenden Reserveperiode als gesichert betrachten können und sie darüber hinaus am Interbanken-Geldmarkt keine Geschäftspartner mit Liquiditätsbedarf finden können, die bereit sind, ihnen einen Zins zu zahlen, der nach Abzug einer etwaigen Risikoprämie höher ist als der Einlagesatz des Eurosystems.

Wenn Banken dagegen am Ende eines Geschäftstages zusätzliche Liquidität benötigen, um ihr Girokonto bei der Notenbank auszugleichen oder das Reservesoll zu erfüllen, dann können sie dafür – auf eigene Initiative und gegen die erforderlichen Sicherheiten – die Spitzenrefinanzierungsfazilität des Eurosystems nutzen (wobei in der Regel keine Kredithöchstgrenzen oder sonstigen Beschränkungen bestehen). Dafür müssen sie den Spitzenrefinan-

Einlagefazilität: Untergrenze für kurzfristige Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt

Spitzenrefinanzierungsfazilität: Obergrenze für kurzfristige Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt

zierungssatz entrichten. Dieser dritte Leitzinssatz des Eurosystems liegt normalerweise deutlich höher als der Hauptrefinanzierungssatz und die Tagesgeldsätze am Interbanken-Geldmarkt. Hintergrund für diesen Zinsabstand sind Anreizgesichtspunkte: Die Spitzenrefinanzierungsfazilität soll weder die Funktion des Interbanken-Geldmarkts für den horizontalen Liquiditätsausgleich innerhalb des Bankensystems behindern, noch die Rolle der Refinanzierungsgeschäfte bei der Deckung des aggregierten Liquiditätsdefizits des Bankensystems ersetzen. Die Nutzung der Spitzenrefinanzierungsfazilität kommt für die Banken daher insbesondere bei Dispositionsfehlern und unerwarteten Liquiditätsabflüssen am Tagesende in Betracht oder ganz allgemein in solchen Situationen, in denen eine Bank alle anderen, günstigeren Liquiditätsquellen ausnahmsweise ausgeschöpft hat.

*Zinskorridor:
Stabilisierung
der Geldmarkt-
und Liquiditäts-
bedingungen
und Anreize für
die Geldmarkt-
aktivität*

Spitzenrefinanzierungs- und Einlagesatz ergänzen die Signale des Hauptrefinanzierungssatzes bezüglich des geldpolitischen Kurses. Der von ihnen gebildete Zinskorridor begrenzt die Schwankungen der kurzfristigen Geldmarktsätze und schützt so die Institute innerhalb gewisser Grenzen davor, von anderen Instituten mit starker Stellung am Interbanken-Geldmarkt in Geschäfte mit sehr ungünstigen Konditionen gedrängt zu werden. Auf diese Weise tragen die ständigen Fazilitäten auch dann zur Stabilisierung der Geldmarkt- und Liquiditätsbedingungen bei, wenn sie von den Instituten nicht genutzt werden. Die Breite des Zinskorridors bestimmt dabei wesentlich die Anreize für die Geldmarktaktivität, das heißt den horizontalen Liquiditätsausgleich zwischen den Banken über den Interbanken-Geldmarkt.

Geschäftspartnerkreis und Sicherheitenrahmen

Die Kriterien für die Geschäftspartnerzulassung im geldpolitischen Handlungsrahmen sind so festgelegt, dass ein großer Kreis von Instituten Zugang zu den geldpolitischen Operationen des Eurosystems erhält und die Gleichbehand-

*Gleich-
behandlung
finanziell solider
Geschäfts-
partner*

lung von Instituten im gesamten Euro-Währungsgebiet gefördert wird. Die zugelassenen Institute müssen finanziell solide sein. Aus Risikoerwägungen können einzelne Geschäftspartner von der Teilnahme an geldpolitischen Operationen ausgeschlossen werden. Als milderes Mittel kann auch die Akzeptanz von Sicherheiten von bestimmten Geschäftspartnern ausgeschlossen oder eingeschränkt werden. In der Regel kann es insbesondere dann zum Ausschluss von Geschäftspartnern kommen, wenn diese grundlegende regulatorische Anforderungen zum Beispiel im Bereich der Eigenkapitalausstattung verfehlen und aus diesem Grund nicht als finanziell solide gelten können.

Für liquiditätsbereitstellende geldpolitische Geschäfte – insbesondere Refinanzierungsgeschäfte und die Spitzenrefinanzierungsfazilität – sowie für im Rahmen der Abwicklung des Zahlungsverkehrs benötigte Innertageskredite verlangt das Eurosystem von seinen Geschäftspartnern „ausreichende Sicherheiten“ (vgl. Art. 18.1 der EZB-Satzung). In der Praxis akzeptiert das Eurosystem ein breites Spektrum an marktfähigen und nicht marktfähigen Sicherheiten (insbesondere verzinsliche Wertpapiere und Kreditforderungen). Im Grundsatz sind die Zulassungsvoraussetzungen für notenbankfähige Sicherheiten im gesamten Euro-Währungsgebiet einheitlich. Die Besicherung der Kreditgeschäfte des Eurosystems dient insbesondere dazu, es vor finanziellen Risiken bei Ausfall geldpolitischer Geschäftspartner zu schützen. Hierzu gehört auch, dass Sicherheitsabschlüsse vorgenommen werden, die sich vor allem nach dem Rating (bzw. bei Kreditforderungen: nach einem Ratingäquivalent) und bei marktfähigen Sicherheiten zusätzlich nach der vom Eurosystem für einen Wertpapiertyp festgelegten Liquiditätskategorie richten.

*„Ausreichende
Sicherheiten“
zum Schutz des
Eurosystems vor
finanziellen
Risiken*

Die geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte und der Sicherheitenrahmen sind nicht dafür gedacht, eine eigenständige Kreditpolitik des Eurosystems zu etablieren. Der Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbe-

*Keine
Kreditpolitik
über den Sicher-
heitenrahmen*

werb verpflichtet das Eurosystem grundsätzlich zur Neutralität bezüglich der akzeptierten Sicherheiten, das heißt, die Maßstäbe für die Akzeptanz von Sicherheiten und die Berechnung von Sicherheitsabschlägen orientieren sich grundsätzlich an Risikokriterien (Kreditrisiken, Marktliquidität der Sicherheiten). Die Maßgabe, dass Sicherheiten „ausreichend“ sein müssen, stellt Mindestanforderungen an die Bonität und die ungehinderte Verwertbarkeit der akzeptierten Sicherheiten, die nicht unterschritten werden dürfen. Allerdings steht es dem Eurosystem frei, den Bonitätsschwellenwert unter geldpolitischen Erwägungen nach oben anzupassen. Eine Verpflichtung, bestimmte Forderungen oder Wertpapiere im Rahmen revolvingender Kreditoperationen zu refinanzieren, besteht für das Eurosystem grundsätzlich nicht.

Geldmarktsteuerung bis zur Finanzkrise

Ausgestaltung des Instrumentariums

Vor der Finanzkrise: begrenztes Zuteilungsvolumen und Zinstenderverfahren

Bis zum offenen Ausbruch der Finanzkrise im September 2008 führte das Eurosystem die wöchentlich angebotenen HRG als wettbewerbliche Tenderoperationen mit begrenztem Zuteilungsvolumen durch – seit Juni 2000 im Zinstenderverfahren, wobei der Mindestbietungssatz für die abgegebenen Gebote als „Leitzins“ fungierte. Seit Einführung des Euro im Januar 1999 bis zum Sommer 2007 wurde durchschnittlich etwa ein Viertel des ausstehenden Refinanzierungsvolumens durch monatlich angebotene LRG von etwa dreimonatiger Laufzeit bereitgestellt. Für LRG nutzte das Eurosystem von Anfang an das Zinstenderverfahren ohne Mindestbietungssatz, da mit diesen Geschäften nicht beabsichtigt war, Signale über den geldpolitischen Kurs zu geben.⁶⁾

Um die Aussichten zu erhöhen, im Rahmen des Zinstenderverfahrens die bankindividuell ge-

wünschte Menge an Zentralbankkrediten zugeteilt zu bekommen, müssen die Banken höhere Zinssätze bieten – die sie im Erfolgsfall dann auch bezahlen müssen. Dieses sogenannte „amerikanische Verfahren“ führt dazu, dass die Bieter im eigenen Interesse keine überhöhten Gebote abgeben. Die durchschnittlichen Zinskosten (gewichteter Durchschnittssatz) der zuteilten Gebote liegen in der Regel oberhalb des marginalen Zuteilungssatzes, aber unter normalen Bedingungen nicht substantiell darüber.

Bei wettbewerblichen Bietungsverfahren wie dem Zinstenderverfahren können sich die einzelnen Bieter wegen des begrenzten Zuteilungsvolumens in Unkenntnis der Gebote anderer Auktionsteilnehmer letztlich niemals völlig sicher sein, ob und in welchem Umfang sie mit ihren Geboten erfolgreich sind. Fehlende Mittel müssen sie sich im Regelfall über den Interbanken-Geldmarkt beschaffen. Unter den Bedingungen des Zinstenderverfahrens mit begrenzten Zuteilungsbeträgen ist es daher für die Banken wichtig, den Marktzugang aufrechtzuerhalten, um sich günstig am Geldmarkt refinanzieren zu können.

Können einzelne Institute unter diesen Bedingungen die bankindividuell benötigte Liquidität weder am Markt noch im Rahmen der regelmäßig angebotenen geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte erhalten, so müssen sie die Spitzenrefinanzierungsfazilität in Anspruch nehmen. Von April 1999 bis Anfang Oktober 2008 war der von Spitzenrefinanzierungs- und Einlagefazilität gebildete Zinskorridor stets symmetrisch um den Hauptrefinanzierungssatz und hatte eine Breite von ± 100 Basispunkten.

Zinstenderverfahren: zuteiltes Volumen je Bieter von der Höhe der gebotenen Zinssätze abhängig

Rückwirkung des Zinstenderverfahrens auf die Banken: Anreize für marktorientiertes Verhalten

Symmetrischer Zinskorridor mit einer Breite von ± 100 Basispunkten

⁶⁾ Beim Zinstenderverfahren geben die Bietungsteilnehmer Gebote in Form von Mengen und Zinssätzen ab. Das Eurosystem bildet aus den einzelnen abgegebenen Geboten eine aggregierte Gebotsstruktur. Die Zuteilung der Gebote erfolgt bei liquiditätszuführenden Geschäften in absteigender Reihenfolge der gebotenen Zinssätze – bis das Zuteilungsvolumen gerade ausgeschöpft ist. Der niedrigste Zinssatz, zu dem Zuteilungen erfolgen, wird als „marginaler Zuteilungssatz“ bezeichnet.

Marktbedingungen und Ergebnisse/Wirkungen der Geldmarktsteuerung

Breiter und tragfähiger Zugang der Banken zum Interbanken-Geldmarkt

Seit 1999 dürfte eine weit überwiegende Mehrheit der Banken im Euro-Währungsgebiet über einen tragfähigen Zugang zum Interbanken-Geldmarkt verfügt haben. Die Institute betrachteten Kreditgeschäfte untereinander als kaum mit Risiken behaftet. Darauf deuten auch die über weite Strecken praktisch konstanten und sehr geringen Differenzen zwischen unbesicherten und besicherten Geldmarktsätzen hin.⁷⁾ Im Regelfall handelten die Banken Zentralbankguthaben mit einer zahlenmäßig begrenzten Gruppe von Geschäftspartnern. Der Interbanken-Geldmarkt wies dabei stabile Netzwerkstrukturen auf, wobei eine überschaubare Anzahl von Banken eine besonders starke Rolle beim Liquiditätsausgleich zwischen den Banken übernahm.⁸⁾ Aus dem Zusammenwirken von im Zinstenderverfahren angebotenen Refinanzierungsgeschäften mit begrenztem Zuteilungsvolumen und dem breiten Zinskorridor ergaben sich von der Einführung des Euro bis zur Finanzkrise folgende Liquiditäts- und Geldmarktbedingungen:

Ausgeglichene Liquiditätsbedingungen: Überschussliquidität praktisch null

- Mit den geldpolitischen Refinanzierungsgeschäften stellte das Eurosystem in Summe gerade so viel Liquidität bereit, dass jeweils der aggregierte Liquiditätsbedarf des Bankensystems je Reserveperiode (der sich aus den autonomen Faktoren (siehe Erläuterungen auf S. 43) sowie der Mindestreserveverpflichtung zusammensetzt) gedeckt wurde. Die durchschnittliche Überschussliquidität je Reserveperiode, die sich aus der durchschnittlichen Nutzung der Einlagefazilität und den über das Mindestreservesoll hinausgehenden Einlagen der Banken auf ihren Girokonten beim Eurosystem zusammensetzt, war im Vergleich zum ausstehenden Refinanzierungsvolumen oder Reservesoll äußerst gering.

- Der Zinskorridor mit einer Breite von ± 100 Basispunkten setzte starke Anreize für die

Einlagefazilität und Spitzenrefinanzierungsfazilität

Durchschnittliche Nutzung je Reserveperiode in Mrd €



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

private Geldmarktaktivität und gewährleistete dadurch den horizontalen Liquiditätsausgleich über den Interbanken-Geldmarkt. Vor dem Zusammenbruch von Lehman Brothers betrug das Volumen von Einlage- und Spitzenrefinanzierungsfazilität im langfristigen Durchschnitt über die Mindestreserveperioden jeweils weniger als 1 Mrd € (siehe oben stehendes Schaubild), und damit nur einen verschwindenden Bruchteil des Refinanzierungsvolumens oder des Reservesolls. Zusammenfassend ist festzustellen, dass die ständigen Fazilitäten bis zum Höhepunkt der Finanzkrise von den Banken nicht systematisch genutzt wurden.

Breiter Korridor setzt Anreize für private Geldmarktaktivität

- Im Ergebnis gelang es dem Eurosystem, die kurzfristigen Geldmarktsätze wirksam zu steuern. In Bezug auf die mittleren Abweichungen der kurzfristigen Geldmarktsätze vom Leitzins sowie ihre Schwankungen war das Eurosystem hier über lange Zeit zumindest ebenso erfolgreich wie andere bedeutende Notenbanken. Die Geldmarktsteuerung des Eurosystems diente anderen No-

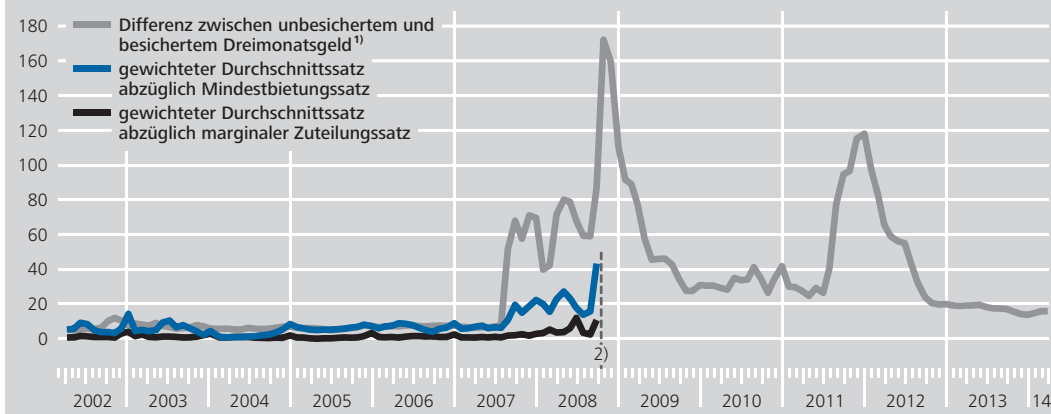
Effektive Steuerung der kurzfristigen Zinssätze

⁷ In rückblickender Perspektive mag die vor der Finanzkrise vorherrschende Risikowahrnehmung der Banken als zu gering erscheinen.

⁸ B. Craig und G. von Peter, Interbank tiering and money center banks, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 12/2010.

Geldmarktrisikoprämie und Tendersätze bei Hauptrefinanzierungsgeschäften

Basispunkte



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. 1 Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EUREPO. 2 Seit 15. Oktober 2008 wurden die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte zum festen Zinssatz als Mengentender mit vollständiger Zuteilung durchgeführt.

Deutsche Bundesbank

tenbanken mitunter bei der Weiterentwicklung ihrer Geldmarktsteuerung als Vorbild.⁹⁾

*Begrenzt
 Zuteilungs-
 volumen:
 Begrenzung der
 finanziellen
 Risiken*

Ein Nebeneffekt der Geldmarktsteuerung mittels begrenzter Zuteilungen bei den Refinanzierungsgeschäften war, dass die Bilanzsumme des konsolidierten Ausweises des Eurosystems nicht größer als – gemessen an den autonomen Faktoren und am Mindestreservesoll – rechnerisch notwendig war. Die finanziellen Risiken, die das Eurosystem übernahm, und die damit einhergehenden Umverteilungswirkungen blieben in der Zeit vor der Finanzkrise auch aus diesem Grund vergleichsweise eng begrenzt.

Liquiditätskrise: Vorboten der Finanzkrise

*Zuteilungssätze
 des Zinstender-
 verfahrens
 zeigen
 Spannungen am
 Geldmarkt an ...*

Das Zinstenderverfahren erwies sich im Vorfeld der Finanzkrise als anpassungsfähig an die Evolution der Marktbedingungen. Banken, die zunehmend auf die erfolgreiche Teilnahme an geldpolitischen Refinanzierungsgeschäften angewiesen waren, verursachten seit Beginn der Liquiditätskrise im August 2007 durch ihre starke Nachfrage einen Anstieg des gewichteten Durchschnittssatzes bei den HRG (in Relation zum Mindestbietungssatz). Auch der Spread zwischen gewichtetem Durchschnitts-

satz und marginalem Zuteilungssatz nahm im Zeitablauf zu. Die Zunahme dieser Zinsdifferenzen verweist bereits auf eine abnehmende Einheitlichkeit der Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt in dieser Zeit und kann in ähnlicher Weise als Stress-Barometer für den Interbanken-Geldmarkt gedeutet werden¹⁰⁾ wie der Anstieg der Geldmarkt-Risikoprämien (siehe oben stehendes Schaubild).

Das (amerikanische) Zinstenderverfahren sorgte auf diese Weise dafür, dass die Refinanzierungskosten der Banken beim Eurosystem vor der Finanzkrise die divergierenden kurzfristigen Refinanzierungskosten von soliden und weniger solide aufgestellten Banken am Markt zumindest ansatzweise widerspiegeln. Es kann somit grundsätzlich als weitgehend marktgerechtes Verfahren betrachtet werden: Banken, deren Marktzugang sich verschlechtert, sind gezwungen, bei den Refinanzierungsgeschäften aggressiver zu bieten. Dadurch steigen ihre marginalen Refinanzierungskosten beim Eurosystem und auch die Bereitschaft der Banken

*... und replizieren
 Disziplinierung
 durch die Markt-
 kräfte zumindest
 teilweise*

⁹ Vgl.: D. Nautz und J. Scheithauer (2011), Monetary Policy Implementation and Overnight Rate Persistence, *Journal of International Money and Finance*, Vol 30 (7), S. 1375–1386.
¹⁰ Vgl.: P. Abbassi und D. Nautz (2012), Monetary transmission right from the start: On the information content of the Eurosystem's main refinancing operations, *North American Journal of Economics and Finance* 23, S. 54–69.

zur Zahlung höherer Zinsen für Geldmarktkredite. Somit setzt das Zinstenderverfahren gewisse Anreize für die Banken, aus eigener Initiative vertrauensbildende Maßnahmen – wie zum Beispiel eine Stärkung der Eigenkapitalausstattung oder eine Reduzierung des Ausmaßes der Fristentransformation – zu ergreifen, um ihren Zugang zum Geldmarkt aufrechtzuerhalten.

Anstieg der Geldmarkt-Risikoprämien – problematisch für geldpolitisches Signal?

Der im Verlauf der Liquiditätskrise zunehmende Druck auf den Interbanken-Geldmarkt im Euro-Währungsgebiet¹¹⁾ spiegelte sich auch in steigenden Zinsdifferenzen zwischen unbesicherten und besicherten Geldmarktgeschäften. Insbesondere in längeren Laufzeiten wurde der Abschluss unbesicherter Geldmarktgeschäfte immer schwieriger, und am Repomarkt wurden zunehmend nur noch Sicherheiten höherer Qualität akzeptiert.¹²⁾ Für die Geldmarktsteuerung des Eurosystems ergab sich daraus insofern eine Herausforderung, als unbesicherte Geldmarktsätze wie EURIBOR aufgrund des zunehmenden Risikobewusstseins der Marktteilnehmer relativ zum Leitzins eine steigende Tendenz aufwiesen, sodass die Kontrollierbarkeit der kurzfristigen Geldmarktsätze durch das Eurosystem zunehmend infrage gestellt schien. Alternativen zum Zinstenderverfahren – wie die Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften – können jedoch die Klarheit des geldpolitischen Signals bei gegebenem Zustand des Interbanken-Geldmarkts zumindest nicht verbessern oder sogar verschlechtern. Mit Blick auf die Effektivität der Geldpolitik und den angemessenen geldpolitischen Kurs können Anstiege von Geldmarkt-Risikoprämien jedenfalls grundsätzlich durch Leitzinssenkungen kompensiert werden, wenn ansonsten eine unerwünschte Verschärfung des Restriktionsgrades der Geldpolitik zu befürchten ist. Mit der Zwei-Säulen-Strategie des Eurosystems¹³⁾ besteht hierfür ein konsistenter Rahmen, der dies ermöglicht.

Zum Aufbau der Spannungen im Vorfeld der Finanzkrise trug bei, dass einhergehend mit dem geschärften Risikobewusstsein verschie-

dene Banken zunehmend unterschiedliche Zinssätze am Geldmarkt zahlen mussten. Immer weniger Banken konnten sich zu (Referenz-)Zinssätzen wie EURIBOR im bis dahin gewohnten Umfang Liquidität am Interbanken-Geldmarkt beschaffen. Darüber hinaus verschlechterte sich für immer mehr Banken der Zugang zum Interbanken-Geldmarkt, weil Institute aufgrund der gestiegenen Risikowahrnehmung existierende Kreditlinien für andere Banken einschränkten oder ganz schlossen. Aus bankindividueller Sicht sind derartige Maßnahmen zur Begrenzung von Risiken nachvollziehbar. Aufgabe des Risikomanagements einer Bank ist es ja gerade, auf veränderte Risiken zu reagieren. Eine Fehlbewertung von Risiken durch die Banken dürfte hingegen vor der Liquiditätskrise vorgelegen haben, und zwar in dem Sinne, dass Risiken insgesamt unterschätzt wurden.

Geldmarkt-zugang für die Institute zunehmend uneinheitlich

Erste Phase der Finanzkrise 2008/2009

Der Ausfall der U.S.-Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 kann als Markstein für den Wandel der Liquiditätskrise zur Finanzkrise angesehen werden. Die bereits zuvor angespannte Situation an den Märkten spitzte sich nochmals dramatisch zu. In der Folge beschloss der EZB-Rat am 8. Oktober 2008, beginnend mit dem am 15. Oktober zuteilten HRG die abgegebenen Gebote vollständig und zum festen Zinssatz zuzuteilen (Vollzuteilungsverfahren). Diese Regelung wurde anschließend auch auf die LRG ausgedehnt. Zudem wurde per 9. Oktober 2008 und befristet bis zum 20. Januar 2009 der durch

Geldpolitische Sondermaßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems

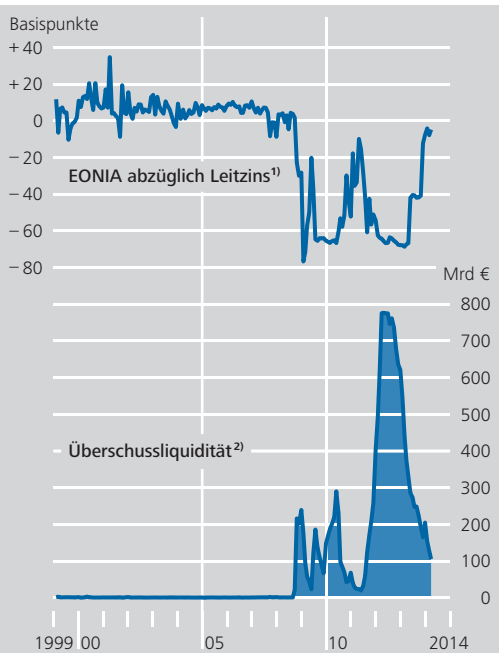
¹¹ Vgl.: EZB, Die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems während der jüngsten Phase der Finanzmarktvolatilität, a. a. O.

¹² Vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzsystem im Wandel: neue Bedeutung der Repomärkte, Monatsbericht, Dezember 2013, S. 59–74.

¹³ Vgl.: EZB, Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems, Monatsbericht, Januar 1999, S. 43–56; EZB, Editorial, Pressemitteilung vom 8. Mai 2003 über die geldpolitische Strategie der EZB, Monatsbericht, Mai 2003, S. 5–8.

Zinsabstand von EONIA zum Leitzins und Überschussliquidität

Jeweils im Durchschnitt der Reserveperiode



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. **1** Bis 8. Oktober 2008 Mindestbietungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, danach Hauptrefinanzierungssatz. **2** Einlagefazilität plus Zentralbankguthaben minus Mindestreservesoll.
 Deutsche Bundesbank

Spitzenrefinanzierungs- und Einlagesatz des Eurosystems gebildete Zinskorridor von ± 100 Basispunkten auf ± 50 Basispunkte um den Hauptrefinanzierungssatz (den vorherigen Mindestbietungssatz bei den HRG) verengt. Schließlich wurde am 17. Oktober 2008 mit Wirkung für den 22. Oktober die Ratingschwelle für eurosystemfähige Sicherheiten von A- auf BBB-abgesenkt.

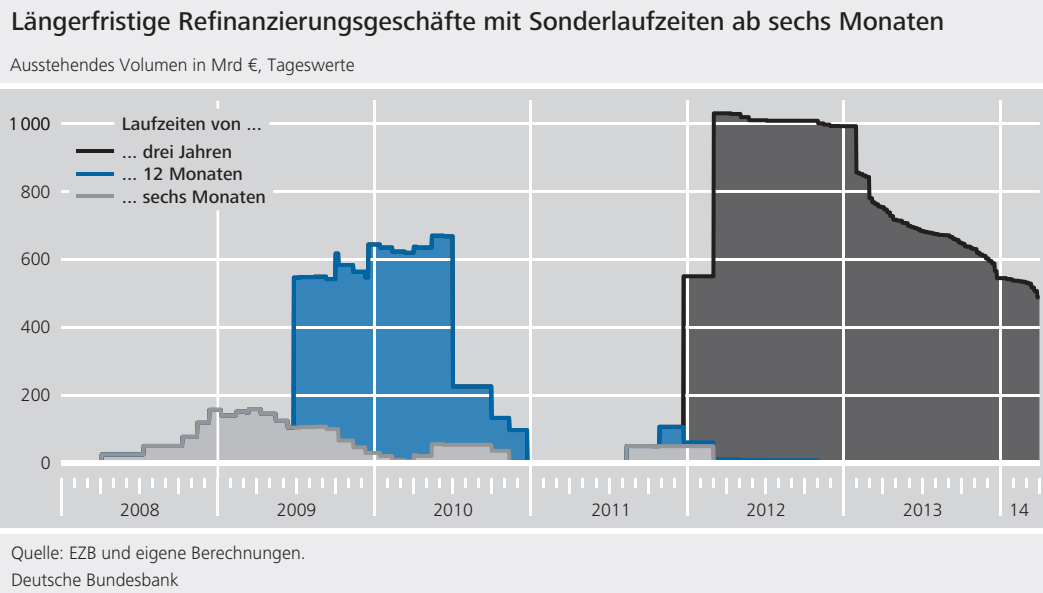
Durch diese entschiedenen geldpolitischen Sondermaßnahmen des Eurosystems waren Zentralbankkredite für alle Institute schlagartig deutlich günstiger als die noch kurze Zeit davor aufgezeichneten Geldmarktsätze. Die Vollzuteilung bei HRG und LRG führte bei starker Nachfrage der Institute zu einem ersten, sprunghaften Anstieg der Überschussliquidität von bis dahin immer noch nahe null auf durchschnittlich über 200 Mrd. € im vierten Quartal 2008. Guthaben der Banken auf ihren Girokonten bei der Notenbank waren damit in Summe betrachtet erstmals seit Beginn der Währungs-

Sprunghafter Anstieg der Überschussliquidität und Rückgang der Geldmarktsätze

union nicht mehr knapp. Infolge dieses Überschusses an Zentralbankliquidität sanken die kurzfristigen Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt deutlich unter den Hauptrefinanzierungssatz (siehe nebenstehendes Schaubild) und konnten spätestens ab diesem Zeitpunkt nicht mehr als repräsentativ für die marginalen Liquiditäts- und Refinanzierungskosten der Banken angesehen werden: Für eigene Liquiditätsüberschüsse der Banken bildete der Satz der Einlagefazilität die Opportunitätskosten. Fehlende Liquidität konnte sich ein Teil der Banken, der noch über einen Marktzugang verfügte, zu Geldmarktsätzen beschaffen, die unterhalb des Hauptrefinanzierungssatzes und oberhalb des Einlagesatzes des Eurosystems notierten. Diejenigen Banken, die ihren Liquiditäts- und Finanzierungsbedarf nicht über den Markt decken konnten oder wollten, mussten dafür den jeweiligen Hauptrefinanzierungssatz entrichten. Mit der Wiederausweitung des Zinskorridors auf die zuvor übliche Breite von ± 100 Basispunkten gingen das geldpolitische Refinanzierungsvolumen und die Überschussliquidität anschließend kräftig zurück: Vom 20. Januar 2009 bis zum 23. Juni 2009 betrug die Überschussliquidität im Mittel lediglich noch etwa 65 Mrd. €.

Die Vollzuteilung des Eurosystems bei den Refinanzierungsgeschäften hat in dieser ersten kritischen Phase der Finanzkrise breite Stabilisierungswirkungen erzielt. Die Bedeutung dieser Stabilisierungswirkungen ist überaus hoch einzuschätzen: Die Maßnahmen ermöglichten es Banken mit krisenbedingt angespannter Liquiditätssituation – darunter insbesondere jenen Instituten, die von Einschränkungen des horizontalen Liquiditätsausgleichs über den Interbanken-Geldmarkt betroffen waren –, auf liquiditätsbedingte Notverkäufe von Aktiva weitestgehend zu verzichten. Dadurch wurde einer denkbaren sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale bei Wertpapierpreisen entgegen gewirkt, die den Finanzsektor noch sehr viel stärker belastet und damit indirekt auch die Realwirtschaft in noch größerem Maße in Mitleidenschaft gezogen hätte. Zusammen ge-

Sondermaßnahmen wirkten Abwärtsspirale an den Wertpapiermärkten entgegen



nommen bewirkten die vom Eurosystem im Herbst 2008 ergriffenen geldpolitischen Sondermaßnahmen eine Trendwende bei den zuvor rapide angestiegenen Geldmarkt-Risikoindikatoren (siehe Schaubild auf S. 48).

Langfristender während Finanz- und Staatsschuldenkrise

Zweite Phase der Finanzkrise 2009/2010: Angebot von 12-Monatstendern

Nachdem seit April 2008 bereits LRG mit einer Sonderlaufzeit von sechs Monaten angeboten worden waren, beschloss das Eurosystem im Mai 2009 die Durchführung dreier langfristiger Refinanzierungsgeschäfte mit einer Dauer von 12 Monaten. Diese Geschäfte waren Bestandteil der „erweiterten Kreditunterstützung“¹⁴ und wurden ab 25. Juni 2009 in einem Abstand von jeweils etwa drei Monaten durchgeführt. Insbesondere die erste dieser drei Operationen traf mit einem Bietungs- und Zuteilungsvolumen von 442 Mrd € auf eine enorme Nachfrage. Dementsprechend nahm das ausstehende Refinanzierungsvolumen stark zu. Nachdem die Überschussliquidität im Verlauf der Vormonate auf niedrige zweistellige Milliarden-Euro-Beträge zurückgegangen war, stieg sie im Zusammenhang mit der umfangreichen Teilnahme der Institute am ersten der drei

Erweiterte Kreditunterstützung zur Verhinderung einer Kreditklemme

Stabilisierung des Finanzsystems als notwendige Bedingung für Preisstabilität

In diesem Sinne übernahm die Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften in dieser Phase der Finanzkrise ähnliche Funktionen wie eine Vielzahl von Liquiditätsprogrammen, welche die U.S.-Notenbank Federal Reserve in dieser Phase der Finanzkrise Geschäftsbanken und anderen Marktteilnehmern anbot. Der breite Geschäftspartnerkreis und der breite Sicherheitenrahmen des Eurosystems erwiesen sich dabei als vorteilhaft, weil dadurch dem gesamten Bankensystem auf direktem Wege Liquidität zur Verfügung gestellt werden konnte. Auf diese Weise wurde das Bankensystem in seiner Gesamtheit stabilisiert und der ansonsten denkbare Zusammenbruch eines Teils des Finanzsystems verhindert. Letztlich dürfte dies auch die Kreditvergabefähigkeit der Banken – eine ihrer zentralen Funktionen für die Realwirtschaft – in den Monaten und Quartalen unmittelbar nach dem Lehman-Brothers-Ausfall erheblich gestärkt haben.

¹⁴ J.-C. Trichet, The ECB's enhanced credit support, Rede von EZB-Präsident Jean-Claude Trichet, Ludwig-Maximilians-Universität München, 13. Juli 2009.

12-Monatstender vorübergehend kräftig an. Unterstützt durch die Anreize des breiteren Zinskorridors reduzierten die Banken im Verlauf des vierten Quartals 2009 die Überschussliquidität dann jedoch wieder, indem sie die Inanspruchnahme der Refinanzierungsgeschäfte mit kürzerer Laufzeit auf zeitweise deutlich unter 100 Mrd € verringerten.

Überschussliquidität im ersten Halbjahr 2010 erhöht

Nach der Zuteilung des dritten 12-Monatstenders im Dezember 2009 stieg die Überschussliquidität im ersten Halbjahr 2010 wieder auf ein Niveau von durchschnittlich über 200 Mrd € an. Hierfür können rückblickend folgende Faktoren als ausschlaggebend angesehen werden: Das Refinanzierungsvolumen war überwiegend durch die insgesamt drei ausstehenden 12-Monatstender dominiert, die mit einem Gesamtvolumen von über 600 Mrd € zeitweise mehr als das strukturelle Liquiditätsdefizit des Bankensektors ausmachten. Die kürzerfristigen Operationen hatten im Vergleich dazu einen geringen Umfang. Zudem fiel in diesen Zeitraum die Wandlung der Finanz- zur Staatsschuldenkrise, was die Liquiditätsnachfrage erhöht haben dürfte. Und nicht zuletzt bauten die Banken auch erhebliche Liquiditätspuffer auf, um den am 1. Juli 2010 fälligen Tender über 442 Mrd € zurückzahlen zu können.

Am 4. März 2010 unterstrich der EZB-Rat seinen Willen zur Fortsetzung des Ausstiegs aus den liquiditätsbereitstellenden geldpolitischen Sondermaßnahmen. Die Vollzuteilung bei den dreimonatigen LRG wurde beendet, und am 28. April 2010 wurde erstmals wieder ein LRG mit indikativem Zuteilungsvolumen und Mindestbietungssatz im Zinstenderverfahren angeboten. Aus dem Blickwinkel marktwirtschaftlicher Grundsätze war diese Operation ein Erfolg: Das angestrebte Zuteilungsvolumen wurde von den Bietern nicht ausgeschöpft, während Banken, die zur Sicherheit sehr hohe Zinssätze geboten hatten, weil sie von Zentralbankkrediten abhängig waren, durch diese Form der Selbstselektion einen Zinsaufschlag von durchschnittlich 15 Basispunkten über dem Mindestbietungssatz von 1,0% entrichten

mussten. Insofern bedeutete die – wenn auch vorübergehende – Rückkehr zum Zinstenderverfahren eine klare Verbesserung der Marktgerechtigkeit im Vergleich zur Vollzuteilung zum festen Zinssatz bei den LRG.

Europäische Staatsschuldenkrise ab Mai 2010

Den bereits begonnenen Ausstieg aus den liquiditätsbereitstellenden geldpolitischen Sondermaßnahmen nahm das Eurosystem mit Beginn der Staatsschuldenkrise Anfang Mai 2010 zurück. Er wurde bislang nicht wieder aufgenommen. Die Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften hat das Eurosystem den Banken bereits bis Mitte 2015 zugesagt.

Einstieg in Ausstieg aus Sondermaßnahmen im Jahr 2010 gestoppt

Nach der problemlosen und weitestgehend friktionsfreien Tilgung des Tenders über 442 Mrd € am 1. Juli 2010 ging die Überschussliquidität schlagartig zurück und sank bald darauf wieder deutlich unter 100 Mrd €, bis sie im Sommer 2011 im Zuge des sich verstärkenden Drucks auf die Märkte für Staatsanleihen und Bankschuldtitel in einigen Peripherieländern wieder zunahm. Ein Ende Oktober 2011 angebotenes Refinanzierungsgeschäft mit einer Laufzeit von 12 Monaten fand noch eine vergleichsweise überschaubare Nachfrage von 57 Mrd €. Anfang Dezember 2011 beschloss dann der EZB-Rat, zwei weitere langfristige Refinanzierungsgeschäfte anzubieten – diesmal allerdings mit Laufzeiten von etwa drei Jahren.

Niedrige Überschussliquidität bis zur Verschärfung der Staatsschuldenkrise im Sommer 2011

Die Dreijahrestender wurden ebenfalls im Vollzuteilungsverfahren durchgeführt, waren allerdings anders als die 12-Monatstender des Jahres 2009 mit der Möglichkeit einer vorzeitigen Rückzahlung durch die Geschäftspartner nach einer Mindestlaufzeit von jeweils etwa einem Jahr ausgestattet. Zusammen genommen erzielten die beiden Operationen ein Bietungs- und Zuteilungsvolumen von über 1 Billion €. Hintergrund dieser Maßnahme war die seit August 2011 zu beobachtende, verstärkte Unsicherheit an den Finanzmärkten angesichts

Dreijahrestender: Eingriff in Renditestruktur in Kapitalmarktlaufrzeiten

des für 2012 absehbaren sehr hohen Anschlussfinanzierungsbedarfs bei Staatsanleihen und Bankschuldtiteln.¹⁵⁾ Mit den Dreijahrestendern verließ das Eurosystem das Laufzeitspektrum des Geldmarkts und griff mit dem Instrumentarium der Geldmarktsteuerung erstmals breit in die Renditestruktur am Kapitalmarkt ein.

Massiver und anhaltender Anstieg der Überschussliquidität auf Rekordniveau

Die Auswirkungen der Dreijahrestender auf den Geldmarkt und die Liquiditätslage der Banken waren massiv: Die Überschussliquidität stieg mit der Zuteilung der beiden Dreijahrestender Ende 2011 und Anfang 2012 in zwei Stufen sprunghaft auf etwa 775 Mrd € im zweiten Quartal 2012 an und ging erst im Jahresverlauf 2013 mit der Inanspruchnahme der vorzeitigen Rückzahlungsmöglichkeit durch die Banken kräftig zurück. Nachdem die Restlaufzeit der beiden Dreijahrestender im ersten Quartal 2014 ein Jahr unterschritt, liegt die verbliebene rechnerische Überschussliquidität derzeit in einer Größenordnung von über 100 Mrd €. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass das Eurosystem weiterhin wöchentlich liquiditätsabsorbierende Operationen im Volumen von derzeit gut 170 Mrd € anbietet.¹⁶⁾ Die Bilanzsumme des Eurosystems überschreitet somit derzeit noch den für ausgeglichene Liquiditätsbedingungen erforderlichen Betrag um mehr als 270 Mrd €.

Rückgang der Geldmarkt-Risikoprämien

Geldmarkt-Risikoindikatoren wie die Zinsdifferenz zwischen unbesicherten und besicherten Geldmarktgeschäften im Interbankenhandel (Depo-Repo-Spread) gingen seit den relativen Höchstständen um den Jahreswechsel 2011/2012 kontinuierlich zurück – nicht zuletzt unterstützt durch das große Volumen der Überschussliquidität, das durch die Dreijahrestender entstanden war. Als eine Begleiterscheinung der sehr hohen Überschussliquidität verharrten die kurzfristigen Geldmarktsätze nur geringfügig oberhalb des Einlagesatzes des Eurosystems. Zentrale Wirkungen dieser Geschäfte bestanden einerseits in der massiven Entlastung angeschlagener Banken bei ihrer Finanzierung und andererseits in einer erhöhten Nachfrage zum Beispiel nach Staatsanleihen, die für sogenannte Carry-Trades genutzt wurden. Diese

Entlastungen der Finanzierungssituation von Banken und Staaten in der Euro-Peripherie waren letztlich auch ursächlich für die Verbesserung der Risikoindikatoren am Geldmarkt.

Im Jahr 2013 wurde der Hauptrefinanzierungssatz in zwei weiteren Schritten von 0,75% auf zuletzt 0,25% abgesenkt. Da das Eurosystem bislang auf einen negativen Einlagesatz verzichtet, wurde dabei der Zinskorridor weiter verengt. Der Zinsabstand zwischen Hauptrefinanzierungssatz und Einlagesatz beträgt seit November 2013 nunmehr lediglich noch 25 Basispunkte.

Verengung des Zinskorridors

Nebenwirkungen der krisenbedingten liquiditätsbereitstellenden geldpolitischen Maßnahmen

Die umfangreiche Nutzung der zum festen Zins angebotenen, teils sehr langfristigen Refinanzierungsgeschäfte und der zeitweise überaus hohe Bestand an Überschussliquidität illustrieren, wie das Eurosystem im ersten Fall auf der Aktivseite, im zweiten auf der Passivseite seiner Bilanz mit den geldpolitischen Sondermaßnahmen im Verlauf der Finanz- und Staatsschuldenkrise im Ergebnis zunehmend in die Marktbedingungen eingegriffen hat.

Beeinträchtigung von Geld- und Repomarktaktivität

Während am Repomarkt zunehmend nur Sicherheiten hoher Qualität akzeptiert wurden, weitete das Eurosystem den Sicherheitenrah-

¹⁵ Vgl.: EZB, Introductory Statement to the press conference (with Q&A), EZB-Präsident Mario Draghi, 5. Dezember 2013.

¹⁶ Das Eurosystem bietet den Banken jede Woche eine liquiditätsabsorbierende Operation in Höhe des ausstehenden Portfoliovolumens des Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme: SMP) an. Diese Operation war im Mai 2010 gemeinsam mit dem SMP eingeführt worden, um zu unterstreichen, dass mit diesem Programm keine Lockerung des geldpolitischen Kurses beabsichtigt war.

Repomarkt: Für Sicherheiten schlechterer Qualitäten ersetzt das Eurosystem die Marktaktivität

men kräftig aus, indem es den allgemeinen Bonitätsschwellenwert für notenbankfähige Sicherheiten von A- auf BBB- absenkte. Die Refinanzierung von Sicherheiten mit erhöhtem Risikogehalt durch das Eurosystem kam in der Tendenz vor allem solchen Banken zugute, die höhere Finanzierungs- und Kreditrisiken eingegangen waren als andere und deshalb in stärkerem Maße von den allgemeinen und breiten Vertrauensverlusten an den Märkten betroffen waren. Institute, deren Risikomanagement sich im Nachhinein als weniger effektiv erwiesen hatte, profitierten letztlich überproportional von den Maßnahmen des Eurosystems und konnten somit einem Teil der drohenden Ergebnisbelastungen entgehen. Andere Banken, die ihr Kreditgeschäft stabil durch Kundeneinlagen und Kapitalmarktinstrumente finanziert hatten und darauf verzichteten, Portfolios lang laufender Wertpapiere kurzfristig zu refinanzieren und durch diese Fristentransformation Zinserträge zu generieren, profitierten hingegen in tendenziell geringerem Maße von den geldpolitischen Sondermaßnahmen.

Partielle Verdrängung des Interbanken-Geldmarkts durch Vollzuteilung bei verengtem Zinskorridor

Die zunächst vorübergehende Verengung des Zinskorridors am 9. Oktober 2008 trug unter den Bedingungen der Vollzuteilung dazu bei, die kurzfristigen Geldmarktsätze nicht zu stark unter den Hauptrefinanzierungssatz absinken zu lassen. Allerdings wurde durch Vollzuteilung und Korridorverengung die maximale Zinsmarge, die Banken mit Liquiditätsüberschüssen am Geldmarkt im Bereich wöchentlicher Laufzeiten verdienen konnten, auf die Zinsdifferenz zwischen Hauptrefinanzierungssatz (zu dem Banken mit Liquiditätsbedarf sich beim Eurosystem refinanzieren konnten) und Einlagesatz (zu dem Banken, die über überschüssige Liquidität verfügten, Zentralbankguthaben sicher beim Eurosystem anlegen konnten) begrenzt, das heißt auf die halbe Korridorbreite von nur noch 50 Basispunkten.¹⁷⁾ Vereinfacht betrachtet war es somit in allen Fällen, in denen die angemessene Kreditrisikoprämie für ein Geldmarktgeschäft zwischen Banken diese Zinsdifferenz überstieg, aus Sicht von Banken mit Liquiditätsüberschüssen nicht sinnvoll, überschüs-

sige Liquidität am Geldmarkt anzubieten. Die Relevanz dieses Mechanismus nahm mit den beiden Leitzinssenkungen des Jahres 2013 weiter zu, die jeweils eine weitere Verengung des Zinskorridors mit sich brachten. Die daraus resultierenden verminderten Anreize für einen weitgehenden horizontalen Liquiditätsausgleich zwischen den Banken werden durch das derzeit bestehende Angebot wöchentlicher liquiditätsabsorbierender Operationen des Eurosystems nochmals deutlich reduziert.

Für das zeitliche Profil des Rückgangs der Überschussliquidität nach vorangegangenem Angebot attraktiver Refinanzierungsgeschäfte durch das Eurosystem spielt die Breite des Zinskorridors eine wichtige Rolle: Ein breiter Zinskorridor sorgt in aller Regel dafür, dass die Banken überschüssige Liquidität freiwillig abbauen, indem sie ihre Nutzung der kürzerfristigen, regelmäßig im Vollzuteilungsmodus angebotenen Refinanzierungsgeschäfte verringern, sobald sie sich die Mittel günstiger am Geldmarkt beschaffen können. Dadurch nehmen die Zentralbankguthaben der Banken in Summe ab, und die Notenbankbilanz wird verkürzt. Ist hingegen der Zinsabstand zwischen Hauptrefinanzierungssatz und Einlagesatz zu gering, so kann dies – wie derzeit zu beobachten – dazu führen, dass überschüssige Liquidität nur langsam an das Eurosystem zurückgegeben wird.

Bedeutung des Zinskorridors für Rückgang der Überschussliquidität

Wettbewerb um Finanzierungsmittel: Einlagen und Bankschuldtitel

Die Vollzuteilung zum festen Zinssatz bei langfristigen Refinanzierungsgeschäften (insbesondere drei 12-Monatstender im Jahr 2009 und zwei Dreijahrestender Ende 2011/Anfang 2012) ermöglichte umfangreiche Abflüsse von Bank-einlagen und anderen Finanzierungsmitteln,

Wettbewerb um Finanzierungsmittel beeinträchtigt

¹⁷ Für Übernachtgeschäfte entspricht die maximale Zinsmarge, die Banken am Geldmarkt verdienen können, der Differenz zwischen Spitzenrefinanzierungs- und Einlagesatz, die durch die Korridorverengung von 200 Basispunkten auf 100 Basispunkte zurückging.

ohne dass die betroffenen Banken dem in vollem Umfang durch Erhöhung der Zinssätze für Einlagen beziehungsweise Geld- und Kapitalmarktfinanzierungen entgegenwirken mussten. Auf diese Weise wirkten sich die zusätzlichen Liquiditätsbereitstellenden Maßnahmen des Eurosystems auch auf den Wettbewerb der Banken um Kundeneinlagen und andere Finanzierungsmittel aus. Im Zeitablauf entstand dadurch zunehmend eine Finanzierungswirkung der vom Eurosystem bereitgestellten langfristigen Zentralbankkredite. Die Langfristtender stellten jeweils einen punktuellen Eingriff in die normalerweise mit der Laufzeit ansteigende Zinsstruktur dar und ermöglichten den Banken arbitrageähnliche Transaktionen wie den Ersatz eigener Geld- beziehungsweise Kapitalmarktfinanzierungen durch günstigere Kredite des Eurosystems oder den Erwerb zusätzlicher Wertpapiere bei fristenkongruenter Refinanzierung durch das Eurosystem zwecks Realisierung der Zinsdifferenz (Carry-Trades).¹⁸⁾

*Kosten der marktbasier-
ten Finanzierung
von Banken
differieren –
Subventions-
element bank-
individuell*

In einer Partialbetrachtung kann das Ausmaß der dabei unvermeidlichen Begünstigung der teilnehmenden geldpolitischen Geschäftspartner anhand der für die einzelnen Banken bestehenden Refinanzierungskosten am Kapitalmarkt abgeschätzt werden. Die Unterschiede in den Refinanzierungskosten der einzelnen Banken nehmen typischerweise in der Laufzeit stark zu: Während die Zinssätze von zwischen Banken mit Sitz im Euro-Währungsgebiet über Nacht abgeschlossenen Geldmarktgeschäften im Normalfall nur um einige Basispunkte differieren, kann beispielsweise die Spreizung der Renditen von Bankschuldtiteln im Bereich dreijähriger Laufzeiten je nach Bonität des Emittenten ohne Weiteres 100 Basispunkte oder auch deutlich mehr betragen. Die Refinanzierungskosten der Banken sind umso stärker bankindividuell, je länger die Laufzeit der von den Banken genutzten Finanzierungsinstrumente ist. Ebenso bankindividuell ist dann auch das Ausmaß der Subventionierung durch langfristige Kredite des Eurosystems, die zum Einheitszins angeboten werden. Bei umfangreicher Teilnahme an den Dreijahresgeschäften konnte

das so ermittelte Subventionselement für eine einzelne große Geschäftsbank über die Gesamtlaufzeit durchaus einen dreistelligen Millionen-Euro-Betrag erreichen.

Hierin besteht einer der zentralen Gründe, warum die geldpolitische Steuerung durch die Notenbanken gewöhnlich nicht durch Beeinflussung der Kapitalmarktzinssätze von Bankschuldtiteln, sondern durch Steuerung der marginalen Liquiditäts- und Refinanzierungskosten der Banken im Bereich kurzer Laufzeiten erfolgt. In diesem Bereich kommt es allenfalls zu geringfügigen verzerrenden Eingriffen in die Marktbedingungen, und der Wettbewerb zwischen den Banken um Finanzierungsmittel wird bei geeigneter Ausgestaltung der geldpolitischen Operationen im Übrigen kaum beeinträchtigt.

Eingriffe in den Wettbewerb bei Steuerung der Zinssätze im Bereich kurzer Laufzeiten minimal

Hohe Überschussliquidität und großes Refinanzierungsvolumen

Die langfristigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems wurden in sehr hohem Maße genutzt, weil sie wegen des Vollzuteilungsverfahrens und bezüglich Laufzeit, Zinskonditionen und den Anforderungen an die einzureichenden Sicherheiten sehr attraktiv ausgestaltet waren. Zur Attraktivität der Langfristtender trugen auch weitere Faktoren bei, darunter die nicht vom Eurosystem zu verantwortende Nullanrechnung von Staatsanleihen bei den Eigenkapitalanforderungen und die Möglichkeit der Einreichung von den Emittenten einbehaltener marktfähiger, aber nicht immer marktgängiger Sicherheiten beim Eurosystem. Ein abrupter Anstieg des Volumens der Zentralbankrefinanzierung im Zusammenhang mit dem Angebot zusätzlicher Liquiditätsoperationen durch das

Attraktivität der Konditionen im Vergleich zu Marktbedingungen bestimmt die Nachfrage

¹⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der Bestände heimischer Staatsanleihen der Banken im Euro-Raum, Monatsbericht, November 2013, S. 33–34; sowie Deutsche Bundesbank, Umfangreiche Staatsanleihekäufe durch Eurosystem und Geschäftsbanken, Monatsbericht, Mai 2012, S. 32.

Eurosystem belegt, dass das von der Notenbank gemachte Angebot für die teilnehmenden Banken einerseits systematisch günstiger ist als die zum jeweiligen Zeitpunkt bestehenden Marktkonditionen (z. B. Zinssätze für Einlagen oder Kapitalmarktinstrumente), und andererseits attraktiver als andere geldpolitische Operationen.

Überschussliquidität Gradmesser des Eingriffs in Wettbewerbsbedingungen

Der Nutzungsumfang solcher besonderen Operationen spiegelt dabei einerseits das Ausmaß der Verspannungen an den Märkten wider, reflektiert aber andererseits auch den von den Operationen ausgehenden Eingriff in den Wettbewerb. Wenn das Bankensystem sich in einem strukturellen Liquiditätsdefizit befindet, das mit revolvierenden geldpolitischen Refinanzierungsgeschäften gedeckt wird, so bildet die Überschussliquidität das Ausmaß ab, in dem die Banken – und damit indirekt auch die von den Banken auf die Bilanz genommenen Aktiva – von der Notenbank mit zusätzlicher Liquidität versorgt oder finanziert werden. Mit liquiditätsbereitstellenden geldpolitischen Sondermaßnahmen verbundene Eingriffe in die Wettbewerbsbedingungen können dann gerechtfertigt sein, wenn sie auf das zur Mandatserfüllung des Eurosystems erforderliche Ausmaß begrenzt bleiben und nicht länger beibehalten werden, als es die Marktbedingungen rechtfertigen.

Wirkung der Maßnahmen auf den Wettbewerb zwischen den Instituten

Solide Institute verlieren Erträge aus ihrer starken Liquiditätsposition

Nimmt man die Perspektive von Liquiditätsgebern am Interbanken-Geldmarkt ein, so hat das Eurosystem durch die Gesamtwirkung der Maßnahmen Banken mit Liquiditätsüberschüssen Ertragsmöglichkeiten genommen, die sich aus deren Liquiditätszuflüssen ergaben. Die Liquiditätszuflüsse bei vielen Banken können letztlich als Resultat des in Relation zu anderen Banken höheren Vertrauens der Anleger und Marktteilnehmer betrachtet werden. Es kann vermutet werden, dass es sich bei denjenigen

Instituten, die starke Liquiditätszuflüsse verzeichneten, in der Tendenz auch um solche Institute handelte, die über eine stärkere Eigenkapitalausstattung und stabilere Finanzierungsstruktur verfügten oder die im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit geringere Risiken eingegangen waren als andere Institute.

Aus Sicht der Institute, die zum Beispiel aufgrund der Vertrauensverluste der Anleger und Marktteilnehmer – oft gepaart mit einer wenig ausgewogenen Finanzierungsstruktur und geringeren Eigenkapitalausstattung – von Liquiditätsabflüssen betroffen waren, führte hingegen die Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften zum festen Zins bei ausgeweitetem Sicherheitenrahmen zu einer Begrenzung der Zinskosten. Diese Institute wurden somit durch das Eurosystem effektiv begünstigt.

Weniger solide Institute durch Eurosystem effektiv begünstigt

Zusammenfassende Einordnung und Bewertung der Maßnahmen

Zur Bewertung der kurz nach dem Lehman-Brothers-Ausfall beschlossenen ersten Welle geldpolitischer Sondermaßnahmen sind zwei Aspekte gegeneinander abzuwägen: Einerseits bestanden Abwärtsrisiken für die Preisstabilität, die sich aus einer noch deutlich umfassenderen Destabilisierung des Finanzsystems und einer dadurch bedingten breiten Kreditklemme hätten ergeben können. Andererseits gehen Stabilisierungsmaßnahmen stets mit Kosten und Risiken einher. Die Sondermaßnahmen stehen in einem Spannungsverhältnis mit den marktwirtschaftlichen Grundsätzen der Europäischen Union, wobei zu berücksichtigen ist, dass die Verengung des Zinskorridors auf ± 50 Basispunkte mit einer Dauer von nur etwas mehr als drei Monaten zeitlich eng befristet blieb. Die vorübergehenden Einschränkungen marktwirtschaftlicher Grundsätze, die insbesondere in der Zeit von Anfang Oktober 2008 bis Ende Januar 2009 aus den Maßnahmen des Eurosystems resultierten, wurden dadurch deutlich gemindert. Angesichts der drohenden scharfen

Maßnahmen in Reaktion auf den Lehman-Brothers-Ausfall insgesamt angemessen

Rezession und der damit zusammenhängenden Abwärtsrisiken für die Preisstabilität waren die unterschiedlichen Maßnahmen des Eurosystems zur Stabilisierung des Finanzsystems in Umfang und Dauer insgesamt angemessen.

Fortgesetzte Abhängigkeit einzelner Institute von Zentralbankkredit mit marktwirtschaftlichen Grundsätzen unvereinbar

Aus dem Blickwinkel marktwirtschaftlicher Grundsätze ist jedoch eine Abhängigkeit einzelner Geschäftsbanken vom Eurosystem über einen längeren Zeitraum problematisch. Eine solche Abhängigkeit kann in zweierlei Hinsicht bestehen: einerseits, wenn Institute bei keiner anderen Geschäftsbank Liquidität und Finanzierungsmittel erhalten – unbesichert oder gegen marktgängige Sicherheiten –, und zwar unabhängig vom Zinssatz, den sie bereit sind zu zahlen (Verlust des Zugangs zum Geld- und Kapitalmarkt). Ohne liquiditätsbereitstellende geldpolitische Sondermaßnahmen wären diese Institute von einer Insolvenz aufgrund akuter Zahlungsunfähigkeit bedroht. Andererseits kann eine Abhängigkeit einer Geschäftsbank von Zentralbankkredit dann vorliegen, wenn deren eigene Finanzierungskosten am Markt so hoch wären, dass durch anhaltend negative Zinsergebnisse eine Insolvenz durch Überschuldung eintreten würde. Banken, die fortgesetzt von Zentralbankkredit abhängig sind, müssten eigentlich aus dem Markt austreten, weil sie das Vertrauen an den Märkten verloren haben, ihre Finanzierung nicht sicherstellen können und sie mit ihren Kernaufgaben, nämlich dem Management von Kredit- und Liquiditätsrisiken, gescheitert sind.

Opportunistische Nutzung von Refinanzierungsgeschäften

Von einer opportunistischen Nutzung von Zentralbankkredit kann man hingegen sprechen, wenn die von der Notenbank angebotenen Konditionen lediglich günstiger sind als diejenigen, die Institute, welche prinzipiell über einen Marktzugang verfügen, am Markt erhalten können. Eine opportunistische Nutzung von Zentralbankkredit im weiteren Sinne – insbesondere von Langfristtendern – kann ebenso wenig als wünschenswert betrachtet werden: Banken – und mittelbar ihren Eigentümern – werden in diesem Fall durch die Geldpolitik erhebliche Gewinnmöglichkeiten eröff-

net, die Akteuren ohne Zugang zu Refinanzierungsgeschäften der Notenbank, wie zum Beispiel Versicherungen und nichtfinanzielle Unternehmen, nicht in gleicher Weise offenstehen. Zu diesen Gewinnmöglichkeiten zählen einerseits die bereits genannten Carry-Trades mit Staatsanleihen unter Beleihung derselben im Rahmen geldpolitischer Refinanzierungsgeschäfte, ohne dass die Banken dafür Großkreditgrenzen beachten oder zwingend Eigenkapital vorhalten müssten. Wenn entsprechende langfristige Refinanzierungsgeschäfte von der Notenbank angeboten werden, können Geschäftsbanken ihre Unternehmenstätigkeit im Gegensatz zu Nichtbanken allein deshalb durch Zentralbankkredite zum Leitzins finanzieren, weil sie im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit notenbankfähige Sicherheiten als Aktiva halten oder erstellen können und darüber hinaus allein Banken für Liquiditätsoperationen der Notenbank zugelassen sind.

Die Übergänge zwischen einer Abhängigkeit von Zentralbankkredit und einer lediglich opportunistischen Nutzung geldpolitischer Operationen unter den Bedingungen sehr günstiger Konditionen sind in der Praxis fließend – Banken können oft keiner dieser beiden idealtypischen Gruppen eindeutig zugeordnet werden.

Ansätze für eine marktgerechte Geldmarktsteuerung

Eigenverantwortung der Banken für jederzeitige Zahlungsfähigkeit

Die im September 2008 veröffentlichten „Grundsätze für solides Management und Beaufsichtigung von Liquiditätsrisiken der Banken“ des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht ordnen einleitend den Banken selbst die unzweideutige Verantwortung für das solide Management von Liquiditätsrisiken zu. In den Erläuterungen zu dieser Maßgabe wird das vorrangige Ziel der Rahmenwerke der Banken für

Banken sind selbst verantwortlich für Management von Liquiditätsrisiken – auch in Perioden mit marktweitem Stress

das Management von Liquiditätsrisiken näher ausgeführt: Sie sollten mit einem hohen Grad an Zuverlässigkeit gewährleisten, dass die Banken in der Lage seien, einerseits ihren täglichen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen und andererseits einer Stressperiode zu widerstehen, welche sich auf besicherte und unbesicherte Finanzierungen erstreckt und deren Ursache bankspezifisch oder marktweit sein könne.¹⁹⁾

Wenn Banken der Verantwortung für das Liquiditätsmanagement nicht gerecht werden, entsteht Handlungsdruck für die Notenbanken

Dabei handelte es sich einerseits um eine Zielvorstellung für das Liquiditätsrisikomanagement der Banken, der in den Jahren unmittelbar vor der Finanzkrise in der Realität keineswegs immer entsprochen wurde – wie sich spätestens seit August 2007 mit zunehmender Deutlichkeit abzeichnete. Andererseits war bereits absehbar, dass die Versäumnisse der Institute im Bereich des Liquiditäts(risiko)managements die öffentliche Hand – namentlich die Notenbanken – unter immer stärkeren Handlungsdruck setzen würden. Vor dem Hintergrund der auch fünfeneinhalb Jahre nach dem Höhepunkt der Finanzkrise immer noch bestehenden Abhängigkeit zahlreicher Banken im Euro-Währungsgebiet von Zentralbankkrediten hat die Forderung an Dringlichkeit noch zugenommen, dass es im Verantwortungsbereich der Banken selbst liegt sicherzustellen, ihren Zahlungsverpflichtungen jederzeit gerecht werden zu können.

Kollektivierung des Liquiditätsmanagements der Banken würde zu ineffizient hohen Risiken führen

Die grundlegende Anforderung an eine künftige marktgerechte Geldmarktsteuerung ist, dass die Institute ihrer ureigenen Verantwortung für das Liquiditätsmanagement nach jahrelanger krisenbedingter Pause wieder in vollem Umfang nachkommen müssen. Für die praktische Geschäftstätigkeit der Institute bedeutet dies, dass sie Ungleichgewichte in der Laufzeitstruktur von Aktiva und Passiva (Fristentransformation) sorgfältig steuern und begrenzen müssen – gegebenenfalls auch auf Kosten der Zinserträge. Würden die Folgen einer übermäßigen Fristentransformation von der Notenbank – also letztlich von der Allgemeinheit – getragen, dann wäre das Ausmaß der von den

Banken eingegangenen Liquiditätsrisiken ineffizient hoch, und daraus entstehende Gewinne würden durch Ausschüttung an die Anteilseigner privatisiert.

Neutralität der Geldmarktsteuerung für Ressourcenallokation

Im Regelfall sollten daher Banken Liquidität und Refinanzierungsmittel bei der Notenbank nicht fortgesetzt deutlich günstiger erhalten als am Interbanken-Geldmarkt. Wenn Zentralbankkredite für die Banken auf Dauer deutlich attraktiver wären als bankindividuell verfügbare Marktkonditionen, dann wäre die Inanspruchnahme dieser Kredite mit einem Eingriff in die freie Preisbildung an den Märkten verbunden, der letztlich die Effizienz der Ressourcenallokation beeinträchtigen kann. Banken sollten daher in der Praxis nahezu indifferent zwischen einer Kreditaufnahme am Interbanken-Geldmarkt und der Nutzung liquiditätsbereitstellender Operationen des Eurosystems sein. Bei marktgerechter Ausgestaltung der Geldmarktsteuerung wird dann auch eine indirekte Begünstigung der Schuldner jener Wertpapiere oder Kreditforderungen vermieden, die beim Eurosystem als Sicherheiten für geldpolitische Operationen eingereicht werden können.

Indifferenz der Banken zwischen marktbasierter Finanzierung und Zentralbankkrediten gewährleisten

Ausgestaltung geldpolitischer Instrumente unter dem Aspekt der Marktgerechtigkeit

Eine vorübergehende Vollzuteilung bei Refinanzierungsgeschäften kann vereinbar mit einer weitgehend marktkonformen Geldmarktsteuerung sein: Wenn bei hoher Überschussliquidität der Zinskorridor zwischen Hauptrefinanzierungssatz und Einlagesatz hinreichend breit ist, dann bestehen Anreize für Banken, überschüs-

Vollzuteilungsverfahren mit breitem Zinskorridor kombinieren

¹⁹ Vgl.: Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision, September 2008, dort insbesondere S. 6.

sige Liquidität am Interbanken-Geldmarkt zu einem Zinssatz anzubieten, der geringer als der Hauptrefinanzierungssatz ist, den Institute mit Liquiditätsbedarf bei der Notenbank zahlen müssen. Dies führt dann automatisch zum Rückgang der Nachfrage bei den Refinanzierungsgeschäften und dementsprechend zum Rückgang der Überschussliquidität, wodurch tendenziell eine zügigere Rücknahme liquiditätsbereitstellender geldpolitischer Sondermaßnahmen ermöglicht wird. Damit Anreize für eine fortgesetzte Normalisierung der Geldmarktaktivität und des Refinanzierungsverhaltens der Banken bestehen, sollte der von Spitzenrefinanzierungs- und Einlagesatz gebildete Zinskorridor eine geeignete Breite aufweisen.²⁰⁾

Anhaltend hohe Überschussliquidität signalisiert: Anreize für private Geldmarktaktivität reichen nicht aus

Ein anhaltend hohes Volumen der Überschussliquidität in Gegenwart eines strukturellen Liquiditätsdefizits des Bankensystems kann im Umkehrschluss als ein Anzeichen dafür gewertet werden, dass die Anreize für eine private Geldmarktaktivität nicht ausreichen, die der Zinskorridor setzt: Die Risikoaufschläge für Interbankkredite an Institute, die überproportional auf Zentralbankkredite zurückgreifen (müssen), wären dann offenbar so hoch, dass der Rückgriff auf Zentralbankkredite aus Sicht der Kreditnehmer günstiger ist als die Finanzierung über den Interbanken-Geldmarkt. Zudem muss die Breite des Zinskorridors ausreichen, um den Banken Zinserträge zu ermöglichen, die neben den Kreditrisiken auch die Kosten für das Monitoring potenzieller Geschäftspartner am Interbanken-Geldmarkt durch das kreditgewährende Institut abdecken. Wenn die faktisch durch den Zinskorridor begrenzten maximalen Zinsmargen angesichts niedriger Geldmarktumsätze zu gering sind, dann lohnt sich das Monitoring potenzieller Geschäftspartner aus Sicht der Banken nicht mehr, und sie stellen den Geldhandel ein.²¹⁾

Ähnlich wie die temporäre Vollzuteilung bei kurzfristigen Refinanzierungsgeschäften steht bei geeigneter Ausgestaltung auch ein begrenztes Angebot länger- oder gar langfristiger Refinanzierungsgeschäfte nicht notwendiger-

weise im Widerspruch zu einer marktgerechten Geldmarktsteuerung. Weitgehend marktgerecht können LRG dann sein, wenn sie im Umfang begrenzt (d. h. knapp) sind und mittels des wettbewerblichen Zinstenderverfahrens abgewickelt werden. In diesem Fall ist die Notenbank – ähnlich wie bei den vom Eurosystem vor der Finanzkrise regelmäßig angebotenen LRG mit einer Laufzeit von drei Monaten – lediglich Preisnehmer (bzw. Zinsnehmer). Die Zuteilungssätze bei solchen Geschäften sollten sich dann erwartungsgemäß etwa auf dem Niveau der Zinssätze von Repogeschäften mit vergleichbarer Laufzeit und Besicherung einpendeln, und es ginge weder ein Zinssignal, noch ein verzerrender Eingriff in die Zinsstruktur von ihnen aus. Banken, bei denen ein überproportionaler Bedarf an Zentralbankrefinanzierung auftritt, zum Beispiel weil sie aus eigener Verantwortung nicht über einen tragfähigen Zugang zum Geld- und Kapitalmarkt verfügen, würden dadurch zumindest teilweise der Disziplinierung durch den Marktmechanismus ausgesetzt.

Die Zinssätze für die längerfristige Refinanzierung von Banken müssen daher perspektivisch wieder an den Märkten bestimmt werden. Dadurch würde die Eigenverantwortung der Banken für das Liquiditäts- und letztlich auch das Kreditrisikomanagement gestärkt und die derzeit noch bestehende Verzerrung des Wettbewerbs zwischen den Banken reduziert, die in der andauernden Finanzierung eines Teils der Banken durch das Eurosystem besteht.

Länger- und langfristige Refinanzierungsgeschäfte: begrenztes Zuteilungsvolumen und Zinstenderverfahren

²⁰ In diesem Zusammenhang würde auch die Aussetzung der derzeit vom Eurosystem angebotenen liquiditätsabsorbierenden Operationen dazu beitragen, die Anreizwirkung des Einlagesatzes für die Geldmarktaktivität wieder besser zur Geltung zu bringen.

²¹ Vgl.: F. Blasques, F. Bräuning, F. und I. van Lelyveld (2014), A Dynamic Stochastic Network Model of the Unsecured Interbank Lending Market, SWIFT Institute Working Paper No 2012–007, dort insbesondere Abschnitt 4.3.

Bonitätsanforderungen und Sicherheitsabschläge für notenbankfähige Sicherheiten

Bonitätsanforderungen für Sicherheiten mindestens so hoch wie am Repomarkt

Wenn die Bonitätsanforderungen von Sicherheiten, die von einer Notenbank für revolving angebotene Zentralbankkredite akzeptiert werden, höher sind als am Repomarkt, so reduziert dies die Gefahr, dass die Notenbank durch Refinanzierung dieser Sicherheiten im Rahmen geldpolitischer Operationen in den Wettbewerb der Banken um Finanzierungsmittel eingreift und dadurch ungewollt zum Kreditgeber der ersten Instanz wird. Banken, die risiko-reichere Aktiva auf ihre Bilanz nehmen und dabei Finanzierungsrisiken eingehen (Fristentransformation), müssten unter diesen Bedingungen am Repomarkt einen Marktpreis für die zur Refinanzierung benötigte marginale Einheit an Zentralbankguthaben entrichten und nicht einen – je nach Bietungsverfahren – mehr oder weniger administrierten Preis für die Teilnahme an Refinanzierungsgeschäften bei der Notenbank. Den höheren Ertragschancen risiko-reicherer Aktiva stünden dann gegebenenfalls höhere Finanzierungskosten gegenüber, was die Anreize der Banken zum Erwerb risiko-reicherer Wertpapiere und zur Vergabe risiko-reicher Kredite begrenzen würde. Daher sollten die Bonitätsanforderungen für notenbankfähige Sicherheiten und die Sicherheitsabschläge an die Marktpraxis angenähert werden: Die Qualität der vom Eurosystem akzeptierten Sicherheiten sollte im Normalfall mindestens den Qualitätsanforderungen des Repomarkts an Sicherheiten entsprechen. Die Sicherheitsabschläge sollten dabei vom Eurosystem so gewählt werden, dass sie einerseits das Eurosystem effektiv vor finanziellen Risiken schützen und andererseits nicht geringer ausfallen als die Haircuts am Repomarkt.

Differenzierte Zinssätze für Sicherheiten verschiedener Qualität?

Gewinnorientierte Akteure wie Zentrale Gegenparteien (Central Counterparties: CCP) schlossen bisweilen die Einlieferung bestimmter Sicherheiten geringer Bonität als „General Collateral“ aus oder belegten sie – mitunter diskretionär – mit prohibitiv hohen Haircuts. Noten-

banken wie zum Beispiel die Bank of England oder die U.S.-Notenbank Federal Reserve lassen für die zur Geldmarktsteuerung bestimmten geldpolitischen Operationen lediglich Sicherheiten höchster Qualität zu. Sicherheiten geringerer Qualität werden oft nur im Rahmen spezieller Fazilitäten mit Finanzstabilitätscharakter akzeptiert und waren beziehungsweise sind dort mit höheren Zinssätzen²²⁾ und/oder einer von den Notenbanken zwar in der Regel nicht erwünschten, aber faktisch vorhandenen Stigmatisierung belegt. In der Regel führen Zinsaufschläge und Stigmatisierung dazu, dass die Institute solche Fazilitäten entweder gar nicht oder aber nur in geringem Umfang und über kurze Zeiträume in Anspruch nehmen. Beispielsweise kennzeichnet die Bank of England solche Operationen durch die Bezeichnung „Liquidity insurance“ (Liquiditätsversicherung) – es handelt sich also nicht primär um geldpolitische Operationen, sondern um Operationen, die stark durch Finanzstabilitätsmotive geprägt und insoweit vom geldpolitischen Instrumentarium etwas entkoppelt sind. Dies ermöglicht dann auch eine preisliche Differenzierung zwischen primär geldpolitischen Operationen und Operationen mit vorrangigem Finanzstabilitätscharakter ohne Beeinträchtigung des geldpolitischen Signals, das vom Leitzins ausgeht.

Eine wesentliche Anforderung für einen marktgerechten Sicherheitenrahmen des Eurosystems wäre, dass künftig neben Kreditforderungen geeigneter Kreditqualität nur noch solche marktfähigen Sicherheiten im Rahmen geldpolitischer Operationen für Zwecke der Geldmarktsteuerung akzeptiert werden, die tatsächlich auch marktgängig sind, das heißt, im Rahmen von besicherten Geldmarktgeschäften am

Bei marktfähigen Sicherheiten Markt-gängigkeit beachten

²² Beispielsweise belieh die Bank of England zeitweise Sicherheiten mit niedrigerer Qualität gegen einen gestaffelten Zinsaufschlag, der umso größer ausfiel, je geringer die Qualität der eingereichten Sicherheiten war. Im Rahmen ihrer derzeit angebotenen sog. „Indexed Long-Term Repo“-Operationen verlangt die Bank of England Mindest-Zinsaufschläge von zurzeit bis zu 15 Basispunkten für die Beleihung verschiedener Kategorien von Sicherheiten, wobei wettbewerbliche Bietungsverfahren zum Einsatz kommen.

Nutzung von Asset Backed Securities als notenbankfähige Sicherheiten und günstige Refinanzierung beim Eurosystem

Das Eurosystem hat bei den Zinssätzen für geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte bisher nicht zwischen Sicherheiten unterschiedlicher Qualität differenziert. Der Zinssatz bei den Refinanzierungsgeschäften ist zudem von der Laufzeit der Refinanzierungsgeschäfte unabhängig. Die im Vollzuteilungsverfahren angebotenen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bei ausgeweitetem Sicherheitenrahmen wurden für verschiedene Arten von Collateral zu einer attraktiven Finanzierungsquelle, die von zahlreichen Banken in opportunistischer Weise und großem Umfang genutzt wurde.

So wurden unter anderem auch verstärkt Kreditverbriefungen (Asset Backed Securities: ABS) direkt beim Eurosystem beliehen, die von den Emittenten seit der Finanzkrise kaum noch am Primärmarkt platziert werden konnten. Für Banken bieten ABS den Vorzug, dass sie gewährte Kredite darin verpacken können, die ansonsten kaum veräußert oder refinanziert werden können. ABS dienen derzeit oft nur noch dazu, die Finanzierung der Banken durch das Eurosystem sicherzustellen. Dies zeigt sich zum Beispiel in einer deutlichen Zunahme der Größe der Transaktionen und sehr niedrigen Kupons – ein Anzeichen für die Optimierung des Beleihungswertes. Ein „Markttest“ – das heißt der Test, ob überhaupt private Investoren bereit sind, einen Preis für diese Wertpapiere zu bezahlen – entfällt dabei häufig. Aus Sicht von Investoren spielen dabei inzwischen jedoch weniger Risikogesichtspunkte eine Rolle. Vielmehr verweisen Banken darauf, sie verzichteten angesichts hoher regulatorischer Anforderungen auf den Erwerb von ABS, weil die damit erzielbaren Renditen gemessen an der von der Regulierungsseite geforderten Eigenkapitalunterlegung unattraktiv seien. Durch die geringe Marktaktivität fehlen Marktpreise als Grundlage für die Ermittlung des Beleihungswertes dieser Sicherheiten beim Eurosystem. Das Eurosystem ersetzt die fehlenden Marktpreise durch modellgestützt ermittelte „theoretische Preise“; letztere dominieren mittlerweile für

beim Eurosystem eingereichte ABS die Verwendung von Marktpreisen.

Eine Konzentration grundsätzlich marktfähiger Sicherheiten, die jedoch derzeit kaum marktgängig sind, könnte ein Hinweis darauf sein, dass das Eurosystem seit der Finanzkrise Marktkonditionen unterlaufen und dadurch in den Wettbewerb zwischen den Instituten eingegriffen hat. Für die verstärkte Einreichung von Kreditverbriefungen beim Eurosystem könnten jedoch auch regulatorische Aspekte eine Rolle spielen. Hinsichtlich der von verschiedener Seite beklagten Höhe der regulatorischen Anforderungen bei europäischen ABS ist zu berücksichtigen, dass einerseits zwar der Handel von Kreditrisiken aus volkswirtschaftlicher Perspektive grundsätzlich ein sinnvoller Markt ist.

Andererseits sollte die seit der Finanzkrise strengere regulatorische Behandlung von ABS dazu führen, dass Risiken von den Finanzmarktakteuren in angemessener Weise berücksichtigt werden, damit nicht am Ende die Allgemeinheit für Risiken einstehen muss, die im Zusammenhang mit einer privaten Gewinnerzielungsabsicht von den Banken eingegangen werden. In der Kombination von strengerer Regulierung und attraktiven Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems bei vollständiger Zuteilung der Gebote kam es jedenfalls zu dem Ergebnis, dass der Markt für bestimmte ABS weitgehend zusammenbrach, während gleichzeitig das Eurosystem einen erheblichen Anteil der Senior-Tranchen von ABS finanziert. Die mit Blick auf eine marktwirtschaftliche Orientierung maßgebliche, bislang aber offene Frage ist daher, ob die Regulierung genügend Raum lässt für angemessene Marktaktivität in Eigenverantwortung der Marktteilnehmer. Das Eurosystem sollte hingegen seine geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte einschließlich des geltenden Sicherheitenrahmens so ausgestalten, dass es nicht zum ersten Finanzier bestimmter Asset-Klassen wird.

Repomarkt beliehen werden können. Ansonsten besteht die Gefahr, dass bestimmte Wertpapierklassen überwiegend dem Zweck einer Refinanzierung beim Eurosystem dienen, was für sich genommen aus der Perspektive marktwirtschaftlicher Grundsätze bedenklich erschiene. Ein einfacher Indikator dafür, ob diese Anforderung für ein bestimmtes Wertpapier oder für eine ganze Klasse von Wertpapieren verletzt ist, könnte beispielsweise das Verhältnis des bei der Notenbank eingereichten Volumens zum gesamten ausstehenden beziehungsweise am Markt platzierten Volumen sein; anhaltend hohe Anteile der Nutzung für die Einreichung beim Eurosystem könnten ein Hinweis auf eine tendenziell zu großzügige Zulassungspraxis oder – unter dem Blickwinkel der Marktgerechtigkeit – zu geringe Sicherheitsabschläge sein. Weicht die Notenbank zum Beispiel im Rahmen einer Liquiditätskrise temporär von dem Prinzip ab, unter den marktfähigen Sicherheiten nur marktgängige Papiere zu beleihen – wofür es in Krisenzeiten gute Gründe geben mag – so läuft sie damit gleichwohl Gefahr, dass ihre Geldmarktsteuerung in diesem Punkt das Kriterium der Marktgerechtigkeit vorübergehend nicht mehr vollumfänglich erfüllt. Die Einschränkung der Marktgerechtigkeit ist dabei tendenziell umso größer, je weniger die Refinanzierungskosten bei der Zentralbank zwischen unterschiedlichen Collateral-Qualitäten differenzieren und je niedriger die Bonitätsschwellenwerte für notenbankfähige Sicherheiten sind.

Bei alledem muss die Notenbank vermeiden, dass sie dauerhaft solche Institute mit Zentralbankkrediten versorgt, die aufgrund ihrer schlechten Bonität am Geld- und Kapitalmarkt keine Liquidität und Refinanzierungsmittel von anderen Marktteilnehmern mehr erhalten. Der Übergang zu einem solchen Nachkrisen-Regime kann durch die zurzeit im Vorfeld der Übernahme der einheitlichen Bankenaufsicht durch die EZB durchgeführte Prüfung der Bankbilanzen unterstützt werden, indem Schwachpunkte in den Bilanzen der untersuchten Institute aufgedeckt, der Handlungsbedarf identifiziert und

Nur finanziell solide Banken sollten geldpolitische Geschäftspartner sein

Entscheidungen über erforderliche Kapitalmaßnahmen oder gegebenenfalls die Abwicklung von Instituten vorbereitet werden. Dies flankiert dann auch die Normalisierung des Refinanzierungsverhaltens der Banken und stärkt den Vertrauenszuwachs an den Geld- und Finanzmärkten.

■ Schlussbemerkung

Liquiditätsbereitstellende geldpolitische Sondermaßnahmen im Bereich der Geldmarktsteuerung haben in den letzten Jahren wiederholt die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems in der Krise gewährleistet. Angesichts der Schwere der krisenhaften Verspannungen waren die Maßnahmen insgesamt betrachtet durchaus begründet. Es darf jedoch nicht aus dem Blick geraten, dass mit ihnen auch erhebliche negative Anreize einhergehen. Diese Wirkungen werden umso relevanter, je dauerhafter die Maßnahmen eingesetzt werden.

Die Kombination von Vollzuteilung, langfristigen geldpolitischen Refinanzierungsgeschäften, breitem Geschäftspartnerkreis und ausgeweitetem Sicherheitenrahmen dürfte in den vergangenen Jahren dazu beigetragen haben, dass kaum Kreditinstitute aus dem Markt austreten mussten – nahezu unabhängig davon, wie hoch die eingegangenen Risiken waren, und in welchem Maße sich die eingegangenen Kreditrisiken, aber auch die im Interesse höherer Gewinnchancen eingegangenen Liquiditäts- und Refinanzierungsrisiken materialisierten.

Zwar steht eine Abkehr von den krisenbedingten Sondermaßnahmen derzeit noch nicht auf der Agenda. Nach Jahren im Krisenmodus muss sich das Eurosystem jedoch perspektivisch der Frage stellen, was die angemessene Rolle einer in geldpolitischen Fragen unabhängigen Zentralbank ist. Dazu gehört insbesondere eine vertiefte Diskussion, ob und in welchem Maße das Eurosystem nicht bloß das aggregierte Liquiditätsdefizit des Bankensystems deckt, sondern darüber hinaus Banken finanzieren und

Funktionsfähigkeit des Finanzsystems gewährleistet, aber Fehlanreize gesetzt

Geldpolitische Sondermaßnahmen können eine Marktaustrittsbarriere darstellen

Darf und soll das Eurosystem Banken finanzieren?

dadurch in den Wettbewerb zwischen den Instituten eingreifen darf.

Mehr Markt-orientierung und Wettbewerb zur Verbesserung der Wachstumsperspektiven im Euro-Raum

Der Marktmechanismus kann – ergänzt durch einen geeigneten Ordnungsrahmen – grundsätzlich wichtige Beiträge dazu leisten, die von den Banken eingegangenen Risiken zu begrenzen – wenn nicht die Rettung von Banken im Interesse der kurzfristigen Finanzstabilität zur Regel wird, anstatt Ausnahme zu bleiben. Das Eurosystem sollte daher die Disziplinierung der

Institute durch Geld- und Kapitalmarkt stärken und die Banken der Verantwortung für die Folgen ihres Handelns aussetzen. Mehr als fünf Jahre nach dem Höhepunkt der Finanzkrise ist es immer wichtiger, die Normalisierung am Geldmarkt zu unterstützen – auch, damit bestehende Ineffizienzen im Banken- und Finanzsystem durch die heilsamen Wirkungen des Wettbewerbs reduziert und die Wachstumsperspektiven des Euro-Raums verbessert werden.

Einige Erklärungsansätze zur Inflationsentwicklung seit der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise

Nach dem scharfen Einbruch in den Jahren 2008/2009 erholte sich die reale Wirtschaft in den meisten Industrieländern nur allmählich, und die Arbeitslosenzahlen blieben hoch. Dagegen waren die Inflationsraten vergleichsweise stabil. Eine Deflation, wie sie von manchen befürchtet worden war, trat nicht ein, auch wenn in neuerer Zeit solche Sorgen in der öffentlichen Debatte wieder lauter artikuliert worden sind. Der nachfolgende Aufsatz diskutiert einige Faktoren, die wesentlich zu der beschriebenen Inflationsentwicklung beigetragen haben. Zum einen scheinen die Zusammenhänge zwischen der Auslastung der heimischen Wirtschaft und der heimischen Inflation weniger deutlich als früher. Hinzu kommt, dass vor allem am jeweils aktuellen Rand die Messung des Auslastungsgrades einer Volkswirtschaft mit erheblicher Unsicherheit behaftet ist. Zudem haben globale Faktoren offenbar an Bedeutung gewonnen. Insbesondere haben aber die Inflationserwartungen wenig auf die damaligen aktuellen Ereignisse reagiert. Dies deutet darauf hin, dass es den Notenbanken gelungen ist, die Erwartungen solide und nahe bei ihren Zielwerten zu verankern und so eine sich selbstverstärkende Spirale aus tatsächlichen und erwarteten Preisänderungen zu verhindern. Es wird in der Zukunft darauf ankommen, dieses Vertrauen zu bewahren. Dafür ist es nicht nur notwendig, dass die Geldpolitik transparent bleibt und an ihrer Stabilitätspolitik festhält. Es kommt auch darauf an, dass die Fiskalpolitik ihre Defizite wieder zurückführt, sodass von dieser Seite keine dauerhaften Konflikte mit der Geldpolitik entstehen.

■ Einleitung

Die aktuellen Wirtschaftsaussichten für das Euro-Währungsgebiet lassen erwarten, dass eine allmähliche Erholung von der tiefen Krise einsetzt, wobei auch das Wachstum jener Länder, die am stärksten vom Konjunkturabschwung betroffen waren, wieder anzieht. Nichtsdestoweniger ist die Inflation in den vergangenen Monaten gesunken (siehe Schaubild auf S. 67). Mit derzeit 0,5% liegt sie unterhalb des Zielwerts des Eurosystems, das anstrebt, die Preissteigerungsraten in der mittleren Frist im Durchschnitt unter, aber nahe 2% zu halten.

Aktuell niedrige Inflationsraten in den USA und insbesondere in Europa

Auch in den meisten anderen Industrieländern hat sich die Inflation in der jüngsten Vergangenheit abgeschwächt. In den USA, die in letzter Zeit durch eine deutliche Belebung des Wachstums gekennzeichnet sind, liegt sie zurzeit mit 1,5% ebenfalls unter ihrem Durchschnitt der letzten zehn Jahre. Eine gewisse Sonderstellung weist Japan auf, wo aktuell die Preisentwicklung nach vielen Jahren mit negativen Inflationsraten wieder nach oben zeigt.

Spekulationen über Deflations- und Inflationsgefahren

Dieses Bild hat in neuerer Zeit zu Befürchtungen von Deflationsgefahren und ihren negativen Folgen geführt. Die Vermeidung eines anhaltend sinkenden Preisniveaus wird aus mehreren Gründen als wichtig angesehen. Ein Grund liegt darin, dass in realer Rechnung die Schulden privater und öffentlicher Akteure steigen und dies entsprechende negative Folgen für deren Verhalten und die Wirtschaftsentwicklung insgesamt nach sich zöge. Zudem wäre zu befürchten, dass durch eine solche Entwicklung die Stabilität des Finanzsystems in Mitleidenschaft gezogen würde, weil mehr Schuldner als gefährdet einzuschätzen wären. Auch wird die Sorge geäußert, dass Konsumenten in Erwartung weiter sinkender Preise ihren heutigen Verbrauch einschränken, sodass sich eine selbstverstärkende, nach unten gerichtete Preisspirale entwickeln könne. Erschwerend kommt schließlich hinzu, dass die Geldpolitik in einem deflationären Umfeld in die Lage kommen kann, dass sie nicht mehr in der gewohn-

ten Weise stabilisierend wirken kann, weil nominale Zinssätze nicht substanziell unter null fallen können.

Allerdings war im direkten Nachgang zu dem scharfen Einbruch der Wirtschaftstätigkeit in den Jahren 2008/2009 die Diskussion dadurch gekennzeichnet, dass die Inflationsraten allgemein wieder rasch auf ein Niveau stiegen, das etwa dem vor der Krise entsprach, obwohl die realen Indikatoren zum Teil eine gravierende Unterauslastung nahelegten. Dementsprechend war über die Gründe für die überraschende „Widerstandsfähigkeit“ der Inflationsraten spekuliert worden, und es wurde die Sorge geäußert, dass die expansive Wirtschaftspolitik möglicherweise den Boden für eine künftige Beschleunigung des Preisauftriebs bereitet hätte.

Eine Einschätzung der Aussichten über die künftige Preisentwicklung wurde in den letzten Jahren dadurch erschwert, dass die wirtschaftliche Situation durch eine Reihe von Besonderheiten gekennzeichnet ist, angefangen von strukturellen Verwerfungen und der Krise im Finanzsektor über den ungewöhnlich scharfen und weltweit parallelen Einbruch im Wachstum 2008/2009 bis zu den außerordentlichen geld- und fiskalpolitischen Gegenmaßnahmen. Hierzu zählen Notenbankzinsen bei oder nahe null und sogenannte unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen, in deren Verlauf die Notenbanken – teilweise in hohem Umfang – Wertpapiere kauften, sowie expansive Fiskalpolitiken mit stark ansteigenden Staatsdefiziten.

Einschätzung der künftigen Preisentwicklung seit der Krise erschwert

Im Folgenden wird zunächst die Entwicklung der Inflation seit Beginn der Krise kurz nachgezeichnet. Danach wird mit der neukeynesianischen Phillips-Kurve ein gängiges Analyseinstrument zur Erklärung der Bestimmungsgründe der Preisentwicklung vorgestellt. Es zeigt sich, dass der Bezug der Preisentwicklung zu der realen Entwicklung in der jeweiligen Volkswirtschaft anscheinend eher schwächer geworden ist, während internationale Einflüsse

an Gewicht gewonnen haben. Insbesondere scheinen aber Inflationserwartungen für die tatsächliche Preisentwicklung bedeutend zu sein.¹⁾ Sie sind deshalb auch für die Notenbanken von großer Relevanz. Dementsprechend wird im Anschluss darauf eingegangen, wie diese Inflationserwartungen gemessen werden können. Abschließend werden dann einige Überlegungen dargelegt, die zu beachten sind, wenn man die Inflationserwartungen auch in der Zukunft nahe ihrem Ziel verankern will.

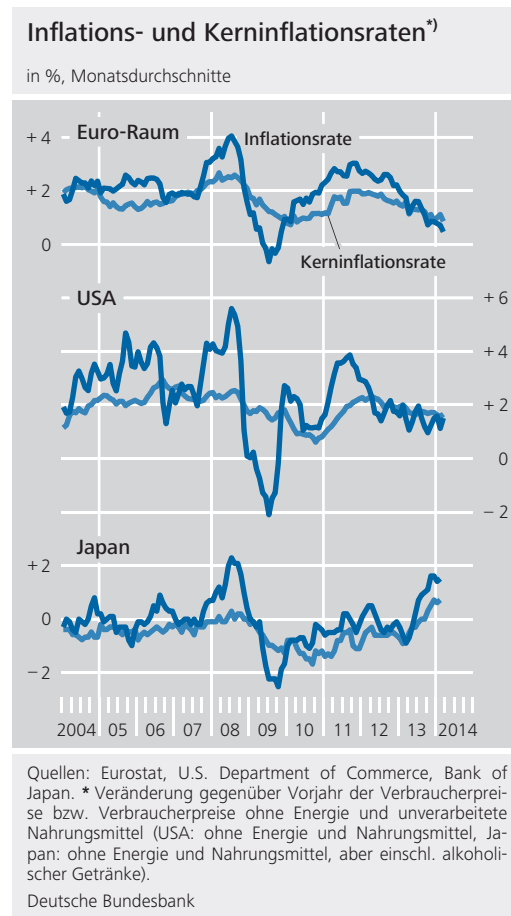
Preisentwicklung seit Beginn der Krise

*Moderate
 Inflationsraten
 vor der Krise*

Vor der Krise wies die Inflation im Euro-Währungsgebiet ein günstiges Verlaufsmuster auf und schwankte nur geringfügig um den vom Eurosystem im Rahmen seines Mandats angestrebten Zielwert von knapp unter 2%. Ähnlich war die Entwicklung in den USA, wenngleich die Teuerung dort etwas höher lag. Die Teuerungsrate für den Gesamtindex der Verbraucherpreise und eine Messgröße der Kerninflation (ohne die typischerweise recht volatilen Komponenten Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) verzeichneten eine ähnliche Dynamik. Im Jahr 2007 begann jedoch die Gesamtinflation deutlich zu steigen und erreichte im Juli 2008 einen Höchststand. Dies war auch der Entwicklung an den Energiemärkten zuzuschreiben, wo der Ölpreis einen neuen Rekordstand erreichte.

Die internationale Finanzkrise von 2008 und 2009 führte zu einer abrupten Umkehr der Aufwärtsbewegung der Inflation, und die Teuerung insgesamt sank sogar für kurze Zeit unter null. Die Kerninflation blieb zwar positiv, sie fiel aber auf unter 1%. Im Anschluss stieg die Inflation zunächst kurzzeitig wieder auf ihr Vorkrisenniveau. Sie ist in der Folge dann wieder zurückgegangen und liegt derzeit im Euro-Raum bei 0,5%.

Diese Preisentwicklung könnte vermuten lassen, dass auf einen intensiven, aber kurzlebigen



Produktionsrückgang eine recht zügige Erholung im Jahresverlauf 2010 einsetzte. Die Erholung blieb in vielen Ländern jedoch unvollständig, wie sich vor allem an der Entwicklung der Arbeitslosigkeit zeigt.

*Zunächst nur
 kurzfristige
 Inflations-
 abschwächung ...*

Im Euro-Raum stieg die Arbeitslosenquote 2009 zwar spiegelbildlich zum Rückgang der Inflation kräftig an, kehrte jedoch nicht zu ihrem Niveau vor der Krise zurück. Stattdessen erhöhte sich die Arbeitslosenquote nach einer kurzen Abschwächung Anfang 2011 weiter und liegt nun bei 12%.

*... trotz hoher
 Arbeitslosigkeit*

Die hohe Arbeitslosenquote, das heißt eine Unterauslastung des Faktors Arbeit, ist das Spiegelbild einer negativen Produktionslücke, die als Differenz zwischen tatsächlichem Produktionsniveau und geschätztem Produktions-

¹ Vgl.: J. Galí und M. Gertler (1999), Inflation dynamics: A structural econometric analysis, Journal of Monetary Economics, 44(2), S. 195–222.

potenzial definiert ist. Eine negative Lücke bedeutet dabei, dass die tatsächliche Produktion unter dem Niveau liegt, das unter normalen Umständen zu erwarten wäre. Eine Reihe an Schätzungen der Produktionslücke zeigten in den vergangenen Jahren eine sehr hohe Unterauslastung an.

*Unsichere
Messung der
Produktionslücke*

Einschätzungen des Auslastungsgrades einer Volkswirtschaft sind allerdings insbesondere am jeweils aktuellen Rand mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Dementsprechend sind in der Vergangenheit häufig deutliche Revisionen notwendig geworden, deren Umfang der Größenordnung der Lücke selbst entsprechen kann. Die Schätzungen der internationalen Organisationen bilden dabei keine Ausnahme, wie eine Analyse in diesem Monatsbericht zeigt (Vgl.: Zur Verlässlichkeit der Schätzungen internationaler Organisationen zur Produktionslücke, S. 13 ff). Die speziellen Umstände im Umfeld der gravierenden Finanz- und Wirtschaftskrise haben diese Unsicherheit in letzter Zeit noch erhöht. Dementsprechend ist es möglich, dass die Produktionslücke geringer gewesen ist, als es die üblichen Messgrößen unterstellen.

*Bedeutende
Unterauslastung
hätte niedrigere
Inflationsraten
nahegelegt*

Unterstellt man hingegen, dass die üblichen Messgrößen für die Produktionslücke nach der Krise ein zutreffendes Bild liefern, dann ist es besonders erklärungsbedürftig, warum die Inflation trotz steigender Arbeitslosigkeit und allgemein negativer Produktionslücken nach der Krise nicht bereits schon sehr viel länger auf einem viel niedrigeren Niveau als tatsächlich beobachtet geblieben ist.²⁾ Ein wichtiger Grund dürften die administrativen und steuerlichen Maßnahmen gewesen sein, zu denen sich viele Länder aufgrund ihrer Budgetnöte gezwungen sahen. Im folgenden Abschnitt wird auf weitere verantwortliche Faktoren für die beobachtete Inflationsentwicklung seit Beginn der Krise genauer eingegangen. Dabei werden insbesondere die Inflationserwartungen und – für den Vorkrisenzeitraum – die globalen Faktoren als Bestimmungsgrößen der Inflation beleuchtet, die im Übrigen auch einen Beitrag zur Einschät-

zung der künftigen Preisentwicklung leisten können.

Determinanten der Preisentwicklung

Die folgende Erörterung orientiert sich an der sogenannten neukeynesianischen Phillips-Kurve als Analyserahmen, der vielfach zur Untersuchung der Bestimmungsfaktoren der Inflation herangezogen wird. Wie bei der traditionellen Phillips-Kurve besteht auch hier eine Abhängigkeit zwischen der Inflation einerseits und der Entwicklung der Produktionslücke und anderen, mittel- oder unmittelbaren Kostenfaktoren andererseits. Das typische Merkmal dieser neuen Form der Phillips-Kurve ist aber ihr mikroökonomisches Fundament. Dadurch ist es besser möglich, die Änderungen der Inflation mit den tieferliegenden Bestimmungsgründen des Unternehmensverhaltens bei ihrer Preissetzung, wie zum Beispiel deren Kosten oder deren Wettbewerbssituation, in Zusammenhang zu bringen. Dieser Rahmen misst zudem den vorausschauenden Erwartungen eine zentrale Bedeutung zu. Dagegen hat die traditionelle Phillips-Kurve die vergangene Inflationsentwicklung als Erklärungsfaktor mitberücksichtigt, was in dem Sinn interpretiert werden kann, dass nur die Erfahrungen der Vergangenheit die künftigen Erwartungen bestimmen.

Die neukeynesianische Phillips-Kurve basiert auf der Vorstellung, dass Unternehmen – unter den ihnen vorgegebenen Beschränkungen – ihre Preise so setzen, dass sie ihre Gewinne maximieren. Für die Unternehmen, die ihre Preise neu setzen, bilden ihre jeweils geltenden Kosten sowie die Höhe des möglichen Gewinnaufschlags die entscheidenden Bestimmungsfaktoren für ihren gewählten Preis. Dabei wird der durchsetzbare Gewinnaufschlag des Unternehmens im Sinne des Modells der monopolis-

*Neukeynesianische
Phillips-Kurve als
Ausgangspunkt
der Analyse der
Inflations-
entwicklung*

² Vgl.: IWF, The dog that didn't bark: Has inflation been muzzled or was it just sleeping?, World Economic Outlook, April 2013; EZB, Monatsbericht, Oktober 2013.

tischen Konkurrenz von seiner Wettbewerbssituation bestimmt. Sie ist für das Unternehmen umso günstiger, je weniger elastisch die Nachfrage auf seine Preisänderungen reagiert.

Bei der Ableitung der Phillips-Kurve wird auch unterstellt, dass nicht alle Firmen zu jeder Zeit ihre Preise ändern können. Dementsprechend müssen die Firmen bei der Wahl ihrer für einige Zeit unveränderlichen Preise sowohl die für die Zukunft erwartete Inflation als auch die künftig erwarteten Kosten berücksichtigen.

Erwartete Inflation, Grenzkosten und internationale Einflüsse bestimmen aktuelle Inflation

Das Gleichgewichtsergebnis der Entscheidungen der Unternehmen lässt sich anhand einer zusammengefassten Beziehung zwischen aktueller und erwarteter Inflation sowie durchschnittlichen realen Grenzkosten beschreiben. In einer geschlossenen Volkswirtschaft würden die Grenzkosten in erster Linie von den Lohnstückkosten abhängen, die als Löhne dividiert durch die Produktivität je Arbeitnehmer definiert sind. Bei einer offenen Volkswirtschaft, in der Unternehmen auch Vorleistungen aus dem Ausland beziehen, müssen noch die internationalen Verflechtungen zwischen den Volkswirtschaften berücksichtigt werden, sodass Wechselkurse sowie Importpreise als weitere Bestimmungsfaktoren hinzukommen.

Grenzkosten werden durch Auslastungsgrad der Volkswirtschaft gemessen

Bei empirischen Untersuchungen zur Phillips-Kurve wird versucht, die von den Grenzkosten ausgehenden Einflüsse auf die Inflation durch verschiedene Messgrößen zu erfassen. Diese Messgrößen sollen die Auslastung der Volkswirtschaft widerspiegeln. So wird etwa davon ausgegangen, dass bei niedriger Arbeitslosigkeit hohe Lohnforderungen zu hohen Kostensteigerungen führen. Dies würde einen Zusammenhang zwischen der Arbeitsmarktlage und der Teuerungsrate nahelegen. Ein anderes gebräuchliches Maß ist die Produktionslücke, bei der die jeweilige Produktion dem Produktionspotenzial gegenübergestellt wird.

In beiden Fällen bestehen bedeutende Unsicherheiten. Bei der Erfassung des Lohndrucks über Arbeitsmarktvariablen muss die aktuelle

Arbeitslosigkeit derjenigen Arbeitslosenquote gegenübergestellt werden, bei der der Einfluss auf die Inflation neutral ist. Ähnlich muss bei der Produktionslücke ein gutes Maß für das Produktionspotenzial gefunden werden.

Die Krise hat die bekannten Schwierigkeiten bei der Messung dieser Größen noch ausgeweitet. Sie hat zum Beispiel die Frage aufgeworfen, in welchem Umfang Arbeitslose, die früher in Sektoren wie dem in manchen Ländern boomenden Bausektor beschäftigt waren, aber dort nach dem Ende des Booms auf absehbare Zeit keine Wiedereinstellung erwarten können, noch dem Arbeitskräftepotenzial zugerechnet werden können. Ähnliches gilt für die Abschätzung des aus ökonomischer Sicht verfügbaren Kapitalstocks angesichts gravierender struktureller Veränderungen, die dazu geführt haben dürften, dass es für bestimmte Kapitalgüter keine Nachfrage mehr gibt.

Abgesehen von der richtigen Erfassung der Auslastung der Volkswirtschaften besteht zusätzlich die Frage, wie stark deren Einfluss auf die Inflation ist und ob sich der Einfluss in neuerer Zeit geändert hat. In der Tat zeigen verschiedene neuere Studien, dass die Bedeutung der heimischen Produktionslücke für die Inflationsentwicklung in den vergangenen zwei Jahrzehnten vergleichsweise niedrig war (vgl. auch Erläuterungen auf S. 21).³⁾

Einfluss des inländischen Auslastungsgrades hat über die Zeit abgenommen

Ein solcher empirischer Befund steht im Einklang mit der Beobachtung, dass in den Jahren 2010 und 2011, als die Auslastung sehr gering schien, die Inflationsraten eher hoch waren, während sie sich in neuerer Zeit wieder abschwächten, obwohl die Volkswirtschaften, wenn auch in unterschiedlich starkem Maße, wieder auf dem Weg der Erholung sind. Eine Reihe von möglichen Argumenten kann helfen, diese Beobachtung zu erklären. Sie schließen sich nicht notwendigerweise gegenseitig aus.

³ Siehe z. B.: IWF (2013), a. a. O.

*Lohnrigiditäten
und Finan-
zierungsrestri-
ktionen als mög-
liche Ursachen*

Mehrere Untersuchungen stellen Lohnrigiditäten in den Mittelpunkt der Erklärung, warum die jeweilige Produktionslücke weniger auf die Löhne und Preise durchschlägt. Lohnrigiditäten können durch institutionelle Gegebenheiten beeinflusst werden, wie etwa die Art und Weise der Tariflohnbildung oder eine etwaige Lohnindexierung. Sie waren zudem in der Vergangenheit besonders in Rezessionen stärker ausgeprägt, wenn eigentlich Lohnsenkungen und nicht nur schwächere Lohnsteigerungen zu erwarten gewesen wären. Ob diese Beobachtungen auch im Verlauf der Krise weiter gelten, ist gegenwärtig allerdings noch eine offene Frage.⁴⁾

Andere Untersuchungen rücken Argumente in den Vordergrund, die stärker mit den Problemen des Finanzsektors als einem wichtigen Aspekt der jüngeren Krise im Zusammenhang stehen. In einem solchen Umfeld sind Banken in ihrer Kreditvergabe vorsichtiger geworden, und dementsprechend ist es insbesondere finanziell schlechter ausgestatteten Unternehmen schwerer gefallen, sich aus externen Quellen zu finanzieren. Mit diesen Überlegungen stehen Beobachtungen im Einklang, wonach solche Firmen trotz zurückgehender Nachfrage auf Preissenkungen verzichtet oder die Preise sogar erhöht haben.⁵⁾ Im Gesamtergebnis führt ein solches Verhalten ebenfalls dazu, dass die gewohnten Zusammenhänge zwischen gesamtwirtschaftlichem Auslastungsgrad und Preisänderung zumindest für eine gewisse Zeit weniger deutlich sind und dass die Phillips-Kurve in dieser Zeit flacher wird.

*Internationale
Einflussfaktoren*

In der Diskussion der Bestimmungsgründe der Inflationsentwicklung werden auch seit Längerem die Konsequenzen der stärkeren internationalen Integration der Gütermärkte, aber auch der Arbeits- und Finanzmärkte in den Blick genommen. Grundsätzlich spricht vieles dafür, dass angesichts fortschreitender Globalisierung die nationalen Bestimmungsgründe an Einfluss verloren haben. Eine einfache Möglichkeit, dies zu überprüfen, ist die Berücksichtigung von Importpreisen als einem zusätz-

lichen Einflussfaktor in der Phillips-Kurve. Häufig zeigt sich bei solchen empirischen Ansätzen, dass – gemessen am entsprechenden Koeffizienten – die Importpreise seit dem Beginn des vergangenen Jahrzehnts in den Industrieländern die Inlandspreise stärker beeinflussen.⁶⁾ Importpreise können allerdings nicht ohne Weiteres als vorgegeben angesehen werden. Zum einen können sich ausländische Anbieter an die Preisbedingungen im Inland anpassen, zum anderen ist das Preissetzungsverhalten der ausländischen Anbieter von den Bedingungen in ihren eigenen Ländern beeinflusst, die selbst wieder von den anderen Ländern abhängen. Im Übrigen kann das Ausland auch über andere Kanäle – wie über Zu- und Abwanderungen – die inländische Situation und damit die heimische Inflation beeinflussen. Überzeugender, als nur auf die Importpreise abzustellen, ist deshalb der Versuch, die verschiedenen globalen Einflussfaktoren zu identifizieren und deren Bedeutung für die heimische Preisentwicklung zu ermitteln. Die Erläuterungen auf Seite 71f. stellen diesen Ansatz dar. Die entsprechenden Ergebnisse (für den Vorkrisenzeitraum) deuten darauf hin, dass sich der Einfluss der heimischen Produktionslücken auf die inländischen Teuerungsraten in der Tat im Zeitablauf abgeschwächt hat. Zudem zeigt sich, dass die inländischen Preisänderungsraten in den letzten drei Jahrzehnten stark durch globale Faktoren beeinflusst worden sind. Insbesondere gemeinsame Trends in den Entwicklungen auf den Arbeitsmärkten und der Produktivität, Importpreisinflation, der internationale Wettbewerb und globale Zinsentwicklungen spielten danach eine wichtige Rolle. Dies führte nicht zuletzt zu einer merklichen Synchronisierung der Inflationsraten weltweit.

⁴ Für eine ausführliche Darstellung der Lohndynamiken im Euro-Raum vgl.: EZB, Wage dynamics in Europe, Final report of the wage dynamics network, Dezember 2009.

⁵ Vgl.: S. Gilchrist u. a., Inflation dynamics during the financial crisis, mimeo.

⁶ Vgl. z. B.: IWF, World Economic Outlook, April 2013.

Zur globalen Dimension der Inflation

Eine neuere Studie aus der Bundesbank¹⁾ beschäftigt sich mit dem Ausmaß des Gleichlaufs zwischen den Inflationsraten von 24 OECD-Ländern und den wichtigsten globalen (und länderspezifischen) Bestimmungsfaktoren im Zeitraum vom dritten Quartal 1980 bis zum ersten Quartal 2007. Die Analyse basiert auf einem dynamischen Mehrländermodell der Phillips-Kurve in reduzierter Form. Die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der inländischen Inflation im Grundmodell sind die Produktionslücke und die Lohnstückkosten. Zerlegt werden diese Variablen in gemeinsame Komponenten (also die Teile der Variablen, die von globalen oder länderspezifischen Faktoren, deren Bewegungen binnen eines Quartals an andere Länder weitergegeben werden, getrieben würden) sowie länderspezifische Faktoren (Änderungen, die nicht innerhalb eines Quartals an andere Länder weitergegeben werden). Die Komponenten gehen als separate Regressoren in das Modell ein. Der Ansatz lässt also die Beeinflussung der inländischen Inflation durch globale Faktoren über deren Auswirkungen auf die inländischen Nachfrage- und Angebotsbedingungen zu. Außerdem werden die Importpreis-inflation und die vergangene Inflationsentwicklung im Grundmodell als Regressoren verwendet. Das Grundmodell hat somit die Form

$$\begin{aligned} \Delta p_{it} = & \sum_{j=1}^4 \alpha_{ij} \Delta p_{it-j} + \beta_i y_{it}^{ic} + \gamma_i y_{it}^{cc} \\ & + \sum_{j=0}^4 \delta_{ij} \Delta ulc_{it-j}^{ic} + \sum_{j=0}^4 \phi_{ij} \Delta ulc_{it-j}^{cc} \\ & + \sum_{j=0}^4 \chi_{ij} \Delta imc_{it-j} + \sum_{j=0}^4 \varphi_{ij} \Delta imnc_{it-j} + e_{it} \end{aligned}$$

mit Δp_{it} als (vierteljährliche) Differenz des logarithmierten Verbraucherpreisindex (VPI) des Landes i . Der Index i bezeichnet im Weiteren die länderspezifischen (oder

idiosynkratischen), der Index c die gemeinsamen Komponenten. Die Inflation wird auf die vergangene Inflation, die Importpreis-inflation von Rohstoffen (Δimc_{it}), die Inflation der sonstigen Importpreise ($\Delta imnc_{it}$), die länderspezifischen und die gemeinsamen Komponenten der Produktionslücke – als mit dem Hodrick-Prescott-Filter ermittelte Trendabweichung des realen BIP – (y_{it}^{ic} und y_{it}^{cc}) und die entsprechenden Komponenten der Differenzen der logarithmierten Lohnstückkosten (Δulc_{it}^{ic} und Δulc_{it}^{cc}) regressiert. Die gemeinsamen und idiosynkratischen Komponenten der Produktionslücke und der Lohnstückkosten werden mithilfe eines Faktormodells mit zwei Faktoren geschätzt. Anhand eines SUR-Schätzers („Seemingly Unrelated Regression“-Schätzers) wird das Modell als System geschätzt.²⁾ Dabei werden mögliche Korrelationen zwischen den Residualgrößen berücksichtigt. Gleichzeitig können sich die Koeffizienten aber in den einzelnen Ländern unterscheiden.

Um zu beurteilen, wie robust die Ergebnisse des Grundmodells sind, und um zu ergründen, ob neben den Importpreisen und den gemeinsamen Komponenten der Produktionslücken und Lohnstückkosten noch andere globale Faktoren auf die inländische Inflation wirken, wird das Grundmodell anschließend um weitere (beobachtbare) globale Faktoren erweitert. Schließlich ist anzumerken, dass sich die Ergebnisse des (rückblickenden) Grund-

¹ Vgl.: S. Eickmeier und K. Pijnenburg (2013), The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Philips curves, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 75(1), S. 103–122.

² Vgl.: A. Zellner (1962), An efficient method of estimating seemingly unrelated regressions and tests for aggregation bias, Journal of the American Statistical Association, 57, S. 348–368.

modells kaum ändern, wenn (umfragebasierte oder auf eigenen Inflationsprognosen beruhende) Messgrößen der Inflationserwartungen als zusätzliche Regressoren verwendet werden.

Die Analyse (Grundmodell und erweiterte Modellversionen) kommt zu drei wichtigen Ergebnissen. Erstens weisen die Inflationsraten international einen engen Gleichlauf auf.³⁾ Der erste und der zweite globale Faktor sind für 59% beziehungsweise 11% der durchschnittlichen Variation der Teuerungsrate insgesamt über alle Länder hinweg verantwortlich. Andere Faktoren spielen eine untergeordnete Rolle.

Zweitens schlägt sich die gemeinsame Komponente der Lohnstückkosten deutlich in der inländischen Inflation nieder, was möglicherweise auf Entwicklungen im Zusammenhang mit der Globalisierung zurückzuführen ist – wie etwa Migrationsströme, Produktionsverlagerungen, Strukturwandel vom gewerkschaftlich stärker organisierten verarbeitenden Gewerbe hin zu Dienstleistungen, institutionelle Veränderungen an den Arbeitsmärkten (z.B. geringere Lohnindexierung) und dem allgemeinen technischen Fortschritt.⁴⁾

Die inländische Inflation wird drittens durch die Importpreis-inflation (ohne Angebotschocks auf dem globalen Rohölmarkt), den Auslandswettbewerb und die globale Zinsentwicklung beeinflusst. Andere globale Variablen wie die globalen Nachfragebedingungen, die Entwicklung des Ölangebots und die Wechselkurse sind entweder nicht signifikant, oder ihre Auswirkungen auf die Inflation sind nicht stabil.

Mit Blick auf die Beurteilung der Inflationserwartung ist daher eine genaue Beobachtung der globalen Arbeitsmarkt- und Produktivitätsentwicklung, der Importpreise

und der internationalen Zinsentwicklung durch die politischen Entscheidungsträger erforderlich.

Ferner wurde das Modell auch auf der Basis rollierender Zeitfenster geschätzt. Der Zusammenhang zwischen inländischer Inflation und (länderspezifischen sowie globalen Komponenten der) Produktionslücke scheint sich im Zeitverlauf generell abgeschwächt zu haben, wenngleich die Ergebnisse bis zu einem gewissen Grad von der Größe des Zeitfensters abhängig sind.

Es gilt zu beachten, dass die Analyse auf der Grundlage einer traditionellen und nicht einer mikrofundierten neukeynesianischen Phillips-Kurve erfolgte. Während die traditionelle neukeynesianische Phillips-Kurve die Daten oftmals besser abbildet, ist die strukturelle Interpretation der Ergebnisse auf mikrofundierter Basis einfacher. Der Betrachtungszeitraum der Analyse endet zudem vor der globalen Finanzkrise. Die Zusammenhänge haben sich möglicherweise verändert, und zusätzliche Faktoren (wie etwa finanzielle Faktoren) könnten in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen haben, wie im Haupttext dieses Aufsatzes ausgeführt.

³ Vgl. hierzu auch: M. Ciccarelli und B. Mojon (2010), Global inflation, *The Review of Economics and Statistics*, 92(3), S. 524–535.

⁴ Die „Mean-Group“-Schätzer der Koeffizienten aller Länder und der Summen der Verzögerungen (*t*-Statistik) aus dem Grundmodell sind: verzögerte Inflation: 0,41 (15,99), idiosynkratische und gemeinsame Komponenten der Produktionslücke: 0,03 (2,59) und 0,07 (3,43), idiosynkratische und gemeinsame Komponenten der Lohnstückkosten: 0,12 (6,83) und 0,37 (12,61), Importpreisanstieg bei Rohstoffen: 0,03 (6,20) und Importpreisanstieg (ohne Rohstoffe): 0,10 (8,41).

Die Rolle der Inflationserwartungen und ihre Messung

Inflationserwartungen für aktuelle Preisentwicklung wichtig

Wie oben erwähnt, ist ein besonderes Merkmal der neukeynesianischen Phillips-Kurve ihre Betonung der Bedeutung der vorausschauenden Inflationserwartungen für die aktuellen Preise. Unternehmen, die in Zukunft mit weitgehend stabilen Preisen rechnen, haben auch aktuell keinen Anlass, ihre Preise zu verändern. Dagegen veranlassen Erwartungen künftiger Preisänderungen die Unternehmen, die nur in bestimmten Abständen Preisanpassungen vornehmen können, schon heute entsprechend zu reagieren.

Es ist deshalb für die Geldpolitik von zentraler Bedeutung, wie gut es ihr gelingt, die künftigen Inflationserwartungen im gewünschten Sinn zu beeinflussen und auf Änderungen der Inflationserwartungen angemessen zu reagieren. Eine besondere Herausforderung ist dabei allerdings die Messung der Inflationserwartungen.

Messung der Inflationserwartungen ...

Künftig erwartete Inflationsraten kann man auf verschiedene Weisen zu messen versuchen. Ein Ansatz besteht darin, entsprechende Umfragen auszuwerten, ein anderer, sie aus Finanzmarktpreisen abzuleiten. Im Rahmen von Umfragen kann direkt nach der erwarteten Inflation gefragt werden. Die Ableitung der Inflationserwartungen aus Finanzmarktpreisen erfolgt über Berechnungen, die auf bestimmten Annahmen fußen, welche im Falle von Umfragen nicht getroffen werden müssen. Andererseits kann bei der Analyse von Finanzmarktpreisen davon ausgegangen werden, dass die Marktteilnehmer aus Eigeninteresse versuchen, die zukünftige Inflation möglichst gut zu prognostizieren, während dies bei Umfrageteilnehmern nicht notwendigerweise vorausgesetzt werden kann. Zudem sind Finanzmarktpreise in einer weitaus höheren Frequenz verfügbar als Umfragewerte, sodass sie aktuellere und detailliertere Informationen liefern können.

... über Befragungen ...

Die Erwartungen hinsichtlich künftiger Inflationserwartungen werden in vielen Industrie-

ländern und in verschiedenen Varianten erfragt. Sie können sich zum Beispiel auf unterschiedliche Preisindizes beziehen, es können verschiedene Gruppen von Personen angesprochen werden, oder es werden verschiedene Prognosehorizonte berücksichtigt. Verbreitete Indikatoren für die USA sind etwa der Blue Chip Survey oder der Survey of Professional Forecasters (SPF). Für den Euro-Raum gibt es mehrere Umfragen, die sich mit der erwarteten Inflation befassen; dazu gehört unter anderem die Verbraucherbefragung der Europäischen Kommission oder die Expertenbefragung durch Consensus Economics. Eine besondere Rolle spielt der SPF, in dem die EZB verschiedene Finanz- und andere Institute auch nach ihren Inflationserwartungen befragt.⁷⁾

Im Unterschied zu vielen anderen Umfragen wird hier nicht nur nach Punktprognosen gefragt. Die Teilnehmer werden auch gebeten, Aussagen über die Wahrscheinlichkeit verschiedener Inflationserwartungen zu treffen. Dazu werden den Teilnehmern Intervalle vorgegeben, die eine Breite von ½ Prozentpunkt haben und den Bereich von –1% bis 4% abdecken. Für jedes dieser Intervalle sollen die Teilnehmer die Wahrscheinlichkeit angeben, mit der ihrer Meinung nach die zukünftige Inflationsrate im jeweiligen Intervall liegen wird.⁸⁾ Auf diese Weise erhält man wichtige Informationen über die Unsicherheit bezüglich der zukünftig erwarteten Inflation. Zudem kann aus den Wahrscheinlichkeitsangaben auch die individuelle erwartete Inflationsrate jedes Teilnehmers berechnet werden.⁹⁾ Diese kann sich aus verschiedenen Gründen von der Punktprognose unterscheiden. Die Unterschiede sind jedoch in der Regel eher gering. Sowohl die erwarteten Infla-

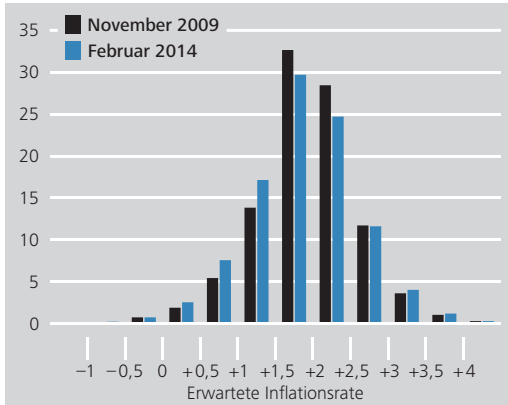
⁷ Die Homepage des Surveys findet sich unter <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

⁸ Außerdem wird auch nach den Wahrscheinlichkeiten von Inflationsraten unter –1% und über 4% gefragt.

⁹ Dazu muss eine Annahme darüber getroffen werden, wie die Wahrscheinlichkeit innerhalb eines Intervalls verteilt ist. Im Folgenden wird angenommen, dass die gesamte Wahrscheinlichkeit auf den Mittelpunkt des Intervalls konzentriert ist. Andere Annahmen führen meistens nur zu geringfügig anderen Ergebnissen.

Wahrscheinlichkeitsverteilung für langfristige Inflationsraten im Euro-Raum

in %



Quelle: EZB, Survey of Professional Forecasters.
 Deutsche Bundesbank

tionsraten als auch die entsprechende Unsicherheit können wichtig sein, wenn man sich ein Urteil darüber bilden will, wie fest verankert Inflationserwartungen sind.

Wenn die Wahrscheinlichkeiten für jedes Intervall über alle Teilnehmer gemittelt werden, so erhält man die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung für die zukünftige Inflation. Die erwartete Inflationsrate, die sich aus der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilung ergibt, entspricht dem Durchschnitt über alle individuellen Inflationserwartungen. Die Unsicherheit der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilung entspricht der Summe aus der Varianz der individuellen erwarteten Inflationsraten (als ein Maß dafür, inwieweit die Meinung der Befragten divergiert) und aus der durchschnittlichen individuellen Unsicherheit der Teilnehmer (als ein Maß dafür, wie unsicher jeder einzelne Befragte ist).¹⁰ Als Unsicherheitsmaß dient hierbei ebenfalls die Varianz. Eine geringe Unsicherheit legt eine festere Verankerung der Inflationserwartungen nahe.

Der SPF der EZB wird vierteljährlich durchgeführt. Die Teilnehmer werden nach ihren Inflationserwartungen für verschiedene Prognosehorizonte befragt. Der längste Prognosehorizont beträgt vier bis fünf Jahre und enthält somit Informationen über die langfristigen Infla-

tionsraten, das heißt über die Jahresveränderungsraten des harmonisierten Verbraucherpreisindex in vier bis fünf Jahren. Die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung für die langfristigen Inflationserwartungen der Umfrage aus dem ersten Quartal 2014 zeigt im Vergleich zu der vor der Verschärfung der Staatsschuldenkrise durchgeführten Umfrage aus dem vierten Quartal 2009 eine nur leichte Verschiebung zu niedrigeren Inflationsraten an (siehe nebenstehendes Schaubild). Realisationen im Bereich von 0,5% bis 1,5% gelten nun als geringfügig wahrscheinlicher, während die Wahrscheinlichkeiten im Bereich von 1,5% bis 2,5% entsprechend abgenommen haben. Die erwartete Inflationsrate hat sich damit nur minimal verringert. Die Unsicherheit hat sich dagegen leicht erhöht.

Wie im Schaubild auf Seite 75 zu sehen ist, weisen die Dynamik und auch das Niveau der unterschiedlichen Maße für die langfristigen Inflationserwartungen aus dem SPF für den Euro-Raum im Zeitverlauf keine größeren Unterschiede auf. Mit wenigen Ausnahmen liegen die durchschnittliche Punktprognose und der durchschnittliche Erwartungswert in einem Bereich, der mit der Definition von Preisstabilität seitens des Eurosystems im Einklang steht, also bei knapp unter 2%. In den letzten beiden Quartalen sind die langfristigen Inflationserwartungen zwar etwas gesunken, sie lagen aber immer noch bei circa 1,9%.

... zeigen große Stabilität in der Krise

In Bezug auf die Unsicherheit über die langfristige Inflationsentwicklung, deren zeitlicher Verlauf im Schaubild auf Seite 75 dargestellt ist, zeigt sich, dass die Inflationserwartungen nur eine recht geringe Streuung aufweisen. Das heißt, dass nicht nur der durchschnittliche Erwartungswert meistens knapp unter 2% liegt, sondern dass sich auch die individuellen Erwartungswerte sehr häufig in der Nähe dieses Bereichs befinden. Die Unsicherheit der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilung speist

¹⁰ Vgl.: K. F. Wallis (2005), Combining density and interval forecasts: A modest proposal, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 67, Supplement, S. 983–994.

sich daher hauptsächlich aus der individuellen Unsicherheit der Umfrageteilnehmer. Die Umfrageteilnehmer messen in der langen Frist einer Inflationsrate von knapp unter 2% zwar meistens die größte Wahrscheinlichkeit bei, sie halten allerdings auch Werte, die relativ weit darunter oder darüber liegen für nicht allzu unwahrscheinlich.

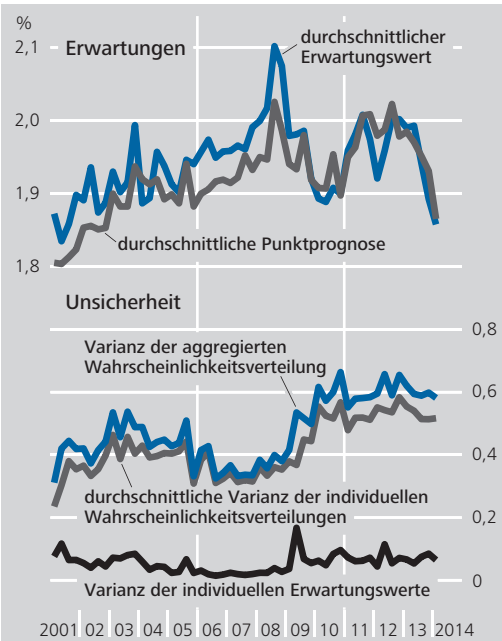
Die individuelle Unsicherheit verzeichnete einen recht starken Anstieg im Zeitraum vom dritten Quartal 2009 zum zweiten Quartal 2010, in dem es zu einer Verschärfung der Staatsschuldenkrise kam. Seitdem verharrt die individuelle Unsicherheit in etwa auf dem damals erreichten Niveau. Diese Entwicklung überträgt sich auf die Unsicherheit, die sich für die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung ergibt.

Messung der
 Inflationserwartungen über
 Finanzmärkte

Erwartungen über künftige Inflationsraten lassen sich auch aus Preisen von Finanzmarktinstrumenten ableiten. So sind inflationsindexierte Anleihen und Inflations-Swaps so gestaltet, dass sie Anleger ex post für Inflationsraten, die während der Laufzeit realisiert werden, kompensieren. Die Marktteilnehmer müssen deshalb bei Vertragsabschluss eine Erwartung über die künftige Inflationsrate bilden, da ihr Zahlungsstrom und damit der Preis des Instruments davon abhängen. Bei der Ableitung von Inflationserwartungen sind zusätzliche Prämien aufgrund des Kontrahenten-Ausfallrisikos oder der unterschiedlichen Liquidität der gehandelten Produkte zu berücksichtigen. Bei einem Inflations-Swap vereinbaren die Kontrahenten, vorab fixierte, feste Zahlungen gegen variable Zahlungen zu tauschen. Die variable Zahlung ist dabei an die Inflation während der Laufzeit gekoppelt. Demgegenüber werden aus Anleihen Inflationserwartungen über die Differenz der Renditen laufzeitgleicher Papiere ohne und mit Inflationskompensation abgeleitet. Man bezeichnet die abgeleiteten Werte als Break-even-Inflationsraten (BEIR), da in diesem Punkt die Realrendite zuzüglich der erwarteten Inflationsraten und möglicher Prämien genau mit der Nominalrendite übereinstimmt. Im Folgenden werden jeweils die Erwartungen in fünf

Erwartungen und Unsicherheit über langfristige Inflationsraten im Euro-Raum^{*)}

vierteljährlich



Quelle: EZB, Survey of Professional Forecasters. * Die befragten Prognostiker geben eine Wahrscheinlichkeitsverteilung sowie eine Punktprognose an.
 Deutsche Bundesbank

Jahren betrachtet, die sich auf die Entwicklung der nächsten fünf Jahre beziehen. Man spricht in diesem Zusammenhang auch von der impliziten fünfjährigen Termin-Inflationserwartung in fünf Jahren (Termin-BEIR). Auf diese Größe wird deshalb abgestellt, weil kurzfristige Schocks weniger auf sie durchwirken. Im Verlauf der letzten drei Jahre bewegte sich die im Interbankenhandel getauschte Termin-BEIR aus Inflationswaps um 2,2% pro Jahr, während die aus Staatsanleiherenditen hoher Bonität berechnete laufzeitgleiche Termin-BEIR im Krisenverlauf stärker schwankte und derzeit bei knapp 2,0% liegt, wie in dem Schaubild auf Seite 77 zu sehen ist.¹¹⁾

¹¹ Nominalanleihen höchster Bonität – insbesondere Bundesanleihen – werden in Krisenzeiten immer wieder als sichere und liquide Anlagemöglichkeit verstärkt nachgefragt. Dies hat Auswirkungen auf ihre Rendite und damit auf die abgeleitete BEIR. Inflationsindexierte deutsche Staatsanleihen sind dagegen aufgrund ihres geringeren umlaufenden Volumens und der geringen Anzahl der Emissionen weniger liquide und werden in Hochkrisenphasen relativ zu Nominalanleihen nicht verstärkt nachgefragt.

Eine zusätzliche Möglichkeit, Inflationserwartungen abzuleiten, bieten Inflationsoptionen. Sie ermöglichen es, Wahrscheinlichkeitsverteilungen zu schätzen und damit also neben dem Erwartungswert auch die Varianz oder die Schiefe zu bestimmen. Eine Inflationsoption gibt dabei dem Halter das Recht auf eine Kompensationszahlung, falls die realisierte Inflationsrate über (Cap) oder unter (Floor) einem bei Vertragsabschluss vereinbarten Schwellenwert für die Inflationsrate liegt. Dabei ist es marktüblich, die Schwellenwerte für die Inflationsrate in Schritten von 50 Basispunkten festzulegen. Aus mehreren Inflationsoptionen mit unterschiedlichen Schwellenwerten kann dann eine sogenannte risikoneutrale Wahrscheinlichkeitsverteilung über die erwartete Inflation abgeleitet werden. Denn unter der Annahme risikoneutraler Anleger entspricht der Wert einer Option gerade dem zum risikofreien Zinssatz diskontierten Gegenwartswert der erwarteten, an die künftige Inflation gekoppelten Auszahlungen an den Inhaber der Option. Die Verteilung der einzelnen Eintrittswahrscheinlichkeiten zu zwei Zeitpunkten zeigt das Schaubild auf Seite 77.¹²⁾ Zu Beginn der Verfügbarkeit der Inflationsoptionsdaten im Herbst 2009 erwarteten die meisten Marktteilnehmer noch Inflationsraten zwischen 1% und 2% für die nächsten fünf Jahre. Die Wahrscheinlichkeitsmasse für das Eintreffen von Inflationsraten zwischen 1% und 2% hat im Vergleich dazu im April 2014 abgenommen. Jetzt erwarten nach dieser Methode mehr Marktteilnehmer Inflationsraten zwischen 0% und 1% für die nächsten fünf Jahre. Wie schon beim SPF zu beobachten, hat sich die Verteilung insgesamt nach links verschoben. Zudem scheinen die Marktteilnehmer das Szenario einer Deflation für etwas wahrscheinlicher zu halten. Allerdings wird durch die Annahme der Risikoneutralität die Eintrittswahrscheinlichkeit von Randereignissen überschätzt, sodass die tatsächlich erwartete Wahrscheinlichkeit für deflationäre Szenarien deutlich geringer sein dürfte.¹³⁾ Die im Zeitablauf stabilere Wahrscheinlichkeitsverteilung erwarteter Inflationsraten über den längeren Zeithorizont von zehn Jahren legt außer-

dem nahe, dass niedrigere Inflationsraten im Wesentlichen für die Frist der nächsten fünf Jahre erwartet werden.¹⁴⁾

Insgesamt kann man daher feststellen, dass insbesondere die langfristigen Inflationserwartungen über die gesamte Krise hinweg und bis zum aktuellen Rand sehr stabil geblieben sind. Dies dürfte ein wichtiger Grund dafür gewesen sein, warum auch die tatsächlichen Preisänderungsraten im Euro-Währungsgebiet insgesamt sich weniger verändert haben, als man von der Entwicklung der Produktionslücken oder der Arbeitslosenquoten hätte erwarten können.

Die beobachtete Verankerung der Inflationserwartungen trotz beachtlicher Herausforderungen werden vielfach mit einem klaren, auf Preisstabilität ausgerichteten geldpolitischen Mandat, der größeren Unabhängigkeit der Notenbanken und ihren klaren, transparenten geldpolitischen Strategien in Zusammenhang gebracht. Die Transparenz der Strategie hilft dabei den Marktteilnehmern, die Determinanten und Konsequenzen geldpolitischen Handelns abzuschätzen. Umgekehrt führt die Transparenz zur Selbstbindung der Notenbanken an ihre Ziele: Der Versuch, von ihren angekündigten Zielen abzuweichen, würde unter diesen Umständen zu Gegenreaktionen der Marktteilnehmer führen und damit den Erfolg entsprechender Versuche von vornherein infrage stellen.¹⁵⁾

*Langfristige
Inflationserwartungen
über gesamte
Krise sehr stabil*

¹² Eine Darstellung der Wahrscheinlichkeitsverteilung für das Eintreffen erwarteter Inflationsraten findet sich auch in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, November 2012, S. 47 f.

¹³ Dagegen werden beim SPF der EZB Randwahrscheinlichkeiten eher unterschätzt, da die Umfrageteilnehmer dazu tendieren, in Intervallen mit einer nur geringen Wahrscheinlichkeit eine Wahrscheinlichkeit von null anzugeben.

¹⁴ Eine Ableitung einer Terminrate analog zu den inflationsindexierten Anleihen und den Inflationsswaps ist wegen der fehlenden Eindeutigkeit der Bestimmung einer Dichteverteilung von fünf bis zehn Jahren nicht möglich.

¹⁵ Ein Beispiel wäre der Versuch, höhere Inflationsziele zu realisieren, um den Realwert der Staatsverschuldung zu senken. Wie die Marktteilnehmer lernen können, eine solche Strategie zu durchschauen und dann entsprechend mit Zinsaufschlägen reagieren zeigen z. B. M. U. Krause und S. Moyaen, Public debt and changing inflation targets, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 06/2013.

Stark steigende Staatsdefizite führen zu längerfristigen Inflationsbefürchtungen

Die tiefe und lang anhaltende Wirtschaftskrise seit dem Jahr 2008 hat allerdings die Wirtschaftspolitik zu in vieler Hinsicht ungewohnten Maßnahmen veranlasst. Deren langfristige Konsequenzen sind für alle Beteiligten nicht einfach abzuschätzen. In den Industrieländern sind die Staatsschulden stark und anhaltend angestiegen. Dies hat in der öffentlichen Diskussion zum Teil Befürchtungen geweckt, dass damit in der Zukunft steigende Inflationsraten verbunden sein könnten. In der Tat gibt es theoretische Überlegungen, die einen solchen Zusammenhang nahelegen. Auch gibt es in historischer Betrachtung häufig Phasen, in denen hohe Staatsschulden und hohe Inflationsraten miteinander einhergingen. Andererseits gibt es auch Gegenbeispiele: In Japan ist etwa die Staatsverschuldung seit 1994 von 80% des Bruttoinlandsprodukts auf über 200% im Jahr 2012 gestiegen, während das Preisniveau im selben Zeitraum sogar leicht gefallen ist. Offenbar sind die Zusammenhänge zwischen Staatsverschuldung und Inflation komplexer. In den Erläuterungen auf Seite 78 ff. werden einige theoretische Überlegungen erläutert und für den Fall der USA dargestellt, wie seit Beginn des 20. Jahrhunderts der Zusammenhang zwischen Staatsverschuldung und Inflation war. Danach spricht Vieles dafür, dass das Vertrauen in eine unabhängige und stabilitätsbewusste Notenbank eine wichtige, wenn auch nicht hinreichende Voraussetzung dafür ist, dass von hohen Staatsdefiziten keine ungünstigen Auswirkungen auf die Inflationserwartungen ausgehen, weil dadurch die öffentlichen Haushalte eher gezwungen werden, in der Zukunft selbst für Konsolidierung zu sorgen.

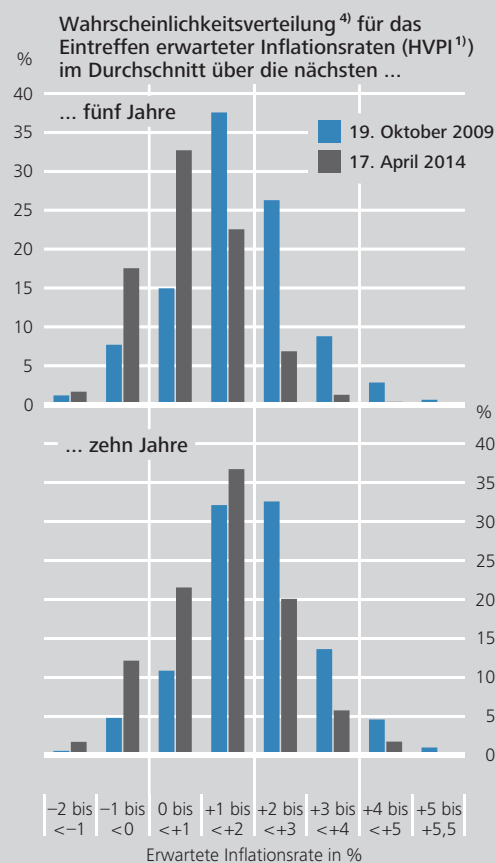
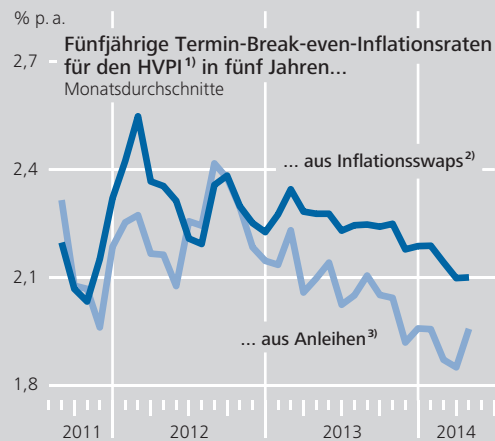
Zusammenspiel von Fiskal- und Geldpolitik für künftige Inflation wichtig

Verankerung von Inflationserwartungen braucht langfristig solide Fiskalpolitik

■ Schlussfolgerungen

Die weltweite wirtschaftliche Krise der letzten Jahre hat die Geldpolitik vor erhebliche Herausforderungen gestellt. Nur in der weiter zurückliegenden Vergangenheit gab es ähnliche Probleme, sodass es nicht einfach ist, die Lehren von damals auf heute zu übertragen. Es hat sich aber gezeigt, dass der Schock, der zu

Inflationserwartungen aus Finanzmarktpreisen im Euro-Raum



Quellen: BGC Partners, Bloomberg, EuroMTS und eigene Berechnungen. **1** Ohne Tabakwaren. **2** Abgeleitet aus dem festen Zins von Inflationswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird. **3** Abgeleitet aus getrennt geschätzten und anschließend mit BIP-Gewichten aggregierten Zinsstrukturkurven aus deutschen und französischen inflationsindexierten und laufzeitgleichen Nominalanleihen. **4** Basierend auf Inflationsoptionen. Zur Ableitung und Interpretation der Wahrscheinlichkeitsverteilung siehe: D. Breeden und R. Litzberger (1978), Prices of state-contingent claims implicit in option prices, Journal of Business, Band 51, S. 621 ff. und T. Smith (2012), Option-implied probability distribution for future inflation, Bank of England, Quarterly Bulletin 2012Q3, S. 224 ff. Für Ausübungspreise unterhalb/oberhalb der dargestellten Werte liegen keine Daten vor.
 Deutsche Bundesbank

Zum langfristigen Zusammenhang zwischen öffentlichen Defiziten und Inflation in verschiedenen ökonomischen Modellen

Dass hohe Budgetdefizite der öffentlichen Hand mittel- oder langfristig zu höherer Inflation führen können, ist in der volkswirtschaftlichen Forschung anhand verschiedener theoretischer Modelle gezeigt worden.¹⁾ Die entsprechenden Forschungsarbeiten eint die Idee, dass nicht öffentliche Defizite für sich genommen, sondern die Interaktion von Fiskal- und Geldpolitik entscheidend dafür sind, ob öffentliche Defizite inflationär wirken.

Die den diesbezüglichen Modellen zugrunde liegende Vorstellung kann mithilfe der folgenden vereinfachten Budgetrestriktion des Staates illustriert werden

$$\frac{B_t}{P_t} = \sum_{j=0}^{\infty} \beta^j E_t \left(s_{t+j} + \frac{\Delta M_{t+j}}{P_{t+j}} \right),$$

wobei B_t die nominalen ausstehenden Staatsschulden sind, P_t das heutige Preisniveau ist, s_t für die (realen) staatlichen Primärüberschüsse²⁾ steht, ΔM_t die Seignorage bezeichnet, das heißt den Ertrag, den der Staat durch die Ausgabe von Geld erzielt, und β den Diskontfaktor repräsentiert. Die Gleichung besagt, dass der reale Wert der ausstehenden Schulden dem Barwert der erwarteten Nettoeinnahmen des Staates entsprechen muss. Bei diesen Überlegungen wird ausgeschlossen, dass der Staat seine Schulden nicht zurückzahlt, weil er insolvent wird. In einem konventionellen Regime, in dem die Geldpolitik die Inflation kontrolliert (und damit die Seignorage determiniert wird), muss die Fiskalpolitik dafür Sorge tragen, dass der reale Schuldenstand durch zukünftige Primärüberschüsse s_t stabilisiert wird. Dies kann entweder durch höhere Steuern oder geringere Staatsausgaben in der Zukunft erfolgen. In diesem Fall spricht man von geldpolitischer Dominanz. Wenn jedoch die Fiskalpolitik nicht Willens oder in der Lage sein sollte, die notwendigen zukünftigen Primärüberschüsse zu er-

zielen – oder die Wirtschaftssubjekte dies nicht erwarten – spricht man von einem Regime fiskalischer Dominanz, sofern die Geldpolitik die staatliche Solvenz absichert. Fiskalische Dominanz wird in verschiedenen Modellen unterschiedlich – abhängig von der Annahme, auf welchem Markt das Preisniveau bestimmt wird – abgebildet. Wird das Preisniveau nur auf dem Geldmarkt festgelegt, bestimmt die Geldpolitik letztlich das Preisniveau und die Inflation. Entscheidet sich die Fiskalpolitik weiterhin negative Primärsalden zu generieren, müssen Ausgaben durch zusätzliche Schulden finanziert werden. Wenn zunächst weder Geld- noch Fiskalpolitik einlenken, wachsen die Schulden schneller als die Volkswirtschaft, sodass – bei Ausschluss eines Staatsbankrotts – die Geldpolitik langfristig doch höhere Seignorage-Gewinne generieren muss. Dies bedeutet letztlich eine höhere Inflation in der Zukunft und, weil die Wirtschaftssubjekte dies wissen, auch heute schon höhere Inflationserwartungen. Wird das Preisniveau nicht notwendigerweise auf dem Geldmarkt bestimmt, passt sich das heutige Preisniveau bei gegebenen zukünftigen Primärsalden und Seignorage-Gewinnen so an, dass der heutige reale Schuldenstand durch die zukünftigen realen Primärsalden und Seignorage-Gewinne gedeckt ist. So kann man sich beispielsweise vorstellen, dass die Inflation steigt, weil die Besitzer nominaler staatlicher Schuldtitel ihre Ausgaben erhöhen, weil sie sich reicher fühlen, ohne dass dem dämpfende Effekte

1 Vgl.: E. Leeper (1991), Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies, *Journal of Monetary Economics*, 27(1), S. 129–147; T. Sargent und N. Wallace (1981), Some unpleasant monetarist arithmetic, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5, 1–17; C. Sims (1994), A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy, *Economic Theory*, 4(3), S. 381–399.

2 Die Primärüberschüsse sind definiert als Einnahmen abzüglich der Ausgaben, wobei weder Zinsausgaben noch Seignorage-Einnahmen berücksichtigt werden.

derer gegenüberstehen, die künftig höhere Steuern zahlen müssen. Dieses zweite Szenario wird in der Literatur auch als „fiskalische Theorie des Preisniveaus“ bezeichnet.³⁾

Ungeachtet der Ausgestaltung ist im Rahmen dieser Modelle die Interaktion von Geld- und Fiskalpolitik entscheidend für die Preisstabilität. Letztendlich ist hier eine solide Fiskalpolitik Grundvoraussetzung dafür, dass die Geldpolitik ihre Aufgabe der Sicherung der Preisstabilität erfüllen kann. Im Umkehrschluss geht daraus hervor, dass die Geldpolitik in einem Regime fiskalischer Dominanz ihrer Möglichkeiten beraubt ist, die Inflation zu kontrollieren. Unter diesen Umständen gehen langfristig höhere öffentliche Defizite mit höherer Inflation einher.

Allerdings werden die Modellergebnisse durchaus kontrovers diskutiert, und es findet eine intensive wissenschaftliche Diskussion darüber statt, inwieweit die Aussagen in der Wirklichkeit bestehen. Während der Zusammenhang zwischen öffentlichen Defiziten und Inflation für entwickelte Volkswirtschaften umstritten ist, gibt es für Schwellenländer – für die eine durchweg höhere Inflation beobachtet wird – bereits empirische Untersuchungen, deren Ergebnisse einen positiven Einfluss von Defiziten auf Inflation und Inflationserwartungen zeigen.⁴⁾

Vor diesem Hintergrund untersucht eine neuere Studie⁵⁾ den langfristigen Zusammenhang zwischen öffentlichen Defiziten und Inflation in den USA für einen vergleichsweise langen Zeitraum von 1900 bis 2011 und legt das Augenmerk vor allem auf eine potenzielle Variation dieses Zusammenhanges über die Zeit. Dazu wird ein vektorautoregressives Modell mit zeitvariierenden Parametern und stochastischer Volatilität geschätzt. Konkret untersucht die Studie den Zusammenhang zwischen Inflation und dem Verhältnis von Primärdefiziten zu Staatsschulden.⁶⁾ Das Verhältnis von Primärdefiziten zu Staatsschulden lässt sich

zum einen direkt interpretieren als Änderung der ausstehenden Verbindlichkeiten des Staates gegenüber den Gläubigern. Zum anderen ist dieses Verhältnis langfristig vor allem durch die Fiskalpolitik selbst beeinflusst. Neben diesen Variablen enthält das Modell das Geldmengenwachstum, das reale Wirtschaftswachstum und einen kurzfristigen Zins, um etwaige Interaktionen mit diesen Variablen zu berücksichtigen. Der zeitvariierende langfristige Zusammenhang zwischen dem Verhältnis von Primärdefiziten zu Staatsschulden und Inflation wird im Anschluss an die Schätzung mithilfe einer Spektralanalyse berechnet. Das zentrale Ergebnis ist als durchgehend schwarze Linie im Schaubild auf Seite 80 dargestellt.

Dieses Ergebnis verdeutlicht, dass mit Ausnahme einer kurzen Episode nach dem 1. Weltkrieg sowie um die Zeit der großen Depression der langfristige Zusammenhang zwischen beiden Variablen bis etwa 1980 klar positiv war. Darüber hinaus ist zu erkennen, dass der langfristige Zusammenhang in der ersten Hälfte des letzten Jahrhunderts keinen eindeutigen Trend aufwies, während er nach dem 2. Weltkrieg zunächst tendenziell gestiegen ist. Der langfristige Zusammenhang zwischen öffentlichen Defiziten und Inflation ist nach 1979 abrupt zurückgegangen und von da an bisher insignifikant verschieden von null geblieben. Zudem ist interessant, dass die stärksten langfristigen Zusammenhänge zwischen beiden Variablen in der Zeit von Mitte der sechziger bis Ende der siebziger Jahre gemessen wer-

3 Vgl.: C. Sims (1994), A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy, a. a. O.

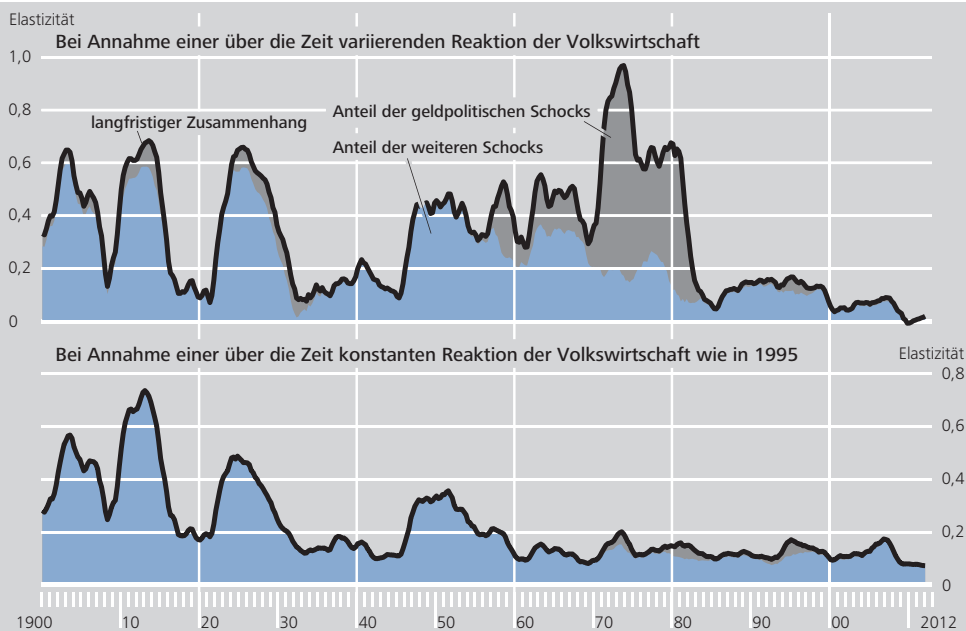
4 Vgl.: L. Catão und M. Terrones (2005), Fiscal deficits and inflation, *Journal of Monetary Economics*, 52(3), S. 529–54.

5 Vgl.: M. Kliem, A. Kriwoluzky und S. Sarferaz (2014), On the low-frequency relationship between public deficits and inflation, mimeo. Revidierte Version von M. Kliem, A. Kriwoluzky und S. Sarferaz, On the low-frequency relationship between public deficits and inflation, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 12/2013.

6 Vgl.: C. Sims (2011), Stepping on a rake: The role of fiscal policy in the inflation of the 1970s, *European Economic Review*, 55,(1), S. 48–56.

Langfristiger Zusammenhang zwischen öffentlichen Defiziten und Inflation in den USA⁷⁾

vierteljährlich



* Der langfristige Zusammenhang ist die Elastizität des langfristigen Trends der Inflation in Bezug auf Änderungen des langfristigen Trends des Verhältnisses von Primärdefiziten zu Staatsschulden in einem Modell mit zeitlich variierenden Koeffizienten. Zur Zerlegung einer solchen Elastizität in strukturelle Schocks siehe: L. Gambetti und J. Galí (2009), On the Sources of the Great Moderation, American Economic Journal: Macroeconomics, 1, S. 26–57.

Deutsche Bundesbank

den, also in einer Zeit, als die Defizite nicht außergewöhnlich hoch waren.

Um diese Beobachtungen besser zu verstehen, wird eine historische Zerlegung des langfristigen Zusammenhangs zwischen öffentlichen Defiziten und Inflation vorgenommen. Unter der Annahme einer sogenannten rekursiven Identifikation berechnen die Autoren, welche strukturellen exogenen Schocks dieses Ergebnis treiben. Die grauen Flächen im oben stehenden Schaubild verdeutlichen, dass insbesondere die Geldpolitik für den Großteil des Anstiegs zwischen 1960 und 1980 verantwortlich war. Zu diesem Ergebnis passt, dass die amerikanische Geldpolitik dieser Zeit häufig als nicht unabhängig von der Fiskalpolitik beschrieben wird.⁷⁾ Diese Unabhängigkeit wurde erst an der Wende von den siebziger zu den achtziger Jahren wieder hergestellt. Die Berufung Paul Volckers gilt allgemein als Wendepunkt in der amerikanischen Geldpolitik.⁸⁾

Damit liegt die Vermutung nahe, dass eine Änderung der Geldpolitik maßgeblich zum Entstehen wie auch zum Zusammenbruch des langfristigen Zusammenhangs zwischen öffentlichen Defiziten und Inflation beigetragen hat. Um auszuschließen, dass beide Ereignisse nur aufgrund von spezifischen Schocks der siebziger Jahre aufgetreten sind – zum Beispiel aufgrund der Ölpreisschocks oder des Zusammenbruchs des Bretton-Woods-Währungssystems – führt die Studie kontrafaktische Analysen durch. Bei einer solchen Analyse wird unterstellt, dass die endogene Reaktion des ökonomischen Modells auf strukturelle exogene Schocks über den gesamten Zeitraum konstant geblieben ist und sich nur die strukturellen Schocks über den Zeitverlauf geändert haben. Das oben stehende Schaubild illustriert beispielhaft, wie der

⁷ Vgl.: Meltzer (2010), A history of the Federal Reserve, University of Chicago Press.

⁸ Vgl.: Meltzer (2010), A history of the Federal Reserve, a. a. O.

langfristige Zusammenhang zwischen öffentlichen Defiziten und Inflation gewesen wäre, wenn die Volkswirtschaft über den gesamten Zeitraum auf strukturelle Schocks so reagiert hätte wie im Jahr 1995. Das Ergebnis der Analyse verdeutlicht, dass das Verschwinden des langfristigen Zusammenhangs zwischen öffentlichen Defiziten und Inflation nach 1980 in der Tat auf eine Änderung der amerikanischen Geldpolitik und ihrer Interaktion mit der Fiskalpolitik zurückzuführen ist. Unabhängig von den strukturellen Schocks vor 1980 wäre kein langfristiger Zusammenhang zwischen den Variablen feststellbar, wenn die Geldpolitik der achtziger und neunziger Jahre schon vor 1980 gegolten hätte. Zudem wird in der Studie gezeigt, dass eine Interaktion von Geld- und Fiskalpolitik, wie sie in den siebziger Jahren beobachtbar war, auch heute einen langfristigen Zusammenhang zwischen den Variablen sichtbar machen würde.

Insgesamt zeigen die empirischen Ergebnisse für die USA, dass hier die Interaktion von Geld- und Fiskalpolitik maßgeblich für den langfristigen Zusammenhang zwischen Inflation und Staatsdefiziten ist. Dabei lässt sich grundsätzlich festhalten, dass stabile und tragfähige Staatsfinanzen eine wichtige Basis einer stabilitätsorientierten Geldpolitik sind. Diese kommt regelmäßig dann unter Druck, ihr Stabilitätsziel hintenanzustellen, wenn die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen zunehmend als gefährdet eingeschätzt wird. Dies kann zu einem unerwünschten Anstieg der Inflationserwartungen führen, was die Geldpolitik zusätzlich erschwert. Da weder eine hohe Inflation zur Sicherung der Staatssolvvenz noch eine staatliche Insolvenz ein wünschenswertes gesamtwirtschaftliches Ergebnis darstellen, ist eine nachhaltige Finanzpolitik, die auf tragfähige Staatsfinanzen ausgerichtet ist, eine wesentliche Grundlage einer anhaltend positiven Wirtschaftsentwicklung.

nächst von Problemen auf Einzelmärkten ausgeht und dann auf das Finanzsystem übergriff, in Verbindung mit weiteren Schwachstellen, die dadurch offengelegt wurden, die Realwirtschaft erheblich belastete. Die Krise hat die Aufgaben der Notenbanken auch dadurch erschwert, dass die Beziehungen zwischen Inflation und Orientierungsmarkern wie der Produktionslücke oder der natürlichen Arbeitslosenquote sich verändert haben oder noch unsicherer geworden sind. Das hat auch die Kommunikation mit der Öffentlichkeit komplizierter gemacht. Hinzu kam, dass die Notenbanken zum Teil neue Instrumente einsetzten, weil die traditionelle Zinspolitik an ihre Grenzen stieß. Deren Wirkungsweise ist jedoch noch vielfach unprobt. Vor diesem Hintergrund ist es be-

achtlich, dass die Preisänderungsraten nicht gravierender von ihren Zielraten abwichen. Vieles spricht dafür, dass die Zentralbanken mit ihren stabilitätsorientierten Politiken der Vergangenheit hinreichend Glaubwürdigkeit gewonnen haben und damit die Verankerung der Inflationserwartungen gelungen ist, was dann seinerseits geholfen hat, die Abweichungen der tatsächlichen Inflationsraten vom Zielwert in Grenzen zu halten. Diese Glaubwürdigkeit beruht nicht zuletzt auf den erzielten Erfolgen bei der Gewährleistung von Preisstabilität und auf einem institutionellen Rahmen, der es den Zentralbanken erlaubt, ihre Stabilitätspolitik uneingeschränkt zu verfolgen. Auch in Zukunft wird es entscheidend darauf ankommen, dass diese Glaubwürdigkeit erhalten bleibt.

Statistischer Teil

■ Inhalt

■ I. Wichtige Wirtschaftsdaten für die Europäische Währungsunion

1. Monetäre Entwicklung und Zinssätze.....	5*
2. Außenwirtschaft.....	5*
3. Allgemeine Wirtschaftsindikatoren.....	6*

■ II. Bankstatistische Gesamtrechnungen in der Europäischen Währungsunion

1. Entwicklung der Geldbestände im Bilanzzusammenhang.....	8*
2. Konsolidierte Bilanz der Monetären Finanzinstitute (MFIs).....	10*
3. Liquiditätsposition des Bankensystems.....	14*

■ III. Konsolidierter Ausweis des Eurosystems

1. Aktiva.....	16*
2. Passiva.....	18*

■ IV. Banken

1. Aktiva und Passiva der Monetären Finanzinstitute (ohne Deutsche Bundesbank) in Deutschland.....	20*
2. Wichtige Aktiva und Passiva der Banken (MFIs) in Deutschland nach Bankengruppen..	24*
3. Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken (MFIs) in Deutschland gegenüber dem Inland.....	26*
4. Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken (MFIs) in Deutschland gegenüber dem Ausland.....	28*
5. Kredite der Banken (MFIs) in Deutschland an inländische Nichtbanken (Nicht-MFIs).....	30*
6. Kredite der Banken (MFIs) in Deutschland an inländische Unternehmen und Privatpersonen, Wohnungsbaukredite, Wirtschaftsbereiche.....	32*
7. Einlagen und aufgenommene Kredite der Banken (MFIs) in Deutschland von inländischen Nichtbanken (Nicht-MFIs).....	34*
8. Einlagen und aufgenommene Kredite der Banken (MFIs) in Deutschland von inländischen Privatpersonen und Organisationen ohne Erwerbszweck.....	36*
9. Einlagen und aufgenommene Kredite der Banken (MFIs) in Deutschland von inländischen öffentlichen Haushalten nach Gläubigergruppen.....	36*
10. Spareinlagen und an Nichtbanken (Nicht-MFIs) abgegebene Sparbriefe der Banken (MFIs) in Deutschland.....	38*
11. Begebene Schuldverschreibungen und Geldmarktpapiere der Banken (MFIs) in Deutschland.....	38*

12. Bausparkassen (MFIs) in Deutschland.....	39•
13. Aktiva und Passiva der Auslandsfilialen und Auslandstöchter deutscher Banken (MFIs).	40•

■ V. Mindestreserven

1. Reservesätze.....	42•
2. Reservehaltung in Deutschland bis Ende 1998.....	42•
3. Reservehaltung in der Europäischen Währungsunion.....	42•

■ VI. Zinssätze

1. EZB-Zinssätze.....	43•
2. Basiszinssätze.....	43•
3. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren).....	43•
4. Geldmarktsätze nach Monaten.....	43•
5. Zinssätze und Volumina für die Bestände und das Neugeschäft der deutschen Banken (MFIs).....	44•

■ VII. Versicherungen und Pensionseinrichtungen

1. Aktiva.....	48•
2. Passiva.....	49•

■ VIII. Kapitalmarkt

1. Absatz und Erwerb von festverzinslichen Wertpapieren und Aktien in Deutschland	50•
2. Absatz festverzinslicher Wertpapiere von Emittenten mit Sitz in Deutschland.....	51•
3. Umlauf festverzinslicher Wertpapiere von Emittenten mit Sitz in Deutschland.....	52•
4. Umlauf von Aktien in Deutschland ansässiger Emittenten.....	52•
5. Renditen und Indizes deutscher Wertpapiere.....	53•
6. Absatz und Erwerb von Anteilen an Investmentfonds in Deutschland.....	53•

■ IX. Finanzierungsrechnung

1. Geldvermögensbildung und Finanzierung der privaten nichtfinanziellen Sektoren	54•
2. Geldvermögen und Verbindlichkeiten der privaten nichtfinanziellen Sektoren	55•

■ X. Öffentliche Finanzen in Deutschland

1. Gesamtstaat: Defizit und Schuldenstand in „Maastricht-Abgrenzung“.....	56•
2. Gesamtstaat: Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen.....	56•

3. Gesamtstaat: Haushaltsentwicklung (Finanzstatistik)	57*
4. Gebietskörperschaften: Haushaltsentwicklung von Bund, Ländern und Gemeinden (Finanzstatistik)	57*
5. Gebietskörperschaften: Steuereinnahmen	58*
6. Bund, Länder und EU: Steuereinnahmen nach Arten	58*
7. Bund, Länder und Gemeinden: Einzelsteuern	59*
8. Deutsche Rentenversicherung: Haushaltsentwicklung sowie Vermögen	59*
9. Bundesagentur für Arbeit: Haushaltsentwicklung	60*
10. Gesetzliche Krankenversicherung: Haushaltsentwicklung	60*
11. Soziale Pflegeversicherung: Haushaltsentwicklung	61*
12. Bund: marktmäßige Kreditaufnahme	61*
13. Gebietskörperschaften: Verschuldung nach Gläubigern	61*
14. Gebietskörperschaften: Verschuldung nach Arten	62*

■ XI. Konjunkturlage in Deutschland

1. Entstehung und Verwendung des Inlandsprodukts, Verteilung des Volkseinkommens..	63*
2. Produktion im Produzierenden Gewerbe	64*
3. Auftragseingang in der Industrie	65*
4. Auftragseingang im Bauhauptgewerbe	66*
5. Umsätze des Einzelhandels und des Handels mit Kraftfahrzeugen	66*
6. Arbeitsmarkt	67*
7. Preise	68*
8. Einkommen der privaten Haushalte	69*
9. Tarifverdienste in der Gesamtwirtschaft	69*

■ XII. Außenwirtschaft

1. Wichtige Posten der Zahlungsbilanz für die Europäische Währungsunion	70*
2. Wichtige Posten der Zahlungsbilanz der Bundesrepublik Deutschland	71*
3. Außenhandel (Spezialhandel) der Bundesrepublik Deutschland nach Ländergruppen und Ländern	72*
4. Dienstleistungsverkehr der Bundesrepublik Deutschland mit dem Ausland, Erwerbs- und Vermögenseinkommen	73*
5. Laufende Übertragungen der Bundesrepublik Deutschland an das bzw. vom Ausland .	73*
6. Vermögensübertragungen	73*
7. Kapitalverkehr der Bundesrepublik Deutschland mit dem Ausland	74*
8. Auslandsposition der Deutschen Bundesbank bis zum Jahresende 1998	75*
9. Auslandsposition der Deutschen Bundesbank seit Beginn der EWU	75*
10. Forderungen und Verbindlichkeiten von Unternehmen in Deutschland (ohne Banken) gegenüber dem Ausland	76*
11. Euro-Referenzkurse der Europäischen Zentralbank für ausgewählte Währungen	77*
12. Euro-Mitgliedsländer und die unwiderruflichen Euro-Umrechnungskurse ihrer Währungen in der dritten Stufe der EWWU	77*
13. Effektive Wechselkurse des Euro und Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft	78*

I. Wichtige Wirtschaftsdaten für die Europäische Währungsunion

1. Monetäre Entwicklung und Zinssätze

Zeit	Geldmenge in verschiedenen Abgrenzungen 1) 2)				Bestimmungsfaktoren der Geldmengenentwicklung 1)				Zinssätze		
	M1	M2	M3 3)		MFI-Kredite insgesamt	MFI-Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	Geldkapitalbildung 4)	EONIA 5) 7)	3-Monats-EURIBOR 6) 7)	Umlaufrendite europäischer Staatsanleihen 8)	
				gleitender Dreimonatsdurchschnitt							
	Veränderung gegenüber Vorjahr in %							% p. a. im Monatsdurchschnitt			
2012 Juni	3,5	2,9	3,0	3,1	1,5	- 0,4	- 0,3	0,33	0,66	4,0	
Juli	4,6	3,4	3,5	3,1	1,3	- 0,6	- 1,1	0,18	0,50	3,8	
Aug.	4,9	3,1	2,8	3,0	0,8	- 1,0	- 1,2	0,11	0,33	3,7	
Sept.	5,2	3,1	2,8	3,1	0,9	- 0,9	- 1,3	0,10	0,25	3,5	
Okt.	6,4	4,3	3,9	3,5	0,6	- 1,3	- 1,8	0,09	0,21	3,3	
Nov.	6,4	4,4	3,8	3,7	0,5	- 1,3	- 1,8	0,08	0,19	3,2	
Dez.	6,4	4,5	3,5	3,5	0,7	- 0,5	- 1,5	0,07	0,19	3,0	
2013 Jan.	6,5	4,4	3,4	3,3	0,2	- 0,8	- 1,7	0,07	0,20	2,9	
Febr.	7,0	4,2	3,1	3,0	0,1	- 0,8	- 1,6	0,07	0,22	3,0	
März	7,0	4,1	2,5	2,9	0,3	- 0,5	- 1,2	0,07	0,21	2,9	
April	8,6	4,8	3,2	2,8	0,3	- 0,5	- 1,5	0,08	0,21	2,7	
Mai	8,3	4,6	2,8	2,8	0,2	- 0,6	- 1,0	0,08	0,20	2,6	
Juni	7,5	4,3	2,4	2,4	0,1	- 0,6	- 1,0	0,09	0,21	2,9	
Juli	7,0	4,0	2,1	2,2	- 0,4	- 1,1	- 1,0	0,09	0,22	3,0	
Aug.	6,7	4,0	2,3	2,1	- 0,3	- 0,9	- 1,2	0,08	0,23	3,0	
Sept.	6,6	3,8	2,0	1,9	- 0,7	- 1,0	- 1,3	0,08	0,22	3,1	
Okt.	6,5	3,2	1,4	1,6	- 0,9	- 1,3	- 0,9	0,09	0,23	3,0	
Nov.	6,5	3,0	1,5	1,3	- 1,1	- 1,3	- 0,9	0,10	0,22	2,8	
Dez.	5,7	2,5	1,0	1,2	- 1,7	- 2,0	- 1,2	0,17	0,27	2,9	
2014 Jan.	6,1	2,4	1,2	1,2	- 1,7	- 2,2	- 1,1	0,20	0,29	2,8	
Febr.	6,2	2,4	1,3	...	- 1,8	- 2,2	- 1,2	0,16	0,29	2,6	
März	...	...	...	...	...	...	...	0,19	0,31	2,5

1 Quelle: EZB. 2 Saisonbereinigt. 3 Unter Ausschaltung der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktfondsanteile, Geldmarktpapiere sowie Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu 2 Jahren. 4 Längerfristige Verbindlichkeiten der MFI's gegenüber im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFI's.

5 Euro OverNight Index Average. 6 Euro Interbank Offered Rate. 7 Siehe auch Anmerkungen zu Tab. VI.4, S.43. 8 BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen. Einbezogene Länder: DE,FR,NL,BE,AT,FI,IE,PT,ES,IT,GR, (nach Umschuldung im März 2012 Neuemission).

2. Außenwirtschaft *)

Zeit	Ausgewählte Posten der Zahlungsbilanz der EWU								Wechselkurse des Euro 1)		
	Leistungsbilanz				Kapitalbilanz				Dollarkurs	effektiver Wechselkurs 3)	
	Saldo	darunter: Handelsbilanz	Saldo	Direktinvestitionen	Wertpapierverkehr 2)	übriger Kapitalverkehr	Währungsreserven	nominal		real 4)	
	Mio €								1 EUR = ... USD	1. Vj. 1999=100	
2012 Juni	+ 23 490	+ 13 624	- 24 126	- 39 483	+ 66 149	- 46 286	- 4 507	1,2526	97,2	94,9	
Juli	+ 22 103	+ 13 975	- 4 748	+ 48 914	- 12 988	- 41 031	+ 358	1,2288	95,4	93,2	
Aug.	+ 10 684	+ 5 592	- 20 902	- 26 641	+ 10 384	- 2 742	- 1 904	1,2400	95,2	93,1	
Sept.	+ 12 495	+ 9 561	- 22 894	- 27 568	+ 485	+ 3 145	+ 1 045	1,2856	97,2	95,0	
Okt.	+ 14 374	+ 10 199	- 25 102	- 38 621	+ 67 207	- 51 032	- 2 657	1,2974	97,8	95,5	
Nov.	+ 21 166	+ 12 758	- 36 888	- 27 983	+ 27 171	- 35 111	- 964	1,2828	97,2	94,9	
Dez.	+ 27 259	+ 9 287	- 43 470	+ 6 340	+ 12 066	- 62 497	+ 620	1,3119	98,7	96,3	
2013 Jan.	- 5 404	- 3 373	+ 3 853	- 21 755	+ 30 963	- 587	- 4 768	1,3288	100,4	98,0	
Febr.	+ 9 684	+ 10 815	- 11 133	+ 12 126	- 12 306	- 13 388	+ 2 437	1,3359	101,6	99,1	
März	+ 24 325	+ 21 850	- 15 952	- 15 544	- 8 053	+ 5 368	+ 2 278	1,2964	100,2	97,9	
April	+ 15 682	+ 15 966	- 22 109	- 7 492	- 12 400	- 2 536	- 41	1,3026	100,5	97,9	
Mai	+ 13 281	+ 16 534	- 19 277	+ 43 749	+ 16 032	- 78 503	- 555	1,2982	100,5	98,0	
Juni	+ 31 110	+ 17 359	- 30 802	- 14 289	+ 38 096	- 54 018	- 591	1,3189	101,6	98,9	
Juli	+ 25 727	+ 18 655	- 28 642	+ 6 932	- 33 262	- 2 551	+ 239	1,3080	101,5	98,9	
Aug.	+ 10 197	+ 6 737	- 6 788	- 311	+ 25 517	- 30 025	- 1 969	1,3310	102,2	99,5	
Sept.	+ 15 496	+ 12 674	- 20 433	- 19 275	+ 20 258	- 20 286	- 1 131	1,3348	102,0	99,1	
Okt.	+ 26 259	+ 17 725	- 18 838	+ 20 372	- 2 579	- 37 486	+ 855	1,3635	102,8	99,7	
Nov.	+ 28 409	+ 17 573	- 30 283	- 19 779	+ 55 696	- 66 381	+ 181	1,3493	102,6	99,5	
Dez.	+ 32 909	+ 12 683	- 46 522	- 9 656	+ 5 737	- 41 259	- 1 344	1,3704	103,9	100,7	
2014 Jan.	+ 6 989	+ 744	- 4 680	- 9 053	+ 19 186	- 12 094	- 2 719	1,3610	103,4	p) 100,3	
Febr.	+ 13 870	+ 15 762	- 12 200	+ 31 945	+ 26 958	- 71 939	+ 837	1,3659	103,6	p) 100,5	
März	...	...	...	...	...	...	...	1,3823	104,6	p) 101,5

* Quelle: EZB. 1 Siehe auch Tab. XII.12 und 13, S. 77* / 78* 2 Einschl. Finanzderivate. 3 Gegenüber den Währungen der EWK-20-Gruppe. 4 Auf Basis der Verbraucherpreisindizes.

I. Wichtige Wirtschaftsdaten für die Europäische Währungsunion

3. Allgemeine Wirtschaftsindikatoren

Zeit	EWU	Belgien	Deutschland	Estland	Finnland	Frankreich	Griechenland	Irland	Italien	Lettland
Reales Bruttoinlandsprodukt ¹⁾²⁾										
2011	1,6	1,8	3,3	9,6	2,8	2,0	- 7,1	2,2	0,4	5,3
2012	- 0,7	- 0,1	0,7	3,9	- 1,0	0,0	- 7,0	0,2	- 2,4	5,2
2013	- 0,4	0,3	0,4	0,8	- 1,4	0,2	- 3,9	- 0,3	- 1,8	4,1
2012 3.Vj.	- 0,7	- 0,2	0,4	3,5	- 1,7	- 0,1	- 7,7	- 0,5	- 2,7	4,6
4.Vj.	- 1,0	- 0,6	0,0	4,9	- 2,5	- 0,2	- 4,9	- 1,0	- 2,5	4,6
2013 1.Vj.	- 1,2	- 0,5	- 1,6	1,3	- 3,3	- 0,9	- 6,0	- 1,7	- 2,6	3,8
2.Vj.	- 0,6	0,1	0,9	1,1	- 0,9	0,5	- 4,0	- 1,6	- 2,3	4,4
3.Vj.	- 0,3	0,4	1,1	0,7	- 0,8	0,6	- 3,2	- 2,7	- 1,4	4,6
4.Vj.	0,5	1,0	1,3	0,3	- 0,6	0,6	- 2,3	- 0,7	- 1,1	3,6
Industrieproduktion ¹⁾³⁾										
2011	3,4	4,4	7,2	19,7	2,1	2,3	- 8,0	0,0	1,2	8,9
2012	- 2,5	- 3,3	4) - 0,3	1,5	- 1,6	- 2,7	- 3,7	- 1,3	- 6,5	6,2
2013	- 0,7	0,8	5) 0,0	3,0	- 3,6	- 0,6	- 3,6	- 1,9	- 3,1	- 0,4
2012 3.Vj.	- 2,3	- 3,4	- 0,7	0,5	- 1,2	- 2,1	- 3,2	- 3,3	- 5,1	5,9
4.Vj.	- 3,3	- 1,8	- 2,1	3,0	- 0,1	- 3,2	- 0,5	- 6,6	- 6,8	5,7
2013 1.Vj.	- 2,3	- 3,2	- 2,1	4,2	- 3,7	- 1,7	- 3,2	- 2,9	- 4,5	- 1,0
2.Vj.	- 1,0	1,2	- 0,4	3,8	- 6,4	0,5	- 1,5	- 2,5	- 3,9	- 0,1
3.Vj.	- 1,1	0,8	- 0,2	2,7	- 2,4	- 1,6	- 6,0	- 0,6	- 3,6	0,2
4.Vj.	1,5	4,5	5) 2,8	1,4	- 1,9	0,5	- 3,5	- 1,1	- 0,2	- 0,6
Kapazitätsauslastung in der Industrie ⁶⁾										
2011	80,7	80,5	86,1	73,3	80,5	83,4	67,9	-	72,6	67,6
2012	78,9	77,7	83,5	70,2	78,8	82,2	64,9	-	70,1	70,8
2013	78,0	76,6	82,1	71,3	78,4	80,9	65,0	-	70,1	72,0
2012 4.Vj.	77,2	76,6	80,7	70,1	77,4	80,4	65,1	-	69,0	71,6
2013 1.Vj.	77,6	75,5	82,2	70,5	78,3	82,3	65,3	-	68,5	72,1
2.Vj.	77,5	76,4	81,5	70,8	77,4	80,9	64,0	-	68,4	72,0
3.Vj.	78,3	76,4	82,5	71,5	80,3	80,8	64,9	-	71,3	71,8
4.Vj.	78,4	78,2	82,3	72,5	77,5	79,6	65,9	-	72,2	72,2
2014 1.Vj.	80,0	79,5	83,3	72,3	79,1	81,5	65,9	-	72,5	72,1
Standardisierte Arbeitslosenquote ⁷⁾⁸⁾										
2011	10,1	7,2	6,0	12,3	7,8	9,2	17,7	14,7	8,4	16,2
2012	11,3	7,6	5,5	10,0	7,7	9,8	24,3	14,7	10,7	15,0
2013	12,0	8,4	5,3	8,6	8,2	10,3	27,3	13,1	12,2	11,9
2013 Sept.	12,0	8,4	5,4	8,5	8,2	10,3	27,8	12,6	12,5	11,7
Okt.	11,9	8,4	5,3	8,7	8,3	10,2	27,5	12,4	12,5	11,6
Nov.	11,9	8,4	5,2	8,9	8,3	10,2	27,6	12,2	12,8	11,6
Dez.	11,9	8,4	5,1	8,7	8,3	10,2	27,5	12,0	12,7	11,6
2014 Jan.	11,9	8,5	5,1	...	8,4	10,3	...	11,9	12,9	...
Febr.	11,9	8,5	5,0	...	8,4	10,4	...	11,9	13,0	...
Harmonisierter Verbraucherpreisindex ¹⁾										
2011	9) 2,7	3,4	2,5	5,1	3,3	2,3	3,1	1,2	2,9	4,2
2012	2,5	2,6	2,1	4,2	3,2	2,2	1,0	1,9	3,3	2,3
2013	1,4	1,2	1,6	3,2	2,2	1,0	- 0,9	0,5	1,3	0,0
2013 Okt.	0,7	0,7	1,2	2,2	1,7	0,7	- 1,9	- 0,1	0,8	0,0
Nov.	0,9	0,9	1,6	2,1	1,8	0,8	- 2,9	0,3	0,7	- 0,3
Dez.	0,8	1,2	1,2	2,0	1,9	0,8	- 1,8	0,4	0,7	- 0,4
2014 Jan.	10) 0,8	1,1	1,2	1,6	1,9	0,8	- 1,4	0,3	0,6	0,5
Febr.	0,7	1,0	1,0	1,1	1,6	1,1	- 0,9	0,1	0,4	0,5
März	p) 0,5	0,9	0,9	0,7	1,3	0,7	- 1,5	0,3	0,3	0,3
Staatlicher Finanzierungssaldo ¹¹⁾										
2010	- 6,2	- 3,7	- 4,2	0,2	- 2,5	- 7,1	- 10,7	- 30,6	- 4,5	- 8,1
2011	- 4,1	- 3,7	- 0,8	1,1	- 0,7	- 5,3	- 9,5	- 13,1	- 3,8	- 3,6
2012	- 3,7	- 4,0	0,1	- 0,2	- 1,8	- 4,8	- 9,0	- 8,2	- 3,0	- 1,3
Staatliche Verschuldung ¹¹⁾										
2010	85,4	95,7	82,5	6,7	48,7	82,4	148,3	91,2	119,3	44,4
2011	87,3	98,0	80,0	6,1	49,2	85,8	170,3	104,1	120,7	41,9
2012	90,6	99,8	81,0	9,8	53,6	90,2	156,9	117,4	127,0	40,6

Quellen: Nationale Statistiken, Europäische Kommission, Eurostat, Europäische Zentralbank. Aktuelle Angaben beruhen teilweise auf Pressemeldungen und sind vorläufig. **1** Veränderung gegen Vorjahreszeitraum in Prozent. **2** Bruttoinlandsprodukt der EWU aus saisonbereinigten Werten berechnet. EWU-Aggregat ohne Lettland. **3** Verarbeitendes Gewerbe, Bergbau und Energie; arbeitstäglich bereinigt. **4** Positiv beein-

flusst durch Nachmeldungen. **5** Vorläufig; vom Statistischen Bundesamt schätzungsweise vorab angepasst an die Ergebnisse der Vierteljährlichen Produktionserhebung sowie der Vierteljährlichen Erhebung im Ausbaugewerbe. **6** Verarbeitendes Gewerbe, in Prozent; saisonbereinigt; Vierteljahreswerte jeweils erster Monat im Quartal.

I. Wichtige Wirtschaftsdaten für die Europäische Währungsunion

Luxemburg	Malta	Niederlande	Österreich	Portugal	Slowakische Republik	Slowenien	Spanien	Zypern	Zeit
Reales Bruttoinlandsprodukt ¹⁾²⁾									
1,9	1,6	0,9	2,8	- 1,2	3,0	0,7	0,1	0,4	2011
- 0,2	0,6	- 1,2	0,9	- 3,2	1,8	- 2,5	- 1,6	- 2,4	2012
2,1	2,4	- 0,8	...	- 1,4	1,0	- 1,1	...	- 5,4	2013
- 0,5	1,0	- 1,7	0,5	- 2,6	1,9	- 3,0	- 1,7	- 2,0	2012 3.Vj.
0,4	1,3	- 1,5	1,3	- 5,4	0,4	- 3,3	- 1,9	- 3,7	4.Vj.
0,7	1,6	- 1,8	- 0,3	- 4,4	0,5	- 4,6	- 2,5	- 5,2	2013 1.Vj.
2,4	3,3	- 1,7	0,2	- 2,3	0,8	- 1,4	- 1,7	- 6,1	2.Vj.
2,9	2,3	- 0,6	0,5	- 1,8	0,9	- 0,5	- 0,6	- 5,2	3.Vj.
2,5	2,2	0,8	1,1	3,1	1,5	2,1	- 0,1	- 5,1	4.Vj.
Industrieproduktion ¹⁾³⁾									
2,0	-	- 0,7	6,8	- 1,0	5,3	1,9	- 1,7	- 8,4	2011
- 3,9	-	- 0,5	0,3	- 6,1	7,7	- 0,6	- 6,9	- 9,2	2012
- 2,6	-	0,6	0,3	0,8	5,3	- 0,9	- 1,7	- 12,5	2013
- 4,3	-	- 2,3	0,0	- 3,8	11,6	0,4	- 6,8	- 4,7	2012 3.Vj.
- 3,6	-	0,4	- 0,9	- 5,2	4,2	- 2,3	- 7,3	- 10,7	4.Vj.
- 6,9	-	2,2	0,5	- 1,5	2,9	- 1,4	- 4,1	- 15,0	2013 1.Vj.
- 6,6	-	0,2	0,2	2,0	2,9	- 1,9	- 2,6	- 13,1	2.Vj.
- 2,0	-	- 0,4	0,3	- 1,3	4,5	- 1,9	- 0,9	- 11,0	3.Vj.
5,6	-	0,3	0,3	4,2	10,8	1,5	1,0	- 10,8	4.Vj.
Kapazitätsauslastung in der Industrie ⁶⁾									
83,2	78,7	80,3	85,4	74,4	61,6	80,4	73,3	61,4	2011
76,4	75,2	78,4	84,6	73,8	69,6	79,1	72,1	56,5	2012
64,5	77,0	76,7	83,6	73,5	60,6	78,3	73,3	49,3	2013
65,7	74,3	77,0	83,6	72,6	68,4	76,6	72,5	53,7	2012 4.Vj.
66,9	77,2	77,0	84,9	73,5	60,7	77,8	68,7	52,2	2013 1.Vj.
62,3	76,2	75,9	83,5	73,9	72,3	78,4	74,6	43,7	2.Vj.
63,1	76,1	76,6	83,5	73,2	55,2	78,2	76,2	50,5	3.Vj.
65,8	78,4	77,4	82,6	73,2	54,0	78,6	73,5	50,8	4.Vj.
67,7	80,2	79,7	84,1	76,3	57,6	79,7	77,0	52,5	2014 1.Vj.
Standardisierte Arbeitslosenquote ⁷⁾⁸⁾									
4,8	6,5	4,4	4,2	12,9	13,7	8,2	21,7	7,9	2011
5,1	6,4	5,3	4,3	15,9	14,0	8,9	25,0	11,9	2012
5,8	6,5	6,7	4,9	16,5	14,2	10,1	26,4	15,9	2013
5,9	6,6	7,0	5,0	15,8	14,3	9,7	26,4	16,6	2013 Sept.
6,0	6,7	7,0	5,0	15,6	14,3	9,7	26,3	16,8	Okt.
6,0	6,6	6,9	5,0	15,4	14,1	9,7	26,1	16,7	Nov.
6,1	6,8	7,0	5,0	15,3	14,1	9,8	25,8	16,9	Dez.
6,1	6,9	7,1	4,9	15,3	14,0	9,8	25,8	16,5	2014 Jan.
6,1	6,9	7,3	4,8	15,3	13,9	9,8	25,6	16,7	Febr.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex ¹⁾									
3,7	2,5	2,5	3,6	3,6	4,1	2,1	3,1	3,5	2011
2,9	3,2	2,8	2,6	2,8	3,7	2,8	2,4	3,1	2012
1,7	1,0	2,6	2,1	0,4	1,5	1,9	1,5	0,4	2013
1,0	0,5	1,3	1,5	0,0	0,7	1,1	0,0	- 0,5	2013 Okt.
1,1	0,3	1,2	1,5	0,1	0,5	1,2	0,3	- 0,8	Nov.
1,5	1,0	1,4	2,0	0,2	0,4	0,9	0,3	- 1,3	Dez.
1,5	0,9	0,8	1,5	0,1	0,0	0,9	0,3	- 1,6	2014 Jan.
0,8	1,6	0,4	1,5	- 0,1	- 0,1	0,2	0,1	- 1,3	Febr.
0,8	1,4	0,1	1,4	- 0,4	- 0,2	0,6	- 0,2	- 0,9	März
Staatlicher Finanzierungssaldo ¹¹⁾									
- 0,8	- 3,5	- 5,1	- 4,5	- 9,8	- 7,7	- 5,9	- 9,6	- 5,3	2010
0,1	- 2,8	- 4,3	- 2,5	- 4,3	- 5,1	- 6,3	- 9,6	- 6,3	2011
- 0,6	- 3,3	- 4,1	- 2,5	- 6,4	- 4,5	- 3,8	- 10,6	- 6,4	2012
Staatliche Verschuldung ¹¹⁾									
19,5	66,8	63,4	72,3	94,0	41,0	38,7	61,7	61,3	2010
18,7	69,5	65,7	72,8	108,2	43,4	47,1	70,5	71,5	2011
21,7	71,3	71,3	74,0	124,1	52,4	54,4	86,0	86,6	2012

7 In Prozent der zivilen Erwerbspersonen; saisonbereinigt. 8 Standardisierte Arbeitslosenquote Deutschland: Eigene Berechnung auf Basis von Ursprungswerten des Statistischen Bundesamtes. 9 Ab 2011 einschl. Estland. 10 Ab 2014 einschl. Lettland. 11 In Prozent des Bruttoinlandsprodukts; EWU-Aggregat (ohne Lettland): Euro-

päische Zentralbank (ESVG 1995), Mitgliedstaaten: Europäische Kommission (Maastricht-Definition). Die hier für Deutschland bereits enthaltenen Revisionen, die staatliche Verschuldung betreffend, sind in der Berechnung des Aggregats noch nicht berücksichtigt.

II. Bankstatistische Gesamtrechnungen in der Europäischen Währungsunion

1. Entwicklung der Geldbestände im Bilanzzusammenhang *) a) Europäische Währungsunion¹⁾

Mrd €

Zeit	I. Kredite an Nichtbanken (Nicht-MFIs) im Euro-Währungsgebiet					II. Nettoforderungen gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet			III. Geldkapitalbildung bei Monetären Finanzinstituten (MFIs) im Euro-Währungsgebiet				
	insgesamt	Unternehmen und Privatpersonen		öffentliche Haushalte		insgesamt	Forderungen an das Nicht-Euro-Währungsgebiet	Verbindlichkeiten gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet	insgesamt	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit Laufzeit von mehr als 2 Jahren (netto) ²⁾	Kapital und Rücklagen ³⁾
		zusammen	darunter Wertpapiere	zusammen	darunter Wertpapiere								
2012 Juli	- 33,9	- 17,7	- 42,4	- 16,2	- 15,4	9,6	6,3	- 3,3	- 33,3	- 53,4	- 1,1	6,5	14,6
Aug.	- 77,5	- 60,6	- 15,2	- 16,9	- 7,6	22,0	- 23,8	- 45,8	3,3	2,9	- 1,3	- 1,0	2,7
Sept.	65,4	32,4	- 3,6	33,0	30,7	- 6,6	- 41,2	- 34,5	- 0,4	- 7,6	- 1,4	- 3,7	12,3
Okt.	- 4,7	- 20,5	- 6,1	15,8	1,1	20,5	7,3	- 13,2	- 25,0	- 12,6	- 0,7	- 12,7	0,9
Nov.	13,9	- 3,7	- 0,5	17,7	27,2	64,5	- 12,4	- 76,8	- 2,5	- 4,6	- 0,7	- 1,4	4,2
Dez.	- 71,0	- 5,6	66,6	- 65,4	- 50,6	32,4	- 89,5	- 121,9	16,6	- 4,2	- 1,8	- 19,5	42,2
2013 Jan.	48,0	17,4	- 2,5	30,6	26,5	32,4	60,3	28,0	- 6,6	- 4,3	- 1,0	- 7,1	5,8
Febr.	- 5,0	- 9,6	- 3,4	4,6	43,8	- 10,5	- 10,6	- 0,1	- 4,6	- 8,4	- 2,0	- 1,0	6,9
März	65,7	30,4	24,1	35,4	29,8	11,5	- 42,1	- 53,7	- 6,0	16,7	- 1,5	- 32,4	11,2
April	10,2	9,0	34,0	1,2	- 8,8	- 6,0	58,9	65,0	- 24,9	- 7,6	- 1,9	- 15,7	0,2
Mai	9,9	- 16,6	0,3	26,5	52,1	77,6	- 0,0	- 77,6	- 5,5	4,6	- 2,1	- 19,5	11,5
Juni	- 1,9	- 30,4	- 24,8	28,5	36,5	36,0	- 56,6	- 92,5	13,7	- 0,6	- 1,3	- 22,4	37,9
Juli	- 122,5	- 85,3	- 12,0	- 37,2	- 39,5	- 1,8	- 27,9	- 26,1	- 34,8	- 4,2	- 1,0	- 25,8	- 3,8
Aug.	- 52,0	- 34,3	- 6,0	- 17,8	- 2,8	34,3	- 15,8	- 50,1	- 9,0	- 6,3	- 1,0	- 13,7	12,0
Sept.	0,4	16,5	- 2,0	- 16,1	- 16,3	23,8	- 31,6	- 55,4	- 8,3	- 3,9	- 1,3	- 2,1	- 1,0
Okt.	- 43,0	- 61,2	- 26,5	18,2	5,8	34,1	65,3	31,3	8,4	2,0	- 0,5	15,3	- 8,4
Nov.	- 27,9	- 1,4	- 1,8	- 26,5	- 7,8	51,6	5,6	- 46,0	- 2,7	1,6	- 0,3	- 2,2	- 1,9
Dez.	- 169,2	- 94,2	- 38,7	- 75,0	- 73,1	79,6	- 85,0	- 164,6	- 12,2	- 8,8	- 0,5	- 9,6	6,6
2014 Jan.	46,8	- 16,2	7,9	63,0	43,2	10,0	127,3	117,3	1,5	- 3,3	0,1	- 12,3	17,1
Febr.	- 8,0	- 10,0	- 15,7	2,0	10,6	37,0	20,1	- 17,0	- 7,5	- 2,3	0,1	- 10,7	5,3

b) Deutscher Beitrag

Zeit	I. Kredite an Nichtbanken (Nicht-MFIs) im Euro-Währungsgebiet					II. Nettoforderungen gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet			III. Geldkapitalbildung bei Monetären Finanzinstituten (MFIs) im Euro-Währungsgebiet				
	insgesamt	Unternehmen und Privatpersonen		öffentliche Haushalte		insgesamt	Forderungen an das Nicht-Euro-Währungsgebiet	Verbindlichkeiten gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet	insgesamt	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit Laufzeit von mehr als 2 Jahren (netto) ²⁾	Kapital und Rücklagen ³⁾
		zusammen	darunter: Wertpapiere	zusammen	darunter: Wertpapiere								
2012 Juli	29,8	34,2	- 0,6	- 4,5	- 0,4	- 16,1	1,5	17,6	- 5,5	- 4,9	- 0,8	- 2,2	2,5
Aug.	- 4,1	0,6	1,6	- 4,7	2,1	- 7,0	13,2	20,2	- 5,0	- 1,9	- 1,4	- 2,4	0,7
Sept.	7,3	2,3	5,0	5,1	6,1	52,6	7,0	- 45,7	- 5,7	- 3,2	- 1,6	- 1,4	0,5
Okt.	18,7	8,2	- 5,0	10,5	3,2	10,1	0,9	- 9,2	- 14,0	- 8,9	- 0,7	- 3,8	- 0,6
Nov.	- 5,2	- 4,1	0,8	- 1,2	5,0	23,7	- 7,2	- 30,9	- 12,5	- 5,4	- 1,3	- 5,4	- 0,4
Dez.	- 50,5	- 32,0	- 2,8	- 18,5	- 7,0	53,7	- 20,2	- 73,9	- 12,5	- 1,0	- 1,6	- 10,6	0,8
2013 Jan.	34,9	34,0	10,6	0,9	- 1,0	- 13,7	- 2,1	11,6	- 7,9	- 2,0	- 1,8	- 4,9	0,8
Febr.	- 8,7	- 2,0	- 3,5	- 6,7	- 1,8	4,4	- 3,2	- 7,6	- 2,8	- 4,4	- 1,5	1,4	1,8
März	- 2,4	0,7	7,9	- 3,0	- 0,7	16,7	- 3,4	- 20,1	- 7,2	- 0,9	- 0,8	- 10,8	5,3
April	26,3	16,3	17,2	10,0	- 0,7	5,0	6,1	1,2	- 5,2	- 4,4	- 1,5	- 2,6	3,3
Mai	- 22,9	- 11,7	- 14,2	- 11,2	- 0,5	21,9	- 2,0	- 23,9	- 11,0	- 0,9	- 2,0	- 11,5	3,4
Juni	0,2	3,6	- 6,1	- 3,4	- 0,4	- 0,3	- 8,3	- 8,0	- 2,4	- 1,0	- 0,9	- 8,7	8,2
Juli	- 3,0	- 12,8	0,8	9,8	4,8	- 3,8	- 9,7	- 5,9	- 14,0	- 4,9	- 1,0	- 7,6	- 0,5
Aug.	- 13,5	- 9,5	- 2,0	- 4,1	1,9	1,2	- 13,4	- 14,6	- 10,1	- 4,3	- 0,9	- 5,1	0,2
Sept.	- 3,7	2,4	1,3	- 6,1	- 5,1	22,3	- 17,6	- 39,9	- 1,1	- 3,9	- 0,8	3,3	0,2
Okt.	9,4	- 0,6	0,3	10,1	2,3	22,3	25,8	3,5	- 4,2	- 3,4	- 0,1	- 0,6	- 0,1
Nov.	5,0	7,9	1,7	- 2,9	1,8	14,6	16,1	1,5	- 1,5	- 0,7	- 0,0	- 1,3	0,5
Dez.	- 17,0	- 8,3	- 6,3	- 8,7	- 2,2	40,7	- 25,6	- 66,3	- 6,5	- 1,5	- 0,2	- 5,7	0,9
2014 Jan.	15,2	9,7	10,4	5,4	- 0,8	- 12,1	32,6	44,7	- 8,6	- 1,4	- 0,5	- 7,2	0,4
Febr.	- 3,1	- 3,9	- 8,7	0,8	4,6	27,6	7,9	- 19,7	0,6	- 3,5	0,3	0,2	3,6

* Die Angaben der Übersicht beruhen auf der Konsolidierten Bilanz der Monetären Finanzinstitute (MFIs) (Tab. II.2); statistische Brüche sind in den Veränderungswerten ausgeschaltet (siehe dazu auch die „Hinweise zu den Zahlenwerten“ in den methodischen Erläuterungen im Statistischen Beiheft zum Monatsbericht 1, S. 112*). **1** Quelle: EZB. **2** Abzüglich Bestand der MFIs. **3** Nach Abzug der Inter-

MFIs-Beteiligungen. **4** Einschl. Gegenposten für monetäre Verbindlichkeiten der Zentralstaaten. **5** Einschl. monetärer Verbindlichkeiten der Zentralstaaten (Post, Schatzämter). **6** In Deutschland nur Spareinlagen. **7** Unter Ausschaltung der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Papiere. **8** Abzüglich Bestände deutscher MFIs an von MFIs im Euro-Währungsgebiet emittierten Papiere.

II. Bankstatistische Gesamtrechnungen in der Europäischen Währungsunion

a) Europäische Währungsunion

IV. Einlagen von Zentralstaaten	V. Sonstige Einflüsse		VI. Geldmenge M3 (Saldo I + II - III - IV - V)										Zeit
	insgesamt 4)	darunter: Intra-Eurosystem-Verbindlichkeit/Forderung aus der Begebung von Banknoten	insgesamt	Geldmenge M2						Repo-geschäfte	Geldmarkt-fondsanteile (netto) 2) 7) 8)	Schuldverschreibungen mit Laufz. bis zu 2 Jahren (einschl. Geldmarktpap.) (netto) 2) 7)	
				zusammen	Geldmenge M1			Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu 2 Jahren 5)	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu 3 Monaten 5) 6)				
					zusammen	Bargeld-umlauf	täglich fällige Einlagen 5)						
- 32,6	15,6	-	26,0	20,3	22,7	3,8	19,0	- 8,0	5,6	4,6	- 1,3	2,0	2012 Juli
- 39,6	- 8,0	-	11,3	- 3,6	1,8	- 1,3	3,1	- 13,7	8,3	- 13,5	4,3	- 10,4	Aug.
33,5	7,8	-	17,8	43,1	47,2	- 3,5	50,7	- 6,3	2,2	14,2	- 20,7	- 4,2	Sept.
- 22,8	6,6	-	57,0	63,7	34,1	- 2,4	36,5	- 18,3	11,3	- 20,7	5,3	- 5,1	Okt.
40,5	33,1	-	7,3	29,6	35,4	- 0,2	35,5	- 13,9	8,1	7,6	- 1,2	- 19,6	Nov.
- 60,6	- 50,5	-	55,9	95,2	82,3	12,7	69,6	- 12,3	25,2	- 42,3	- 26,9	- 6,1	Dez.
33,9	77,6	-	24,6	- 35,3	- 53,9	- 19,8	- 34,1	- 5,4	24,1	11,8	7,2	- 6,7	2013 Jan.
5,7	- 17,9	-	1,2	9,9	5,1	- 1,2	6,2	- 3,4	8,2	28,0	6,3	- 13,4	Febr.
10,6	27,9	-	44,8	58,0	47,2	11,7	35,5	5,1	5,6	24,2	- 5,9	- 5,4	März
- 50,6	21,8	-	57,9	54,1	73,8	7,2	66,7	- 26,5	6,7	- 11,4	- 0,4	1,4	April
62,5	29,4	-	1,1	11,6	25,8	5,0	20,8	- 17,2	3,0	10,9	- 3,4	- 7,4	Mai
30,3	- 3,2	-	6,7	25,7	45,1	6,2	38,9	- 19,2	- 0,2	22,9	- 19,6	- 2,1	Juni
- 26,1	- 56,9	-	6,6	- 7,2	- 8,5	6,9	- 15,4	- 2,2	3,5	- 47,5	- 1,1	- 6,7	Juli
- 55,7	14,0	-	33,0	27,6	25,6	1,4	24,2	0,5	1,5	4,9	9,5	1,1	Aug.
11,2	55,0	-	33,7	- 1,2	23,6	- 0,2	23,8	- 19,2	- 5,6	- 7,2	- 26,4	6,6	Sept.
- 28,0	- 5,1	-	15,7	22,0	38,5	3,9	34,6	- 9,4	- 7,1	- 8,1	1,3	- 12,4	Okt.
18,4	- 20,2	-	28,3	33,8	47,1	5,4	41,7	- 15,2	1,9	1,2	- 1,1	- 4,0	Nov.
- 49,6	- 11,6	-	16,1	15,8	14,3	17,8	- 3,6	- 0,2	1,7	- 11,2	- 12,8	- 12,7	Dez.
20,7	42,0	-	7,6	- 41,3	- 37,9	- 13,5	- 24,3	- 15,9	- 12,5	- 6,7	24,1	- 1,2	2014 Jan.
36,9	- 16,3	-	16,0	13,7	13,5	1,9	11,6	2,2	- 2,0	19,3	- 1,2	- 3,8	Febr.

b) Deutscher Beitrag

IV. Einlagen von Zentralstaaten	V. Sonstige Einflüsse		VI. Geldmenge M3, ab Januar 2002 ohne Bargeldumlauf (Saldo I + II - III - IV - V) 10)									Zeit
	insgesamt	darunter: Intra-Eurosystem-Verbindlichkeit/Forderung aus der Begebung von Banknoten 9) 11)	insgesamt	Komponenten der Geldmenge					Repo-geschäfte	Geldmarkt-fondsanteile (netto) 7) 8)	Schuldverschreibungen mit Laufzeit bis zu 2 Jahren (einschl. Geldmarktpapiere) (netto) 7)	
				Bargeld-umlauf (bis Dezember 2001 in der Geldmenge M3 enthalten)	täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu 3 Monaten 6)	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu 2 Jahren				
- 5,2	5,9	3,5	1,7	30,3	20,4	- 0,8	0,8	7,6	0,0	2,3	2012 Juli	
- 1,1	- 15,8	3,9	- 0,9	10,8	12,4	- 2,1	0,9	1,7	- 0,4	1,6	Aug.	
1,0	62,5	3,4	- 1,2	2,1	23,9	- 13,5	0,3	- 10,1	- 0,2	1,7	Sept.	
- 2,1	- 11,2	2,8	- 0,3	56,1	55,8	- 11,1	0,2	9,9	0,4	1,1	Okt.	
1,3	12,0	2,6	- 0,1	17,5	25,9	- 9,0	0,5	- 0,8	- 0,0	1,1	Nov.	
- 2,6	71,8	3,0	2,0	- 53,4	- 7,0	- 24,2	6,3	- 26,5	0,2	2,2	Dez.	
0,9	40,4	- 0,9	- 3,6	- 12,1	- 1,9	- 10,2	0,9	2,7	0,1	3,6	2013 Jan.	
- 2,9	- 12,4	2,0	- 0,6	13,8	2,5	- 8,3	1,4	16,6	0,3	1,5	Febr.	
- 1,7	35,1	2,4	2,5	- 11,8	- 10,3	3,6	- 1,4	- 2,7	0,1	1,1	März	
- 2,7	6,2	0,3	2,5	33,1	30,2	- 1,3	- 0,6	1,9	0,6	2,2	April	
5,0	1,0	2,9	0,7	4,0	5,4	0,1	0,4	- 0,9	- 0,0	0,9	Mai	
1,1	- 4,6	1,3	1,7	5,7	- 0,6	- 5,7	- 0,2	15,4	- 0,5	2,7	Juni	
- 1,8	23,1	3,3	1,4	- 14,1	9,1	- 3,0	- 0,6	- 23,5	- 0,0	3,9	Juli	
- 8,9	3,4	3,4	- 0,4	3,2	13,0	2,4	0,2	- 9,4	0,0	3,0	Aug.	
1,1	14,2	3,2	0,2	4,5	12,9	- 6,5	- 0,3	0,7	- 0,5	1,8	Sept.	
- 3,3	7,0	2,2	0,6	32,2	27,1	- 0,7	0,0	4,0	- 0,3	2,1	Okt.	
0,5	18,8	1,5	1,4	1,9	10,4	- 1,9	- 0,0	3,5	- 0,1	3,0	Nov.	
2,6	31,0	2,5	3,7	- 3,3	- 13,6	7,1	4,1	2,9	- 0,0	3,9	Dez.	
- 3,1	16,2	10,4	- 13,0	- 1,3	5,1	- 4,9	- 0,6	1,2	0,1	2,2	2014 Jan.	
3,7	5,1	2,4	0,2	15,1	8,7	4,4	0,5	0,1	- 0,1	1,6	Febr.	

9 Einschl. noch im Umlauf befindlicher DM-Banknoten. 10 Die deutschen Beiträge zu den monetären Aggregaten des Eurosystems sind keinesfalls als eigene nationale Geldmengenaggregate zu interpretieren und damit auch nicht mit den früheren deutschen Geldbeständen M1, M2 oder M3 vergleichbar. 11 Differenz zwischen den tat-

sächlich von der Bundesbank emittierten Euro-Banknoten und dem Ausweis des Banknotenumlaufs entsprechend dem vom Eurosystem gewählten Rechnungslegungsverfahren (siehe dazu auch Anm. 2 zum Banknotenumlauf in der Tab. III.2).

III. Konsolidierter Ausweis des Eurosystems

1. Aktiva *)

Mrd €

Stand am Ausweisstichtag/Monatsende 1)	Aktiva insgesamt	Gold und Goldforderungen	Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets			Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets		
			insgesamt	Forderungen an den IWF	Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva		insgesamt	Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen und Kredite	Forderungen aus der Kreditfazilität im Rahmen des WKM II
Eurosystem 2)									
2013 Aug.	9. 2 379,3	320,0	250,1	85,6	164,5	24,2	20,8	20,8	–
	16. 2 368,5	320,0	250,1	84,7	165,4	22,7	21,9	21,9	–
	23. 2 360,8	320,0	250,4	84,7	165,8	22,8	22,3	22,3	–
	30. 2 360,6	320,0	249,6	84,6	165,1	24,0	22,3	22,3	–
Sept.	6. 2 356,7	320,0	251,4	84,7	166,8	23,2	22,3	22,3	–
	13. 2 350,1	320,0	251,0	84,6	166,4	23,7	22,3	22,3	–
	20. 2 346,6	320,0	250,7	84,7	166,0	22,7	23,1	23,1	–
	27. 2 338,0	320,0	250,0	84,6	165,4	22,7	23,3	23,3	–
Okt.	4. 2 350,6	343,9	245,4	83,5	161,9	21,5	23,6	23,6	–
	11. 2 340,4	343,9	245,7	83,5	162,2	20,9	22,8	22,8	–
	18. 2 328,0	343,9	244,7	83,3	161,4	21,2	21,5	21,5	–
	25. 2 318,7	343,9	245,4	83,1	162,3	21,3	21,7	21,7	–
Nov.	1. 2 314,4	343,9	244,8	83,2	161,6	22,2	21,5	21,5	–
	8. 2 305,4	343,9	243,9	82,7	161,2	22,4	18,7	18,7	–
	15. 2 299,0	343,9	244,2	82,5	161,7	22,5	19,1	19,1	–
	22. 2 293,6	343,9	244,9	82,5	162,4	22,8	19,4	19,4	–
	29. 2 291,0	343,9	244,3	82,5	161,8	23,4	19,3	19,3	–
Dez.	6. 2 280,8	343,9	244,6	82,5	162,1	23,6	20,4	20,4	–
	13. 2 283,0	343,9	243,7	82,4	161,2	23,8	20,2	20,2	–
	20. 2 287,5	343,9	244,0	82,7	161,3	23,3	19,5	19,5	–
	27. 2 285,4	343,9	245,7	82,9	162,8	23,0	19,5	19,5	–
2014 Jan.	3. 2 278,6	303,2	241,6	81,7	159,9	23,2	20,2	20,2	–
	10. 2 220,5	303,2	244,3	81,6	162,7	22,5	21,8	21,8	–
	17. 2 197,9	303,2	245,8	81,6	164,2	22,6	21,0	21,0	–
	24. 2 221,3	303,2	243,9	81,6	162,3	23,3	21,1	21,1	–
	31. 2 217,1	303,2	244,2	81,4	162,8	23,7	20,2	20,2	–
Febr.	7. 2 190,3	303,2	244,2	81,0	163,2	22,8	19,2	19,2	–
	14. 2 190,1	303,2	244,5	80,5	164,0	23,1	19,1	19,1	–
	21. 2 184,8	303,2	244,1	80,7	163,4	23,0	18,8	18,8	–
	28. 2 181,1	303,2	243,8	80,7	163,1	24,1	19,0	19,0	–
März	7. 2 172,3	303,2	244,3	80,8	163,5	23,9	18,8	18,8	–
	14. 2 167,8	303,1	244,5	80,8	163,7	23,8	18,3	18,3	–
	21. 2 166,1	303,1	244,7	80,7	164,0	23,9	19,2	19,2	–
	28. 2 152,1	303,1	244,5	80,7	163,9	23,1	17,7	17,7	–
April	4. 2 161,0	326,5	244,4	80,9	163,5	23,1	17,4	17,4	–
	11. 2 169,1	326,5	244,4	80,9	163,5	23,5	17,7	17,7	–
Deutsche Bundesbank									
2012 Mai	1 087,0	135,8	51,6	22,3	29,3	6,9	–	–	–
Juni	1 119,4	136,1	54,2	23,3	30,8	6,2	–	–	–
Juli	1 112,9	136,1	54,1	23,3	30,8	3,2	–	–	–
Aug.	1 135,4	136,1	54,5	23,5	31,0	1,7	–	–	–
Sept.	1 090,9	150,4	53,0	23,3	29,7	1,5	–	–	–
Okt.	1 110,0	150,2	53,1	23,3	29,8	1,8	–	–	–
Nov.	1 098,6	150,2	52,8	23,0	29,8	2,3	–	–	–
Dez.	1 026,0	137,5	51,1	22,3	28,8	3,3	–	–	–
2013 Jan.	964,1	137,5	51,6	22,5	29,1	1,6	–	–	–
Febr.	934,9	137,5	51,3	22,2	29,0	3,2	–	–	–
März	906,7	136,5	52,0	22,4	29,6	3,4	–	–	–
April	916,9	136,5	52,0	22,4	29,7	2,8	–	–	–
Mai	891,6	136,5	52,0	22,3	29,7	0,8	–	–	–
Juni	839,7	100,3	50,5	21,9	28,6	0,9	–	–	–
Juli	838,1	100,3	49,9	21,9	28,0	0,7	–	–	–
Aug.	832,2	100,3	50,3	21,5	28,8	0,2	–	–	–
Sept.	835,0	107,8	48,6	21,3	27,3	0,4	–	–	–
Okt.	823,5	107,7	48,4	21,1	27,3	0,1	–	–	–
Nov.	806,9	107,7	48,8	21,0	27,8	0,1	–	–	–
Dez.	800,7	94,9	48,9	20,8	28,1	0,1	–	–	–
2014 Jan.	768,1	94,9	48,5	20,8	27,7	0,1	–	–	–
Febr.	752,9	94,9	47,6	20,6	27,1	0,1	–	–	–
März	737,8	102,2	48,4	20,6	27,9	0,1	–	–	–

* Der konsolidierte Ausweis des Eurosystems umfasst den Ausweis der Europäischen Zentralbank (EZB) und die Ausweise der nationalen Zentralbanken der EU-Mitglied-

staaten (NZBen) des Euro-Währungsgebiets. Die Ausweispositionen für Devisen, Wertpapiere, Gold und Finanzinstrumente werden am Quartalsende zu Marktkursen und

III. Konsolidierter Ausweis des Eurosystems

Forderungen aus geldpolitischen Operationen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet								Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute des Euro-Währungsgebiets	Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet			Forderungen an öffentliche Haushalte/Bund	Sonstige Aktiva	Stand am Ausweisstichtag/ Monatsende 1)
insgesamt	Hauptrefinanzierungsgeschäfte	Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	Feinsteuereungsoperationen	Strukturelle befristete Operationen	Spitzenrefinanzierungsfazität	Forderungen aus dem Margenausgleich	insgesamt		Wertpapiere für geldpolitische Zwecke	sonstige Wertpapiere				
Eurosystem 2)														
793,6	99,4	694,0	-	-	0,2	-	84,3	602,7	252,5	350,2	28,4	255,2	2013 Aug.	9.
790,9	97,6	693,3	-	-	0,1	-	82,1	603,9	252,5	351,4	28,4	248,6		16.
790,3	97,7	692,6	-	-	0,0	-	80,8	602,5	250,6	351,9	28,4	243,3		23.
790,5	97,1	693,3	-	-	0,1	-	79,7	603,1	250,1	353,0	28,4	243,1		30.
786,5	95,6	688,6	-	-	2,2	-	75,2	604,2	250,1	354,1	28,4	245,6	Sept.	6.
779,5	97,2	682,3	-	-	0,1	-	77,1	604,3	250,1	354,2	28,4	243,9		13.
775,4	96,2	678,9	-	-	0,2	-	76,1	604,0	249,8	354,3	28,4	246,2		20.
767,3	97,0	670,2	-	-	0,1	-	81,3	600,1	246,7	353,4	28,4	245,1		27.
761,6	94,5	667,0	-	-	0,1	0,0	74,1	599,9	247,0	352,9	28,3	252,3	Okt.	4.
753,0	93,4	659,3	-	-	0,3	-	76,0	599,7	246,6	353,1	28,3	250,1		11.
749,7	91,2	658,5	-	-	-	0,0	73,5	599,6	246,6	353,0	28,3	245,6		18.
743,9	90,6	653,3	-	-	-	0,0	77,3	595,0	245,7	349,2	28,3	241,9		25.
740,2	89,3	650,8	-	-	0,0	0,0	80,4	593,4	241,6	351,7	28,3	239,8	Nov.	1.
729,7	89,5	640,2	-	-	0,0	0,0	83,2	593,2	241,6	351,6	28,3	242,2		8.
721,9	87,7	634,1	-	-	-	0,0	84,0	592,2	241,6	350,7	28,3	242,9		15.
717,6	86,9	630,6	-	-	0,2	0,0	81,4	592,3	241,5	350,8	28,3	242,9		22.
719,0	97,2	621,7	-	-	0,1	0,0	77,2	592,2	241,4	350,8	28,3	243,3		29.
709,3	94,6	614,5	-	-	0,2	0,0	75,9	591,4	241,4	350,0	28,3	243,4	Dez.	6.
713,0	98,5	614,4	-	-	0,1	0,0	73,2	591,9	241,3	350,7	28,3	244,9		13.
723,3	118,9	604,1	-	-	0,3	0,0	74,2	585,3	235,4	349,9	28,3	245,7		20.
717,1	133,6	583,3	-	-	0,2	-	75,0	586,1	235,4	350,6	28,3	246,8		27.
752,3	168,7	583,3	-	-	0,3	0,0	73,5	591,2	235,9	355,3	28,3	245,1	2014 Jan.	3.
695,9	112,5	583,3	-	-	0,0	0,1	72,1	590,8	235,9	354,9	28,3	241,6		10.
672,6	94,7	577,7	-	-	0,1	0,0	73,1	588,7	234,0	354,7	28,3	242,6		17.
693,2	116,3	576,7	-	-	0,2	0,0	74,7	589,3	233,5	355,7	28,3	244,5		24.
691,9	115,6	576,0	-	-	0,3	0,0	72,9	587,4	231,3	356,1	28,3	245,3		31.
671,3	95,1	575,6	-	-	0,5	0,0	70,5	586,2	230,6	355,6	28,2	244,8	Febr.	7.
666,6	93,3	573,2	-	-	0,1	0,0	74,7	587,2	229,9	357,3	28,2	243,4		14.
665,2	92,9	572,2	-	-	0,2	0,0	77,0	585,8	229,4	356,5	28,2	239,5		21.
664,5	94,0	569,7	-	-	0,8	0,0	74,1	586,4	229,3	357,1	28,2	237,7		28.
654,0	87,0	566,7	-	-	0,3	0,0	72,9	588,0	229,3	358,7	28,2	239,0	März	7.
648,9	92,6	556,3	-	-	0,0	0,0	76,0	587,9	228,8	359,0	28,2	237,0		14.
644,1	96,9	546,2	-	-	0,9	0,0	77,8	588,5	228,6	359,9	28,2	236,6		21.
640,8	121,3	518,0	-	-	1,4	-	66,0	590,4	228,4	362,0	28,2	238,2		28.
627,4	110,6	516,5	-	-	0,2	-	66,5	588,4	224,9	363,5	28,2	239,1	April	4.
636,7	104,6	532,1	-	-	-	-	64,9	588,1	224,7	363,4	28,2	239,0		11.
Deutsche Bundesbank														
79,7	3,6	76,1	-	-	0,0	-	8,0	73,4	68,6	4,8	4,4	727,0	2012 Mai	
79,5	2,5	77,0	-	-	0,1	-	8,8	73,1	68,7	4,3	4,4	757,2	Juni	
78,6	2,9	75,7	-	-	0,0	-	7,6	73,2	68,8	4,3	4,4	755,7	Juli	
76,8	1,7	75,1	-	-	0,0	-	9,4	72,8	68,4	4,3	4,4	779,6	Aug.	
76,1	1,7	73,9	-	-	0,5	-	8,9	68,8	68,8	-	4,4	727,8	Sept.	
76,6	1,6	73,9	-	-	1,1	-	5,0	67,9	67,9	-	4,4	751,0	Okt.	
72,4	1,9	69,7	-	-	0,8	-	2,5	67,4	67,4	-	4,4	746,6	Nov.	
73,1	2,9	69,7	-	-	0,6	-	1,4	67,5	67,5	-	4,4	687,5	Dez.	
49,5	0,3	49,1	-	-	0,0	-	4,9	66,2	66,2	-	4,4	648,3	2013 Jan.	
25,8	0,8	24,9	-	-	0,0	-	5,0	65,2	65,2	-	4,4	642,5	Febr.	
21,8	0,1	21,6	-	-	0,2	-	5,7	65,0	65,0	-	4,4	617,9	März	
14,8	0,5	14,3	-	-	0,0	-	5,8	63,8	63,8	-	4,4	636,7	April	
12,3	0,1	12,1	-	-	0,0	-	4,9	62,9	62,9	-	4,4	617,8	Mai	
12,8	0,9	11,8	-	-	0,0	-	4,8	61,9	61,9	-	4,4	604,1	Juni	
12,2	1,0	11,2	-	-	0,0	-	4,5	61,1	61,1	-	4,4	605,0	Juli	
10,8	0,2	10,6	-	-	0,0	-	4,6	59,5	59,5	-	4,4	602,1	Aug.	
10,8	0,2	9,9	-	-	0,7	-	4,9	58,6	58,6	-	4,4	599,5	Sept.	
9,3	0,2	8,7	-	-	0,4	-	5,0	57,6	57,6	-	4,4	591,0	Okt.	
9,2	0,7	8,4	-	-	0,1	-	5,1	57,0	57,0	-	4,4	574,5	Nov.	
52,1	38,2	13,8	-	-	0,1	-	4,7	55,8	55,8	-	4,4	539,8	Dez.	
31,3	20,3	11,0	-	-	-	-	5,1	54,2	54,2	-	4,4	529,5	2014 Jan.	
18,2	7,1	11,0	-	-	0,1	-	5,7	53,8	53,8	-	4,4	528,2	Febr.	
24,4	10,7	11,0	-	-	2,7	-	5,6	53,6	53,6	-	4,4	499,0	März	

-preisen bewertet. 1 Für Eurosystem: Ausweis für Wochentage; für Bundesbank: Ausweis für Monatsultimo. 2 Quelle: EZB.

III. Konsolidierter Ausweis des Eurosystems

Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets			Ausgleichsposten für zugeteilte Sonderziehungsrechte	Sonstige Passiva ³⁾	Intra-Eurosystem-Verbindlichkeit aus der Begebung von Euro-Banknoten ²⁾	Neubewertungskonten	Grundkapital und Rücklage	Stand am Ausweisstichtag/ Monatsende ¹⁾
		insgesamt	Einlagen, Guthaben und andere Verbindlichkeiten	Verbindlichkeiten aus der Kreditfazilität im Rahmen des WKM II						
Eurosystem ⁴⁾										
135,8	1,9	5,2	5,2	–	54,2	233,0	–	284,7	90,4	2013 Aug. 9.
136,8	1,4	5,8	5,8	–	54,2	227,8	–	284,7	90,4	16.
131,8	1,6	5,9	5,9	–	54,2	222,4	–	284,7	90,4	23.
135,0	1,8	5,8	5,8	–	54,2	221,5	–	284,7	90,4	30.
136,4	1,7	6,6	6,6	–	54,2	221,8	–	284,7	90,4	Sept. 6.
132,0	3,0	5,5	5,5	–	54,2	222,5	–	284,7	90,4	13.
134,8	2,6	4,4	4,4	–	54,2	224,8	–	284,7	90,4	20.
134,9	2,5	3,8	3,8	–	54,2	221,8	–	284,7	90,4	27.
129,2	2,1	4,0	4,0	–	53,6	227,0	–	304,5	90,4	Okt. 4.
131,1	2,4	3,3	3,3	–	53,6	226,3	–	304,5	90,4	11.
124,2	1,8	3,4	3,4	–	53,6	221,6	–	304,5	90,4	18.
126,7	1,7	4,6	4,6	–	53,6	225,2	–	304,5	90,4	25.
123,5	1,2	5,0	5,0	–	53,6	228,5	–	304,5	90,4	Nov. 1.
129,5	1,3	4,5	4,5	–	53,6	226,1	–	304,5	90,4	8.
122,7	1,3	4,9	4,9	–	53,6	227,4	–	304,5	90,4	15.
122,7	2,2	5,2	5,2	–	53,6	225,5	–	304,5	90,4	22.
114,3	2,3	5,1	5,1	–	53,6	224,6	–	304,5	90,4	29.
114,3	2,0	5,6	5,6	–	53,6	224,2	–	304,5	90,4	Dez. 6.
110,2	2,0	5,0	5,0	–	53,6	223,2	–	304,5	90,4	13.
109,6	2,4	4,0	4,0	–	53,6	224,5	–	304,5	90,4	20.
115,2	4,4	3,2	3,2	–	53,6	225,5	–	304,5	90,4	27.
114,2	4,8	3,2	3,2	–	52,7	220,9	–	262,9	90,7	2014 Jan. 3.
110,5	3,5	5,5	5,5	–	52,7	221,3	–	262,9	90,7	10.
106,1	2,7	5,9	5,9	–	52,7	221,6	–	262,9	90,6	17.
105,8	1,3	5,9	5,9	–	52,7	223,2	–	262,9	90,5	24.
106,1	2,9	5,1	5,1	–	52,7	222,0	–	262,9	90,6	31.
101,9	1,0	6,4	6,4	–	52,7	220,9	–	262,9	90,6	Febr. 7.
99,4	1,4	7,2	7,2	–	52,7	223,5	–	262,9	90,6	14.
94,0	1,0	6,4	6,4	–	52,7	220,9	–	262,9	92,1	21.
93,5	2,8	4,9	4,9	–	52,7	214,2	–	262,9	92,4	28.
90,6	1,9	5,8	5,8	–	52,7	216,5	–	262,9	92,4	März 7.
88,1	1,2	6,5	6,5	–	52,7	211,5	–	262,9	92,5	14.
88,2	1,0	6,9	6,9	–	52,7	211,2	–	262,9	92,5	21.
81,6	1,4	5,7	5,7	–	52,7	206,8	–	262,9	92,7	28.
84,1	1,1	4,6	4,6	–	52,8	206,1	–	288,9	93,0	April 4.
82,9	1,1	4,9	4,9	–	52,8	205,4	–	288,9	93,0	11.
Deutsche Bundesbank										
52,0	0,0	0,4	0,4	–	14,0	18,2	179,3	130,8	5,0	2012 Mai
83,2	0,0	0,2	0,2	–	14,5	19,5	181,0	133,3	5,0	Juni
90,9	0,0	0,0	0,0	–	14,5	19,9	184,5	133,3	5,0	Juli
89,9	0,0	0,3	0,3	–	14,5	20,6	188,5	133,3	5,0	Aug.
86,3	0,0	–	–	–	14,4	21,6	191,9	146,5	5,0	Sept.
82,1	0,0	0,2	0,2	–	14,4	22,3	194,7	146,5	5,0	Okt.
81,8	0,0	0,3	0,3	–	14,4	22,8	197,3	146,5	5,0	Nov.
83,3	0,0	0,1	0,1	–	14,1	23,6	200,3	132,6	5,0	Dez.
83,0	0,0	0,5	0,5	–	14,1	23,5	199,4	132,6	5,0	2013 Jan.
74,4	0,0	0,7	0,7	–	14,1	24,5	201,4	132,6	5,0	Febr.
70,2	0,0	0,6	0,6	–	14,1	24,0	203,8	132,1	5,0	März
67,9	0,0	0,6	0,6	–	14,1	24,4	204,1	132,1	5,0	April
63,5	0,0	0,6	0,6	–	14,1	25,0	207,0	132,1	5,0	Mai
61,5	0,0	0,7	0,7	–	13,9	25,3	208,2	95,0	5,0	Juni
59,7	0,0	0,1	0,1	–	13,9	25,5	211,5	95,0	5,0	Juli
58,9	0,0	0,7	0,7	–	13,9	26,0	214,8	95,0	5,0	Aug.
54,7	0,0	0,2	0,2	–	13,7	26,6	218,0	101,6	5,0	Sept.
54,6	0,0	0,1	0,1	–	13,7	27,0	220,2	101,6	5,0	Okt.
52,1	0,0	0,7	0,7	–	13,7	27,4	221,7	101,6	5,0	Nov.
52,0	1,8	0,0	0,0	–	13,5	26,8	224,3	88,1	5,0	Dez.
45,3	0,4	0,8	0,8	–	13,5	27,2	234,7	88,1	5,0	2014 Jan.
33,1	– 0,0	0,6	0,6	–	13,5	27,8	237,1	88,1	5,0	Febr.
26,4	0,0	1,3	1,3	–	13,5	23,6	238,7	95,4	5,0	März

92 % des Wertes am in Umlauf befindliche Euro-Banknoten werden ebenfalls auf monatlicher Basis auf die NZBen aufgeteilt, wobei jede NZB in ihrer Bilanz den Anteil am Euro-Banknotenumschlag ausweist, der ihrem eingezahlten Anteil am Kapital der EZB entspricht. Die Differenz zwischen dem Wert der einer NZB zugeteilten Euro-Banknoten gemäß dem oben erwähnten Rechnungslegungsverfahren und dem Wert der

von dieser NZB in Umlauf gegebenen Euro-Banknoten wird ebenfalls als „Intra-Eurosystem-Forderung/Verbindlichkeit aus der Begebung von Euro-Banknoten“ ausgewiesen. ³ Für Deutsche Bundesbank: einschl. noch im Umlauf befindlicher DM-Banknoten. ⁴ Quelle: EZB.

IV. Banken

2. Wichtige Aktiva und Passiva der Banken (MFIs) in Deutschland nach Bankengruppen *)

Mrd €

Stand am Monatsende	Anzahl der berichtenden Institute	Bilanzsumme 1)	Kassenbestand und Guthaben bei Zentralnotenbanken	Kredite an Banken (MFIs)			Kredite an Nichtbanken (Nicht-MFIs)					Beteiligungen	Sonstige Aktivpositionen 1)
				insgesamt	darunter:		insgesamt	darunter:		Wechsel	Wertpapiere von Nichtbanken		
					Guthaben und Buchkredite	Wertpapiere von Banken		bis 1 Jahr einschl.	über 1 Jahr				
Alle Bankengruppen													
2013 Sept.	1 858	7 760,6	113,2	2 642,0	2 006,4	628,0	3 839,7	376,4	2 730,5	0,5	720,9	137,2	1 028,4
Okt.	1 849	7 747,9	76,8	2 658,2	2 029,0	622,1	3 847,3	380,0	2 731,3	0,5	723,2	137,2	1 028,4
Nov.	1 845	7 782,0	77,9	2 687,1	2 054,4	624,6	3 857,7	377,1	2 739,3	0,6	729,0	135,2	1 024,1
Dez.	1 846	7 604,2	104,4	2 565,4	1 935,5	620,9	3 832,6	367,4	2 730,0	0,7	725,1	131,3	970,5
2014 Jan.	1 840	7 685,5	89,1	2 618,0	1 990,0	619,3	3 855,9	381,7	2 732,2	0,6	732,3	133,6	989,0
Febr.	1 841	7 637,8	80,1	2 622,0	1 998,7	614,4	3 845,6	383,2	2 730,0	0,5	722,0	131,6	958,5
Kreditbanken 6)													
2014 Jan.	275	2 847,3	43,6	976,9	884,0	89,9	1 060,4	191,1	657,7	0,3	206,2	68,6	697,7
Febr.	276	2 796,8	34,2	979,1	886,5	89,5	1 052,2	192,7	657,9	0,2	195,7	67,2	664,1
Großbanken 7)													
2014 Jan.	4	1 784,3	15,1	580,0	529,7	47,8	463,8	106,5	247,0	0,2	105,6	61,7	663,7
Febr.	4	1 736,8	9,1	579,1	529,4	47,1	458,1	109,2	246,6	0,2	97,3	60,4	630,1
Regionalbanken und sonstige Kreditbanken													
2014 Jan.	163	825,5	19,8	230,6	189,7	40,4	540,7	66,2	379,0	0,1	95,1	6,2	28,3
Febr.	164	824,0	18,5	232,1	191,0	40,7	538,9	64,3	379,5	0,1	94,8	6,2	28,3
Zweigstellen ausländischer Banken													
2014 Jan.	108	237,4	8,7	166,3	164,6	1,7	56,0	18,4	31,7	0,0	5,5	0,7	5,7
Febr.	108	236,1	6,6	167,9	166,2	1,7	55,2	19,1	31,8	0,0	3,7	0,7	5,7
Landesbanken													
2014 Jan.	9	1 100,2	5,9	382,5	272,3	108,7	567,1	71,0	377,7	0,1	115,4	14,6	130,0
Febr.	9	1 099,2	5,7	384,4	275,4	107,5	562,6	70,5	374,8	0,1	114,2	14,4	132,1
Sparkassen													
2014 Jan.	417	1 101,2	15,6	219,3	81,8	136,8	833,4	56,3	651,2	0,1	125,7	15,3	17,6
Febr.	417	1 103,2	14,8	220,4	83,3	136,4	835,3	55,9	652,7	0,1	126,5	15,0	17,7
Genossenschaftliche Zentralbanken													
2014 Jan.	2	275,3	1,5	157,7	124,7	33,0	65,8	13,6	21,5	0,0	30,6	14,5	35,8
Febr.	2	278,3	0,3	161,5	129,1	32,4	66,3	13,8	21,4	0,0	30,9	14,4	35,9
Kreditgenossenschaften													
2014 Jan.	1 078	757,6	10,5	175,2	57,8	117,3	540,5	31,9	429,5	0,1	78,9	12,1	19,3
Febr.	1 078	761,3	10,4	176,1	58,2	117,7	543,3	32,2	431,2	0,1	79,6	12,1	19,5
Realkreditinstitute													
2014 Jan.	17	439,8	0,4	115,9	67,6	45,2	307,7	6,0	229,2	-	72,6	0,6	15,1
Febr.	17	436,3	0,7	115,0	68,6	43,4	304,6	5,3	227,5	-	71,8	0,6	15,4
Bausparkassen													
2014 Jan.	22	205,5	0,3	60,2	43,3	16,9	138,6	1,6	119,0	.	17,9	0,4	6,1
Febr.	22	206,0	0,2	60,9	44,0	16,9	138,6	1,5	119,1	.	18,0	0,4	5,8
Banken mit Sonderaufgaben													
2014 Jan.	20	958,7	11,3	530,2	458,5	71,4	342,5	10,2	246,4	-	85,2	7,5	67,2
Febr.	20	956,6	13,8	524,5	453,5	70,5	342,6	11,2	245,4	-	85,2	7,5	68,1
Nachrichtlich: Auslandsbanken 8)													
2014 Jan.	145	857,1	25,4	343,6	301,3	39,8	400,3	64,7	237,6	0,1	95,5	5,3	82,6
Febr.	145	853,2	19,9	348,5	306,5	39,5	396,1	63,2	237,5	0,1	92,5	5,3	83,3
darunter: Banken im Mehrheitsbesitz ausländischer Banken 9)													
2014 Jan.	37	619,7	16,7	177,3	136,7	38,0	344,3	46,3	205,9	0,1	90,0	4,5	76,9
Febr.	37	617,1	13,3	180,6	140,3	37,7	340,9	44,1	205,7	0,1	88,8	4,5	77,7

* Aktiva und Passiva der Monetären Finanzinstitute (MFIs) in Deutschland. Nicht enthalten sind Aktiva und Passiva der Auslandsfilialen sowie der – ebenfalls zu den MFIs zählenden – Geldmarktfonds und der Bundesbank. Für die Abgrenzung der Positionen siehe Anm. zur Tabelle IV.3. 1 Aufgrund des Gesetzes zur Modernisierung des Bilanzrechts vom 25. Mai 2009 enthalten die "sonstigen Aktiv- bzw. Passivpositionen" ab dem Meldetermin Dezember 2010 derivative Finanzinstrumente des

Handelsbestands (Handelsbestandsderivate) i.S. des § 340e Abs. 3 Satz 1 HGB i.V.m. § 35 Abs. 1 Nr.1a RechKredV. Eine separate Darstellung der Handelsbestandsderivate finden Sie im Statistischen Beiheft zum Monatsbericht 1, Bankenstatistik, in den Tabellen I.1 bis I.3. 2 Für „Bausparkassen“: Einschl. Bauspareinlagen; siehe dazu Tab. IV.12. 3 In den Termineinlagen enthalten. 4 Ohne Bauspareinlagen; siehe auch Anm. 2. 5 Einschl. börsenfähiger nachrangig begebener Inhaberschuldverschrei-

IV. Banken

Einlagen und aufgenommene Kredite von Banken (MFIs)			Einlagen und aufgenommene Kredite von Nichtbanken (Nicht-MFIs)								Inhaberschuldverschreibungen im Umlauf 5)	Kapital einschl. offener Rücklagen, Genussrechtskapital, Fonds für allgemeine Bankrisiken	Sonstige Passivpositionen 1)	Stand am Monatsende	
insgesamt	darunter:		insgesamt	darunter:					insgesamt	darunter mit dreimonatiger Kündigungsfrist					Sparbriefe
	Sichteinlagen	Termin-einlagen		Sichteinlagen	Termineinlagen mit Befristung 2)		Nachrichtlich: Verbindlichkeiten aus Repos 3)	Spareinlagen 4)							
				bis 1 Jahr einschl.	über 1 Jahr 2)										
Alle Bankengruppen															
1 748,6	419,5	1 329,1	3 267,4	1 502,5	306,8	747,9	64,7	616,3	536,2	93,9	1 223,9	436,6	1 084,1	2013 Sept.	
1 736,3	408,9	1 327,4	3 273,9	1 517,1	301,9	745,6	71,7	616,3	536,2	93,1	1 213,7	437,0	1 086,9	Okt.	
1 753,1	437,0	1 316,1	3 302,1	1 540,0	307,2	746,2	73,6	616,2	536,1	92,5	1 206,7	437,2	1 082,9	Nov.	
1 656,0	348,1	1 307,9	3 306,5	1 528,0	323,6	742,7	77,8	620,0	540,3	92,2	1 179,7	437,5	1 024,4	Dez.	
1 712,9	418,1	1 294,8	3 304,6	1 543,1	310,0	741,6	79,6	618,9	539,6	90,9	1 186,5	437,5	1 044,1	2014 Jan.	
1 702,9	409,7	1 293,2	3 312,8	1 551,3	314,2	738,0	81,9	619,6	540,0	89,8	1 173,4	438,5	1 010,2	Febr.	
Kreditbanken 6)															
680,0	276,6	403,4	1 204,3	691,6	166,5	204,5	60,1	113,9	101,2	27,7	144,6	142,3	676,0	2014 Jan.	
668,7	259,7	409,0	1 208,0	697,5	166,8	202,7	62,4	113,6	100,8	27,5	142,1	142,3	635,7	Febr.	
Großbanken 7)															
439,7	207,9	231,7	536,8	289,3	84,0	81,3	60,1	71,8	69,7	10,4	106,8	80,4	620,7	2014 Jan.	
434,5	194,4	240,1	536,6	291,4	83,0	80,4	62,4	71,5	69,4	10,3	103,2	80,7	581,8	Febr.	
Regionalbanken und sonstige Kreditbanken															
137,0	40,1	96,8	548,6	327,8	63,9	98,9	0,0	42,0	31,4	16,1	37,3	53,4	49,3	2014 Jan.	
133,0	39,0	93,9	551,5	331,5	63,7	98,3	0,0	41,9	31,3	16,1	38,3	53,4	47,8	Febr.	
Zweigstellen ausländischer Banken															
103,4	28,5	74,9	118,9	74,5	18,6	24,4	-	0,2	0,1	1,2	0,6	8,5	6,0	2014 Jan.	
101,3	26,3	75,0	119,9	74,5	20,1	24,0	-	0,2	0,1	1,2	0,6	8,3	6,1	Febr.	
Landesbanken															
325,7	50,7	274,9	309,6	111,6	54,4	128,9	16,9	14,6	10,6	0,1	267,3	61,6	136,0	2014 Jan.	
326,0	55,9	270,1	309,2	109,8	56,8	127,8	15,2	14,6	10,7	0,1	264,1	61,6	138,3	Febr.	
Sparkassen															
152,3	14,0	138,2	804,8	412,6	29,0	15,5	-	300,9	258,9	46,8	15,8	84,2	44,0	2014 Jan.	
152,4	15,9	136,4	806,6	414,9	29,1	15,5	-	301,0	258,9	46,0	15,7	84,2	44,3	Febr.	
Genossenschaftliche Zentralbanken															
137,4	34,5	102,9	33,8	11,4	8,8	11,3	1,9	-	-	2,2	56,5	13,8	33,8	2014 Jan.	
137,1	31,8	105,3	35,2	11,7	10,0	11,3	3,0	-	-	2,2	57,5	13,8	34,7	Febr.	
Kreditgenossenschaften															
99,1	5,1	94,0	559,3	298,2	36,7	22,3	-	189,0	168,5	13,1	11,0	54,7	33,5	2014 Jan.	
100,1	6,2	93,8	561,5	300,2	36,5	22,2	-	189,8	169,2	12,8	11,0	54,7	34,0	Febr.	
Realkreditinstitute															
113,7	6,2	107,5	156,9	8,2	8,3	140,1	0,0	0,2	0,2	.	133,5	16,7	18,9	2014 Jan.	
111,8	6,4	105,4	155,4	8,2	8,2	138,6	-	0,2	0,2	.	133,7	16,8	18,7	Febr.	
Bausparkassen															
22,8	2,1	20,7	155,2	0,5	0,6	152,8	-	0,3	0,3	0,9	4,0	9,0	14,5	2014 Jan.	
22,5	1,9	20,6	155,9	0,5	0,6	153,6	-	0,3	0,3	0,9	4,0	9,1	14,5	Febr.	
Banken mit Sonderaufgaben															
181,9	28,9	153,0	80,7	8,9	5,6	66,2	0,6	-	-	.	553,8	55,1	87,2	2014 Jan.	
184,3	31,8	152,5	81,0	8,5	6,2	66,3	1,3	-	-	.	545,4	55,9	90,1	Febr.	
Nachrichtlich: Auslandsbanken 8)															
228,2	76,4	151,8	461,5	291,4	61,6	74,9	9,1	21,5	21,2	12,2	29,0	46,8	91,6	2014 Jan.	
222,0	68,1	153,8	464,7	294,5	62,5	74,1	9,2	21,5	21,2	12,1	28,2	46,9	91,4	Febr.	
darunter: Banken im Mehrheitsbesitz ausländischer Banken 9)															
124,8	47,9	76,9	342,6	216,9	42,9	50,5	9,1	21,3	21,1	11,0	28,4	38,3	85,6	2014 Jan.	
120,7	41,9	78,8	344,8	220,0	42,4	50,1	9,2	21,4	21,1	10,9	27,7	38,6	85,2	Febr.	

bungen; ohne nicht börsenfähige Inhaberschuldverschreibungen. 6 Die Kreditbanken umfassen die Untergruppen „Großbanken“, „Regionalbanken und sonstige Kreditbanken“ und „Zweigstellen ausländischer Banken“. 7 Deutsche Bank AG, Dresdner Bank AG (bis Nov. 2009), Commerzbank AG, UniCredit Bank AG (vormals Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG) und Deutsche Postbank AG. 8 Summe der in anderen

Bankengruppen enthaltenen Banken im Mehrheitsbesitz ausländischer Banken sowie der Gruppe (rechtlich unselbständiger) „Zweigstellen ausländischer Banken“. 9 Ausgliederung der in anderen Bankengruppen enthaltenen rechtlich selbständigen Banken (MFIs) im Mehrheitsbesitz ausländischer Banken.

IV. Banken

Kredite													Zeit
nehmen und Privatpersonen					an öffentliche Haushalte								
Buchkredite			Wert- papiere	Nach- richtlich: Treuhand- kredite	zu- sammen	Buchkredite			Wert- papiere 1)	Aus- gleichs- forde- rungen 2)	Nach- richtlich: Treuhand- kredite		
zu- sammen	mittel- fristig	lang- fristig				zu- sammen	mittel- fristig	lang- fristig					
Stand am Jahres- bzw. Monatsende *)													
1 940,8	194,3	1 746,5	173,5	55,3	566,1	387,7	32,9	354,8	177,5	1,0	6,5	2004	
1 953,4	194,7	1 758,8	187,9	52,1	544,1	374,4	32,9	341,4	169,7	-	4,5	2005	
1 972,7	194,5	1 778,1	209,1	48,2	515,8	358,4	31,7	326,6	157,4	-	4,8	2006	
1 987,3	207,7	1 779,6	181,1	46,5	476,2	332,5	31,9	300,6	143,7	-	4,7	2007	
2 022,0	222,0	1 800,0	235,8	42,8	440,3	308,2	29,7	278,5	132,1	-	4,5	2008	
2 051,3	242,7	1 808,6	248,4	39,6	453,1	298,0	32,2	265,8	155,1	-	4,3	2009	
2 070,0	238,1	1 831,8	235,7	30,7	487,3	301,2	36,1	265,1	186,1	-	3,1	2010	
2 099,5	247,9	1 851,7	222,4	32,7	492,6	299,1	41,1	258,0	193,5	-	3,6	2011	
2 119,5	249,7	1 869,8	191,4	31,4	533,4	292,7	39,4	253,3	240,7	-	3,5	2012	
2 136,9	248,0	1 888,9	191,7	28,9	534,0	288,4	38,8	249,7	245,6	-	2,7	2013	
2 118,1	249,0	1 869,1	193,4	31,5	527,6	291,9	39,1	252,8	235,7	-	3,5	2012 Sept.	
2 120,9	249,8	1 871,1	188,7	31,2	530,8	292,9	39,9	253,0	237,9	-	3,5	Okt.	
2 127,7	251,3	1 876,4	188,7	31,5	538,7	293,4	40,1	253,4	245,2	-	3,5	Nov.	
2 119,5	249,7	1 869,8	191,4	31,4	533,4	292,7	39,4	253,3	240,7	-	3,5	Dez.	
2 116,9	249,6	1 867,3	197,2	31,0	529,4	292,1	39,7	252,4	237,3	-	3,5	2013 Jan.	
2 120,1	249,3	1 870,8	191,5	31,0	529,7	290,6	39,3	251,4	239,1	-	3,4	Febr.	
2 119,3	249,6	1 869,7	196,6	30,8	530,6	291,3	40,5	250,8	239,3	-	3,4	März	
2 121,1	249,8	1 871,3	217,3	30,4	531,1	292,2	40,8	251,4	238,9	-	3,3	April	
2 126,7	252,0	1 874,7	199,1	30,3	526,1	292,2	40,3	251,8	233,9	-	3,2	Mai	
2 125,9	250,5	1 875,4	193,7	30,0	528,6	292,0	40,5	251,4	236,6	-	3,2	Juni	
2 130,5	252,0	1 878,5	192,4	29,6	531,8	292,6	41,2	251,4	239,2	-	3,1	Juli	
2 131,7	249,5	1 882,2	192,8	29,5	532,8	292,6	41,2	251,3	240,3	-	3,1	Aug.	
2 127,1	247,6	1 879,4	193,4	29,3	530,3	290,6	40,7	249,9	239,7	-	2,7	Sept.	
2 131,3	248,0	1 883,4	194,7	29,0	532,8	289,7	39,3	250,4	243,1	-	2,6	Okt.	
2 139,9	249,5	1 890,5	194,1	29,0	534,8	290,3	39,1	251,3	244,5	-	2,6	Nov.	
2 136,9	248,0	1 888,9	191,7	28,9	534,0	288,4	38,8	249,7	245,6	-	2,7	Dez.	
2 137,4	248,6	1 888,8	198,5	28,6	531,8	287,6	38,4	249,2	244,2	-	2,7	2014 Jan.	
2 138,7	248,5	1 890,2	191,9	28,5	532,1	286,6	38,0	248,6	245,5	-	2,7	Febr.	
Veränderungen *)													
+ 12,5	+ 1,7	+ 10,8	+ 14,3	- 3,0	- 22,1	- 13,4	+ 0,9	- 14,2	- 7,7	- 1,0	- 2,0	2005	
+ 2,3	+ 0,2	+ 2,2	+ 21,2	- 3,9	- 28,8	- 16,4	- 1,4	- 15,0	- 12,4	-	+ 0,3	2006	
+ 9,6	+ 10,1	+ 0,6	- 16,7	- 2,2	- 36,3	- 25,8	+ 0,1	- 26,0	- 10,5	-	- 0,1	2007	
+ 28,8	+ 12,0	+ 16,8	+ 54,7	- 5,3	- 34,5	- 23,2	- 2,3	- 20,8	- 11,4	-	- 0,1	2008	
+ 23,5	+ 17,3	+ 6,3	+ 13,1	- 3,9	+ 15,2	- 7,6	+ 2,5	- 10,2	+ 22,8	-	- 0,2	2009	
+ 18,6	- 4,0	+ 22,6	- 3,8	- 1,7	+ 35,2	+ 3,5	+ 3,5	- 0,0	+ 31,7	-	- 0,3	2010	
+ 22,6	+ 2,2	+ 20,4	- 13,2	- 1,0	+ 5,2	+ 2,1	+ 4,9	- 7,0	+ 7,3	-	- 0,2	2011	
+ 21,6	+ 1,5	+ 20,1	- 10,7	- 1,1	+ 19,8	- 6,6	- 1,9	- 4,7	+ 26,4	-	- 0,2	2012	
+ 17,7	- 0,1	+ 17,8	- 0,1	- 2,5	+ 0,6	- 4,3	- 0,7	- 3,6	+ 4,9	-	- 0,8	2013	
- 2,2	- 0,9	- 1,3	+ 3,3	- 0,2	+ 1,8	- 1,3	- 0,4	- 0,9	+ 3,0	-	- 0,0	2012 Sept.	
+ 2,8	+ 0,8	+ 2,0	- 4,6	- 0,2	+ 2,6	+ 1,0	+ 0,8	+ 0,2	+ 1,6	-	- 0,0	Okt.	
+ 7,0	+ 1,5	+ 5,5	- 0,0	+ 0,3	+ 7,9	+ 0,6	+ 0,2	+ 0,4	+ 7,3	-	-	Nov.	
- 8,2	- 1,6	- 6,6	+ 2,7	+ 0,0	- 5,3	- 0,7	- 0,6	- 0,1	- 4,6	-	- 0,0	Dez.	
- 3,5	- 0,9	- 2,5	+ 5,7	- 0,3	- 4,0	- 0,6	+ 0,2	- 0,9	- 3,4	-	- 0,0	2013 Jan.	
+ 3,2	- 0,3	+ 3,5	- 5,7	- 0,0	+ 0,4	- 1,5	- 0,4	- 1,0	+ 1,8	-	- 0,0	Febr.	
- 0,8	+ 0,3	- 1,0	+ 5,1	- 0,2	+ 0,9	+ 0,7	+ 1,3	- 0,6	+ 0,3	-	- 0,0	März	
+ 1,8	+ 0,2	+ 1,6	+ 20,7	- 0,3	+ 0,5	+ 0,9	+ 0,3	+ 0,6	- 0,4	-	- 0,2	April	
+ 5,6	+ 2,2	+ 3,3	- 18,2	- 0,2	- 5,1	- 0,0	- 0,5	+ 0,4	- 5,0	-	- 0,0	Mai	
- 0,8	- 1,5	+ 0,7	- 5,8	- 0,2	+ 2,5	- 0,2	+ 0,2	- 0,4	+ 2,7	-	- 0,0	Juni	
+ 4,5	+ 1,2	+ 3,3	- 1,2	- 0,4	+ 3,3	+ 0,7	+ 0,7	- 0,0	+ 2,6	-	- 0,1	Juli	
+ 4,3	+ 0,6	+ 3,7	+ 0,4	- 0,1	+ 1,0	- 0,1	+ 0,0	- 0,1	+ 1,0	-	- 0,0	Aug.	
- 4,7	- 2,0	- 2,7	+ 0,6	- 0,2	- 2,5	- 2,0	- 0,5	- 1,4	- 0,6	-	- 0,5	Sept.	
+ 4,2	+ 0,4	+ 3,7	+ 1,3	- 0,3	+ 2,5	- 0,9	- 1,4	+ 0,6	+ 3,4	-	- 0,0	Okt.	
+ 6,8	+ 1,2	+ 5,7	- 0,6	+ 0,0	+ 2,1	+ 0,6	- 0,2	+ 0,8	+ 1,4	-	+ 0,0	Nov.	
- 3,0	- 1,5	- 1,5	- 2,4	- 0,1	- 0,8	- 1,9	- 0,3	- 1,6	+ 1,1	-	+ 0,1	Dez.	
+ 0,8	+ 0,8	- 0,0	+ 6,9	- 0,3	- 2,1	- 0,8	- 0,4	- 0,5	- 1,3	-	- 0,0	2014 Jan.	
+ 1,3	- 0,1	+ 1,4	- 6,6	- 0,1	+ 0,3	- 1,0	- 0,4	- 0,6	+ 1,2	-	- 0,0	Febr.	

dem Umtausch von Ausgleichsforderungen; siehe auch Anm. 2. 2 Einschl. Schuldver-
schreibungen aus dem Umtausch von Ausgleichsforderungen.

IV. Banken

6. Kredite der Banken (MFIs) in Deutschland an inländische Unternehmen und Privatpersonen, Wohnungsbaukredite, Wirtschaftsbereiche *)

Mrd €

Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen (ohne Bestände an börsenfähigen Geldmarktpapieren und ohne Wertpapierbestände) 1)														
Zeit	darunter:					Kredite an Unternehmen und Selbständige								
	insgesamt	Hypothekarkredite insgesamt	Kredite für den Wohnungsbau			Kredite an Unternehmen und Selbständige								
zusammen			Hypothekarkredite auf Wohngrundstücke	sonstige Kredite für den Wohnungsbau	zusammen	darunter Kredite für den Wohnungsbau	Verarbeitendes Gewerbe	Energie- und Wasserversorgung, Entsorgung, Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden	Baugewerbe	Handel; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei und Aquakultur	Verkehr und Lagerei, Nachrichtenübermittlung	Finanzierungsinstitutionen (ohne MFIs) und Versicherungsunternehmen	
Kredite insgesamt														
Stand am Jahres- bzw. Quartalsende *)														
2011	2 415,7	1 167,3	1 114,0	914,0	200,0	1 368,0	305,0	134,6	84,4	59,6	124,0	42,7	80,1	196,4
2012 Dez.	2 435,9	1 170,6	1 135,0	922,4	212,6	1 377,6	311,2	131,1	92,7	59,6	126,1	44,5	76,7	195,4
2013 März	2 451,1	1 173,5	1 136,8	926,0	210,8	1 394,1	311,9	133,2	94,6	60,3	126,9	44,7	76,2	208,8
Juni	2 464,2	1 173,0	1 143,3	928,7	214,6	1 402,0	314,0	131,9	94,6	60,1	124,8	45,6	74,0	219,9
Sept.	2 352,4	1 177,9	1 152,6	933,4	219,2	1 282,8	316,6	130,3	95,7	60,1	124,9	46,2	72,0	104,5
Dez.	2 354,0	1 179,5	1 159,3	935,4	223,9	1 281,1	319,2	127,7	97,3	58,9	124,2	45,7	70,0	104,9
Kurzfristige Kredite														
2011	316,2	-	7,7	-	7,7	276,7	3,9	33,8	6,0	11,9	41,8	3,3	7,0	111,0
2012 Dez.	316,4	-	7,9	-	7,9	277,7	3,8	34,8	6,9	12,0	43,0	3,3	6,8	112,8
2013 März	331,7	-	7,8	-	7,8	294,9	3,9	37,5	7,5	13,1	43,6	3,6	7,0	125,4
Juni	338,2	-	8,0	-	8,0	301,4	3,9	37,4	6,7	12,9	41,8	4,1	6,3	135,1
Sept.	225,3	-	8,1	-	8,1	187,8	4,0	35,9	6,5	13,0	42,2	4,0	6,2	23,9
Dez.	217,1	-	8,3	-	8,3	180,2	4,1	33,9	6,4	12,0	40,9	3,4	6,4	22,8
Mittelfristige Kredite														
2011	247,9	-	34,5	-	34,5	176,7	11,8	28,2	6,0	9,4	15,5	4,0	11,8	35,4
2012 Dez.	249,7	-	35,3	-	35,3	176,7	11,8	25,6	7,0	9,3	16,5	4,0	11,0	35,9
2013 März	249,6	-	34,9	-	34,9	176,5	11,6	25,8	6,8	9,2	16,6	3,9	11,3	37,0
Juni	250,5	-	35,7	-	35,7	176,6	12,3	24,7	6,7	9,4	16,9	3,9	11,2	37,7
Sept.	247,6	-	35,7	-	35,7	173,1	12,3	24,8	6,6	9,4	16,5	4,0	11,3	34,5
Dez.	248,0	-	35,6	-	35,6	173,6	12,5	24,7	6,0	9,4	16,9	3,9	11,5	35,3
Langfristige Kredite														
2011	1 851,7	1 167,3	1 071,8	914,0	157,8	914,6	289,3	72,6	72,4	38,3	66,7	35,4	61,2	49,9
2012 Dez.	1 869,8	1 170,6	1 091,8	922,4	169,4	923,2	295,6	70,7	78,8	38,3	66,6	37,2	58,9	46,7
2013 März	1 869,7	1 173,5	1 094,0	926,0	168,0	922,7	296,5	69,8	80,4	38,1	66,7	37,2	58,0	46,4
Juni	1 875,4	1 173,0	1 099,7	928,7	170,9	924,0	297,8	69,9	81,2	37,8	66,1	37,6	56,5	47,1
Sept.	1 879,4	1 177,9	1 108,8	933,4	175,4	922,0	300,3	69,6	82,6	37,7	66,2	38,2	54,5	46,1
Dez.	1 888,9	1 179,5	1 115,4	935,4	180,0	927,2	302,5	69,1	84,9	37,5	66,3	38,4	52,1	46,8
Kredite insgesamt														
Veränderungen im Vierteljahr *)														
2012 4.Vj.	- 22,5	+ 2,9	+ 6,2	+ 3,5	+ 2,7	- 26,2	+ 1,4	- 2,8	+ 1,8	- 0,7	- 1,2	- 0,3	- 1,8	- 18,5
2013 1.Vj.	+ 15,1	- 0,2	+ 1,7	+ 0,9	+ 0,7	+ 16,4	+ 0,9	+ 2,1	+ 1,8	+ 0,7	+ 0,8	+ 0,2	- 0,4	+ 13,4
2.Vj.	+ 13,1	- 0,5	+ 5,9	+ 2,2	+ 3,8	+ 7,8	+ 1,8	- 1,2	+ 0,0	- 0,2	+ 2,1	+ 0,9	- 2,2	+ 10,9
3.Vj.	- 18,8	+ 2,4	+ 9,1	+ 4,7	+ 4,4	- 26,5	+ 2,4	- 1,5	+ 1,1	- 0,1	+ 0,0	+ 0,6	- 2,0	- 22,6
4.Vj.	+ 2,0	+ 2,3	+ 6,2	+ 2,6	+ 3,5	- 1,5	+ 2,1	- 2,4	+ 1,5	- 1,2	- 1,0	- 0,5	- 1,3	+ 0,6
Kurzfristige Kredite														
2012 4.Vj.	- 24,1	-	+ 0,0	-	+ 0,0	- 23,5	- 0,1	- 1,6	+ 0,0	- 0,9	- 1,5	- 0,6	- 0,5	- 15,0
2013 1.Vj.	+ 16,1	-	- 0,1	-	- 0,1	+ 17,2	+ 0,0	+ 2,8	+ 0,5	+ 1,0	+ 0,6	+ 0,3	+ 0,2	+ 12,6
2.Vj.	+ 6,5	-	+ 0,2	-	+ 0,2	+ 6,5	+ 0,1	- 0,1	- 0,8	- 0,1	+ 1,8	+ 0,5	- 0,7	+ 9,8
3.Vj.	- 23,0	-	+ 0,1	-	+ 0,1	- 23,7	+ 0,0	- 1,4	- 0,2	+ 0,1	+ 0,4	- 0,1	- 0,1	- 21,4
4.Vj.	- 6,0	-	+ 0,2	-	+ 0,2	- 5,9	+ 0,2	- 1,8	- 0,2	- 1,0	- 1,3	- 0,7	+ 0,2	- 0,9
Mittelfristige Kredite														
2012 4.Vj.	+ 0,7	-	+ 0,0	-	+ 0,0	+ 0,4	- 0,1	- 0,4	+ 0,2	- 0,0	+ 0,5	- 0,1	- 0,1	- 0,3
2013 1.Vj.	- 1,0	-	- 0,4	-	- 0,4	- 0,3	- 0,2	+ 0,2	- 0,3	- 0,1	+ 0,2	- 0,1	+ 0,3	+ 1,1
2.Vj.	+ 0,9	-	+ 0,6	-	+ 0,6	+ 0,1	+ 0,6	- 1,2	- 0,1	+ 0,2	+ 0,4	- 0,0	- 0,1	+ 0,5
3.Vj.	- 0,2	-	- 0,1	-	- 0,1	- 0,6	- 0,1	+ 0,2	- 0,0	- 0,0	- 0,4	+ 0,1	+ 0,1	- 0,1
4.Vj.	+ 0,1	-	- 0,1	-	- 0,1	+ 0,2	+ 0,2	- 0,2	- 0,6	- 0,0	+ 0,4	- 0,0	+ 0,2	+ 0,8
Langfristige Kredite														
2012 4.Vj.	+ 0,8	+ 2,9	+ 6,1	+ 3,5	+ 2,6	- 3,1	+ 1,6	- 0,8	+ 1,5	+ 0,2	- 0,2	+ 0,4	- 1,1	- 3,2
2013 1.Vj.	- 0,1	- 0,2	+ 2,1	+ 0,9	+ 1,2	- 0,5	+ 1,0	- 0,9	+ 1,6	- 0,2	+ 0,1	- 0,0	- 0,9	- 0,3
2.Vj.	+ 5,7	- 0,5	+ 5,2	+ 2,2	+ 3,0	+ 1,2	+ 1,1	+ 0,1	+ 0,9	- 0,2	+ 0,6	+ 0,4	- 1,5	+ 0,6
3.Vj.	+ 4,3	+ 2,4	+ 9,0	+ 4,7	+ 4,4	- 2,3	+ 2,5	- 0,3	+ 1,3	- 0,2	+ 0,0	+ 0,6	- 2,0	- 1,0
4.Vj.	+ 7,9	+ 2,3	+ 6,0	+ 2,6	+ 3,4	+ 4,2	+ 1,7	- 0,4	+ 2,3	- 0,2	- 0,1	+ 0,2	- 1,7	+ 0,7

* Ohne Kredite der Auslandsfilialen. Aufgliederung der Kredite der Bausparkassen nach Bereichen und Branchen geschätzt. Statistische Brüche sind in den Verände-

runge ausgeschaltet. Die Ergebnisse für den jeweils neuesten Termin sind stets als vorläufig zu betrachten; Änderungen durch nachträgliche Korrekturen, die im

IV. Banken

Dienstleistungsgewerbe (einschl. freier Berufe)						Kredite an wirtschaftlich unselbständige und sonstige Privatpersonen					Kredite an Organisationen ohne Erwerbszweck		Zeit	
zusammen	darunter:			nachrichtlich:		zusammen	Kredite für den Wohnungsbau	sonstige Kredite			zusammen	darunter Kredite für den Wohnungsbau		
	Wohnungsunternehmen	Beteiligungsgesellschaften	Sonstiges Grundstücks-wesen	Kredite an Selbstständige 2)	Kredite an das Handwerk			zusammen	Ratenkredite 3)	darunter:				Debitsalden auf Lohn-, Gehalts-, Renten- und Pensionskonten
Stand am Jahres- bzw. Quartalsende *)													Kredite insgesamt	
646,3	180,0	42,9	177,9	382,9	51,7	1 034,3	805,6	228,7	147,8	13,5	13,4	3,5	2011	
651,6	184,6	39,0	178,5	388,4	51,0	1 044,9	820,3	224,6	147,2	13,0	13,4	3,5	2012 Dez.	
649,4	184,6	38,5	178,7	387,3	51,3	1 043,6	821,3	222,3	146,5	12,6	13,3	3,5	2013 März	
651,2	186,7	38,5	178,1	388,0	51,1	1 048,6	825,8	222,9	147,7	12,4	13,5	3,6	Juni	
649,1	187,4	37,4	176,0	388,7	50,7	1 056,2	832,6	223,6	147,0	12,5	13,4	3,5	Sept.	
652,4	191,4	37,3	175,2	388,0	49,7	1 059,4	836,6	222,8	147,3	11,9	13,6	3,5	Dez.	
Kurzfristige Kredite														
61,9	9,6	11,1	13,2	30,4	7,2	38,5	3,9	34,7	2,5	13,5	0,9	0,0	2011	
58,0	9,3	7,9	12,9	30,0	7,2	37,7	4,0	33,7	2,1	13,0	1,1	0,0	2012 Dez.	
57,3	9,0	8,2	12,8	30,1	7,8	35,9	3,9	32,0	2,0	12,6	1,0	0,0	2013 März	
57,1	9,4	7,8	12,5	29,9	7,6	35,8	4,0	31,8	1,9	12,4	1,0	0,0	Juni	
56,0	9,2	7,4	12,3	28,8	7,4	36,6	4,1	32,5	1,7	12,5	1,0	0,0	Sept.	
54,5	9,3	6,8	12,1	28,1	6,8	35,8	4,2	31,6	1,8	11,9	1,1	0,0	Dez.	
Mittelfristige Kredite														
66,3	8,1	8,4	20,4	31,2	3,6	70,6	22,7	47,9	42,8	-	0,6	0,0	2011	
67,5	8,9	7,9	20,2	32,2	3,5	72,5	23,5	49,0	44,1	-	0,5	0,0	2012 Dez.	
65,9	8,6	7,2	19,9	31,9	3,6	72,6	23,3	49,3	43,8	-	0,5	0,0	2013 März	
66,2	8,7	7,1	19,8	32,0	3,7	73,4	23,3	50,0	44,7	-	0,5	0,0	Juni	
65,9	9,1	7,0	19,5	32,2	3,6	74,0	23,4	50,7	45,4	-	0,5	0,0	Sept.	
65,8	9,6	6,8	18,9	32,2	3,6	73,9	23,1	50,8	45,6	-	0,5	0,0	Dez.	
Langfristige Kredite														
518,1	162,4	23,4	144,3	321,3	40,9	925,2	779,1	146,1	102,5	-	11,9	3,4	2011	
526,1	166,4	23,2	145,5	326,2	40,3	934,7	792,8	142,0	100,9	-	11,8	3,5	2012 Dez.	
526,3	167,0	23,1	146,0	325,3	39,9	935,1	794,1	141,0	100,7	-	11,9	3,5	2013 März	
527,9	168,6	23,6	145,7	326,1	39,8	939,4	798,4	141,0	101,1	-	12,0	3,5	Juni	
527,2	169,1	23,0	144,2	327,6	39,6	945,6	805,1	140,5	99,9	-	11,9	3,4	Sept.	
532,0	172,4	23,7	144,3	327,7	39,3	949,7	809,4	140,3	99,9	-	12,0	3,5	Dez.	
Veränderungen im Vierteljahr *)													Kredite insgesamt	
- 2,8	+ 1,8	- 3,3	- 0,7	+ 0,3	- 0,8	+ 3,8	+ 4,8	- 1,0	- 0,3	- 0,4	- 0,2	- 0,0	2012 4.Vj.	
- 2,2	- 0,0	- 0,6	+ 0,0	- 1,2	+ 0,3	- 1,3	+ 0,8	- 2,1	- 0,7	- 0,4	- 0,1	+ 0,0	2013 1.Vj.	
+ 1,8	+ 1,9	+ 0,0	- 0,6	+ 0,7	- 0,2	+ 5,1	+ 4,1	+ 1,0	+ 1,3	- 0,3	+ 0,2	+ 0,0	2.Vj.	
- 2,1	+ 1,0	- 1,1	- 2,2	+ 1,2	- 0,4	+ 7,8	+ 6,8	+ 1,0	+ 1,1	+ 0,2	- 0,1	- 0,1	3.Vj.	
+ 2,7	+ 3,6	- 0,0	- 0,5	- 0,7	- 1,0	+ 3,3	+ 4,0	- 0,7	+ 0,2	- 0,7	+ 0,2	+ 0,0	4.Vj.	
Kurzfristige Kredite														
- 3,4	- 0,2	- 3,0	- 0,1	+ 0,0	- 0,5	- 0,4	+ 0,1	- 0,5	- 0,0	- 0,4	- 0,2	+ 0,0	2012 4.Vj.	
- 0,7	- 0,4	+ 0,3	- 0,0	+ 0,1	+ 0,6	- 1,0	- 0,1	- 0,9	- 0,1	- 0,4	- 0,1	-	2013 1.Vj.	
- 0,2	+ 0,5	- 0,4	- 0,3	- 0,2	- 0,2	- 0,1	+ 0,1	- 0,2	- 0,1	- 0,3	+ 0,0	+ 0,0	2.Vj.	
- 1,0	- 0,2	- 0,4	- 0,2	- 1,0	- 0,2	+ 0,8	+ 0,1	+ 0,7	- 0,2	+ 0,2	- 0,0	-	3.Vj.	
- 0,3	+ 0,5	- 0,3	- 0,0	- 0,5	- 0,7	- 0,2	+ 0,1	- 0,3	+ 0,2	- 0,7	+ 0,1	- 0,0	4.Vj.	
Mittelfristige Kredite														
+ 0,6	+ 0,5	- 0,3	+ 0,3	+ 0,2	- 0,1	+ 0,3	+ 0,1	+ 0,2	+ 0,2	-	- 0,0	- 0,0	2012 4.Vj.	
- 1,7	- 0,3	- 0,7	- 0,3	- 0,4	+ 0,1	- 0,7	- 0,2	- 0,5	- 0,3	-	+ 0,0	-	2013 1.Vj.	
+ 0,4	+ 0,1	- 0,1	- 0,0	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,8	+ 0,0	+ 0,8	+ 0,9	-	- 0,0	+ 0,0	2.Vj.	
- 0,3	+ 0,4	- 0,1	- 0,3	+ 0,2	- 0,0	+ 0,3	+ 0,0	+ 0,3	+ 0,4	-	+ 0,0	- 0,0	3.Vj.	
- 0,4	+ 0,4	- 0,2	- 0,6	- 0,0	- 0,0	- 0,1	- 0,3	+ 0,2	+ 0,3	-	-	- 0,0	4.Vj.	
Langfristige Kredite														
+ 0,1	+ 1,5	- 0,1	- 0,9	+ 0,2	- 0,2	+ 3,9	+ 4,6	- 0,7	- 0,5	-	+ 0,0	- 0,0	2012 4.Vj.	
+ 0,2	+ 0,7	- 0,1	+ 0,3	- 0,9	- 0,4	+ 0,4	+ 1,1	- 0,6	- 0,2	-	+ 0,0	+ 0,0	2013 1.Vj.	
+ 1,6	+ 1,3	+ 0,5	- 0,3	+ 0,8	- 0,1	+ 4,4	+ 4,0	+ 0,4	+ 0,5	-	+ 0,1	+ 0,0	2.Vj.	
- 0,7	+ 0,8	- 0,6	- 1,7	+ 2,0	- 0,1	+ 6,7	+ 6,7	+ 0,0	+ 0,9	-	- 0,1	- 0,1	3.Vj.	
+ 3,4	+ 2,6	+ 0,5	+ 0,2	- 0,2	- 0,3	+ 3,6	+ 4,3	- 0,6	- 0,3	-	+ 0,0	+ 0,0	4.Vj.	

folgenden Monatsbericht erscheinen, werden nicht besonders angemerkt. 1 Ohne Treuhandkredite. 2 Einschl. Einzelkaufleute. 3 Ohne Hypothekarkredite und ohne

Kredite für den Wohnungsbau, auch wenn sie in Form von Ratenkrediten gewährt worden sind.

IV. Banken

8. Einlagen und aufgenommene Kredite der Banken (MFIs) in Deutschland von inländischen Privatpersonen und Organisationen ohne Erwerbszweck *)

Mrd €

Zeit	Einlagen und aufgenommene Kredite von inländischen Privatpersonen und Organisationen insgesamt	Sichteinlagen					Termineinlagen 1) 2)						
		insgesamt	nach Gläubigergruppen					insgesamt	nach Gläubigergruppen				
			inländische Privatpersonen						inländische Privatpersonen				
			zusammen	Selbstständige	wirtschaftlich Unselbstständige	sonstige Privatpersonen	inländische Organisationen ohne Erwerbszweck		zusammen	Selbstständige	wirtschaftlich Unselbstständige	sonstige Privatpersonen	
Stand am Jahres- bzw. Monatsende *)													
2011	1 720,4	747,3	724,9	131,5	490,4	103,0	22,4	278,9	261,1	23,3	218,5	19,3	
2012	1 798,7	841,5	816,5	147,1	548,6	120,8	25,0	273,3	256,6	18,8	219,3	18,6	
2013	1 854,4	932,5	906,3	161,3	613,0	132,0	26,2	262,8	247,2	16,5	215,1	15,6	
2013 Sept.	1 822,9	905,6	877,3	156,7	593,1	127,4	28,3	260,6	245,5	16,4	212,9	16,2	
Okt.	1 831,8	915,7	887,2	161,4	597,0	128,9	28,5	260,0	244,7	16,4	212,4	15,9	
Nov.	1 852,2	936,0	908,4	163,0	614,3	131,1	27,7	260,5	245,5	16,4	213,2	15,9	
Dez.	1 854,4	932,5	906,3	161,3	613,0	132,0	26,2	262,8	247,2	16,5	215,1	15,6	
2014 Jan.	1 858,3	938,0	908,7	164,4	613,0	131,3	29,2	263,3	248,2	16,4	216,4	15,3	
Febr.	1 867,1	946,1	916,9	165,1	619,6	132,2	29,2	264,2	249,1	16,6	217,5	15,1	
Veränderungen *)													
2012	+ 77,3	+ 93,2	+ 90,5	+ 14,0	+ 57,2	+ 19,3	+ 2,7	- 5,6	- 4,4	- 4,5	- 0,4	+ 0,5	
2013	+ 56,0	+ 91,0	+ 89,7	+ 14,2	+ 62,1	+ 13,5	+ 1,3	- 10,1	- 9,4	- 2,4	- 4,5	- 2,6	
2013 Sept.	- 2,2	+ 0,6	+ 0,4	- 1,6	+ 1,9	+ 0,2	+ 0,1	- 0,9	- 1,0	- 0,2	- 0,4	- 0,5	
Okt.	+ 8,8	+ 10,2	+ 9,9	+ 4,7	+ 4,0	+ 1,2	+ 0,2	- 0,7	- 0,8	- 0,1	- 0,5	- 0,3	
Nov.	+ 20,4	+ 20,3	+ 21,1	+ 1,6	+ 17,3	+ 2,2	- 0,8	+ 0,5	+ 0,8	+ 0,0	+ 0,8	+ 0,0	
Dez.	+ 2,2	- 3,5	- 2,1	- 1,7	- 1,3	+ 1,0	- 1,4	+ 2,3	+ 1,7	+ 0,1	+ 1,9	- 0,3	
2014 Jan.	+ 4,2	+ 5,7	+ 2,7	+ 3,1	- 0,8	+ 0,3	+ 3,0	+ 0,6	+ 1,1	- 0,0	+ 0,9	+ 0,1	
Febr.	+ 8,8	+ 8,2	+ 8,2	+ 0,7	+ 6,4	+ 1,1	- 0,0	+ 1,0	+ 1,0	+ 0,1	+ 1,1	- 0,2	

* Siehe Tab. IV. 2, Anm. *; statistische Brüche sind in den Veränderungen ausgeschaltet. Die Ergebnisse für den jeweils neuesten Termin sind stets als vorläufig zu betrachten.

Änderungen durch nachträgliche Korrekturen, die im folgenden Monatsbericht erscheinen, werden nicht besonders angemerkt. 1 Einschl. nachrangiger Ver-

9. Einlagen und aufgenommene Kredite der Banken (MFIs) in Deutschland von inländischen öffentlichen Haushalten nach Gläubigergruppen *)

Mrd €

Zeit	Einlagen und aufgenommene Kredite													
	inländische öffentliche Haushalte insgesamt	Bund und seine Sondervermögen 1)						Länder						
		zusammen	Sichteinlagen	Termineinlagen			Spar-einlagen und Spar-briefe 2)	Nach-richtlich: Treuhand-kredite	zusammen	Sichteinlagen	Termineinlagen		Spar-einlagen und Spar-briefe 2)	Nach-richtlich: Treuhand-kredite
				bis 1 Jahr einschl.	über 1 Jahr	bis 1 Jahr einschl.					über 1 Jahr			
Stand am Jahres- bzw. Monatsende *)														
2011	168,5	37,9	6,2	9,4	22,2	0,1	16,9	34,8	11,4	10,7	12,5	0,2	16,8	
2012	186,2	25,9	3,7	6,0	16,2	0,1	16,4	47,2	9,1	13,7	24,2	0,2	15,9	
2013	183,0	16,0	2,9	7,7	5,3	0,1	15,7	43,6	10,2	10,1	23,0	0,2	14,6	
2013 Sept.	184,4	15,4	3,1	3,6	8,5	0,1	16,2	49,0	11,0	14,7	23,0	0,2	14,6	
Okt.	177,5	13,9	2,9	2,7	8,2	0,1	16,2	45,9	11,1	11,7	22,9	0,2	14,6	
Nov.	184,7	14,3	3,1	2,8	8,3	0,1	16,2	43,2	10,1	10,0	22,9	0,2	14,5	
Dez.	183,0	16,0	2,9	7,7	5,3	0,1	15,7	43,6	10,2	10,1	23,0	0,2	14,6	
2014 Jan.	172,1	11,7	3,2	3,1	5,4	0,1	15,7	40,7	9,8	7,8	22,9	0,2	14,6	
Febr.	178,1	12,0	3,2	3,3	5,4	0,1	15,7	43,6	10,3	10,2	23,0	0,2	14,6	
Veränderungen *)														
2012	+ 2,2	- 9,2	- 2,5	- 0,7	- 6,0	+ 0,0	- 0,5	- 2,3	- 3,9	+ 2,7	- 1,1	- 0,0	- 0,9	
2013	- 3,8	- 9,8	- 0,8	+ 1,8	- 10,8	- 0,0	- 0,7	- 4,2	+ 0,8	- 3,8	- 1,1	+ 0,0	- 0,9	
2013 Sept.	- 0,7	- 1,3	- 1,2	+ 0,4	- 0,5	-	+ 0,0	+ 4,3	+ 2,2	+ 2,1	- 0,0	+ 0,0	- 0,5	
Okt.	- 7,0	- 1,5	- 0,2	- 1,0	- 0,3	- 0,0	-	- 3,1	+ 0,0	- 3,0	- 0,1	+ 0,0	- 0,1	
Nov.	+ 7,2	+ 0,4	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,0	- 0,0	+ 0,0	- 2,7	- 0,9	- 1,8	- 0,0	- 0,0	- 0,0	
Dez.	- 1,7	+ 1,7	- 0,2	+ 4,8	- 2,9	+ 0,0	- 0,5	+ 0,4	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,2	+ 0,0	+ 0,1	
2014 Jan.	- 10,9	- 4,2	+ 0,3	- 4,5	+ 0,0	- 0,0	-	- 2,9	- 0,5	- 2,2	- 0,2	+ 0,0	- 0,0	
Febr.	+ 5,5	+ 1,1	+ 0,1	+ 1,0	+ 0,1	- 0,0	- 0,0	+ 3,0	+ 0,5	+ 2,3	+ 0,2	- 0,0	- 0,0	

* Siehe Tab. IV. 2, Anm. *; ohne Einlagen und aufgenommene Kredite der Treuhandanstalt und ihrer Nachfolgeorganisationen sowie von Bundesbahn, Reichsbahn und Bundespost bzw. ab 1995 Deutsche Bahn AG, Deutsche Post AG und Deutsche Telekom

AG sowie Eigen- und Regiebetriebe der öffentlichen Haushalte, die unter Unternehmen erfasst sind. Statistische Brüche sind in den Veränderungen ausgeschaltet. Die Ergebnisse für den jeweils neuesten Termin sind stets als vorläufig zu betrachten.

IV. Banken

nach Befristung					Spareinlagen ³⁾			Nachrichtlich:				Zeit
inländische Organisationen ohne Erwerbszweck	bis 1 Jahr einschl.	über 1 Jahr ²⁾		insgesamt	inländische Privatpersonen	inländische Organisationen ohne Erwerbszweck	Sparbriefe ⁴⁾	Treuhandkredite	Nachrangige Verbindlichkeiten (ohne börsenfähige Schuldverschreibungen) ⁵⁾	Verbindlichkeiten aus Repos		
		zusammen	darunter:									
		bis 2 Jahre einschl.	über 2 Jahre									
Stand am Jahres- bzw. Monatsende ^{*)}												
17,8	93,6	185,3	18,3	167,0	608,2	599,0	9,2	86,1	0,1	8,1	–	2011
16,7	82,3	190,9	17,1	173,8	608,0	597,8	10,2	76,0	0,0	7,6	–	2012
15,6	68,1	194,7	14,0	180,7	599,3	589,6	9,7	59,8	0,0	7,0	–	2013
15,1	69,9	190,7	13,9	176,8	595,3	585,2	10,1	61,4	0,0	7,2	–	2013 Sept.
15,3	69,0	191,0	13,7	177,2	595,2	585,2	10,1	60,8	0,0	7,1	–	Okt.
15,0	68,5	192,0	13,9	178,1	595,2	585,5	9,7	60,4	0,0	7,0	–	Nov.
15,6	68,1	194,7	14,0	180,7	599,3	589,6	9,7	59,8	0,0	7,0	–	Dez.
15,1	68,0	195,3	13,5	181,8	598,2	588,5	9,7	58,8	0,0	6,8	–	2014 Jan.
15,1	68,1	196,1	13,3	182,8	598,8	589,1	9,7	57,9	0,0	6,7	–	Febr.
Veränderungen ^{*)}												
– 1,1	– 11,2	+ 5,6	– 1,3	+ 6,9	– 0,2	– 1,1	+ 1,0	– 10,1	– 0,0	– 0,5	–	2012
– 0,7	– 14,0	+ 3,9	– 3,0	+ 6,8	– 8,7	– 8,3	– 0,4	– 16,2	– 0,0	– 0,6	–	2013
+ 0,1	– 1,1	+ 0,2	– 0,3	+ 0,4	– 1,1	– 1,0	– 0,1	– 0,8	– 0,0	+ 0,0	–	2013 Sept.
+ 0,2	– 0,8	+ 0,2	+ 0,0	+ 0,2	– 0,1	– 0,0	– 0,0	– 0,6	– 0,0	– 0,1	–	Okt.
– 0,3	– 0,5	+ 1,0	+ 0,1	+ 0,9	+ 0,0	+ 0,4	– 0,4	– 0,4	– 0,0	– 0,1	–	Nov.
+ 0,6	– 0,4	+ 2,7	+ 0,1	+ 2,6	+ 4,0	+ 4,0	+ 0,0	– 0,7	– 0,0	– 0,1	–	Dez.
– 0,5	– 0,1	+ 0,7	– 0,4	+ 1,1	– 1,1	– 1,1	+ 0,0	– 1,0	+ 0,0	– 0,1	–	2014 Jan.
– 0,0	+ 0,2	+ 0,8	– 0,2	+ 1,0	+ 0,6	+ 0,6	+ 0,0	– 0,9	– 0,0	– 0,1	–	Febr.

bindlichkeiten und Verbindlichkeiten aus Namensschuldverschreibungen. **2** Einschl. Bauspareinlagen; siehe dazu Tab. IV.12. **3** Ohne Bauspareinlagen; siehe auch

Anm. **2** Einschl. Verbindlichkeiten aus nicht börsenfähigen Inhaberschuldverschreibungen. **5** In den Termineinlagen enthalten.

Gemeinden und Gemeindeverbände (einschl. kommunaler Zweckverbände)						Sozialversicherung						Zeit
zusammen	Sichteinlagen	Termineinlagen ³⁾		Spareinlagen und Sparbriefe ^{2) 4)}	Nachrichtlich: Treuhandkredite	zusammen	Sichteinlagen	Termineinlagen		Spareinlagen und Sparbriefe ²⁾	Nachrichtlich: Treuhandkredite	
		bis 1 Jahr einschl.	über 1 Jahr					bis 1 Jahr einschl.	über 1 Jahr			
Stand am Jahres- bzw. Monatsende ^{*)}												
39,3	18,1	13,0	5,0	3,2	0,4	56,5	10,5	36,4	9,1	0,4	0,0	2011
43,8	23,0	11,3	5,9	3,6	0,4	69,3	15,0	42,0	11,4	0,8	0,0	2012
44,9	23,5	10,7	6,6	4,1	0,4	78,7	11,6	52,7	13,5	0,9	0,0	2013
43,2	21,5	11,2	6,5	4,1	0,4	76,9	13,9	49,3	13,0	0,7	0,0	2013 Sept.
41,7	20,1	10,9	6,6	4,1	0,4	75,9	12,7	49,0	13,4	0,7	0,0	Okt.
44,2	22,4	11,1	6,7	4,1	0,4	83,0	14,0	54,7	13,5	0,8	0,0	Nov.
44,9	23,5	10,7	6,6	4,1	0,4	78,7	11,6	52,7	13,5	0,9	0,0	Dez.
39,2	18,1	10,5	6,6	4,0	0,4	80,5	12,3	53,9	13,6	0,7	0,0	2014 Jan.
42,1	20,5	10,7	6,8	4,1	0,4	80,4	13,1	52,7	13,8	0,7	0,0	Febr.
Veränderungen ^{*)}												
+ 4,3	+ 4,8	– 1,7	+ 0,7	+ 0,4	– 0,0	+ 9,4	+ 4,5	+ 2,4	+ 2,1	+ 0,4	– 0,0	2012
+ 1,1	+ 0,5	– 0,6	+ 0,7	+ 0,5	– 0,0	+ 9,1	– 3,4	+ 10,1	+ 2,3	+ 0,1	– 0,0	2013
– 2,9	– 2,1	– 0,7	– 0,0	– 0,0	– 0,0	– 0,8	– 0,1	– 0,8	+ 0,1	+ 0,0	– 0,0	2013 Sept.
– 1,5	– 1,3	– 0,3	+ 0,1	– 0,0	–	– 1,0	– 1,2	– 0,3	+ 0,5	+ 0,0	–	Okt.
+ 2,5	+ 2,2	+ 0,2	+ 0,1	+ 0,0	–	+ 7,1	+ 1,3	+ 5,7	+ 0,1	+ 0,0	–	Nov.
+ 0,6	+ 1,1	– 0,4	– 0,1	– 0,0	–	– 4,3	– 2,4	– 2,0	– 0,1	+ 0,1	– 0,0	Dez.
– 5,7	– 5,4	– 0,2	+ 0,0	– 0,1	–	+ 1,9	+ 0,7	+ 1,2	+ 0,1	– 0,2	–	2014 Jan.
+ 2,9	+ 2,4	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,1	–	– 1,5	+ 0,3	– 2,0	+ 0,2	+ 0,0	–	Febr.

Änderungen durch nachträgliche Korrekturen, die im folgenden Monatsbericht erscheinen, werden nicht besonders angemerkt. **1** Bundeseisenbahnvermögen, Entschädigungsfonds, Erblastentilgungsfonds, ERP-Sondervermögen, Fonds „Deutsche

Einheit“, Lastenausgleichsfonds. **2** Einschl. Verbindlichkeiten aus nicht börsenfähigen Inhaberschuldverschreibungen. **3** Einschl. Bauspareinlagen. **4** Ohne Bauspareinlagen; siehe auch Anm. 3.

IV. Banken

10. Spareinlagen und an Nichtbanken (Nicht-MFIs) abgegebene Sparbriefe der Banken (MFIs) in Deutschland *)

Mrd €														
Spareinlagen 1)										Sparbriefe 3), abgegeben an				
Zeit	von Inländern					von Ausländern				Nachrichtlich: Zinsgutschriften auf Spareinlagen	Nichtbanken insgesamt	inländische Nichtbanken		ausländische Nichtbanken
	insgesamt	zusammen	mit dreimonatiger Kündigungsfrist		mit Kündigungsfrist von über 3 Monaten		zusammen	darunter mit drei- monatiger Kündi- gungs- frist	zusammen			darunter mit Laufzeit von über 2 Jahren	zusammen	
			zusammen	darunter Sonder- spar- formen 2)	zusammen	darunter Sonder- spar- formen 2)								
Stand am Jahres- bzw. Monatsende *)														
2011	626,3	616,1	515,3	413,7	100,8	91,3	10,2	7,8	10,0	122,5	104,8	74,6	17,7	
2012	628,2	617,6	528,4	418,1	89,2	77,7	10,6	8,1	9,8	110,5	93,6	68,6	16,9	
2013	620,0	610,1	532,4	413,5	77,8	65,2	9,9	7,9	7,5	92,2	76,6	59,3	15,6	
2013 Okt.	616,3	606,4	528,3	411,5	78,0	65,6	9,9	7,8	0,3	93,1	77,3	60,1	15,8	
Nov.	616,2	606,3	528,3	411,2	78,0	65,7	9,9	7,8	0,3	92,5	76,9	59,7	15,6	
Dez.	620,0	610,1	532,4	413,5	77,8	65,2	9,9	7,9	4,4	92,2	76,6	59,3	15,6	
2014 Jan.	618,9	609,1	531,8	411,6	77,3	64,8	9,8	7,8	0,3	90,9	75,4	58,6	15,5	
Febr.	619,6	609,8	532,3	411,0	77,5	65,0	9,8	7,8	0,2	89,8	74,4	58,0	15,4	
Veränderungen *)														
2012	+ 1,9	+ 1,5	+ 14,1	+ 5,6	- 12,6	- 14,6	+ 0,4	+ 0,3	.	- 12,0	- 11,2	- 6,1	- 0,7	
2013	- 8,0	- 7,4	+ 4,0	- 4,4	- 11,3	- 12,4	- 0,7	- 0,2	.	- 18,4	- 17,0	- 9,3	- 1,4	
2013 Okt.	- 0,1	- 0,0	+ 0,0	- 0,8	- 0,1	- 0,1	- 0,0	- 0,0	.	- 0,8	- 0,6	- 0,3	- 0,2	
Nov.	- 0,1	- 0,0	- 0,0	- 0,3	-	+ 0,0	- 0,0	- 0,0	.	- 0,6	- 0,5	- 0,4	- 0,1	
Dez.	+ 3,9	+ 3,9	+ 4,1	+ 2,5	- 0,2	- 0,3	+ 0,0	+ 0,0	.	- 0,3	- 0,2	- 0,4	- 0,1	
2014 Jan.	- 1,1	- 1,0	- 0,6	- 1,9	- 0,5	- 0,4	- 0,1	- 0,0	.	- 1,2	- 1,2	- 0,6	- 0,0	
Febr.	+ 0,6	+ 0,7	+ 0,5	- 0,5	+ 0,3	+ 0,2	- 0,1	- 0,1	.	- 1,1	- 1,0	- 0,6	- 0,2	

* Siehe Tab. IV. 2, Anm.*; statistische Brüche sind in den Veränderungen ausgeschaltet. Die Ergebnisse für den jeweils neuesten Termin sind stets als vorläufig zu betrachten. Änderungen durch nachträgliche Korrekturen, die im folgenden Monatsbericht erscheinen, werden nicht besonders angemerkt. 1 Ohne Bauspareinlagen, die

den Termineinlagen zugeordnet werden. 2 Spareinlagen mit einer über die Mindest-/Grundverzinsung hinausgehenden Verzinsung. 3 Einschl. Verbindlichkeiten aus nicht börsenfähigen Inhaberschuldverschreibungen.

11. Begebene Schuldverschreibungen und Geldmarktpapiere der Banken (MFIs) in Deutschland *)

Mrd €														
Börsenfähige Inhaberschuldverschreibungen und Geldmarktpapiere										Nicht börsenfähige Inhaberschuldver- schreibungen und Geldmarktpapiere 6)		Nachrangig begebene		
Zeit	insgesamt	darunter:								insgesamt	darunter: mit Laufzeit über 2 Jahre	börsen- fähige Schuld- verschrei- bungen	nicht börsen- fähige Schuld- verschrei- bungen	
		variabel verzins- liche Anlei- hen 1)	Null- Kupon- Anlei- hen 1) 2)	Fremd- wäh- rungs- anlei- hen 3) 4)	Certi- ficates of Deposit	mit Laufzeit			über 2 Jahre					
						zu- sammen	darunter ohne Nominal- betrags- garantie 5)	zu- sammen						darunter ohne Nominal- betrags- garantie 5)
Stand am Jahres- bzw. Monatsende *)														
2011	1 375,4	352,6	37,2	373,9	75,3	95,2	3,0	53,6	4,5	1 226,6	0,6	0,4	43,2	1,5
2012	1 265,1	346,8	31,6	362,3	58,9	76,4	3,0	51,3	4,4	1 137,4	0,3	0,3	38,6	1,1
2013	1 142,7	315,9	26,3	321,2	54,8	69,0	2,5	34,7	4,4	1 039,0	0,6	0,2	37,0	1,1
2013 Okt.	1 176,3	319,2	29,8	347,5	72,1	88,9	2,7	38,0	4,7	1 049,5	0,6	0,2	37,4	1,1
Nov.	1 169,1	318,1	28,3	341,0	67,6	83,4	2,6	36,2	4,8	1 049,5	0,6	0,2	37,6	1,1
Dez.	1 142,7	315,9	26,3	321,2	54,8	69,0	2,5	34,7	4,4	1 039,0	0,6	0,2	37,0	1,1
2014 Jan.	1 149,7	312,3	25,7	336,2	71,4	84,8	2,0	30,0	4,6	1 034,9	0,8	0,2	36,8	1,1
Febr.	1 138,2	309,4	27,9	331,1	66,6	82,9	2,2	29,6	4,9	1 025,7	0,8	0,2	35,2	1,1
Veränderungen *)														
2012	- 111,0	- 7,4	- 6,3	- 12,0	- 16,4	- 19,5	- 0,0	- 2,3	- 0,3	- 89,2	+ 0,3	- 0,1	- 4,6	- 0,5
2013	- 122,4	- 30,9	- 5,3	- 41,2	- 4,1	- 7,4	- 0,4	- 16,6	+ 0,1	- 98,4	+ 0,3	- 0,0	- 1,6	- 0,0
2013 Okt.	- 9,3	- 3,7	+ 1,2	- 3,3	- 2,4	- 0,3	+ 0,1	- 1,2	+ 0,2	- 7,8	+ 0,3	+ 0,0	- 0,9	-
Nov.	- 7,2	- 1,1	- 1,4	- 6,5	- 4,5	- 5,5	- 0,1	- 1,8	+ 0,1	+ 0,1	+ 0,0	+ 0,0	+ 0,2	- 0,0
Dez.	- 26,4	- 2,3	- 2,1	- 19,8	- 12,8	- 14,4	- 0,1	- 1,5	- 0,4	- 10,5	-	+ 0,0	- 0,6	-
2014 Jan.	+ 7,0	- 3,6	- 0,6	+ 15,1	+ 16,6	+ 15,9	- 0,6	- 4,7	+ 0,2	- 4,1	+ 0,1	- 0,0	- 0,2	- 0,0
Febr.	- 11,5	- 2,9	+ 2,3	- 5,2	- 4,8	- 2,0	+ 0,3	- 0,4	+ 0,3	- 9,2	+ 0,1	-	- 1,6	-

* Siehe Tab. IV. 2, Anm.*; statistische Brüche sind in den Veränderungen ausgeschaltet. Die Ergebnisse für den jeweils neuesten Termin sind stets als vorläufig zu betrachten. Änderungen durch nachträgliche Korrekturen, die im folgenden Monatsbericht erscheinen, werden nicht besonders angemerkt. 1 Einschl. auf Fremdwährung lautender Anleihen. 2 Emissionswert bei Auflegung. 3 Einschl. auf Fremdwährung

lautender variabel verzinslicher Anleihen und Null-Kupon-Anleihen. 4 Anleihen auf Nicht-Eurowährungen. 5 Börsenfähige Inhaberschuldverschreibungen bzw. Geldmarktpapiere mit einer Nominalbetragsgarantie von unter 100 Prozent. 6 Nicht börsenfähige Inhaberschuldverschreibungen werden den Sparbriefen zugeordnet siehe auch Tab. IV. 10, Anm. 2.

IV. Banken

12. Bausparkassen (MFIs) in Deutschland *) Zwischenbilanzen

Mrd €

Stand am Jahres- bzw. Monats-ende	Anzahl der Institute	Bilanzsumme 13)	Kredite an Banken (MFIs)			Kredite an Nichtbanken (Nicht-MFIs)				Einlagen und aufgenommene Kredite von Banken (MFIs) 5)		Einlagen und aufgenommene Kredite von Nichtbanken (Nicht-MFIs)		Inhaberschuldverreibungen im Umlauf	Kapital (einschl. offener Rücklagen) 7)	Nachrichtlich: Im Jahr bzw. Monat neu abgeschlossene Verträge 8)
			Guthaben und Darlehen (ohne Baudarlehen) 1)	Baudarlehen 2)	Bank-schuldver-schrei-bun-gen 3)	Baudarlehen			Wert-papiere (einschl. Schatz-wechsel und U-Schät-ze) 4)	Bauspar-einlagen	Sicht- und Termin-gelder	Bauspar-einlagen	Sicht- und Termin-gelder 6)			
						Bauspar-darlehen	Vor- und Zwi-schen-finan-zie-rungs-kredite	sonstige Baudar-lehen								
Alle Bausparkassen																
2011	23	197,5	41,4	0,0	17,6	27,1	74,2	15,9	13,0	0,7	22,8	136,7	6,9	5,4	8,3	99,2
2012	22	200,6	42,2	0,0	17,5	24,0	78,3	16,0	14,5	1,3	21,0	141,9	6,4	4,9	8,7	101,8
2013 Dez.	22	205,2	43,6	0,0	16,9	21,0	82,5	17,0	17,6	1,6	21,1	149,0	5,7	4,0	9,0	9,2
2014 Jan.	22	205,5	43,6	0,0	16,9	20,9	82,7	17,0	17,9	1,6	21,2	149,7	5,5	4,0	9,2	7,6
Febr.	22	206,0	44,2	0,0	16,9	20,6	82,9	17,1	18,0	1,6	20,8	150,5	5,4	4,0	9,1	7,5
Private Bausparkassen																
2013 Dez.	12	144,8	26,1	0,0	10,2	14,5	65,1	14,7	8,6	1,1	17,7	98,7	5,6	4,0	6,0	6,1
2014 Jan.	12	144,8	26,2	0,0	10,2	14,4	65,2	14,7	8,5	1,1	17,8	99,0	5,4	4,0	6,2	4,9
Febr.	12	145,0	26,8	0,0	10,2	14,3	65,3	14,7	8,4	1,1	17,6	99,5	5,3	4,0	6,1	4,7
Öffentliche Bausparkassen																
2013 Dez.	10	60,5	17,5	0,0	6,6	6,5	17,4	2,3	9,1	0,5	3,5	50,3	0,1	-	3,0	3,2
2014 Jan.	10	60,8	17,3	0,0	6,7	6,4	17,5	2,4	9,4	0,5	3,4	50,7	0,1	-	3,0	2,8
Febr.	10	61,0	17,5	0,0	6,7	6,4	17,6	2,4	9,6	0,5	3,3	51,0	0,1	-	3,0	2,8

Entwicklung des Bauspargeschäfts

Mrd €

Zeit	Umsätze im Sparverkehr			Kapitalzusagen		Kapitalauszahlungen						Noch bestehende Auszahlungsverpflichtungen am Ende des Zeitraumes		Zins- und Tilgungseingänge auf Bauspardarlehen 10)		Nachrichtlich: Eingegangene Wohnungsbauprämien 12)
	eingezahlte Bausparbeiträge 9)	Zinsgutschriften auf Bauspäreinlagen	Rückzahlungen von Bauspäreinlagen aus nicht zuge- teilten Ver- trägen	ins- gesamt	darunter Netto- Zutei- lun- gen 11)	Zuteilungen			neu ge- währte Vor- und Zwi- schen- finan- zierungs- kredite und sonstige Bau- darlehen	ins- gesamt	dar- unter aus Zutei- lungen	ins- gesamt	darunter Til- gungen im Quartal			
						Bauspäreinlagen	Bauspardarlehen 9)	darunter zur Ab- lösung von Vor- und Zwi- schenfinan- zierungs- krediten								
Alle Bausparkassen																
2011	27,6	2,5	6,1	46,2	31,0	40,9	18,1	4,4	8,2	4,1	14,6	12,1	7,5	11,0	9,3	0,5
2012	28,5	2,6	6,8	48,3	31,0	40,8	18,3	4,1	6,8	3,7	15,7	13,2	7,7	12,1	10,1	0,4
2013 Dez.	2,5	2,2	0,6	3,4	2,4	3,5	1,6	0,3	0,5	0,3	1,4	13,9	8,0	0,9	2,0	0,0
2014 Jan.	2,6	0,0	0,5	3,6	2,3	3,2	1,3	0,4	0,5	0,3	1,3	13,9	8,0	0,8		0,0
Febr.	2,5	0,0	0,5	3,6	2,4	2,9	1,3	0,3	0,5	0,3	1,2	14,2	8,3	0,8		0,0
Private Bausparkassen																
2013 Dez.	1,7	1,5	0,2	2,5	1,7	2,6	1,2	0,3	0,4	0,2	1,0	9,2	4,4	0,7	1,5	0,0
2014 Jan.	1,6	0,0	0,3	2,6	1,6	2,4	1,0	0,3	0,4	0,2	1,0	9,2	4,5	0,6		0,0
Febr.	1,6	0,0	0,3	2,4	1,4	2,1	0,9	0,2	0,3	0,2	0,9	9,3	4,5	0,6		0,0
Öffentliche Bausparkassen																
2013 Dez.	0,8	0,8	0,3	1,0	0,7	0,9	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	4,6	3,6	0,3	0,6	0,0
2014 Jan.	1,0	0,0	0,2	1,0	0,7	0,8	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	4,7	3,5	0,3		0,0
Febr.	0,9	0,0	0,2	1,2	0,9	0,8	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	4,9	3,7	0,2		0,0

* Ohne Aktiva und Passiva bzw. Geschäfte der Auslandsfilialen. Die Ergebnisse für den jeweils neuesten Termin sind stets als vorläufig zu betrachten; Änderungen durch nachträgliche Korrekturen, die im folgenden Monatsbericht erscheinen, werden nicht besonders angemerkt. 1 Einschl. Forderungen an Bausparkassen, Forderungen aus Namensschuldverschreibungen und Guthaben bei Zentralnotenbanken. 2 Bauspardarlehen sowie Vor- und Zwischenfinanzierungskredite. 3 Einschl. Geldmarktpapiere sowie geringer Beträge anderer Wertpapiere von Banken. 4 Einschl. Ausgleichsforderungen. 5 Einschl. Verbindlichkeiten gegenüber Bausparkassen. 6 Einschl. geringer Beträge von Spareinlagen. 7 Einschl. Genussrechtskapital und Fonds für allgemeine

Bankrisiken. 8 Bausparsumme; nur Neuabschlüsse, bei denen die Abschlussgebühr voll eingezahlt ist. Vertragserhöhungen gelten als Neuabschlüsse. 9 Auszahlungen von Bauspäreinlagen aus zugeordneten Verträgen s. unter Kapitalauszahlungen. 10 Einschl. gutgeschriebener Wohnungsbauprämien. 11 Nur die von den Berechtigten angenommenen Zuteilungen; einschl. Zuteilungen zur Ablösung von Vor- und Zwischenfinanzierungskrediten. 12 Soweit den Konten der Bausparer oder Darlehensnehmer bereits gutgeschrieben, auch in „Eingezahlte Bausparbeiträge“ und „Zins- und Tilgungseingänge auf Bauspardarlehen“ enthalten. 13 Siehe Tabelle IV. 2, Fußnote 1.

IV. Banken

13. Aktiva und Passiva der Auslandsfilialen und Auslandstöchter deutscher Banken (MFIs) *)

Mrd €

Zeit	Anzahl der		Kredite an Banken (MFIs)						Kredite an Nichtbanken (Nicht-MFIs)					Sonstige Aktivpositionen 7)		
	deutschen Banken (MFIs) mit Auslandsfilialen bzw. -töchtern	Auslandsfilialen 1) bzw. Auslands-töchter	Bilanzsumme 7)	Guthaben und Buchkredite			Geldmarktpapiere, Wertpapiere 2) 3)	insgesamt	Buchkredite			Geldmarktpapiere, Wertpapiere 2)	insgesamt	darunter: Derivative Finanzinstrumente des Handelsbestands		
				insgesamt	zusammen	deutsche Banken			ausländische Banken	insgesamt	zusammen				an deutsche Nichtbanken	an ausländische Nichtbanken
Auslandsfilialen															Stand am Jahres- bzw. Monatsende *)	
2011	56	209	2 316,6	603,9	584,9	199,1	385,8	19,0	642,5	504,3	23,2	481,0	138,2	1 070,2	885,0	
2012	55	210	2 042,7	552,1	537,9	179,5	358,4	14,2	550,2	427,1	16,9	410,2	123,1	940,4	671,8	
2013	56	209	1 726,4	435,6	421,9	141,6	280,3	13,7	519,6	411,3	11,0	400,3	108,3	771,1	485,6	
2013 April	55	207	2 034,7	537,8	522,2	163,0	359,1	15,6	578,8	458,2	13,7	444,6	120,6	918,1	656,3	
Mai	55	208	2 003,3	534,1	518,7	160,6	358,2	15,3	595,4	468,8	13,0	455,7	126,6	873,8	613,0	
Juni	55	207	1 909,3	528,0	512,8	162,1	350,6	15,2	563,0	446,7	12,8	433,9	116,3	818,3	605,9	
Juli	54	206	1 845,8	511,4	497,0	156,7	340,3	14,5	540,5	431,2	12,0	419,2	109,3	793,9	544,3	
Aug.	54	206	1 812,6	506,8	492,3	147,6	344,6	14,6	533,5	422,8	12,2	410,6	110,7	772,3	508,3	
Sept.	55	206	1 720,0	471,0	457,5	143,2	314,3	13,6	560,5	449,8	12,1	437,7	110,7	688,4	492,6	
Okt.	55	204	1 779,4	475,8	462,5	145,6	317,0	13,2	549,2	439,7	10,7	429,0	109,5	754,4	487,0	
Nov.	55	206	1 787,6	485,8	472,0	146,7	325,3	13,8	540,5	428,9	10,3	418,6	111,6	761,4	494,0	
Dez.	56	209	1 726,4	435,6	421,9	141,6	280,3	13,7	519,6	411,3	11,0	400,3	108,3	771,1	485,6	
2014 Jan.	56	209	1 814,4	480,7	466,8	146,1	320,7	13,9	543,7	433,4	10,3	423,1	110,3	790,1	457,6	
Veränderungen *)																
2012	- 1	+ 1	- 261,8	- 45,7	- 41,0	- 19,6	- 21,4	- 4,7	- 86,9	- 73,0	- 6,4	- 66,7	- 13,9	- 129,3	- 213,2	
2013	+ 1	- 1	- 279,1	- 98,0	- 97,7	- 37,9	- 59,8	- 0,3	- 13,7	- 2,1	- 5,9	+ 3,8	- 11,7	- 167,4	- 186,2	
2013 Mai	-	+ 1	- 31,5	- 4,0	- 3,8	- 2,5	- 1,3	- 0,3	+ 16,8	+ 10,7	- 0,6	+ 11,3	+ 6,1	- 44,3	- 43,3	
Juni	-	- 1	- 89,8	- 4,0	- 3,9	+ 1,6	- 5,4	- 0,1	- 30,5	- 20,6	- 0,2	- 20,4	- 9,9	- 55,3	- 7,1	
Juli	- 1	- 1	- 54,0	- 12,0	- 11,4	- 5,4	- 6,0	- 0,6	- 17,9	- 11,7	- 0,8	- 10,9	- 6,3	- 24,0	- 61,6	
Aug.	-	-	- 36,5	- 5,8	- 5,8	- 9,1	+ 3,2	+ 0,0	- 8,9	- 10,0	+ 0,2	- 10,3	+ 1,1	- 21,8	- 36,0	
Sept.	+ 1	-	- 82,9	- 30,1	- 29,2	- 4,4	- 24,7	- 0,9	+ 30,3	+ 29,6	- 0,1	+ 29,8	+ 0,7	- 83,1	- 15,7	
Okt.	-	- 2	+ 67,0	+ 7,8	+ 8,1	+ 2,4	+ 5,8	- 0,3	- 7,2	- 6,7	- 1,4	- 5,2	- 0,5	+ 66,3	- 5,6	
Nov.	-	+ 2	+ 7,1	+ 9,9	+ 9,3	+ 1,1	+ 8,2	+ 0,5	- 9,9	- 11,8	- 0,4	- 11,3	+ 1,9	+ 7,1	+ 7,1	
Dez.	+ 1	+ 3	- 52,4	- 45,8	- 45,7	- 5,1	- 40,6	- 0,1	- 17,1	- 14,6	+ 0,7	- 15,3	- 2,5	+ 10,6	- 8,5	
2014 Jan.	-	-	+ 76,2	+ 40,0	+ 40,0	+ 4,5	+ 35,5	+ 0,1	+ 18,1	+ 17,1	- 0,7	+ 17,8	+ 0,9	+ 18,1	- 28,0	
Auslandstöchter															Stand am Jahres- bzw. Monatsende *)	
2011	35	87	478,6	210,3	172,8	95,3	77,5	37,5	210,5	165,1	35,6	129,5	45,5	57,7	-	
2012	35	83	458,7	199,5	166,3	94,5	71,8	33,2	204,7	162,1	30,6	131,5	42,5	54,6	-	
2013	33	75	425,2	187,9	158,7	91,4	67,3	29,2	185,4	148,3	26,1	122,3	37,1	52,0	-	
2013 April	35	83	444,6	188,8	156,6	91,1	65,5	32,1	201,5	158,3	28,5	129,8	43,3	54,3	-	
Mai	35	83	438,4	193,0	161,6	96,5	65,1	31,4	196,2	154,3	28,9	125,4	41,9	49,2	-	
Juni	34	81	436,5	189,5	158,7	94,8	63,9	30,8	193,9	153,7	28,4	125,3	40,1	53,1	-	
Juli	33	78	430,7	190,0	159,2	97,3	61,9	30,8	187,8	148,6	28,6	119,9	39,3	52,8	-	
Aug.	33	78	435,0	193,9	163,3	97,8	65,5	30,6	187,4	148,2	28,5	119,7	39,2	53,7	-	
Sept.	32	77	430,6	190,9	159,9	97,8	62,2	31,0	187,8	149,6	28,3	121,3	38,2	51,9	-	
Okt.	33	77	427,3	190,3	160,1	97,5	62,6	30,2	187,1	148,8	27,9	120,9	38,3	50,0	-	
Nov.	33	76	425,6	189,4	160,0	95,1	64,9	29,4	184,0	146,8	27,7	119,1	37,2	52,2	-	
Dez.	33	75	425,2	187,9	158,7	91,4	67,3	29,2	185,4	148,3	26,1	122,3	37,1	52,0	-	
2014 Jan.	33	74	425,9	187,3	159,3	92,2	67,1	28,0	181,2	145,8	25,5	120,2	35,4	57,4	-	
Veränderungen *)																
2012	-	- 4	- 18,2	- 9,9	- 5,9	- 0,8	- 5,1	- 4,1	- 5,2	- 2,3	- 5,0	+ 2,7	- 2,9	- 3,1	-	
2013	- 2	- 8	- 28,7	- 9,0	- 5,7	- 3,1	- 2,7	- 3,3	- 17,2	- 11,5	- 4,6	- 7,0	- 5,7	- 2,5	-	
2013 Mai	-	-	- 6,2	+ 4,2	+ 4,9	+ 5,4	- 0,5	- 0,7	- 5,3	- 3,9	+ 0,4	- 4,3	- 1,4	- 5,1	-	
Juni	- 1	- 2	- 1,6	- 3,3	- 2,7	- 1,7	- 1,0	- 0,6	- 2,2	- 0,4	+ 0,0	+ 0,0	- 1,8	+ 3,8	-	
Juli	- 1	- 3	- 4,6	+ 1,1	+ 1,0	+ 2,5	- 1,5	+ 0,2	- 5,5	- 4,6	+ 0,2	- 4,8	- 0,9	- 0,2	-	
Aug.	-	-	+ 4,0	+ 3,7	+ 4,0	+ 0,6	+ 3,4	- 0,3	- 0,6	- 0,5	- 0,1	- 0,4	- 0,1	+ 0,9	-	
Sept.	- 1	- 1	- 3,2	- 2,2	- 2,7	- 0,1	- 2,7	+ 0,6	+ 0,8	+ 1,7	- 0,2	+ 2,0	- 0,9	- 1,8	-	
Okt.	+ 1	-	- 2,2	- 0,1	+ 0,6	- 0,3	+ 0,8	- 0,7	- 0,3	- 0,3	- 0,4	+ 0,1	+ 0,0	- 1,8	-	
Nov.	-	- 1	- 2,0	- 1,0	- 0,2	- 2,4	+ 2,2	- 0,9	- 3,2	- 2,2	- 0,2	- 2,0	- 1,0	+ 2,2	-	
Dez.	-	- 1	+ 0,7	- 0,9	- 0,8	- 3,7	+ 2,9	- 0,1	+ 1,8	+ 1,9	- 1,7	+ 3,6	- 0,1	- 0,2	-	
2014 Jan.	-	- 1	- 1,2	- 1,6	- 0,3	+ 0,8	- 1,1	- 1,3	- 5,0	- 3,3	- 0,5	- 2,8	- 1,7	+ 5,4	-	

* „Ausland“ umfasst auch das Sitzland der Auslandsfilialen bzw. der Auslandstöchter. Statistisch bedingte Veränderungen sind bei den Veränderungen ausgeschaltet. (Brüche auf Grund von Veränderungen des Berichtskreises werden bei den Auslands-töchtern grundsätzlich nicht in den Veränderungswerten ausgeschaltet). Die

Ergebnisse für den jeweils neuesten Termin sind stets als vorläufig zu betrachten; Änderungen durch nachträgliche Korrekturen, die im folgenden Monatsbericht erscheinen, werden nicht besonders angemerkt. 1 Mehrere Filialen in einem Sitzland

IV. Banken

Einlagen und aufgenommene Kredite										Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen im Umlauf 5)	Betriebskapital bzw. Eigenkapital	Sonstige Passivpositionen 6) 7)		Zeit
insgesamt	von Banken (MFIs)			von Nichtbanken (Nicht-MFIs)				ausländische Nichtbanken	insgesamt			darunter: Derivative Finanzinstrumente des Handelsbestands		
	zusammen	deutsche Banken	ausländische Banken	insgesamt	deutsche Nichtbanken 4)		mittel- und langfristige						insgesamt	
Stand am Jahres- bzw. Monatsende *)													Auslandsfilialen	
1 179,6	814,0	406,6	407,4	365,6	35,9	30,3	5,6	329,7	141,2	38,6	957,2	880,2	2011	
1 054,8	727,7	371,2	356,5	327,1	34,7	26,9	7,8	292,4	127,0	39,9	821,1	670,8	2012	
890,9	596,4	327,0	269,4	294,5	24,2	19,1	5,1	270,3	125,4	41,2	668,9	484,1	2013	
1 067,1	702,0	332,0	370,0	365,1	30,3	23,1	7,2	334,8	135,3	41,0	791,2	663,1	2013 April	
1 079,0	692,0	338,8	353,2	387,0	28,7	21,6	7,1	358,3	140,3	41,0	743,0	614,7	Mai	
1 012,4	675,9	351,9	324,0	336,5	27,8	21,2	6,5	308,7	133,5	40,7	722,8	603,3	Juni	
1 008,1	651,8	323,6	328,2	356,4	27,8	21,4	6,4	328,6	134,3	40,1	663,2	544,5	Juli	
1 010,3	652,1	324,2	327,8	358,3	24,2	19,0	5,2	334,1	125,7	40,1	636,4	528,9	Aug.	
940,7	603,9	315,4	288,5	336,8	26,4	21,7	4,7	310,4	125,1	39,9	614,3	502,5	Sept.	
1 004,8	649,5	329,4	320,1	355,4	27,7	23,2	4,5	327,6	127,0	39,9	607,6	498,5	Okt.	
1 010,6	674,3	347,7	326,6	336,2	28,1	23,4	4,7	308,1	126,8	39,4	610,9	501,1	Nov.	
890,9	596,4	327,0	269,4	294,5	24,2	19,1	5,1	270,3	125,4	41,2	668,9	484,1	Dez.	
1 011,7	672,1	342,4	329,7	339,5	26,8	21,7	5,1	312,7	127,3	40,9	634,6	469,6	2014 Jan.	
Veränderungen *)													Auslandstöchter	
- 114,6	- 80,1	- 35,3	- 44,8	- 34,5	- 1,3	- 3,4	+ 2,1	- 33,2	- 14,3	+ 1,4	- 134,3	- 209,4	2012	
- 142,1	- 118,2	- 44,3	- 74,0	- 23,9	- 10,4	- 7,7	- 2,7	- 13,4	- 1,5	+ 1,2	- 136,7	- 186,7	2013	
+ 11,4	- 10,5	+ 6,8	- 17,3	+ 21,8	- 1,7	- 1,6	- 0,1	+ 23,5	+ 5,0	- 0,1	- 47,8	- 48,4	2013 Mai	
- 63,8	- 14,6	+ 13,0	- 27,7	- 49,2	- 0,9	- 0,3	- 0,6	- 48,3	+ 6,8	- 0,3	- 18,9	- 11,4	Juni	
+ 1,9	- 20,8	- 28,3	+ 7,5	+ 22,7	+ 0,0	+ 0,1	- 0,1	+ 22,6	+ 0,8	- 0,5	- 56,1	- 58,8	Juli	
+ 0,2	- 0,6	+ 0,6	- 1,3	+ 0,8	- 3,6	- 2,4	- 1,2	+ 4,4	- 8,6	- 0,0	- 28,2	- 15,6	Aug.	
- 62,6	- 44,1	- 8,8	- 35,3	- 18,5	+ 2,2	+ 2,7	- 0,5	- 20,7	- 0,6	- 0,2	- 19,4	- 26,4	Sept.	
+ 69,0	+ 48,0	+ 14,0	+ 34,1	+ 21,0	+ 1,3	+ 1,5	- 0,2	+ 19,7	+ 1,9	- 0,0	- 3,9	- 4,1	Okt.	
+ 4,9	+ 24,5	+ 18,3	+ 6,2	- 19,7	+ 0,4	+ 0,1	+ 0,3	- 20,1	- 0,2	- 0,5	+ 3,0	+ 2,6	Nov.	
- 114,0	- 74,7	- 20,7	- 54,0	- 39,3	- 3,9	- 4,2	+ 0,4	- 35,4	- 1,4	+ 1,8	+ 61,2	- 16,9	Dez.	
+ 113,2	+ 71,6	+ 15,4	+ 56,2	+ 41,6	+ 2,6	+ 2,5	+ 0,0	+ 39,0	+ 1,9	- 0,3	- 38,6	- 14,6	2014 Jan.	
377,5	229,6	142,4	87,2	147,9	26,7	19,8	6,9	121,2	25,1	30,8	45,2	-	2011	
356,8	207,7	120,4	87,2	149,2	22,0	17,8	4,2	127,1	24,9	32,1	44,9	-	2012	
334,2	201,1	113,4	87,7	133,0	18,5	16,4	2,0	114,6	21,3	30,0	39,8	-	2013	
345,1	194,6	114,3	80,4	150,5	22,3	18,2	4,1	128,2	23,9	32,7	42,8	-	2013 April	
340,1	189,5	111,0	78,6	150,6	22,0	17,7	4,3	128,6	23,7	32,6	41,9	-	Mai	
341,5	190,0	108,8	81,2	151,4	20,5	16,2	4,3	130,9	23,1	32,1	39,8	-	Juni	
336,8	188,4	109,8	78,6	148,4	21,4	17,3	4,1	127,1	22,5	31,8	39,6	-	Juli	
341,8	191,8	112,4	79,3	150,0	22,5	18,4	4,1	127,6	22,4	32,0	38,8	-	Aug.	
337,3	195,4	114,8	80,6	141,9	21,2	17,2	4,0	120,7	22,1	32,0	39,1	-	Sept.	
337,9	193,3	111,5	81,8	144,6	22,7	18,7	4,0	121,9	21,9	30,1	37,4	-	Okt.	
336,6	193,7	109,7	84,0	142,9	23,0	19,0	4,0	119,9	21,6	29,9	37,5	-	Nov.	
334,2	201,1	113,4	87,7	133,0	18,5	16,4	2,0	114,6	21,3	30,0	39,8	-	Dez.	
333,9	197,0	109,9	87,1	136,9	20,5	18,5	2,0	116,4	21,3	30,4	40,2	-	2014 Jan.	
Veränderungen *)													Auslandstöchter	
- 19,6	- 21,3	- 22,0	+ 0,7	+ 1,7	- 4,7	- 2,0	- 2,7	+ 6,4	- 0,2	+ 1,3	+ 0,3	-	2012	
- 18,9	- 4,6	- 7,0	+ 2,4	- 14,3	- 3,6	- 1,4	- 2,2	- 10,7	- 3,6	- 2,1	- 4,1	-	2013	
+ 5,1	- 5,2	- 3,3	- 1,8	+ 0,1	- 0,2	- 0,4	+ 0,2	+ 0,3	- 0,2	- 0,1	- 0,8	-	2013 Mai	
+ 1,7	+ 0,7	- 2,1	+ 2,8	+ 1,0	- 1,5	- 1,5	- 0,0	+ 2,5	- 0,6	- 0,5	- 2,1	-	Juni	
- 3,6	- 1,2	+ 1,0	- 2,2	- 2,4	+ 0,9	+ 1,1	- 0,2	- 3,3	- 0,6	- 0,3	- 0,1	-	Juli	
+ 4,7	+ 3,3	+ 2,7	+ 0,6	+ 1,4	+ 1,1	+ 1,1	- 0,0	+ 0,3	- 0,1	+ 0,3	- 0,9	-	Aug.	
- 3,4	+ 4,2	+ 2,4	+ 1,8	- 7,6	- 1,3	- 1,3	- 0,0	- 6,3	- 0,3	- 0,1	+ 0,5	-	Sept.	
+ 1,4	- 1,7	- 3,3	+ 1,6	+ 3,1	+ 1,5	+ 1,5	- 0,0	+ 1,6	- 0,2	- 1,9	- 1,5	-	Okt.	
- 1,5	+ 0,3	- 1,8	+ 2,1	- 1,8	+ 0,3	+ 0,3	- 0,0	- 2,1	- 0,3	- 0,2	+ 0,0	-	Nov.	
- 1,5	+ 7,9	+ 3,7	+ 4,2	- 9,5	- 4,6	- 2,6	- 2,0	- 4,9	- 0,2	+ 0,1	+ 2,4	-	Dez.	
- 1,7	- 4,9	- 3,5	- 1,4	+ 3,2	+ 2,1	+ 2,1	- 0,0	+ 1,2	- 0,0	+ 0,5	+ 0,1	-	2014 Jan.	

zählen als eine Filiale. 2 Schatzwechsel, U-Sätze und sonstige Geldmarktpapiere, Anleihen und Schuldverschreibungen. 3 Einschl. eigener Schuldverschreibungen. 4 Ohne nachrangige Verbindlichkeiten und nicht börsenfähige Schul-

verschreibungen. 5 Begebene börsenfähige und nicht börsenfähige Schuldverschreibungen und Geldmarktpapiere. 6 Einschl. nachrangiger Verbindlichkeiten. 7 Siehe Tabelle IV.2, Fußnote 1.

V. Mindestreserven

1. Reservesätze Deutschland

% der reservspflichtigen Verbindlichkeiten

Gültig ab:	Sichtverbindlichkeiten	befristete Verbindlichkeiten	Spareinlagen
1995 1. August	2	2	1,5

Europäische Währungsunion

% der Reservebasis 1)

Gültig ab:	Satz
1999 1. Januar	2
2012 18. Januar	1

1 Art. 3 der Verordnung der Europäischen Zentralbank über die Auferlegung einer Mindestreservepflicht (ohne die Verbindlichkeiten, für die gemäß Art. 4 Abs. 1 ein Reservesatz von 0 % gilt).

2. Reservehaltung in Deutschland bis Ende 1998 – gemäß der Anweisung der Deutschen Bundesbank über Mindestreserven (AMR) –

Mio DM

Durchschnitt im Monat 1)	Reservspflichtige Verbindlichkeiten				Reserve-Soll 2)	Ist-Reserve 3)	Überschussreserven 4)		Summe der Unterschreitungen des Reserve-Solls
	insgesamt	Sichtverbindlichkeiten	befristete Verbindlichkeiten	Spareinlagen			Betrag	in % des Reserve-Solls	
1995 Dez.	2 066 565	579 337	519 456	967 772	36 492	37 337	845	2,3	3
1996 Dez.	2 201 464	655 483	474 342	1 071 639	38 671	39 522	851	2,2	4
1997 Dez.	2 327 879	734 986	476 417	1 116 477	40 975	41 721	745	1,8	3
1998 Dez.	2 576 889	865 444	564 878	1 146 567	45 805	46 432	627	1,4	4

1 Gemäß §§ 5 bis 7 der Anweisung der Deutschen Bundesbank über Mindestreserven (AMR). 2 Betrag nach Anwendung der Reservesätze auf die reservspflichtigen Verbindlichkeiten (§ 5 Abs. 1 AMR). 3 Durchschnittliche Guthaben der

reservspflichtigen Kreditinstitute auf Girokonten bei der Deutschen Bundesbank. 4 Ist-Reserve abzüglich Reserve-Soll.

3. Reservehaltung in der Europäischen Währungsunion – ab 1999 gemäß der EZB-Verordnung über Mindestreserven nach Art. 19.1 EZB/ESZB-Statut –

Erfüllungsperiode beginnend im Monat 1)	Reservebasis 2)	Reserve-Soll vor Abzug des Freibetrages 3)	Freibetrag 4)	Reserve-Soll nach Abzug des Freibetrages	Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten 5)	Überschussreserven 6)	Summe der Unterschreitungen des Reserve-Solls 7)
Europäische Währungsunion (Mrd €)							
2013 Aug.	10 541,8	105,4	0,5	104,9	274,5	169,6	0,0
Sept.	10 422,7	104,2	0,5	103,8	268,4	164,7	0,0
Okt.	10 423,3	104,2	0,5	103,8	244,9	141,1	0,0
Nov.	10 379,0	103,8	0,5	103,3	220,2	116,9	0,0
Dez. 8)	10 385,9	103,9	0,5	103,4	248,1	144,8	0,0
2014 Jan.	10 408,1	104,1	0,5	103,6	216,0	112,4	0,0
Febr.	10 330,4	103,3	0,5	102,8	201,1	98,3	0,0
März 9)	10 404,4	104,0	0,5	103,6	195,2	91,6	0,0
April 9)	...	...	...	103,5	...	...	...
Darunter: Deutschland (Mio €)							
2013 Aug.	2 758 601	27 586	179	27 407	88 737	61 330	0
Sept.	2 749 459	27 495	178	27 317	92 920	65 603	20
Okt.	2 759 639	27 596	178	27 419	78 384	50 965	0
Nov.	2 741 870	27 419	177	27 241	67 149	39 908	0
Dez.	2 743 933	27 439	177	27 262	75 062	47 800	2
2014 Jan.	2 772 133	27 721	178	27 544	64 060	36 516	1
Febr.	2 733 718	27 337	178	27 159	61 004	33 845	3
März	2 765 104	27 651	178	27 473	58 580	31 107	0
April 9)	2 769 221	27 692	178	27 515	...	...	...

1 Ab März 2004 beginnt die Erfüllungsperiode am Abwicklungstag des Hauptfinanzierungsgeschäfts, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, in der die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. 2 Art. 3 der Verordnung der Europäischen Zentralbank über die Auferlegung einer Mindestreservepflicht (ohne die Verbindlichkeiten, für die gemäß Art. 4 Abs. 1 ein Reservesatz von 0 % gilt). 3 Betrag nach Anwendung der Reservesätze auf die Reservebasis. 4 Art. 5 Abs. 2 der Verordnung der Europäischen Zentralbank über die Auferlegung einer Mindestreserve-

pflcht. 5 Durchschnittliche Guthaben der Kreditinstitute bei den nationalen Zentralbanken. 6 Durchschnittliche Guthaben abzüglich Reserve-Soll nach Abzug des Freibetrages. 7 Reserve-Soll nach Abzug des Freibetrages. 8 Reserve-Soll nach Abzug des Freibetrages inklusive des Reserve-Solls von Lettland in Höhe von 0,187 Mrd €. Das Reserve-Soll in der Europäischen Währungsunion bis zum 31. Dezember 2013 betrug 103,2 Mrd €.

VI. Zinssätze

1. EZB-Zinssätze

% p.a.

Gültig ab	Einlage- fazilität	Hauptrefinan- zierungsgeschäfte		Spitzen- refi- nanzie- rungs- fazilität	Gültig ab	Einlage- fazilität	Hauptrefinan- zierungsgeschäfte		Spitzen- refi- nanzie- rungs- fazilität
		Festsatz	Mindest- bietungs- satz				Festsatz	Mindest- bietungs- satz	
2005 6. Dez.	1,25	–	2,25	3,25	2009 21. Jan.	1,00	2,00	–	3,00
					11. März	0,50	1,50	–	2,50
2006 8. März	1,50	–	2,50	3,50	8. April	0,25	1,25	–	2,25
15. Juni	1,75	–	2,75	3,75	13. Mai	0,25	1,00	–	1,75
9. Aug.	2,00	–	3,00	4,00					
11. Okt.	2,25	–	3,25	4,25	2011 13. April	0,50	1,25	–	2,00
13. Dez.	2,50	–	3,50	4,50	13. Juli	0,75	1,50	–	2,25
					9. Nov.	0,50	1,25	–	2,00
2007 14. März	2,75	–	3,75	4,75	14. Dez.	0,25	1,00	–	1,75
13. Juni	3,00	–	4,00	5,00					
					2012 11. Juli	0,00	0,75	–	1,50
2008 9. Juli	3,25	–	4,25	5,25					
8. Okt.	2,75	–	3,75	4,75	2013 8. Mai	0,00	0,50	–	1,00
9. Okt.	3,25	3,75	–	4,25	13. Nov.	0,00	0,25	–	0,75
12. Nov.	2,75	3,25	–	3,75					
10. Dez.	2,00	2,50	–	3,00					

1 Gemäß § 247 BGB.

2. Basiszinssätze

% p.a.

Gültig ab	Basis- zins- satz gemäß BGB 1)	Gültig ab	Basis- zins- satz gemäß BGB 1)
2002 1. Jan.	2,57	2008 1. Jan.	3,32
1. Juli	2,47	1. Juli	3,19
2003 1. Jan.	1,97	2009 1. Jan.	1,62
1. Juli	1,22	1. Juli	0,12
2004 1. Jan.	1,14	2011 1. Juli	0,37
1. Juli	1,13	2012 1. Jan.	0,12
2005 1. Jan.	1,21	2013 1. Jan.	–0,13
1. Juli	1,17	1. Juli	–0,38
2006 1. Jan.	1,37	2014 1. Jan.	–0,63
1. Juli	1,95		
2007 1. Jan.	2,70		
1. Juli	3,19		

3. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren) *)

Gebote Betrag	Zuteilung Betrag	Mengtender		Zinstender		Laufzeit
		Festsatz	Mindest- bietungssatz	marginaler Satz 1)	gewichteter Durchschnittssatz	
Gutschriftstag	Mio €	% p.a.				Tage
Hauptrefinanzierungsgeschäfte						
2014 19. März.	96 906	96 906	0,25	–	–	7
26. März.	121 305	121 305	0,25	–	–	7
2. April	110 643	110 643	0,25	–	–	7
9. April	104 619	104 619	0,25	–	–	7
16. April	112 165	112 165	0,25	–	–	7
23. April	121 816	121 816	0,25	–	–	7
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte						
2014 27. Febr.	6 297	6 297	2) ...	–	–	91
12. März.	7 522	7 522	0,25	–	–	28
27. März.	11 617	11 617	2) ...	–	–	91
9. April	28 023	28 023	0,25	–	–	35

* Quelle: EZB. 1 Niedrigster bzw. höchster Zinssatz, zu dem Mittel noch zugeteilt bzw. hereingenommen werden. 2 Berechnung am Ende der Laufzeit; Zuteilung zu

dem durchschnittlichen Mindestbietungssatz aller Hauptrefinanzierungsgeschäfte während der Laufzeit.

4. Geldmarktsätze nach Monaten *)

% p.a.

Durchschnitt im Monat	EONIA Swap Index 2)					EURIBOR 3)					
	EONIA 1)	Wochengeld	Monatsgeld	Drei- monatsgeld	Sechs- monatsgeld	Zwölf- monatsgeld	Wochengeld	Monatsgeld	Drei- monatsgeld	Sechs- monatsgeld	Zwölf- monatsgeld
2013 Sept.	0,08	0,08	0,09	0,10	0,11	0,16	0,10	0,13	0,22	0,34	0,54
Okt.	0,09	0,09	0,09	0,11	0,13	0,17	0,10	0,13	0,23	0,34	0,54
Nov.	0,10	0,11	0,11	0,11	0,11	0,12	0,11	0,13	0,22	0,33	0,51
Dez.	0,17	0,16	0,18	0,16	0,15	0,15	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54
2014 Jan.	0,20	0,18	0,18	0,17	0,17	0,16	0,19	0,22	0,29	0,40	0,56
Febr.	0,16	0,18	0,16	0,14	0,12	0,11	0,19	0,22	0,29	0,39	0,55
März	0,19	0,18	0,18	0,16	0,16	0,15	0,20	0,23	0,31	0,41	0,58

* Monatsdurchschnitte sind eigene Berechnungen. Weder die Deutsche Bundesbank noch eine andere Stelle kann bei Umstimmigkeiten des EONIA Satzes, der EURIBOR Sätze und der EONIA Swap Sätze haftbar gemacht werden. 1 Euro OverNight Index Average: Seit 4. Januar 1999 von der Europäischen Zentralbank auf der Basis effektiver Umsätze nach der Zinsmethode act/360 berechneter gewichteter Durchschnitts-

satz für Tagesgelder im Interbankengeschäft, der von Reuters veröffentlicht wird. 2 EONIA Swap Index: Seit 20. Juni 2005 von Reuters veröffentlichter Referenzzinssatz für Eurogeldmarktderivate, der als Spot-Wert (T+2) auf der Zinsmethode act/360 basiert. 3 Euro Interbank Offered Rate: Seit 30. Dezember 1998 von Reuters nach der Zinsmethode act/360 berechneter ungewichteter Durchschnittssatz.

VI. Zinssätze

5. Zinssätze und Volumina für die Bestände und das Neugeschäft der deutschen Banken (MFIs) *) a) Bestände ^{o)}

Stand am Monatsende	Einlagen privater Haushalte				Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften			
	mit vereinbarter Laufzeit							
	bis 2 Jahre		von über 2 Jahren		bis 2 Jahre		von über 2 Jahren	
	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €
2013 Febr.	1,47	115 772	2,11	226 984	0,69	79 483	3,30	21 367
März	1,43	112 731	2,10	226 940	0,64	79 303	3,30	21 000
April	1,38	110 618	2,09	226 550	0,60	80 849	3,25	20 869
Mai	1,35	108 839	2,06	225 847	0,58	78 814	3,23	20 652
Juni	1,30	106 091	2,04	225 027	0,57	77 887	3,23	20 352
Juli	1,22	103 026	2,03	224 111	0,55	79 887	3,16	20 464
Aug.	1,16	101 003	2,02	223 993	0,52	80 986	3,14	20 406
Sept.	1,12	99 321	2,01	223 867	0,53	79 626	3,11	20 467
Okt.	1,07	97 939	2,00	223 989	0,50	80 517	3,11	20 505
Nov.	1,05	97 422	1,98	224 581	0,49	79 894	3,10	20 486
Dez.	1,03	96 913	1,97	226 745	0,48	81 898	3,07	20 531
2014 Jan.	1,01	95 966	1,95	227 207	0,48	83 425	3,04	20 595
Febr.	0,99	95 572	1,94	227 633	0,44	86 591	3,02	20 545

Stand am Monatsende	Wohnungsbaukredite an private Haushalte ³⁾						Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte ^{4) 5)}					
	mit Ursprungslaufzeit											
	bis 1 Jahr ⁶⁾		von über 1 Jahr bis 5 Jahre		von über 5 Jahren		bis 1 Jahr ⁶⁾		von über 1 Jahr bis 5 Jahre		von über 5 Jahren	
	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €
2013 Febr.	3,32	5 358	3,37	28 985	4,21	957 811	7,56	60 776	5,22	75 576	5,21	310 001
März	3,32	5 380	3,34	28 892	4,19	959 296	7,59	61 732	5,19	75 792	5,19	308 862
April	3,35	5 429	3,31	28 943	4,17	960 434	7,57	60 887	5,17	76 405	5,17	309 418
Mai	3,34	5 513	3,28	28 887	4,15	962 645	7,51	60 234	5,15	76 791	5,15	309 610
Juni	3,33	5 484	3,26	28 964	4,12	965 019	7,56	61 368	5,13	76 634	5,14	308 931
Juli	3,28	5 653	3,22	28 977	4,09	968 047	7,53	59 608	5,12	77 021	5,12	309 175
Aug.	3,25	5 525	3,20	28 947	4,07	971 598	7,49	58 961	5,10	77 302	5,10	309 848
Sept.	3,29	5 599	3,18	29 073	4,05	973 593	7,64	60 893	5,08	77 444	5,08	308 291
Okt.	3,23	5 786	3,15	29 061	4,02	976 282	7,64	59 053	5,07	77 656	5,06	308 891
Nov.	3,17	5 644	3,13	29 027	4,01	979 253	7,55	56 483	5,03	77 800	5,05	309 729
Dez.	3,29	5 683	3,12	28 778	3,98	978 740	7,61	59 488	5,01	77 624	5,01	307 844
2014 Jan.	3,16	5 704	3,10	28 563	3,96	977 215	7,66	57 235	4,99	77 651	5,00	308 100
Febr.	3,20	5 602	3,08	28 337	3,94	979 347	7,61	56 749	4,97	77 550	4,98	308 406

Stand am Monatsende	Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit Ursprungslaufzeit					
	bis 1 Jahr ⁶⁾		von über 1 Jahr bis 5 Jahre		von über 5 Jahren	
	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €
2013 Febr.	3,11	136 265	3,01	125 664	3,34	581 316
März	3,14	138 467	3,00	125 754	3,33	580 544
April	3,13	135 048	2,96	125 073	3,32	582 836
Mai	3,09	135 366	2,93	125 949	3,31	583 258
Juni	3,14	136 903	2,92	124 651	3,30	582 718
Juli	3,10	133 507	2,89	125 709	3,29	583 497
Aug.	3,05	132 912	2,87	125 631	3,28	581 882
Sept.	3,12	135 674	2,87	123 701	3,28	580 155
Okt.	3,08	132 962	2,86	124 612	3,27	581 133
Nov.	3,07	133 346	2,85	124 895	3,26	584 312
Dez.	3,13	131 319	2,86	124 094	3,24	585 809
2014 Jan.	3,10	129 373	2,86	124 931	3,24	585 957
Febr.	3,11	131 524	2,84	125 835	3,23	586 275

* Gegenstand der MFI-Zinsstatistik sind die von monetären Finanzinstituten (MFIs) angewandten Zinssätze sowie die dazugehörigen Volumina für auf Euro lautende Einlagen und Kredite gegenüber in den Mitgliedstaaten der EWU gebietsansässigen privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Der Sektor private Haushalte umfasst Privatpersonen (einschl. Einzelkaufleute) sowie private Organisationen ohne Erwerbszweck. Zu den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zählen sämtliche Unternehmen (einschl. Personengesellschaften) außer Versicherungen, Banken und sonstigen Finanzierungsinstitutionen. Die auf harmonisierter Basis im Euro-Währungsgebiet ab Januar 2003 erhobene Zinsstatistik wird in Deutschland als Stichprobenerhebung durchgeführt. Die Ergebnisse für den jeweils aktuellen Termin sind stets als vorläufig zu betrachten; Änderungen durch nachträgliche Korrekturen, die im folgenden Monatsbericht erscheinen, werden nicht besonders angemerkt. Weitere Informationen zur MFI-Zinsstatistik lassen sich der Bundesbank-Homepage (Rubrik: Statistik / Meldewesen / Bankenstatistik / MFI-Zinsstatistik) entnehmen. ^o Die Bestände werden zeitpunktbezogen zum Monatsultimo erhoben. ¹ Die Effektivzinssätze werden

entweder als annualisierte vereinbarte Jahreszinssätze (AVJ) oder als eng definierte Effektivzinssätze ermittelt. Beide Berechnungsmethoden umfassen sämtliche Zinszahlungen auf Einlagen und Kredite, jedoch keine eventuell anfallenden sonstigen Kosten, wie z.B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente, Garantien und Kreditversicherungen. ² Angaben basieren auf der monatlichen Bilanzstatistik. ³ Besicherte und unbesicherte Kredite, die für die Beschaffung von Wohnraum, einschl. Wohnungsbau und -modernisierung gewährt werden; einschl. Bauspardarlehen und Bauzwischenfinanzierungen sowie Weiterleitungskredite, die die Meldepflichtigen im eigenen Namen und auf eigene Rechnung ausgereicht haben. ⁴ Konsumentenkredite sind Kredite, die zum Zwecke der persönlichen Nutzung für den Konsum von Gütern und Dienstleistungen gewährt werden. ⁵ Sonstige Kredite im Sinne der Statistik sind Kredite, die für sonstige Zwecke, z.B. Geschäftszwecke, Schuldenkonsolidierung, Ausbildung usw. gewährt werden. ⁶ Einschl. Überziehungskredite (s.a. Anm. 13 bis 15 S. 47*).

VI. Zinssätze

noch: 5. Zinssätze und Volumina für die Bestände und das Neugeschäft der deutschen Banken (MFIs) *)
b) Neugeschäft +)

Einlagen privater Haushalte													
täglich fällig		mit vereinbarter Laufzeit						mit vereinbarter Kündigungsfrist 8)					
		bis 1 Jahr		von über 1 Jahr bis 2 Jahre		von über 2 Jahren		bis 3 Monate		von über 3 Monaten			
		Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €
Erhebungszeitraum													
2013 Febr.	0,51	857 813	0,94	7 887	1,45	745	1,68	1 605	0,93	530 687	1,38	86 114	
März	0,50	862 900	0,79	7 753	1,37	620	1,52	1 501	0,96	529 260	1,33	85 257	
April	0,47	869 149	0,80	7 655	1,37	796	1,38	1 567	0,90	528 646	1,26	83 717	
Mai	0,46	881 098	0,82	7 485	1,47	868	1,53	1 545	0,90	528 835	1,21	81 737	
Juni	0,44	888 922	0,77	6 939	1,41	633	1,46	1 345	0,87	528 594	1,18	80 868	
Juli	0,43	895 155	0,74	8 578	1,26	765	1,37	1 475	0,86	527 971	1,14	79 828	
Aug.	0,42	904 740	0,75	7 310	1,17	546	1,36	1 130	0,85	528 142	1,12	78 869	
Sept.	0,41	905 458	0,73	7 130	1,16	586	1,45	1 237	0,85	527 842	1,09	78 103	
Okt.	0,40	915 399	0,71	7 583	1,06	883	1,44	1 553	0,82	527 870	1,06	78 030	
Nov.	0,39	935 789	0,74	7 097	1,09	869	1,58	1 750	0,83	527 862	1,02	77 998	
Dez.	0,39	931 980	0,66	7 630	1,06	700	1,48	1 406	0,79	532 012	0,99	77 698	
2014 Jan.	0,38	937 354	0,75	8 957	1,10	837	1,58	1 785	0,77	531 516	0,96	77 239	
Febr.	0,38	945 509	0,78	7 933	0,99	810	1,34	1 515	0,80	531 906	0,94	77 471	

Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften								
täglich fällig		mit vereinbarter Laufzeit						
		bis 1 Jahr		von über 1 Jahr bis 2 Jahre		von über 2 Jahren		
		Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €
Erhebungszeitraum								
2013 Febr.	0,21	301 494	0,21	16 085	0,97	413	1,65	218
März	0,20	298 710	0,19	19 875	0,77	507	1,30	266
April	0,19	305 231	0,22	16 608	0,77	417	1,17	526
Mai	0,18	308 618	0,19	23 572	0,74	508	1,53	202
Juni	0,17	300 393	0,21	14 370	0,60	408	1,21	247
Juli	0,16	305 708	0,20	15 631	0,96	460	1,60	538
Aug.	0,16	312 892	0,17	16 639	0,73	516	1,62	191
Sept.	0,16	318 355	0,17	17 489	0,72	463	1,38	224
Okt.	0,16	321 180	0,15	18 642	0,71	381	1,48	277
Nov.	0,16	322 015	0,16	17 258	0,72	383	1,46	232
Dez.	0,16	328 291	0,23	23 419	0,79	367	1,63	428
2014 Jan.	0,15	320 229	0,24	25 407	0,66	391	1,36	417
Febr.	0,15	315 850	0,23	22 970	0,65	371	2,07	265

Kredite an private Haushalte												
Sonstige Kredite an private Haushalte mit anfänglicher Zinsbindung 5)												
variabel oder bis 1 Jahr 9)		von über 1 Jahr bis 5 Jahre		von über 5 Jahren		darunter: Kredite an wirtschaftlich selbständige Privatpersonen 10)						
						variabel oder bis 1 Jahr 9)		von über 1 Jahr bis 5 Jahre		von über 5 Jahren		
						Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektivzinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €
Erhebungszeitraum												
2013 Febr.	1,84	4 102	3,54	920	2,96	2 125	2,05	2 452	3,73	657	2,91	1 248
März	1,90	4 698	3,80	900	2,88	2 574	2,10	2 636	3,95	717	2,88	1 432
April	1,99	5 235	3,57	1 181	2,95	2 815	2,33	2 916	3,70	882	2,88	1 734
Mai	1,80	3 726	3,62	864	2,91	2 318	2,04	2 255	3,80	670	2,88	1 325
Juni	1,84	4 485	3,65	886	2,81	2 651	2,01	2 768	3,85	657	2,76	1 497
Juli	1,92	5 623	3,30	1 332	3,01	3 583	2,20	3 201	3,41	999	3,00	2 019
Aug.	1,93	4 052	3,55	961	3,03	2 398	2,04	2 464	3,75	628	2,97	1 568
Sept.	1,93	4 695	3,56	900	3,03	2 472	2,08	2 756	3,67	669	2,96	1 331
Okt.	1,85	5 116	3,48	1 047	3,09	2 141	2,05	2 979	3,62	760	3,04	1 271
Nov.	1,89	3 676	3,61	909	2,99	2 024	2,11	2 160	3,78	666	2,92	1 275
Dez.	1,87	6 139	3,45	1 098	2,90	2 922	2,01	3 261	3,57	858	2,85	1 729
2014 Jan.	1,98	5 139	3,38	1 102	2,91	2 188	2,31	2 887	3,49	806	2,83	1 438
Febr.	1,89	3 836	3,32	902	2,94	2 153	2,21	2 252	3,63	622	2,85	1 223

Anmerkungen * und 1 bis 6 s. S. 44*. + Für Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und sämtliche Kredite außer revolving Krediten und Überziehungskrediten, Kreditkartenkrediten gilt: Das Neugeschäft umfasst alle zwischen privaten Haushalten oder nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und dem berichtspflichtigen MFI neu getroffenen Vereinbarungen. Die Zinssätze werden als volumengewichtete Durchschnittssätze über alle im Laufe des Berichtsmonats abgeschlossenen Neuvereinbarungen berechnet. Für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist sowie revolving Kredite und Überziehungskredite, Kreditkartenkredite gilt: Das Neugeschäft

wird aus Vereinfachungsgründen wie die Bestände zeitpunktbezogen erfasst. Das bedeutet, dass sämtliche Einlagen- und Kreditgeschäfte, die am letzten Tag des Meldemonats bestehen, in die Berechnung der Durchschnittszinsen einbezogen werden. 7 Geschätzt. Das von den Berichtspflichtigen gemeldete Neugeschäftsvolumen wird mittels des Horvitz-Thompson-Schätzers auf die Grundgesamtheit hochgerechnet. 8 Einschl. Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften; einschl. Treue- und Wachstumsprämien. 9 Ohne Überziehungskredite. 10 Ab Juni 2010 erhoben.

VI. Zinssätze

noch: 5. Zinssätze und Volumina für die Bestände und das Neugeschäft der deutschen Banken (MFIs) *)
 b) Neugeschäft +)

noch: Kredite an private Haushalte										
Konsumentenkredite mit anfänglicher Zinsbindung 4)										
Erhebungs- zeitraum	insgesamt (einschl. Kosten)		variabel oder bis 1 Jahr 9)		von über 1 Jahr bis 5 Jahre		von über 5 Jahren			
	effektiver Jahreszinssatz 11) % p.a.	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	
Kredite insgesamt										
2013 Febr.	6,54	6,23	4 781	4,61	620	5,10	2 161	7,95	2 000	
März	6,33	6,15	5 186	4,56	488	5,00	2 503	7,81	2 195	
April	6,30	6,18	5 658	4,89	554	4,94	2 725	7,91	2 379	
Mai	6,39	6,29	5 325	5,60	697	5,00	2 401	7,89	2 227	
Juni	6,41	6,29	5 396	5,46	618	5,03	2 399	7,77	2 379	
Juli	6,52	6,42	5 990	5,28	480	5,15	2 708	7,84	2 802	
Aug.	6,44	6,34	5 253	5,40	554	5,09	2 288	7,73	2 411	
Sept.	6,40	6,32	4 759	5,79	379	5,02	2 195	7,71	2 185	
Okt.	6,40	6,33	5 232	5,95	504	5,02	2 417	7,77	2 311	
Nov.	6,31	6,22	4 766	5,78	592	5,01	2 218	7,73	1 956	
Dez.	5,97	5,87	4 327	5,32	588	5,00	2 254	7,41	1 485	
2014 Jan.	6,56	6,47	5 445	5,73	538	5,20	2 478	7,93	2 429	
Febr.	6,40	6,32	5 076	5,87	591	5,09	2 300	7,73	2 185	
darunter: besicherte Kredite 12)										
2013 Febr.	.	3,56	426	2,90	239	4,93	116	3,56	71	
März	.	4,10	278	3,43	49	4,70	140	3,52	89	
April	.	3,92	316	2,96	60	4,55	165	3,40	91	
Mai	.	3,95	273	3,19	41	4,57	141	3,32	91	
Juni	.	4,15	274	3,65	43	4,66	155	3,41	76	
Juli	.	4,09	334	3,27	60	4,74	171	3,48	103	
Aug.	.	4,16	259	3,49	44	4,69	137	3,60	78	
Sept.	.	4,28	246	3,47	33	4,67	143	3,87	70	
Okt.	.	4,37	250	3,63	38	4,70	146	4,07	66	
Nov.	.	4,40	221	3,64	35	4,71	133	4,12	53	
Dez.	.	4,24	247	3,48	42	4,63	149	3,79	56	
2014 Jan.	.	4,04	245	2,65	61	4,73	122	4,06	62	
Febr.	.	4,35	217	3,11	33	4,84	119	4,10	65	

noch: Kredite an private Haushalte										
Wohnungsbaukredite mit anfänglicher Zinsbindung 3)										
Erhebungs- zeitraum	insgesamt (einschl. Kosten)		variabel oder bis 1 Jahr 9)		von über 1 Jahr bis 5 Jahre		von über 5 Jahren bis 10 Jahre		von über 10 Jahren	
	effektiver Jahreszinssatz 11) % p.a.	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	
Kredite insgesamt										
2013 Febr.	2,86	2,79	14 470	2,80	2 124	2,44	1 802	2,74	6 100	3,00
März	2,87	2,81	15 659	2,75	2 291	2,54	2 045	2,77	6 235	2,99
April	2,90	2,83	18 191	2,87	2 887	2,50	2 364	2,74	7 590	3,08
Mai	2,79	2,71	15 740	2,91	2 281	2,38	2 004	2,64	6 498	2,84
Juni	2,71	2,64	16 804	2,79	2 317	2,31	2 054	2,57	6 758	2,78
Juli	2,78	2,71	21 404	2,80	3 304	2,39	2 727	2,67	9 161	2,85
Aug.	2,87	2,79	16 749	2,81	2 302	2,45	2 166	2,74	7 027	2,97
Sept.	2,92	2,86	15 567	2,86	2 266	2,46	2 017	2,82	6 594	3,07
Okt.	2,97	2,89	17 153	2,75	3 065	2,53	2 373	2,91	7 044	3,14
Nov.	2,98	2,90	14 279	2,82	2 106	2,51	1 912	2,91	5 686	3,09
Dez.	2,90	2,83	14 896	2,75	2 436	2,45	2 119	2,85	6 169	3,04
2014 Jan.	2,94	2,84	16 675	2,70	3 082	2,54	2 460	2,86	6 752	3,07
Febr.	2,90	2,83	15 089	2,85	2 762	2,43	2 061	2,81	5 540	3,02
darunter: besicherte Kredite 12)										
2013 Febr.	.	2,73	6 711	2,58	824	2,34	919	2,71	2 873	2,98
März	.	2,71	7 343	2,56	929	2,34	1 012	2,70	2 980	2,95
April	.	2,79	8 545	2,73	1 170	2,39	1 181	2,66	3 591	3,16
Mai	.	2,61	7 361	2,69	907	2,23	998	2,58	3 117	2,80
Juni	.	2,53	8 137	2,49	958	2,18	1 039	2,51	3 326	2,70
Juli	.	2,60	10 324	2,65	1 236	2,27	1 392	2,58	4 435	2,76
Aug.	.	2,69	7 910	2,51	979	2,33	1 045	2,68	3 307	2,91
Sept.	.	2,76	7 391	2,65	860	2,36	1 045	2,76	3 193	2,99
Okt.	.	2,84	8 293	2,64	1 219	2,49	1 268	2,87	3 471	3,09
Nov.	.	2,83	6 718	2,68	801	2,45	969	2,85	2 709	3,03
Dez.	.	2,74	6 812	2,55	895	2,34	1 066	2,80	2 849	2,95
2014 Jan.	.	2,79	7 816	2,68	1 079	2,48	1 271	2,80	3 255	3,01
Febr.	.	2,80	7 193	2,87	1 276	2,36	1 009	2,76	2 658	2,99

Anmerkungen * und 1 bis 6 s. S. 44*; Anmerkungen +, 7 bis 10 s. S. 45*; Anmerkung 12 s. S. 47*. 11 Effektivzinssatz, der die eventuell anfallenden sonstigen Kosten, wie

z.B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente, Garantien und Kreditversicherungen, beinhaltet.

VI. Zinssätze

noch: 5. Zinssätze und Volumina für die Bestände und das Neugeschäft der deutschen Banken (MFIs) *)
b) Neugeschäft +)

Erhebungs- zeitraum	noch: Kredite an private Haushalte						Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Revolvierende Kredite 13) und Überziehungskredite 14) Kreditkartenkredite 15)		darunter				Revolvierende Kredite 13) und Überziehungskredite 14) Kreditkartenkredite 15)		darunter			
			Revolvierende Kredite 13) und Überziehungskredite 14)		Echte Kreditkartenkredite				Revolvierende Kredite 13) und Überziehungskredite 14)		Revolvierende Kredite 13) und Überziehungskredite 14)	
	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 16) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 16) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 2) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 16) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 16) Mio €		
2013 Febr.	9,54	44 964	9,61	38 999	14,68	3 698	4,22	70 639	4,24	70 383		
März	9,55	45 946	9,60	39 869	14,69	3 774	4,24	72 271	4,26	72 031		
April	9,52	45 107	9,62	38 827	14,70	3 846	4,25	69 020	4,26	68 777		
Mai	9,50	45 021	9,60	38 709	14,70	3 891	4,18	69 112	4,20	68 890		
Juni	9,50	46 126	9,52	39 588	14,65	4 127	4,32	69 789	4,34	69 530		
Juli	9,55	44 772	9,51	38 381	14,58	4 136	4,30	66 621	4,31	66 406		
Aug.	9,44	44 307	9,49	37 586	14,60	4 183	4,22	66 681	4,24	66 472		
Sept.	9,48	46 356	9,54	39 542	14,63	4 254	4,31	69 234	4,33	68 982		
Okt.	9,43	44 775	9,44	38 011	14,63	4 258	4,26	66 570	4,28	66 316		
Nov.	9,35	42 848	9,30	36 099	14,64	4 288	4,21	67 193	4,23	66 944		
Dez.	9,30	45 730	9,41	38 335	14,62	4 358	4,28	66 825	4,30	66 572		
2014 Jan.	9,36	43 888	9,38	37 050	14,51	4 288	4,27	65 336	4,29	65 106		
Febr.	9,31	43 428	9,29	36 581	14,55	4 259	4,28	66 556	4,31	66 281		

Erhebungs- zeitraum	noch: Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften											
	Kredite bis 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung 17)						Kredite von über 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung 17)					
	variabel oder bis 1 Jahr 9)		von über 1 Jahr bis 5 Jahre		von über 5 Jahren		variabel oder bis 1 Jahr 9)		von über 1 Jahr bis 5 Jahre		von über 5 Jahren	
			Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €			Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €	Effektiv- zinssatz 1) % p.a.	Volumen 7) Mio €
Kredite insgesamt												
2013 Febr.	2,92	6 264	3,58	1 204	2,87	926	1,72	32 114	3,16	1 111	2,89	4 347
März	2,92	7 360	3,58	1 322	2,88	1 144	1,83	38 944	2,63	2 000	2,81	4 220
April	2,92	7 813	3,50	1 509	2,85	1 170	1,80	37 523	2,85	1 491	2,77	4 495
Mai	3,00	7 028	3,51	1 197	2,67	1 076	1,68	33 009	2,77	1 239	2,52	4 020
Juni	2,97	7 849	3,62	902	2,67	1 260	1,75	41 928	2,58	2 153	2,80	5 651
Juli	2,95	8 387	3,57	1 131	2,80	1 489	1,71	43 328	2,84	2 497	3,00	6 045
Aug.	2,80	6 715	3,66	830	2,80	1 275	1,70	32 698	2,51	1 386	2,83	4 394
Sept.	2,97	7 696	3,69	822	2,82	1 074	1,80	38 460	2,84	1 757	2,87	4 817
Okt.	2,92	8 264	3,61	992	2,95	1 181	1,79	42 301	2,86	2 872	3,03	4 462
Nov.	2,99	6 860	3,69	903	2,85	1 022	1,70	32 900	2,43	1 180	2,70	5 032
Dez.	3,01	7 750	3,59	1 032	2,74	1 380	1,86	44 537	2,62	3 368	2,75	8 311
2014 Jan.	2,92	7 777	3,50	995	2,93	1 164	1,85	40 304	2,41	1 534	2,82	4 479
Febr.	2,97	6 822	3,67	726	2,87	1 012	1,71	32 393	2,14	1 285	2,91	3 721
darunter: besicherte Kredite 12)												
2013 Febr.	2,81	960	3,08	128	2,83	245	2,07	5 702	3,63	362	2,86	1 752
März	2,86	1 027	3,04	127	2,78	319	2,04	7 793	2,45	861	2,70	1 161
April	2,70	1 305	3,03	175	2,71	337	2,19	7 219	2,61	560	2,98	1 458
Mai	2,85	961	2,79	134	2,48	321	2,04	5 488	2,82	474	2,78	1 322
Juni	2,82	948	2,82	124	2,50	336	2,10	6 829	2,51	1 058	2,55	1 344
Juli	2,83	1 301	2,85	184	2,63	468	2,20	7 145	2,98	985	2,95	1 621
Aug.	2,82	799	3,08	130	2,61	404	2,14	4 994	2,60	459	2,86	1 245
Sept.	2,87	904	2,80	138	2,65	318	2,10	5 972	3,08	926	2,71	1 439
Okt.	2,67	1 133	2,88	153	2,79	326	2,22	8 531	2,99	1 523	2,92	1 288
Nov.	2,88	746	2,97	114	2,77	274	2,11	4 596	2,75	415	2,65	1 445
Dez.	2,83	912	2,75	154	2,55	449	2,24	6 744	2,35	1 542	2,73	3 014
2014 Jan.	2,71	1 122	2,69	161	2,85	324	2,16	8 627	2,65	519	2,87	1 224
Febr.	2,86	771	2,72	105	2,66	313	2,16	4 281	2,39	300	2,73	794

Anmerkungen * und 1 bis 6 s. S. 44*; Anmerkungen +, 7 bis 10 s. S. 45*; Anmerkung 11 s. S. 46*. 12 Ab Juni 2010 erhoben. Für die Zwecke der Zinsstatistik gilt ein Kredit als besichert, wenn für den Kreditbetrag eine Besicherung (u.a. Finanzwerte, Immobiliensicherheiten, Schuldverschreibungen) in mindestens gleicher Höhe bestellt, verpfändet oder abgetreten wurde. 13 Ab Juni 2010 einschl. revolvingender Kredite, die alle folgenden Eigenschaften besitzen: a) der Kreditnehmer kann die Mittel bis zu einem im Voraus genehmigten Kreditlimit nutzen oder abheben, ohne den Kreditgeber davon im Voraus in Kenntnis zu setzen; b) der verfügbare Kreditbetrag kann sich mit Aufnahme und Rückzahlung von Krediten erhöhen bzw. verringern; c) der Kredit kann wiederholt genutzt werden; d) es besteht keine Pflicht zu regelmäßiger Rückzahlung der Mittel. 14 Überziehungskredite sind als Sollsalden auf laufenden Konten definiert.

Zu den Überziehungskrediten zählen eingeräumte und nicht eingeräumte Dispositionskredite sowie Kontokorrentkredite. 15 Ab Juni 2010 einschl. echter und unechter Kreditkartenkredite. Unter einem unechten Kreditkartenkredit ist die Stundung von Kreditkartenforderungen, die während der Abrechnungsperiode zusammenkommen, zu verstehen. Da in dieser Phase üblicherweise keine Sollzinsen in Rechnung gestellt werden, ist der Zinssatz für unechte Kreditkartenkredite definitionsgemäß 0 %. 16 Von Januar 2003 bis Mai 2010 geschätzt. Der von den Berichtspflichtigen gemeldete Gesamtbestand zum Monatsende wurde mittels des Horvitz-Thompson-Schätzers auf die Grundgesamtheit hochgerechnet. Ab Juni 2010 basieren die Angaben auf der monatlichen Bilanzstatistik. 17 Der Betrag bezieht sich jeweils auf die einzelne, als Neugeschäft geltende Kreditaufnahme.

VII. Versicherungen und Pensionseinrichtungen

1. Aktiva *)

Mrd €

Stand am Jahres- bzw. Quartalsende	Aktiva									
	Finanzielle Aktiva									Nichtfinanzielle Aktiva
insgesamt	insgesamt	Bargeld und Einlagen bei Banken (MFIs) 1)	Schuld- verschreibungen (einschl. Finanzderivate)	Kredite 2)	Aktien und sonstige Anteilsrechte 3)	Investment- fondsanteile	Anteile der Rück- versicherer an den ver- sicherungs- technischen Bruttorück- stellungen	Sonstige finanzielle Aktiva		
Versicherungen und Pensionseinrichtungen 4)										
2005	1 696,0	1 633,7	486,8	153,0	240,8	240,3	356,4	79,6	76,9	62,4
2006	1 771,5	1 709,2	524,1	149,9	244,8	261,5	385,6	74,5	68,7	62,3
2007	1 838,3	1 779,8	558,3	155,1	248,2	275,3	409,6	70,2	63,1	58,5
2008	1 770,6	1 714,8	574,5	159,4	243,3	228,9	379,7	65,8	63,4	55,8
2009	1 836,8	1 779,6	588,9	173,9	259,8	210,5	426,9	58,6	61,2	57,1
2010	1 961,9	1 900,5	570,9	210,4	267,2	223,5	501,4	59,9	67,2	61,4
2011	2 011,2	1 947,8	576,3	226,2	271,9	221,9	522,1	62,2	67,1	63,4
2012	2 157,2	2 090,9	560,1	289,6	278,4	223,7	611,6	63,1	64,4	66,3
2013	2 229,4	2 158,3	540,1	322,5	285,3	224,3	656,7	64,9	64,5	71,1
2011 4.Vj.	2 011,2	1 947,8	576,3	226,2	271,9	221,9	522,1	62,2	67,1	63,4
2012 1.Vj.	2 058,3	1 994,4	572,5	248,3	275,5	222,1	549,8	62,4	63,8	63,9
2.Vj.	2 078,0	2 013,1	568,9	259,6	275,6	221,0	561,3	62,6	64,0	64,9
3.Vj.	2 124,8	2 059,2	566,1	277,5	277,0	223,5	588,0	62,9	64,3	65,6
4.Vj.	2 157,2	2 090,9	560,1	289,6	278,4	223,7	611,6	63,1	64,4	66,3
2013 1.Vj.	2 196,3	2 129,1	559,9	304,0	280,3	225,2	629,3	64,9	65,6	67,2
2.Vj.	2 190,5	2 122,6	554,2	306,4	280,5	224,6	626,6	64,7	65,6	67,9
3.Vj.	2 207,7	2 138,3	546,9	311,8	284,0	224,3	641,8	64,6	64,9	69,4
4.Vj.	2 229,4	2 158,3	540,1	322,5	285,3	224,3	656,7	64,9	64,5	71,1
Versicherungen										
2005	1 436,7	1 391,4	384,7	130,4	221,3	234,2	272,0	78,6	70,2	45,3
2006	1 489,2	1 444,6	410,4	127,6	224,7	254,2	292,7	73,1	62,0	44,6
2007	1 526,2	1 485,5	432,5	130,7	226,4	267,1	304,0	68,2	56,6	40,7
2008	1 454,7	1 416,5	436,7	133,7	221,7	221,4	284,3	63,4	55,2	38,2
2009	1 490,3	1 452,2	440,4	146,2	236,4	202,7	317,6	55,6	53,2	38,1
2010	1 553,3	1 513,1	420,0	170,9	243,2	210,7	356,5	56,5	55,4	40,3
2011	1 584,6	1 542,9	419,8	191,3	246,0	210,4	361,4	58,4	55,5	41,7
2012	1 694,4	1 651,1	403,7	247,6	251,7	211,4	425,1	59,0	52,7	43,3
2013	1 743,4	1 697,0	382,9	274,2	257,9	211,1	458,2	60,6	52,2	46,4
2011 4.Vj.	1 584,6	1 542,9	419,8	191,3	246,0	210,4	361,4	58,4	55,5	41,7
2012 1.Vj.	1 620,6	1 578,7	415,4	211,4	249,4	210,3	381,3	58,6	52,5	41,9
2.Vj.	1 635,4	1 592,7	412,5	220,6	249,3	209,0	389,9	58,7	52,6	42,7
3.Vj.	1 671,2	1 628,1	409,4	236,7	250,6	211,3	408,6	58,8	52,7	43,0
4.Vj.	1 694,4	1 651,1	403,7	247,6	251,7	211,4	425,1	59,0	52,7	43,3
2013 1.Vj.	1 726,1	1 682,3	402,1	261,5	253,5	212,5	438,2	60,7	53,8	43,8
2.Vj.	1 719,6	1 675,3	397,2	262,2	253,8	211,9	436,1	60,5	53,7	44,3
3.Vj.	1 730,7	1 685,2	390,1	266,6	256,8	211,3	447,2	60,4	52,8	45,5
4.Vj.	1 743,4	1 697,0	382,9	274,2	257,9	211,1	458,2	60,6	52,2	46,4
Pensionseinrichtungen 4)										
2005	259,3	242,3	102,0	22,6	19,5	6,1	84,4	1,0	6,6	17,0
2006	282,3	264,6	113,8	22,4	20,1	7,3	92,8	1,5	6,7	17,7
2007	312,1	294,3	125,8	24,4	21,9	8,2	105,6	1,9	6,6	17,8
2008	315,9	298,3	137,8	25,6	21,6	7,4	95,3	2,4	8,2	17,5
2009	346,5	327,4	148,4	27,7	23,3	7,7	109,3	3,0	8,0	19,1
2010	408,5	387,4	150,9	39,5	24,0	12,8	144,9	3,5	11,8	21,1
2011	426,6	404,9	156,5	34,9	25,9	11,5	160,8	3,8	11,6	21,7
2012	462,8	439,8	156,5	42,0	26,7	12,3	186,5	4,1	11,7	23,0
2013	486,0	461,3	157,2	48,3	27,4	13,2	198,5	4,3	12,3	24,6
2011 4.Vj.	426,6	404,9	156,5	34,9	25,9	11,5	160,8	3,8	11,6	21,7
2012 1.Vj.	437,7	415,7	157,1	36,9	26,1	11,8	168,5	3,9	11,3	22,0
2.Vj.	442,6	420,4	156,4	39,0	26,2	12,0	171,4	3,9	11,4	22,2
3.Vj.	453,6	431,1	156,7	40,9	26,4	12,2	179,4	4,0	11,5	22,5
4.Vj.	462,8	439,8	156,5	42,0	26,7	12,3	186,5	4,1	11,7	23,0
2013 1.Vj.	470,3	446,8	157,8	42,5	26,8	12,7	191,1	4,2	11,8	23,4
2.Vj.	470,9	447,3	157,0	44,2	26,7	12,8	190,6	4,2	11,9	23,6
3.Vj.	477,0	453,1	156,8	45,2	27,3	12,9	194,6	4,3	12,0	23,9
4.Vj.	486,0	461,3	157,2	48,3	27,4	13,2	198,5	4,3	12,3	24,6

Quelle: Eigene Berechnungen unter Verwendung von Aufsichtsdaten der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Nach der Revision der Daten von 2005 bis 2011 wurden nun die Daten ab 2012 revidiert. * Bewertung der Wertpapierpositionen zu Zeitwerten, der übrigen Positionen zu Buchwerten. 1 Einschl. Namensschuldverschreibungen, Schuldscheindarlehen und Pfandbriefe von Kreditinstituten. 2 Einschl. Depotforderungen. 3 Einschl. Genuss-Scheine. 4 Der Begriff „Pensionseinrichtungen“ bezieht sich auf den institutionellen Sektor „Versicherungsgesellschaften und

Pensionskassen“ („insurance corporations and pension funds“) des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen. Die Pensionseinrichtungen umfassen demnach Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge (Pensionskassen, Pensionsfonds, Pensionstreuhand (CTAs; ab 2010 enthalten) und öffentliche, kirchliche und kommunale Zusatzversorgungseinrichtungen) sowie die Versorgungswerke der freien Berufe, nicht jedoch Einrichtungen der Sozialversicherung.

VII. Versicherungen und Pensionseinrichtungen

2. Passiva *)

Mrd €

Stand am Jahres- bzw. Quartalsende	Passiva				Versicherungstechnische Rückstellungen			Sonstige Ver- bindlichkeiten	Reinvermögen 4)
	insgesamt	Schuld- verschreibungen (einschl. Finanzderivate)	Kredite 1)	Aktien und sonstige Anteilsrechte 2)	insgesamt	Ansprüche pri- vater Haushalte aus Rückstel- lungen bei Le- bensversiche- rungen und Pen- sionseinrich- tungen 3)	Beitragsüber- träge und Rück- stellungen für eingetretene Versicherungs- fälle		
Versicherungen und Pensionseinrichtungen 5)									
2005	1 696,0	6,7	89,8	186,0	1 263,8	989,0	274,8	83,9	65,8
2006	1 771,5	8,4	91,6	210,0	1 318,8	1 049,1	269,6	81,3	61,5
2007	1 838,3	11,7	88,9	214,8	1 377,9	1 119,2	258,7	78,2	66,9
2008	1 770,6	14,7	77,0	136,0	1 396,3	1 141,5	254,8	74,7	71,8
2009	1 836,8	16,2	71,6	136,2	1 460,5	1 211,6	249,0	73,1	79,2
2010	1 961,9	17,8	72,3	137,6	1 573,3	1 318,9	254,4	71,5	89,3
2011	2 011,2	17,0	72,1	111,8	1 625,0	1 360,3	264,7	71,5	113,8
2012	2 157,2	22,4	77,1	158,9	1 703,2	1 432,0	271,2	71,4	124,0
2013	2 229,4	16,9	80,1	197,7	1 786,4	1 507,9	278,6	73,8	74,4
2011 4.Vj.	2 011,2	17,0	72,1	111,8	1 625,0	1 360,3	264,7	71,5	113,8
2012 1.Vj.	2 058,3	19,4	72,9	134,6	1 652,9	1 383,4	269,6	71,8	106,6
2.Vj.	2 078,0	18,7	75,5	123,0	1 667,9	1 398,2	269,7	71,5	121,3
3.Vj.	2 124,8	19,3	77,2	141,1	1 684,5	1 414,5	270,0	71,4	131,3
4.Vj.	2 157,2	22,4	77,1	158,9	1 703,2	1 432,0	271,2	71,4	124,0
2013 1.Vj.	2 196,3	21,4	78,1	169,7	1 739,0	1 460,7	278,3	72,8	115,3
2.Vj.	2 190,5	17,8	79,0	172,1	1 751,6	1 474,0	277,6	73,1	97,0
3.Vj.	2 207,7	16,5	79,6	177,0	1 766,0	1 488,6	277,3	73,4	95,3
4.Vj.	2 229,4	16,9	80,1	197,7	1 786,4	1 507,9	278,6	73,8	74,4
Versicherungen									
2005	1 436,7	6,7	88,4	178,9	1 025,7	751,3	274,4	81,9	55,1
2006	1 489,2	8,4	89,8	202,0	1 061,3	792,0	269,2	79,1	48,6
2007	1 526,2	11,7	86,4	206,7	1 090,1	831,7	258,3	75,7	55,6
2008	1 454,7	14,7	74,2	130,6	1 095,7	841,3	254,4	72,3	67,2
2009	1 490,3	16,2	68,3	130,8	1 136,4	887,8	248,5	71,1	67,5
2010	1 553,3	17,8	68,7	131,8	1 191,3	937,3	254,0	69,4	74,4
2011	1 584,6	17,0	68,3	107,0	1 224,3	960,1	264,2	69,6	98,3
2012	1 694,4	22,4	73,1	152,0	1 280,0	1 009,2	270,8	69,5	97,4
2013	1 743,4	16,9	75,8	188,8	1 338,3	1 060,2	278,1	71,8	51,8
2011 4.Vj.	1 584,6	17,0	68,3	107,0	1 224,3	960,1	264,2	69,6	98,3
2012 1.Vj.	1 620,6	19,4	69,1	128,8	1 245,0	975,9	269,1	69,9	88,4
2.Vj.	1 635,4	18,7	71,5	117,7	1 256,4	987,1	269,3	69,7	101,4
3.Vj.	1 671,2	19,3	73,2	135,0	1 268,5	998,9	269,6	69,6	105,6
4.Vj.	1 694,4	22,4	73,1	152,0	1 280,0	1 009,2	270,8	69,5	97,4
2013 1.Vj.	1 726,1	21,4	74,0	162,3	1 308,8	1 031,0	277,8	70,9	88,6
2.Vj.	1 719,6	17,8	74,8	164,5	1 317,7	1 040,5	277,2	71,2	73,7
3.Vj.	1 730,7	16,5	75,4	169,2	1 326,8	1 050,0	276,9	71,4	71,4
4.Vj.	1 743,4	16,9	75,8	188,8	1 338,3	1 060,2	278,1	71,8	51,8
Pensionseinrichtungen 5)									
2005	259,3	–	1,3	7,2	238,1	237,7	0,4	2,0	10,7
2006	282,3	–	1,8	8,0	257,5	257,1	0,4	2,1	12,9
2007	312,1	–	2,4	8,1	287,8	287,5	0,3	2,5	11,2
2008	315,9	–	2,8	5,4	300,6	300,2	0,4	2,4	4,7
2009	346,5	–	3,2	5,4	324,2	323,7	0,4	1,9	11,7
2010	408,5	–	3,6	5,8	382,1	381,7	0,4	2,1	15,0
2011	426,6	–	3,8	4,8	400,6	400,2	0,5	1,9	15,5
2012	462,8	–	4,1	6,9	423,3	422,8	0,4	1,9	26,6
2013	486,0	–	4,3	8,9	448,2	447,7	0,5	2,0	22,6
2011 4.Vj.	426,6	–	3,8	4,8	400,6	400,2	0,5	1,9	15,5
2012 1.Vj.	437,7	–	3,9	5,8	407,9	407,5	0,5	1,9	18,2
2.Vj.	442,6	–	3,9	5,3	411,5	411,1	0,5	1,9	19,9
3.Vj.	453,6	–	4,0	6,1	416,0	415,6	0,4	1,9	25,7
4.Vj.	462,8	–	4,1	6,9	423,3	422,8	0,4	1,9	26,6
2013 1.Vj.	470,3	–	4,1	7,4	430,1	429,7	0,5	1,9	26,7
2.Vj.	470,9	–	4,2	7,5	433,9	433,5	0,5	1,9	23,3
3.Vj.	477,0	–	4,2	7,8	439,1	438,7	0,5	2,0	23,9
4.Vj.	486,0	–	4,3	8,9	448,2	447,7	0,5	2,0	22,6

Quelle: Eigene Berechnungen unter Verwendung von Aufsichtsdaten der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Nach der Revision der Daten von 2005 bis 2011 wurden nun die Daten ab 2012 revidiert. * Bewertung der Wertpapierpositionen zu Zeitwerten, der übrigen Positionen zu Buchwerten. Unterjährige Werte sowie Werte ab 2013 sind teilweise geschätzt. 1 Einschl. Depotverbindlichkeiten. 2 Einschl. Genuss-Scheine. 3 Einschl. Altersrückstellungen der Krankenversicherungen und Deckungsrückstellungen der Unfallversicherungen mit Beitragsrückgewähr. 4 Nach der Definition des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 1995) berechnet sich das Reinvermögen als Summe der Aktiva abzüglich Verbindlichkeiten sowie Rückstellungen. Das Eigenkapital setzt sich danach aus der Sum-

me aus Reinvermögen und der Passivposition „Aktien und sonstige Anteilsrechte“ zusammen. 5 Der Begriff „Pensionseinrichtungen“ bezieht sich auf den institutionellen Sektor „Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen“ („insurance corporations and pension funds“) des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen. Die Pensionseinrichtungen umfassen demnach Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge (Pensionskassen, Pensionsfonds, Pensionstreuhand (CTAs; ab 2010 enthalten) und öffentliche, kirchliche und kommunale Zusatzversorgungseinrichtungen) sowie die Versorgungswerke der freien Berufe, nicht jedoch Einrichtungen der Sozialversicherung.

VIII. Kapitalmarkt

1. Absatz und Erwerb von festverzinslichen Wertpapieren und Aktien in Deutschland

Mio €

Festverzinsliche Wertpapiere											
Zeit	Absatz = Erwerb insgesamt	Absatz					Erwerb				
		inländische Schuldverschreibungen 1)					Inländer				
		zu- sammen	Bank- schul- ver- schrei- bungen	Anleihen von Unter- nehmen 2) (Nicht-MFIs)	Anleihen der öffent- lichen Hand 3)	aus- ländische Schuldver- schrei- bungen 4)	zu- sammen 5)	Kredit- institute einschließ- lich Bauspar- kassen 6)	Deutsche Bundesbank	übrige Sektoren 7)	Aus- länder 8)
2002	175 396	124 035	47 296	14 506	62 235	51 361	60 476	13 536	.	46 940	114 920
2003	184 679	134 455	31 404	30 262	72 788	50 224	105 557	35 748	.	69 809	79 122
2004	233 890	133 711	64 231	10 778	58 703	100 179	108 119	121 841	.	13 723	125 772
2005	252 658	110 542	39 898	2 682	67 965	142 116	94 718	61 740	.	32 978	157 940
2006	242 006	102 379	40 995	8 943	52 446	139 627	125 423	68 893	.	56 530	116 583
2007	217 798	90 270	42 034	20 123	28 111	127 528	26 762	96 476	.	123 238	244 560
2008	76 490	66 139	45 712	86 527	25 322	10 351	18 236	68 049	.	49 813	58 254
2009	70 208	538	114 902	22 709	91 655	70 747	90 154	12 973	8 645	68 536	19 945
2010	146 620	1 212	7 621	24 044	17 635	147 831	92 682	103 271	22 967	172 986	53 938
2011	36 638	13 575	46 796	850	59 521	23 064	17 173	94 793	36 805	40 814	53 811
2012	54 965	21 419	98 820	8 701	86 103	76 382	7 184	42 017	3 573	52 774	47 781
2013	11 172	101 616	117 187	153	15 415	90 443	24 158	25 778	12 708	62 646	35 330
2013 April	8 228	917	5 520	2 476	3 960	7 312	13 211	2 027	1 400	16 638	4 983
2013 Mai	17 279	2 884	9 809	421	6 504	20 162	1 838	3 962	1 050	6 850	15 441
2013 Juni	13 132	17 431	9 542	5 473	2 416	4 298	12 255	3 451	1 280	10 084	25 387
2013 Juli	19 574	28 318	12 903	2 594	12 821	8 744	3 454	3 106	796	448	16 120
2013 Aug.	929	6 470	12 968	70	6 428	7 399	2 952	1 447	1 568	2 831	3 881
2013 Sept.	4 645	4 784	560	1 743	2 481	139	5 965	6 077	351	463	1 320
2013 Okt.	7 451	5 582	5 401	5 716	5 266	1 869	6 018	3 717	751	10 486	1 433
2013 Nov.	19 214	4 316	8 410	1 251	13 977	14 898	6 386	7 717	167	1 164	12 828
2013 Dez.	38 456	39 871	24 847	4 973	10 051	1 415	4 338	4 647	1 215	1 524	34 118
2014 Jan.	6 649	2 476	3 705	3 516	4 744	4 173	4 128	4 149	1 511	1 532	10 777
2014 Febr.	4 135	691	8 978	409	9 260	3 444	9 808	1 895	560	7 353	13 943

Mio €

Aktien							
Zeit	Absatz = Erwerb insgesamt	Absatz			Erwerb		
		inländische Aktien 9)	ausländische Aktien 10)	30 106	Inländer		
					zu- sammen 11)	Kredit- institute 6)	übrige Sektoren 12)	Ausländer 13)
2002	39 338	9 232	30 106	18 398	23 236	41 634	20 941
2003	11 896	16 838	4 946	15 121	7 056	22 177	27 016
2004	3 317	10 157	13 474	7 432	5 045	2 387	10 748
2005	32 364	13 766	18 597	1 036	10 208	9 172	31 329
2006	26 276	9 061	17 214	7 528	11 323	3 795	18 748
2007	5 009	10 053	15 062	62 308	6 702	55 606	57 299
2008	29 452	11 326	40 778	2 743	23 079	25 822	32 194
2009	35 980	23 962	12 018	30 496	8 335	38 831	5 484
2010	37 767	20 049	17 719	36 406	7 340	29 066	1 361
2011	23 718	21 713	2 005	38 558	670	37 888	14 838
2012	19 164	5 120	14 044	18 022	10 259	7 763	1 142
2013	30 015	10 106	19 910	24 994	11 991	13 003	5 022
2013 April	102	93	9	22 070	18 391	3 679	21 967
2013 Mai	10 682	5 560	5 122	4 921	10 712	5 791	15 603
2013 Juni	2 296	1 544	752	5 635	8 772	3 137	7 931
2013 Juli	7 986	109	7 877	6 613	4 697	1 916	1 373
2013 Aug.	790	158	632	408	855	447	1 198
2013 Sept.	1 609	188	1 421	249	3 053	2 804	1 361
2013 Okt.	1 847	181	1 666	5 545	242	5 787	3 698
2013 Nov.	1 327	153	1 480	4 640	347	4 987	3 312
2013 Dez.	2 573	1 042	3 615	7 874	2 257	5 617	5 301
2014 Jan.	3 931	115	3 816	11 526	8 586	2 940	7 595
2014 Febr.	4 284	599	4 883	9 885	11 608	1 623	7 701

1 Netto-Absatz zu Kurswerten plus/minus Eigenbestandsveränderungen bei den Emittenten. 2 Ab Januar 2011 inklusive grenzüberschreitender konzerninterner Verrechnungen. 3 Einschl. Bundeseseisenbahnvermögen, Bundespost und Treuhandanstalt. 4 Netto-Erwerb bzw. Netto-Veräußerung (-) ausländischer Schuldverschreibungen durch Inländer; Transaktionswerte. 5 In- und ausländische Schuldverschreibungen. 6 Buchwerte; statistisch bereinigt. 7 Als Rest errechnet; enthält auch den Erwerb in- und ausländischer Wertpapiere durch inländische Investmentfonds. Bis Ende 2008 einschließlich Deutsche Bundesbank. 8 Netto-Erwerb bzw. Netto-Veräußerung (-) inländischer Schuldverschreibungen durch Ausländer; Transaktions-

werte. 9 Ohne Aktien der Investmentaktiengesellschaften; zu Emissionskursen. 10 Netto-Erwerb bzw. Netto-Veräußerung (-) ausländischer Aktien (einschließlich Direktinvestitionen) durch Inländer; Transaktionswerte. 11 In- und ausländische Aktien. 12 Als Rest errechnet; enthält auch den Erwerb in- und ausländischer Wertpapiere durch inländische Investmentfonds. 13 Netto-Erwerb bzw. Netto-Veräußerung (-) inländischer Aktien (einschl. Direktinvestitionen) durch Ausländer; Transaktionswerte. — Die Ergebnisse für den jeweils neuesten Termin sind vorläufig; Korrekturen werden nicht besonders angemerkt.

VIII. Kapitalmarkt

2. Absatz festverzinslicher Wertpapiere von Emittenten mit Sitz in Deutschland *)

Mio € Nominalwert

Zeit	Insgesamt	Bankschuldverschreibungen 1)					Anleihen von Unternehmen (Nicht-MFIs) 2)	Anleihen der öffentlichen Hand 3)	Nachrichtlich: DM-/Euro-Auslandsanleihen unter inländ. Konsortialführung begeben	
		zusammen	Hypothekendarlehen	Öffentliche Darlehen	Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten	Sonstige Bankschuldverschreibungen				
Brutto-Absatz 4)										
2002	818 725	569 232	41 496	119 880	117 506	290 353	17 574	231 923	10 313	
2003	958 917	668 002	47 828	107 918	140 398	371 858	22 510	268 406	2 850	
2004	990 399	688 844	33 774	90 815	162 353	401 904	31 517	270 040	12 344	
2005	988 911	692 182	28 217	103 984	160 010	399 969	24 352	272 380	600	
2006	925 863	622 055	24 483	99 628	139 193	358 750	29 975	273 834	69	
2007	1 021 533	743 616	19 211	82 720	195 722	445 963	15 043	262 872	–	
2008	1 337 337	961 271	51 259	70 520	382 814	456 676	95 093	280 974	–	
2009	1 533 616	1 058 815	40 421	37 615	331 566	649 215	76 379	398 423	–	
2010	1 375 138	757 754	36 226	33 539	363 828	324 160	53 654	563 731	–	
2011	1 337 772	658 781	31 431	24 295	376 876	226 180	86 615	592 376	–	
2012	1 340 568	702 781	36 593	11 413	446 153	208 623	63 259	574 529	–	
2013	1 433 628	908 107	25 775	12 963	692 611	176 758	66 630	458 891	–	
2013 Juli	135 973	93 607	1 571	1 292	73 092	17 652	5 442	36 923	–	
Aug.	112 069	71 290	2 809	2 970	50 358	15 153	3 725	37 054	–	
Sept.	110 040	61 322	1 038	644	45 215	14 426	3 476	45 242	–	
Okt.	128 631	81 762	1 466	1 003	67 675	11 617	7 351	39 518	–	
Nov.	128 109	79 061	1 435	1 276	63 765	12 585	7 094	41 954	–	
Dez.	87 498	64 466	2 593	83	52 602	9 189	3 694	19 338	–	
2014 Jan.	139 700	84 157	3 375	739	67 865	12 178	8 279	47 264	–	
Febr.	124 699	75 356	1 798	1 693	56 175	15 689	6 962	42 382	–	
darunter: Schuldverschreibungen mit Laufzeit von über 4 Jahren 5)										
2002	309 157	176 486	16 338	59 459	34 795	65 892	12 149	120 527	9 213	
2003	369 336	220 103	23 210	55 165	49 518	92 209	10 977	138 256	2 850	
2004	424 769	275 808	20 060	48 249	54 075	153 423	20 286	128 676	4 320	
2005	425 523	277 686	20 862	63 851	49 842	143 129	16 360	131 479	400	
2006	337 969	190 836	17 267	47 814	47 000	78 756	14 422	132 711	69	
2007	315 418	183 660	10 183	31 331	50 563	91 586	13 100	118 659	–	
2008	387 516	190 698	13 186	31 393	54 834	91 289	84 410	112 407	–	
2009	361 999	185 575	20 235	20 490	59 809	85 043	55 240	121 185	–	
2010	381 687	169 174	15 469	15 139	72 796	65 769	34 649	177 863	–	
2011	368 039	153 309	13 142	8 500	72 985	58 684	41 299	173 431	–	
2012	421 018	177 086	23 374	6 482	74 386	72 845	44 042	199 888	–	
2013	372 805	151 797	16 482	10 007	60 662	64 646	45 244	175 765	–	
2013 Juli	28 732	10 135	791	767	2 816	5 761	4 382	14 215	–	
Aug.	28 577	11 793	1 891	2 931	1 909	5 062	1 789	14 996	–	
Sept.	31 256	13 633	474	401	6 944	5 814	2 127	15 496	–	
Okt.	37 193	15 712	894	1 003	9 319	4 496	5 682	15 799	–	
Nov.	34 143	9 962	995	1 266	2 947	4 754	3 910	20 271	–	
Dez.	15 389	5 600	1 003	83	1 140	3 375	3 013	6 775	–	
2014 Jan.	47 766	19 040	1 966	678	11 913	4 483	5 450	23 277	–	
Febr.	37 065	14 515	1 456	1 193	4 557	7 309	5 831	16 718	–	
Netto-Absatz 6)										
2002	131 976	56 393	7 936	–	26 806	20 707	54 561	14 306	61 277	–
2003	124 556	40 873	2 700	–	42 521	44 173	36 519	18 431	65 253	–
2004	167 233	81 860	1 039	–	52 615	50 142	83 293	18 768	66 605	–
2005	141 715	65 798	–	2 151	–	34 255	37 242	64 962	65 819	–
2006	129 423	58 336	–	12 811	–	20 150	44 890	46 410	55 482	–
2007	86 579	58 168	–	10 896	–	46 629	42 567	73 127	–	
2008	119 472	8 517	–	15 052	–	65 773	25 165	34 074	82 653	–
2009	76 441	–	75 554	858	–	80 646	25 579	–	21 345	–
2010	21 566	–	87 646	–	3 754	–	63 368	28 296	–	48 822
2011	22 518	–	54 582	–	1 657	–	44 290	32 904	–	44 852
2012	–	85 298	–	100 198	–	4 177	–	41 660	–	3 259
2013	–	140 017	–	125 932	–	17 364	–	37 778	–	4 027
2013 Juli	–	23 544	–	11 919	–	1 224	–	1 029	–	5 673
Aug.	–	1 865	–	11 635	–	2 962	–	1 543	–	423
Sept.	–	5 438	–	3 138	–	1 208	–	1 649	–	5 047
Okt.	–	491	–	6 757	–	1 376	–	2 986	–	5 398
Nov.	–	13 485	–	6 268	–	452	–	1 779	–	1 315
Dez.	–	38 645	–	26 745	–	258	–	2 089	–	14 217
2014 Jan.	–	16 657	–	669	–	1 245	–	6 460	–	14 678
Febr.	–	12 134	–	8 752	–	1 965	–	703	–	3 936

* Begriffsabgrenzungen s. Erläuterungen im Statistischen Beiheft 2 Kapitalmarktstatistik, S. 63 ff. 1 Ohne Bank-Namenschuldverschreibungen. 2 Ab Januar 2011 inklusive grenzüberschreitender konzerninterner Verrechnungen. 3 Einschl. Bundes-

eisenbahnvermögen, Bundespost und Treuhandanstalt. 4 Brutto-Absatz ist nur der Erstabsatz neu aufgelegter Wertpapiere. 5 Längste Laufzeit gemäß Emissionsbedingungen. 6 Brutto-Absatz minus Tilgung.

VIII. Kapitalmarkt

3. Umlauf festverzinslicher Wertpapiere von Emittenten mit Sitz in Deutschland *)

Mio € Nominalwert

Stand am Jahres- bzw. Monatsende/ Laufzeit in Jahren	Bankschuldverschreibungen 1)						Anleihen von Unternehmen (Nicht-MFIs)	Anleihen der öffentlichen Hand	Nachrichtlich: DM-/Euro-Auslandsanleihen unter inländ. Konsortialführung begeben
	Insgesamt	zusammen	Hypothekendarlehen	Öffentliche Pfandbriefe	Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten	Sonstige Bankschuldverschreibungen			
2002	2 481 220	1 563 034	155 620	649 061	222 427	535 925	36 646	881 541	247 655
2003	2 605 775	1 603 906	158 321	606 541	266 602	572 442	55 076	946 793	192 666
2004	2 773 007	1 685 766	159 360	553 927	316 745	655 734	73 844	1 013 397	170 543
2005	2 914 723	1 751 563	157 209	519 674	323 587	751 093	83 942	1 079 218	134 580
2006	3 044 145	1 809 899	144 397	499 525	368 476	797 502	99 545	1 134 701	115 373
2007	3 130 723	1 868 066	133 501	452 896	411 041	870 629	95 863	1 166 794	85 623
2008	3 250 195	1 876 583	150 302	377 091	490 641	858 550	178 515	1 195 097	54 015
2009	3 326 635	1 801 029	151 160	296 445	516 221	837 203	227 024	1 298 581	32 978
2010	3 348 201 2)	1 570 490	147 529	232 954	544 517 2)	645 491	250 774 2)	1 526 937	22 074
2011	3 370 721	1 515 911	149 185	188 663	577 423	600 640	247 585	1 607 226	16 085
2012	3 285 422 2)	1 414 349	145 007	147 070	574 163 2)	548 109 2)	220 456 2)	1 650 617	13 481
2013	3 145 329	1 288 340	127 641	109 290	570 136	481 273	221 851	1 635 138	10 422
2013 Aug.	3 176 418	1 331 248	130 935	117 794	575 223	507 296	219 303	1 625 866	11 697
2013 Sept.	3 170 979	1 328 110	129 728	116 145	580 270	501 968	218 137	1 624 732	10 702
2013 Okt.	3 170 488	1 321 353	128 352	113 159	585 668	494 175	223 485	1 625 650	10 702
2013 Nov.	3 183 974	1 315 085	127 900	111 379	584 353	491 453	225 112	1 643 777	10 687
2013 Dez.	3 145 329	1 288 340	127 641	109 290	570 136	481 273	221 851	1 635 138	10 422
2014 Jan.	3 128 671	1 289 009	128 887	102 830	584 815	472 477	221 852	1 617 811	10 422
2014 Febr.	3 140 805	1 280 256	126 922	102 127	580 879	470 329	226 265	1 634 283	10 419

Aufgliederung nach Restlaufzeiten 3)

Stand Ende: Februar 2014

bis unter 2	1 203 461	583 175	51 473	49 773	232 023	249 905	51 276	569 011	4 066
2 bis unter 4	663 141	302 426	38 793	27 857	146 821	88 954	36 193	324 522	2 796
4 bis unter 6	456 447	183 219	20 775	14 172	99 987	48 285	36 474	236 755	306
6 bis unter 8	279 007	88 195	10 172	4 225	50 609	23 189	20 630	170 183	341
8 bis unter 10	204 152	44 921	4 185	3 335	17 626	19 776	15 537	143 693	1 332
10 bis unter 15	81 945	23 651	1 381	2 130	12 723	7 416	6 048	52 245	579
15 bis unter 20	41 793	11 212	16	261	5 404	5 531	2 541	28 041	30
20 und darüber	210 859	43 459	128	373	15 687	27 273	57 565	109 834	967

* Einschl. der zeitweilig im Bestand der Emittenten befindlichen Schuldverschreibungen. 1 Ohne dem Treuhänder zur zeitweiligen Verwahrung übergebene Stücke. 2 Änderung in der sektoralen Zuordnung von Schuldverschreibungen. 3 Gerechnet

vom Berichtsmonat bis zur Endfälligkeit bei gesamtgeführten Schuldverschreibungen, bis zur mittleren Fälligkeit des restlichen Umlaufbetrages bei nicht gesamtgeführten Schuldverschreibungen.

4. Umlauf von Aktien in Deutschland ansässiger Emittenten *)

Mio € Nominalwert

Zeit	Aktienkapital = Umlauf Stand am Ende des Berichtszeitraums	Nettozugang bzw. Nettoabgang (-) im Berichtszeitraum	Veränderung des Kapitals inländischer Aktiengesellschaften aufgrund von							Nachrichtlich: Umlauf zu Kurswerten (Marktkapitalisierung) Stand am Ende des Berichtszeitraums 2)
			Bareinzahlung und Umtausch von Wandelschuldverschreibungen 1)	Ausgabe von Kapitalberichtsaktien	Einbringung von Fororderungen und sonstigen Sachwerten	Einbringung von Aktien, Kuxen, GmbH-Anteilen u.Ä.	Verschmelzung und Vermögensübertragung	Umwandlung in eine oder aus einer anderen Rechtsform	Kapitalherabsetzung und Auflösung	
2002	168 716	2 528	4 307	1 291	486	1 690	868	2 152	2 224	647 492
2003	162 131	6 585	4 482	923	211	513	322	10 806	1 584	851 001
2004	164 802	2 669	3 960	1 566	276	696	220	1 760	2 286	887 217
2005	163 071	1 733	2 470	1 040	694	268	1 443	3 060	1 703	1 058 532
2006	163 764	695	2 670	3 347	604	954	1 868	1 256	3 761	1 279 638
2007	164 560	799	3 164	1 322	200	269	682	1 847	1 636	1 481 930
2008	168 701	4 142	5 006	1 319	152	0	428	608	1 306	830 622
2009	175 691	6 989	12 476	398	97	0	3 741	1 269	974	927 256
2010	174 596	1 096	3 265	497	178	10	486	993	3 569	1 091 220
2011	177 167	2 570	6 390	552	462	9	552	762	3 532	924 214
2012	178 617	1 449	3 046	129	570	0	478	594	2 411	1 150 188
2013	171 741	6 879	2 971	718	476	0	1 432	619	8 992	1 432 658
2013 Aug.	171 488	310	153	43	9	0	1	7	522	1 237 272
2013 Sept.	171 651	163	149	113	1	0	56	24	20	1 291 028
2013 Okt.	171 643	8	88	8	0	0	60	18	26	1 358 708
2013 Nov.	171 811	167	63	5	127	0	2	13	16	1 410 435
2013 Dez.	171 741	70	280	0	0	0	8	317	27	1 432 658
2014 Jan.	171 660	81	65	1	0	0	49	32	164	1 382 182
2014 Febr.	171 638	22	131	0	17	0	3	143	24	1 439 031

* Ohne Aktien der Investmentaktiengesellschaften. 1 Einschl. der Ausgabe von Aktien aus Gesellschaftsgewinn. 2 Einbezogen sind Gesellschaften, deren Aktien zum regulierten Markt (mit dessen Einführung wurde am 1. November 2007 die Unterteilung der organisierten Zulassungssegmente in den Amtlichen und Regelmärkte aufge-

hoben) oder zum Neuen Markt (Börsensegment) wurde am 24. März 2003 eingestellt) zugelassen sind; ferner auch Gesellschaften, deren Aktien im Open Market (Freiverkehr) gehandelt werden. Eigene Berechnung unter Verwendung von Angaben der Herausgebergemeinschaft Wertpapier-Mitteilungen und der Deutsche Börse AG.

VIII. Kapitalmarkt

5. Renditen und Indizes deutscher Wertpapiere

Zeit	Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten 1)							Indizes 2) 3)			
	insgesamt	Anleihen der öffentlichen Hand			Bank-schuldverschreibungen		Anleihen von Unternehmen (Nicht-MFIs)	Renten		Aktien	
		zusammen	börsennotierte Bundeswertpapiere		zusammen	mit Restlaufzeit über 9 bis 10 Jahre		Deutscher Renten-index (REX)	iBoxx-€-Deutschland-Kursindex	CDAX-Kursindex	Deutscher Aktien-index (DAX)
			zusammen	mit Restlaufzeit von 9 bis 10 Jahren 4)							
% p.a.							Tagesdurchschnittskurs	Ende 1998=100	Ende 1987=100	Ende 1987=1000	
2002	4,7	4,6	4,6	4,8	4,7	5,1	6,0	117,56	97,80	188,46	2 892,63
2003	3,7	3,8	3,8	4,1	3,7	4,3	5,0	117,36	97,09	252,48	3 965,16
2004	3,7	3,7	3,7	4,0	3,6	4,2	4,0	120,19	99,89	268,32	4 256,08
2005	3,1	3,2	3,2	3,4	3,1	3,5	3,7	120,92	101,09	335,59	5 408,26
2006	3,8	3,7	3,7	3,8	3,8	4,0	4,2	116,78	96,69	407,16	6 596,92
2007	4,3	4,3	4,2	4,2	4,4	4,5	5,0	114,85	94,62	478,65	8 067,32
2008	4,2	4,0	4,0	4,0	4,5	4,7	6,3	121,68	102,06	266,33	4 810,20
2009	3,2	3,1	3,0	3,2	3,5	4,0	5,5	123,62	100,12	320,32	5 957,43
2010	2,5	2,4	2,4	2,7	2,7	3,3	4,0	124,96	102,95	368,72	6 914,19
2011	2,6	2,4	2,4	2,6	2,9	3,5	4,3	131,48	109,53	304,60	5 898,35
2012	1,4	1,3	1,3	1,5	1,6	2,1	3,7	135,11	111,18	380,03	7 612,39
2013	1,4	1,3	1,3	1,6	1,3	2,1	3,4	132,11	105,92	466,53	9 552,16
2013 Okt.	1,5	1,5	1,5	1,8	1,4	2,2	3,8	134,19	107,74	443,20	9 033,92
Nov.	1,4	1,4	1,4	1,7	1,3	2,1	3,6	133,97	107,47	460,21	9 405,30
Dez.	1,5	1,5	1,5	1,8	1,4	2,2	3,5	132,11	105,92	466,53	9 552,16
2014 Jan.	1,5	1,5	1,5	1,8	1,4	2,3	3,4	134,32	108,06	455,15	9 306,48
Febr.	1,3	1,3	1,3	1,6	1,2	2,1	3,4	134,67	107,99	474,14	9 692,08
März	1,3	1,3	1,3	1,5	1,2	2,1	3,4	134,70	108,16	467,04	9 555,91

1 Inhaberschuldverschreibungen mit einer längsten Laufzeit gemäß Emissionsbedingungen von über 4 Jahren, soweit ihre mittlere Restlaufzeit mehr als 3 Jahre beträgt. Außer Betracht bleiben Wandelschuldverschreibungen u.Ä., Schuldverschreibungen mit unplanmäßiger Tilgung, Null-Kupon-Anleihen, variabel verzinsliche Anleihen und Anleihen, die nicht in Euro denominiert sind. Die Gruppenrenditen für die Wertpapier-

arten sind gewogen mit den Umlaufbeträgen der in die Berechnung einbezogenen Schuldverschreibungen. Die Monatszahlen werden aus den Renditen aller Geschäftstage eines Monats errechnet. Die Jahreszahlen sind ungewogene Mittel der Monatszahlen. 2 Stand am Jahres- bzw. Monatsende. 3 Quelle: Deutsche Börse AG. 4 Einbezogen sind nur futurefähige Anleihen; als ungewogener Durchschnitt ermittelt.

6. Absatz und Erwerb von Anteilen an Investmentfonds in Deutschland

Zeit	Absatz								Erwerb						
	Absatz = Erwerb insgesamt	inländische Fonds 1) (Mittelaufkommen)							ausländische Fonds 4)	Inländer					Ausländer 5)
		zusammen	Publikumsfonds			Spezialfonds	Kreditinstitute 2) einschl. Bausparkassen	übrige Sektoren 3)							
			zusammen	Geldmarktfonds	Wertpapierfonds			Offene Immobilienfonds		zusammen	darunter ausländische Anteile				
2002	66 571	59 482	25 907	3 682	7 247	14 916	33 575	7 089	67 251	2 100	3 007	65 151	4 082	- 680	
2003	47 754	43 943	20 079	- 924	7 408	14 166	23 864	3 811	49 547	- 2 658	734	52 205	3 077	- 1 793	
2004	14 435	1 453	- 3 978	- 6 160	- 1 246	3 245	5 431	12 982	10 267	8 446	3 796	1 821	9 186	4 168	
2005	85 268	41 718	6 400	- 124	7 001	- 3 186	35 317	43 550	79 252	21 290	7 761	57 962	35 789	6 016	
2006	47 264	19 535	- 14 257	490	- 9 362	- 8 814	33 791	27 729	39 006	14 676	5 221	24 330	22 508	8 258	
2007	55 778	13 436	- 7 872	- 4 839	- 12 848	6 840	21 307	42 342	51 309	- 229	4 240	51 538	38 102	4 469	
2008	2 598	- 7 911	- 14 409	- 12 171	- 11 149	799	6 498	10 509	11 315	- 16 625	- 9 252	27 940	19 761	- 8 717	
2009	49 929	43 747	10 966	- 5 047	11 749	2 686	32 780	6 182	38 132	- 14 995	- 8 178	53 127	14 361	11 796	
2010	106 190	84 906	13 381	- 148	8 683	1 897	71 345	21 284	102 591	3 873	6 290	98 718	14 994	3 598	
2011	46 497	45 221	- 1 340	- 379	- 2 037	1 562	46 561	1 277	39 401	- 7 576	- 694	46 977	1 970	7 095	
2012	111 639	89 942	2 084	- 1 036	97	3 450	87 859	21 696	115 438	- 3 062	- 1 562	118 500	23 257	- 3 799	
2013	122 652	91 337	9 184	- 574	5 596	3 376	82 153	31 315	116 651	771	100	115 880	31 214	6 001	
2013 Aug.	3 264	1 764	- 1 122	22	- 524	- 608	2 885	1 501	3 314	- 1 227	- 1 316	4 541	2 817	- 50	
Sept.	6 111	4 206	498	- 88	419	19	3 708	1 905	5 451	- 14	435	5 465	1 470	660	
Okt.	12 755	5 849	1 824	- 105	2 156	- 470	4 025	6 906	10 848	1 332	1 608	9 516	5 298	1 907	
Nov.	9 710	8 784	- 2 882	- 94	- 3 139	313	11 666	926	6 776	737	418	6 039	508	2 934	
Dez.	14 437	13 930	520	15	- 40	398	13 410	507	13 927	- 1 662	- 1 537	15 589	2 044	510	
2014 Jan.	7 048	4 613	750	124	- 15	479	3 863	2 435	6 350	- 365	- 451	6 715	2 886	698	
Febr.	12 757	8 445	2 163	- 52	2 426	114	6 282	4 312	12 737	- 99	243	12 836	4 069	20	

1 Einschl. Investmentaktiengesellschaften. 2 Buchwerte. 3 Als Rest errechnet. 4 Netto-Erwerb bzw. Netto-Veräußerung (-) ausländischer Investmentfondsanteile durch Inländer; Transaktionswerte. 5 Netto-Erwerb bzw. Netto-Veräußerung (-)

inländischer Investmentfondsanteile durch Ausländer; Transaktionswerte. — Die Ergebnisse für den jeweils neuesten Termin sind vorläufig, Korrekturen werden nicht besonders angemerkt.

IX. Finanzierungsrechnung

1. Geldvermögensbildung und Finanzierung der privaten nichtfinanziellen Sektoren (unkonsolidiert)

Mrd €

Position	2010	2011	2012	2012				2013		
				1.Vj.	2.Vj.	3.Vj.	4.Vj.	1.Vj.	2.Vj.	3.Vj.
Private Haushalte 1)										
I. Geldvermögensbildung										
Bargeld und Einlagen	72,7	66,7	86,4	21,1	22,2	19,9	23,3	8,3	17,9	11,4
Festverzinsliche Wertpapiere 2)	- 11,4	- 1,9	- 17,0	- 2,8	- 2,4	- 4,7	- 7,2	- 4,6	- 5,5	- 1,0
Aktien	13,4	16,1	- 3,4	- 1,0	0,5	- 0,5	- 2,5	2,6	- 0,6	- 4,3
Sonstige Anteilsrechte	3,0	3,0	3,1	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Investmentzertifikate	10,0	- 14,5	0,2	- 1,6	- 2,1	- 1,1	5,0	10,5	3,9	2,8
Ansprüche gegenüber Versicherungen 3)										
kurzfristige Ansprüche	- 1,3	0,6	2,3	0,6	0,6	0,6	0,5	0,8	0,7	0,6
längerfristige Ansprüche	72,7	45,2	68,8	23,9	16,0	12,3	16,5	24,0	16,3	11,8
Ansprüche aus Pensionsrückstellungen	7,8	11,1	11,9	2,9	3,0	2,9	3,0	2,9	3,0	2,9
Sonstige Forderungen 4)	- 12,6	17,5	0,3	5,9	- 0,1	- 0,3	- 5,3	1,6	0,4	6,6
Insgesamt	154,3	143,8	152,5	49,9	38,5	30,0	34,1	47,0	36,9	31,7
II. Finanzierung										
Kredite	5,1	11,5	15,0	- 1,1	6,7	6,1	3,2	- 3,7	5,8	8,6
kurzfristige Kredite	- 2,3	- 2,1	- 1,0	- 0,1	0,8	- 0,9	- 0,8	- 1,5	- 0,3	- 0,0
längerfristige Kredite	7,3	13,6	16,0	- 1,0	5,9	7,0	4,0	- 2,1	6,1	8,7
Sonstige Verbindlichkeiten	0,2	1,6	1,0	0,4	0,1	0,1	0,4	- 0,1	0,1	0,0
Insgesamt	5,3	13,1	16,0	- 0,6	6,8	6,2	3,6	- 3,7	5,9	8,7
Unternehmen										
I. Geldvermögensbildung										
Bargeld und Einlagen	7,3	14,1	17,9	- 21,6	- 10,0	15,2	34,3	- 42,0	- 9,8	43,7
Festverzinsliche Wertpapiere 2)	- 0,1	4,9	- 2,6	0,2	- 0,0	- 0,6	- 2,2	1,4	- 2,1	1,2
Finanzderivate	27,8	14,7	10,1	- 0,3	4,2	2,2	4,0	1,5	3,2	1,3
Aktien	24,9	17,1	19,9	4,8	- 7,2	6,5	15,8	10,6	5,7	5,6
Sonstige Anteilsrechte	54,1	29,3	24,4	7,5	11,2	9,7	- 4,1	11,6	3,0	6,5
Investmentzertifikate	8,8	8,2	- 0,2	- 5,2	1,0	0,7	3,3	4,5	- 1,0	2,1
Kredite	32,5	11,0	- 6,5	3,5	0,4	- 8,9	- 1,4	5,1	- 1,4	4,2
kurzfristige Kredite	12,2	9,1	- 8,9	1,7	2,0	- 9,5	- 3,0	10,0	- 2,1	2,8
längerfristige Kredite	20,2	1,9	2,4	1,8	- 1,6	0,6	1,7	- 5,0	0,7	1,5
Ansprüche gegenüber Versicherungen 3)										
kurzfristige Ansprüche	- 0,6	0,6	1,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
längerfristige Ansprüche	- 0,6	0,6	1,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
Sonstige Forderungen	38,2	23,2	31,3	4,9	- 30,0	32,1	24,3	24,0	- 1,3	46,3
Insgesamt	192,7	123,1	95,6	- 6,0	- 30,1	57,4	74,3	17,0	- 3,3	111,1
II. Finanzierung										
Festverzinsliche Wertpapiere 2)	4,2	7,6	18,7	3,1	3,9	7,1	4,7	9,1	3,2	- 0,5
Finanzderivate	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Aktien	7,2	7,4	2,9	0,6	1,0	0,4	1,0	0,6	0,1	- 0,3
Sonstige Anteilsrechte	13,1	13,8	2,2	2,1	1,3	- 5,1	3,9	1,8	2,3	2,0
Kredite	7,6	33,4	- 12,4	- 6,8	3,1	16,4	- 25,1	24,7	14,2	- 17,2
kurzfristige Kredite	- 10,4	18,0	- 17,7	- 3,9	- 1,6	- 3,9	- 8,3	11,8	10,1	- 16,3
längerfristige Kredite	18,0	15,3	5,3	- 3,0	4,7	20,3	- 16,8	12,9	4,1	- 0,8
Ansprüche aus Pensionsrückstellungen	2,6	5,8	6,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6	1,6
Sonstige Verbindlichkeiten	66,1	42,0	8,7	- 13,2	1,7	9,6	10,7	- 0,6	- 16,0	17,1
Insgesamt	100,8	109,9	26,7	- 12,7	12,5	30,0	- 3,1	37,2	5,4	2,9

1 Einschl. private Organisationen ohne Erwerbszweck. 2 Einschl. Geldmarktpapiere.
 3 Einschl. Pensionskassen und -fonds, Sterbekassen sowie berufsständische Ver-

sorgungswerke und Zusatzversorgungseinrichtungen. 4 Einschl. verzinslich angesammelte Überschussanteile bei Versicherungen.

IX. Finanzierungsrechnung

2. Geldvermögen und Verbindlichkeiten der privaten nichtfinanziellen Sektoren (unkonsolidiert)

Stand am Jahres- bzw. Quartalsende; Mrd €

Position	2010	2011	2012	2012				2013		
				1.Vj.	2.Vj.	3.Vj.	4.Vj.	1.Vj.	2.Vj.	3.Vj.
Private Haushalte 1)										
I. Geldvermögen										
Bargeld und Einlagen	1 860,8	1 927,5	2 014,9	1 948,6	1 971,4	1 991,4	2 014,9	2 023,0	2 040,9	2 052,1
Festverzinsliche Wertpapiere 2)	254,1	247,1	238,2	249,6	245,4	244,8	238,2	231,7	221,9	220,0
Aktien	243,5	221,5	259,2	252,4	229,9	250,0	259,2	267,8	264,4	279,5
Sonstige Anteilsrechte	182,3	189,0	198,7	190,5	196,9	197,9	198,7	199,6	196,9	196,4
Investmentzertifikate	435,4	394,9	420,1	410,9	401,7	414,8	420,1	435,0	430,8	439,7
Ansprüche gegenüber Versicherungen 3)	1 358,1	1 401,1	1 475,7	1 420,7	1 437,7	1 455,2	1 475,7	1 500,5	1 517,4	1 529,8
Kurzfristige Ansprüche	70,8	71,4	73,7	72,0	72,6	73,2	73,7	74,5	75,2	75,8
Längerfristige Ansprüche	1 287,3	1 329,6	1 401,9	1 348,6	1 365,1	1 382,0	1 401,9	1 425,9	1 442,2	1 453,9
Ansprüche aus Pensionsrückstellungen	284,3	295,4	307,3	298,3	301,4	304,3	307,3	310,2	313,3	316,2
Sonstige Forderungen 4)	39,0	38,4	37,1	38,3	38,2	37,9	37,1	37,0	37,0	36,7
Insgesamt	4 657,6	4 714,8	4 951,0	4 809,2	4 822,7	4 896,3	4 951,0	5 004,8	5 022,5	5 070,4
II. Verbindlichkeiten										
Kredite	1 523,1	1 538,6	1 552,5	1 536,7	1 543,0	1 549,0	1 552,5	1 548,9	1 554,7	1 562,6
Kurzfristige Kredite	75,6	73,9	72,6	73,8	74,4	73,1	72,6	70,2	69,9	69,8
Längerfristige Kredite	1 447,5	1 464,7	1 479,9	1 463,0	1 468,7	1 475,9	1 479,9	1 478,6	1 484,7	1 492,8
Sonstige Verbindlichkeiten	11,7	13,4	14,8	15,3	15,1	15,0	14,8	16,0	15,6	16,1
Insgesamt	1 534,8	1 551,9	1 567,4	1 552,0	1 558,1	1 564,1	1 567,4	1 564,9	1 570,3	1 578,7
Unternehmen										
I. Geldvermögen										
Bargeld und Einlagen	450,1	460,5	506,5	452,6	453,1	468,3	506,5	461,8	452,7	492,0
Festverzinsliche Wertpapiere 2)	48,1	52,6	51,9	53,9	53,6	53,9	51,9	53,0	50,3	51,9
Finanzderivate	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Aktien	917,0	811,8	952,3	906,4	841,6	898,4	952,3	986,1	948,7	1 005,1
Sonstige Anteilsrechte	352,7	389,8	428,0	398,8	422,0	432,2	428,0	439,9	435,3	438,9
Investmentzertifikate	119,3	123,1	129,0	120,5	119,6	123,9	129,0	134,1	131,9	135,6
Kredite	376,6	387,6	381,2	391,1	391,5	382,5	381,2	386,2	384,8	389,0
Kurzfristige Kredite	255,6	264,6	255,8	266,3	268,3	258,8	255,8	265,8	263,7	266,5
Längerfristige Kredite	121,0	123,0	125,4	124,8	123,2	123,7	125,4	120,4	121,1	122,6
Ansprüche gegenüber Versicherungen 3)	41,3	41,9	43,3	42,2	42,6	42,9	43,3	43,6	44,0	44,3
Kurzfristige Ansprüche	41,3	41,9	43,3	42,2	42,6	42,9	43,3	43,6	44,0	44,3
Längerfristige Ansprüche	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Sonstige Forderungen	766,1	814,6	832,3	818,5	814,4	826,3	832,3	864,4	844,3	855,4
Insgesamt	3 071,1	3 082,1	3 324,4	3 184,0	3 138,3	3 228,4	3 324,4	3 369,3	3 292,1	3 412,2
II. Verbindlichkeiten										
Festverzinsliche Wertpapiere 2)	134,8	110,7	130,9	115,6	117,2	124,6	130,9	139,6	141,3	137,5
Finanzderivate	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Aktien	1 301,8	1 110,5	1 373,6	1 282,5	1 166,3	1 294,9	1 373,6	1 430,9	1 389,6	1 503,6
Sonstige Anteilsrechte	716,9	730,7	732,9	732,8	734,1	729,0	732,9	734,7	737,0	739,0
Kredite	1 338,0	1 385,3	1 382,6	1 378,9	1 381,3	1 391,5	1 382,6	1 402,1	1 416,5	1 411,0
Kurzfristige Kredite	419,1	433,3	414,6	429,0	426,7	422,7	414,6	426,0	436,2	432,2
Längerfristige Kredite	918,9	952,0	968,0	949,8	954,5	968,8	968,0	976,1	980,3	978,8
Ansprüche aus Pensionsrückstellungen	229,2	235,0	241,5	236,6	238,2	239,9	241,5	243,2	244,8	246,5
Sonstige Verbindlichkeiten	871,6	879,7	891,4	877,6	891,2	896,9	891,4	905,5	871,9	889,7
Insgesamt	4 592,3	4 451,9	4 752,9	4 623,9	4 528,4	4 676,8	4 752,9	4 855,9	4 801,0	4 927,3

1 Einschl. private Organisationen ohne Erwerbszweck. 2 Einschl. Geldmarktpapiere. 3 Einschl. Pensionskassen und -fonds, Sterbekassen sowie berufsständische Versorgungswerke und Zusatzversorgungseinrichtungen. 4 Einschl. verzinslich angesamelte Überschussanteile bei Versicherungen.

X. Öffentliche Finanzen in Deutschland

1. Gesamtstaat: Defizit und Schuldenstand in „Maastricht-Abgrenzung“

Zeit	Mrd €					in % des BIP				
	Gesamtstaat	Bund	Länder	Gemeinden	Sozialver- sicherungen	Gesamtstaat	Bund	Länder	Gemeinden	Sozialver- sicherungen
Finanzierungssaldo ¹⁾										
2008	- 1,9	- 16,6	- 1,2	+ 9,0	+ 6,9	- 0,1	- 0,7	- 0,0	+ 0,4	+ 0,3
2009	- 73,7	- 38,6	- 18,4	- 2,5	- 14,3	- 3,1	- 1,6	- 0,8	- 0,1	- 0,6
2010 ^{2) p)}	- 104,2	- 82,9	- 20,1	- 5,2	+ 4,1	- 4,2	- 3,3	- 0,8	- 0,2	+ 0,2
2011 ^{p)}	- 22,0	- 27,3	- 11,3	+ 1,4	+ 15,2	- 0,8	- 1,0	- 0,4	+ 0,1	+ 0,6
2012 ^{p)}	+ 2,4	- 14,4	- 6,8	+ 5,2	+ 18,3	+ 0,1	- 0,5	- 0,3	+ 0,2	+ 0,7
2013 ^{ts)}	+ 0,2	- 6,7	- 3,2	+ 3,5	+ 6,6	+ 0,0	- 0,2	- 0,1	+ 0,1	+ 0,2
2012 1.Hj. ^{p)}	+ 8,1	- 8,0	- 0,0	+ 4,3	+ 11,8	+ 0,6	- 0,6	- 0,0	+ 0,3	+ 0,9
2.Hj. ^{p)}	- 5,8	- 6,5	- 6,7	+ 1,0	+ 6,5	- 0,4	- 0,5	- 0,5	+ 0,1	+ 0,5
2013 1.Hj. ^{ts)}	+ 7,6	- 3,7	+ 1,0	+ 6,2	+ 4,0	+ 0,6	- 0,3	+ 0,1	+ 0,5	+ 0,3
2.Hj. ^{ts)}	- 7,3	- 3,1	- 4,0	- 2,7	+ 2,6	- 0,5	- 0,2	- 0,3	- 0,2	+ 0,2
Schuldenstand ³⁾										
Stand am Jahres- bzw. Quartalsende										
2008	1 652,8	1 007,8	536,7	123,6	1,5	66,8	40,7	21,7	5,0	0,1
2009	1 770,7	1 076,7	578,5	130,0	1,3	74,6	45,3	24,4	5,5	0,1
2010 ^{p)}	2 059,2	1 315,5	625,1	135,1	1,3	82,5	52,7	25,1	5,4	0,1
2011 ^{p)}	2 087,7	1 324,5	640,2	139,3	1,3	80,0	50,7	24,5	5,3	0,1
2012 ^{p)}	2 161,0	1 369,1	664,7	142,9	1,2	81,0	51,3	24,9	5,4	0,0
2013 ^{ts)}	2 147,0	1 372,8	647,1	143,6	1,3	78,4	50,1	23,6	5,2	0,0
2012 1.Vj. ^{p)}	2 117,7	1 345,3	647,0	142,6	1,3	80,5	51,2	24,6	5,4	0,1
2.Vj. ^{p)}	2 163,5	1 374,2	666,1	141,9	1,3	81,9	52,0	25,2	5,4	0,0
3.Vj. ^{p)}	2 154,1	1 357,4	672,3	141,3	1,3	81,1	51,1	25,3	5,3	0,1
4.Vj. ^{p)}	2 161,0	1 369,1	664,7	142,9	1,2	81,0	51,3	24,9	5,4	0,0
2013 1.Vj. ^{ts)}	2 149,3	1 369,3	656,7	144,0	1,2	80,5	51,3	24,6	5,4	0,0
2.Vj. ^{ts)}	2 148,8	1 377,2	646,2	143,0	1,1	79,8	51,2	24,0	5,3	0,0
3.Vj. ^{ts)}	2 129,6	1 362,5	639,2	143,4	1,1	78,5	50,2	23,5	5,3	0,0
4.Vj. ^{ts)}	2 147,0	1 372,8	647,1	143,6	1,3	78,4	50,1	23,6	5,2	0,0

Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. **1** Im Unterschied zum Finanzierungssaldo in den VGR wird das Maastricht-Defizit unter Berücksichtigung der Zinsströme aufgrund von Swapvereinbarungen und Forward Rate Agreements berechnet. Die Angaben zu den Halbjahren entsprechen dem Finanzierungssaldo gemäß

VGR. **2** Einschl. der Erlöse aus der Frequenzversteigerung 2010 in Höhe von 4,4 Mrd €. **3** Vierteljahresangaben in % des BIP sind auf die Wirtschaftsleistung der vier vorangegangenen Quartale bezogen.

2. Gesamtstaat: Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen *)

Zeit	Einnahmen				Ausgaben						Finanzierungs- saldo	Nach- richtlich: Fiskalische Belastung insgesamt ¹⁾
	insgesamt	davon: Steuern	Sozial- beiträge	sonstige	insgesamt	davon: Sozial- leistungen	Arbeit- nehmer- entgelte	Zinsen	Brutto- investi- tionen	sonstige		
Mrd €												
2008	1 088,6	572,6	408,3	107,7	1 090,5	590,3	182,6	68,3	38,9	210,5	- 1,8	993,8
2009	1 072,7	548,1	410,8	113,8	1 146,3	623,6	191,0	63,5	41,6	226,6	- 73,6	969,1
2010 ^{p)}	1 089,8	549,9	421,2	118,7	²⁾ 1 194,1	633,2	195,7	63,5	41,6	²⁾ 260,2	²⁾ - 104,3	981,3
2011 ^{p)}	1 157,2	592,8	437,0	127,4	1 178,7	633,2	199,5	65,7	43,6	236,7	- 21,5	1 040,3
2012 ^{p)}	1 193,8	617,7	448,9	127,1	1 191,5	643,4	203,8	63,8	41,4	239,1	+ 2,3	1 077,3
2013 ^{ts)}	1 223,4	636,4	459,1	127,9	1 223,1	663,9	208,4	59,1	42,8	248,9	+ 0,3	1 106,2
in % des BIP												
2008	44,0	23,1	16,5	4,4	44,1	23,9	7,4	2,8	1,6	8,5	- 0,1	40,2
2009	45,2	23,1	17,3	4,8	48,3	26,3	8,0	2,7	1,8	9,5	- 3,1	40,8
2010 ^{p)}	43,7	22,0	16,9	4,8	²⁾ 47,9	25,4	7,8	2,5	1,7	²⁾ 10,4	²⁾ - 4,2	39,3
2011 ^{p)}	44,3	22,7	16,7	4,9	45,2	24,3	7,6	2,5	1,7	9,1	- 0,8	39,9
2012 ^{p)}	44,8	23,2	16,8	4,8	44,7	24,1	7,6	2,4	1,6	9,0	+ 0,1	40,4
2013 ^{ts)}	44,7	23,2	16,8	4,7	44,7	24,3	7,6	2,2	1,6	9,1	+ 0,0	40,4
Zuwachsraten in %												
2008	+ 2,5	+ 2,5	+ 1,8	+ 4,6	+ 3,2	+ 1,9	+ 2,5	- 0,4	+ 7,9	+ 8,2	.	+ 2,3
2009	- 1,5	- 4,3	+ 0,6	+ 5,6	+ 5,1	+ 5,6	+ 4,6	- 6,9	+ 7,2	+ 7,7	.	- 2,5
2010 ^{p)}	+ 1,6	+ 0,3	+ 2,5	+ 4,3	+ 4,2	+ 1,6	+ 2,5	- 0,1	- 0,2	+ 14,8	.	+ 1,3
2011 ^{p)}	+ 6,2	+ 7,8	+ 3,7	+ 7,3	- 1,3	+ 0,0	+ 1,9	+ 3,5	+ 4,9	- 9,0	.	+ 6,0
2012 ^{p)}	+ 3,2	+ 4,2	+ 2,7	- 0,2	+ 1,1	+ 1,6	+ 2,2	- 2,8	- 5,2	+ 1,0	.	+ 3,6
2013 ^{ts)}	+ 2,5	+ 3,0	+ 2,3	+ 0,6	+ 2,7	+ 3,2	+ 2,2	- 7,4	+ 3,5	+ 4,1	.	+ 2,7

Quelle: Statistisches Bundesamt. * Ergebnisse gemäß ESVG 1995. In den Monatsberichten bis Dezember 2006 wurden die Zölle, der Mehrwertsteueranteil und die Subventionen der EU in die VGR-Daten mit eingerechnet (ohne Einfluss auf den Finanzierungssaldo). Entsprechende Angaben werden auf den Internetseiten der Deutschen

Bundesbank weiterhin zur Verfügung gestellt. **1** Steuern und Sozialbeiträge zzgl. Zöllen und Mehrwertsteueranteil der EU. **2** Einschl. der Erlöse aus der Frequenzversteigerung 2010 in Höhe von 4,4 Mrd €, die in den VGR von den sonstigen Ausgaben abgesetzt werden.

X. Öffentliche Finanzen in Deutschland

3. Gesamtstaat: Haushaltsentwicklung (Finanzstatistik)

Mrd €

Zeit	Gebietskörperschaften 1)									Sozialversicherungen 2)			Öffentliche Haushalte insgesamt			
	Einnahmen			Ausgaben						Saldo	Einnahmen 6)	Ausgaben	Saldo	Einnahmen	Ausgaben	Saldo
	insgesamt 4)	darunter:		insgesamt 4)	darunter: 3)											
		Steuern	Finanzielle Transaktionen 5)		Personal-ausgaben	Laufen-de Zuschüsse	Zins-ausgaben	Sach-investitionen	Finanzielle Transaktionen 5)							
2006	590,1	488,4	18,8	626,0	169,7	251,8	64,4	33,7	11,6	- 35,9	486,3	466,6	+ 19,7	987,4	1 003,5	- 16,2
2007	642,8	538,2	18,1	644,0	176,5	256,5	66,0	33,7	9,5	- 1,2	475,3	466,5	+ 8,8	1 023,6	1 016,0	+ 7,6
2008	665,7	561,2	13,9	674,9	180,2	272,9	67,2	35,0	18,5	- 9,2	485,5	479,0	+ 6,5	1 055,1	1 057,7	- 2,7
2009	623,0	524,0	7,1	713,1	187,1	286,7	63,4	38,6	34,8	- 90,1	492,0	506,0	- 14,0	1 013,4	1 117,5	- 104,1
2010 ts)	634,6	530,6	7,9	713,6	190,7	308,5	57,7	39,7	11,4	- 78,9	516,5	512,8	+ 3,7	1 033,7	1 108,9	- 75,2
2011 ts)	689,6	573,4	22,8	711,6	194,1	296,0	57,7	38,6	13,7	- 22,0	526,3	511,3	+ 15,0	1 104,2	1 111,2	- 7,0
2012 ts)	745,1	600,0	14,6	769,9	217,9	285,3	70,3	43,3	25,5	- 24,8	535,5	519,2	+ 16,3	1 170,6	1 179,1	- 8,5
2011 1.Vj. p)	162,4	134,9	4,1	183,1	49,7	73,8	21,2	6,3	4,6	- 20,7	127,3	127,2	+ 0,1	260,5	281,0	- 20,5
2.Vj. p)	189,5	145,6	18,6	172,6	50,0	68,0	10,9	8,7	8,7	+ 16,9	130,3	126,2	+ 4,1	292,4	271,4	+ 21,0
3.Vj. p)	162,6	136,6	2,7	182,6	50,9	67,2	18,8	10,8	4,5	- 20,0	127,9	125,8	+ 2,0	264,3	282,2	- 17,9
4.Vj. p)	196,1	156,3	5,0	196,6	55,8	72,6	8,9	15,3	5,0	- 0,6	140,1	132,0	+ 8,1	307,6	300,1	+ 7,6
2012 1.Vj. p)	174,0	142,9	2,5	192,5	51,7	75,6	28,0	6,9	3,4	- 18,5	129,1	128,5	+ 0,7	274,8	292,6	- 17,8
2.Vj. p)	190,4	150,4	2,7	179,8	52,8	68,0	17,2	8,2	3,2	+ 10,6	132,2	128,0	+ 4,2	296,2	281,5	+ 14,7
3.Vj. p)	178,1	147,5	4,3	182,4	53,7	63,6	17,7	10,4	3,9	- 4,3	130,2	128,9	+ 1,3	282,6	285,6	- 3,0
4.Vj. p)	200,3	159,4	4,9	213,8	58,7	76,6	7,2	16,5	14,9	- 13,6	143,4	133,3	+ 10,1	314,5	318,0	- 3,5
2013 1.Vj. p)	177,8	149,0	2,6	187,2	53,5	74,8	20,6	5,9	2,9	- 9,3	128,5	132,3	- 3,8	281,2	294,3	- 13,1
2.Vj. p)	193,5	155,0	4,8	184,0	54,4	68,6	11,4	8,4	8,0	+ 9,5	133,1	132,6	+ 0,5	301,8	291,7	+ 10,1

Quelle: Eigene Berechnung unter Verwendung von Angaben des Statistischen Bundesamtes. 1 Jahresangaben gemäß den Rechnungsergebnissen des Statistischen Bundesamtes. Eigene Zuschätzungen für die noch nicht vorliegenden Berichtsjahre nach 2011. Die Vierteljahresangaben enthalten zwar nicht die in den Rechnungsergebnissen einbezogenen Zweckverbände, dafür aber zahlreiche weitere Extrahaushalte, die dem Staatssektor in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zuzurechnen sind. Ab 2012 auch einschl. Bad Bank FMSW. 2 Die Jahresergebnisse weichen darüber hinaus von der Summe der Vierteljahreszahlen ab, da es sich bei Letzte-

ren stets um vorläufige Angaben handelt. Vierteljahresangaben bei einzelnen Versicherungs-zweigen geschätzt. 3 Die Entwicklungen bei den ausgewiesenen Ausgabenarten werden teilweise durch statistische Umstellungen beeinflusst. 4 Einschl. Differenzen im Verrechnungsverkehr zwischen den Gebietskörperschaften. 5 Auf der Einnahmenseite beinhaltet dies als Beteiligungsveräußerungen und als Darlehensrückflüsse verbuchte Erlöse, auf der Ausgabenseite Beteiligungserwerbe und Darlehensvergaben. 6 Einschl. der Liquiditätshilfen des Bundes an die Bundesagentur für Arbeit.

4. Gebietskörperschaften: Haushaltsentwicklung von Bund, Ländern und Gemeinden (Finanzstatistik)

Mrd €

Zeit	Bund			Länder 2) 3)			Gemeinden 3)		
	Einnahmen 1)	Ausgaben	Saldo	Einnahmen	Ausgaben	Saldo	Einnahmen	Ausgaben	Saldo
2006	254,5	282,8	- 28,2	250,3	260,0	- 9,7	160,1	157,4	+ 2,7
2007	278,1	292,8	- 14,7	273,1	265,5	+ 7,6	169,7	161,5	+ 8,2
2008	292,8	304,6	- 11,8	276,2	275,7	+ 0,5	176,4	168,0	+ 8,4
2009	282,6	317,1	- 34,5	260,1	287,1	- 26,9	170,8	178,3	- 7,5
2010	288,7	333,1	- 44,4	266,8	287,3	- 20,5	175,4	182,3	- 6,9
2011 p)	307,1	324,8	- 17,7	282,9	295,9	- 13,0	183,9	184,9	- 1,0
2012 ts)	312,5	335,3	- 22,8	311,2	320,2	- 9,0	197,8	196,9	+ 0,9
2013 ts)	313,2	335,6	- 22,4	323,4	324,1	- 0,7	205,7	204,7	+ 1,0
2011 1.Vj. p)	65,4	84,5	- 19,1	74,1	75,6	- 1,5	37,1	42,5	- 5,3
2.Vj. p)	76,6	73,5	+ 3,1	76,0	75,8	+ 0,2	45,4	44,3	+ 1,1
3.Vj. p)	72,6	84,8	- 12,2	71,9	75,1	- 3,2	46,4	46,6	- 0,2
4.Vj. p)	92,5	82,0	+ 10,5	81,2	87,5	- 6,3	54,7	51,9	+ 2,8
2012 1.Vj. p)	65,4	83,1	- 17,7	74,6	76,2	- 1,7	39,6	44,6	- 4,9
2.Vj. p)	78,0	72,2	+ 5,8	75,8	74,4	+ 1,4	48,8	47,0	+ 1,8
3.Vj. p)	77,1	85,1	- 8,0	77,5	78,7	- 1,2	50,7	48,9	+ 1,8
4.Vj. p)	91,9	94,9	- 2,9	83,2	90,7	- 7,5	58,7	56,5	+ 2,3
2013 1.Vj. p)	67,3	80,2	- 13,0	77,4	77,9	- 0,5	42,1	46,4	- 4,3
2.Vj. p)	78,4	77,5	+ 0,9	81,5	78,1	+ 3,3	51,7	48,3	+ 3,3
3.Vj. p)	77,4	85,2	- 7,8	78,7	78,9	- 0,2	51,5	52,0	- 0,5
4.Vj. p)	90,2	92,7	- 2,5	85,8	89,0	- 3,3	60,4	57,9	+ 2,5

Quelle: Eigene Berechnung unter Verwendung von Angaben des Statistischen Bundesamtes. 1 Soweit die Gewinnabführung der Bundesbank nach Überschreiten eines Schwellenwerts bei Sondervermögen des Bundes zur Schuldentilgung eingesetzt wird, bleibt sie hier unberücksichtigt. 2 Einschl. der Kommunalebene der Stadtstaaten. 3 Für Länder ab 2011, für Gemeinden ab 2012 Quartalsdaten der Kern- und der

zum Staatssektor zählenden Extrahaushalte, ohne Zweckverbände. Jahresangaben bis einschl. 2011 ohne Extrahaushalte, aber mit Zweckverbänden und Sonderrechnungen gemäß den Rechnungsergebnissen des Statistischen Bundesamtes, für die Folgejahre eigene Zuschätzungen.

X. Öffentliche Finanzen in Deutschland

5. Gebietskörperschaften: Steuereinnahmen

Mio €

Zeit	Bund, Länder und Europäische Union					Gemeinden 3)	Saldo nicht verrechneter Steueranteile 4)		Nachrichtlich: Im Bundeshaushalt abgesetzte Beträge 5)
	Insgesamt	zusammen	Bund 1)	Länder 1)	Europäische Union 2)				
2007	538 243	465 554	251 747	191 558	22 249	72 551	+	138	21 643
2008	561 182	484 182	260 690	200 411	23 081	77 190	-	190	21 510
2009	524 000	455 615	252 842	182 273	20 501	68 419	-	34	24 846
2010	530 587	460 230	254 537	181 326	24 367	70 385	-	28	28 726
2011	573 352	496 738	276 598	195 676	24 464	76 570	+	43	28 615
2012	600 046	518 963	284 801	207 846	26 316	81 184	-	101	28 498
2013	619 708	535 173	287 641	216 430	31 101	84 274	+	262	27 775
2012 1.Vj.	143 334	122 846	62 467	50 558	9 821	13 945	+	6 543	6 831
2.Vj.	150 393	129 545	72 573	51 679	5 293	20 978	-	131	6 878
3.Vj.	147 755	127 189	70 803	50 981	5 404	20 522	+	44	7 643
4.Vj.	158 564	139 383	78 958	54 628	5 798	25 739	-	6 558	7 145
2013 1.Vj.	148 936	126 532	63 351	52 078	11 103	15 051	+	7 353	6 494
2.Vj.	155 507	133 820	72 708	54 570	6 542	21 933	-	246	6 914
3.Vj. ts)	151 383	130 589	71 238	52 601	6 750	20 949	-	155	7 554
4.Vj.	163 882	144 230	80 343	57 181	6 706	26 341	-	6 690	6 813
2014 1.Vj.	...	130 986	64 962	54 529	11 495	...	...	...	6 638
2013 März	.	48 091	25 799	20 088	2 204	.	.	.	2 165
2014 März	.	51 512	27 439	21 628	2 445	.	.	.	2 213

Quellen: Bundesministerium der Finanzen, Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen. 1 Vor Abzug bzw. Zusetzung der vom Bund an die Länder überwiesenen Bundesergänzungszuweisungen (BEZ), Anteile am Energiesteuerertrag, Kompensation für die Übertragung der Kraftfahrzeugsteuer auf den Bund und Konsolidierungshilfen. Zum Umfang dieser im Bundeshaushalt von den Steuereinnahmen abgesetzten Beträge siehe letzte Spalte. 2 Zölle sowie die zulasten der Steuereinnahmen des Bun-

des verbuchten Mehrwertsteuer- und Bruttonationaleinkommen-Eigenmittel. 3 Einschl. Gemeindesteuern der Stadtstaaten. 4 Differenz zwischen dem in der betreffenden Periode bei den Länderkassen eingegangenen Gemeindeanteil an den gemeinschaftlichen Steuern (s. hierzu Tabelle X. 6) und den im gleichen Zeitraum an die Gemeinden weitergeleiteten Beträgen. 5 Umfang der in Fußnote 1 genannten Positionen.

6. Bund, Länder und EU: Steuereinnahmen nach Arten

Mio €

Zeit	Gemeinschaftliche Steuern										Bundessteuern 7)	Ländersteuern 7)	EU-Zölle	Nachrichtlich: Gemeindeanteil an den gemeinschaftlichen Steuern	
	Insgesamt 1)	Einkommensteuern 2)					Steuern vom Umsatz 5)								Gewerbesteuerumlagen 6)
		zusammen	Lohnsteuer 3)	Veranlagte Einkommensteuer	Körperschaftsteuer	Kapitalertragsteuer 4)	zusammen	Umsatzsteuer	Einfuhrumsatzsteuer						
2007	493 817	204 698	131 774	25 027	22 929	24 969	169 636	127 522	42 114	6 975	85 690	22 836	3 983	28 263	
2008	515 498	220 483	141 895	32 685	15 868	30 035	175 989	130 789	45 200	6 784	86 302	21 937	4 002	31 316	
2009	484 880	193 684	135 165	26 430	7 173	24 916	176 991	141 907	35 084	4 908	89 318	16 375	3 604	29 265	
2010	488 731	192 816	127 904	31 179	12 041	21 691	180 042	136 459	43 582	5 925	93 426	12 146	4 378	28 501	
2011	527 255	213 534	139 749	31 996	15 634	26 155	190 033	138 957	51 076	6 888	99 133	13 095	4 571	30 517	
2012	551 785	231 555	149 065	37 262	16 934	28 294	194 635	142 439	52 196	7 137	99 794	14 201	4 462	32 822	
2013	570 213	245 909	158 198	42 280	19 508	25 923	196 843	148 315	48 528	7 053	100 454	15 723	4 231	35 040	
2012 1.Vj.	130 623	56 569	34 106	8 456	5 471	8 537	48 966	36 340	12 626	275	20 059	3 629	1 126	7 777	
2.Vj.	137 597	59 832	36 148	10 010	4 995	8 679	46 600	32 871	13 730	1 661	25 235	3 255	1 013	8 052	
3.Vj.	135 170	54 841	36 582	8 877	2 532	6 850	49 147	36 232	12 915	1 841	24 423	3 718	1 200	7 981	
4.Vj.	148 394	60 313	42 230	9 919	3 936	4 228	49 922	36 995	12 926	3 360	30 077	3 600	1 123	9 011	
2013 1.Vj.	135 026	59 835	36 468	10 750	6 014	6 603	49 167	37 466	11 701	125	20 971	3 889	1 039	8 493	
2.Vj.	142 450	64 448	38 827	11 084	5 427	9 110	47 136	35 052	12 083	1 799	24 355	3 762	950	8 630	
3.Vj.	138 958	56 791	38 008	9 815	3 309	5 659	50 033	37 661	12 372	1 875	25 011	4 111	1 137	8 369	
4.Vj.	153 779	64 834	44 896	10 631	4 757	4 551	50 507	38 136	12 372	3 254	30 116	3 961	1 106	9 548	
2014 1.Vj.	140 035	62 941	39 035	11 808	5 610	6 487	50 533	38 904	11 629	134	20 893	4 481	1 053	9 049	
2013 März	51 634	28 202	11 312	10 115	5 334	1 440	14 002	10 238	3 764	6	7 720	1 363	340	3 543	
2014 März	55 358	30 269	12 165	11 028	5 436	1 640	14 797	10 889	3 908	6	8 255	1 673	357	3 846	

Quelle: Bundesministerium der Finanzen, eigene Berechnungen. 1 Im Gegensatz zur Summe in Tabelle X. 5 sind hier die Einnahmen aus der Gewerbesteuer (abzüglich der Umlagen), aus den Grundsteuern und aus sonstigen Gemeindesteuern sowie der Saldo nicht verrechneter Steueranteile nicht enthalten. 2 Aufkommensanteile von Bund/Ländern/Gemeinden (in %): Lohn- und veranlagte Einkommensteuer 42,5/42,5/15, Körperschaftsteuer und nicht veranlagte Steuern vom Ertrag 50/50/-, Abgeltungsteuer auf Zins- und Veräußerungserträge 44/44/12. 3 Nach Abzug von Kin-

dergeld und Altersvorsorgezulage. 4 Abgeltungsteuer auf Zins- und Veräußerungserträge, nicht veranlagte Steuern vom Ertrag. 5 Die häufiger angepasste Verteilung des Aufkommens auf Bund, Länder und Gemeinden ist in § 1 FAG geregelt. Aufkommensanteile von Bund/Ländern/Gemeinden (in %) für 2013: 53,4/44,6/2,0. Der EU-Anteil geht vom Bundesanteil ab. 6 Anteile von Bund/Ländern (in %) für 2013: 22,3/77,7. 7 Aufgliederung s. Tabelle X. 7.

X. Öffentliche Finanzen in Deutschland

7. Bund, Länder und Gemeinden: Einzelsteuern

Mio €

Zeit	Bundessteuern 1)								Ländersteuern 1)				Gemeindesteuern		
	Energie- steuer	Tabak- steuer	Soli- daritäts- zuschlag	Versi- cherung- steuer	Kraft- fahr- zeug- steuer 2)	Strom- steuer	Brannt- wein- abgaben	sonstige	Kraft- fahr- zeug- steuer 2)	Grund- erwerb- steuer	Erb- schaft- steuer	sonstige 3)	ins- gesamt	darunter:	
														Gewerbe- steuer	Grund- steuern
2007	38 955	14 254	12 349	10 331	.	6 355	1 959	1 488	8 898	6 952	4 203	2 783	51 401	40 116	10 713
2008	39 248	13 574	13 146	10 478	.	6 261	2 126	1 470	8 842	5 728	4 771	2 596	52 468	41 037	10 807
2009	39 822	13 366	11 927	10 548	3 803	6 278	2 101	1 473	4 398	4 857	4 550	2 571	44 028	32 421	10 936
2010	39 838	13 492	11 713	10 284	8 488	6 171	1 990	1 449	.	5 290	4 404	2 452	47 780	35 712	11 315
2011	40 036	14 414	12 781	10 755	8 422	7 247	2 149	3 329	.	6 366	4 246	2 484	52 984	40 424	11 674
2012	39 305	14 143	13 624	11 138	8 443	6 973	2 121	4 047	.	7 389	4 305	2 508	55 398	42 345	12 017
2013	39 364	13 820	14 378	11 553	8 490	7 009	2 102	3 737	.	8 394	4 633	2 696	56 549	43 027	12 377
2012 1.Vj.	4 406	2 305	3 308	5 180	2 328	1 714	576	241	.	1 876	1 057	696	12 986	9 981	2 717
2.Vj.	9 707	3 550	3 644	2 011	2 258	1 966	490	1 610	.	1 683	972	601	14 457	11 166	3 048
3.Vj.	10 015	3 610	3 183	2 161	2 005	1 567	506	1 376	.	1 913	1 210	594	14 426	10 545	3 604
4.Vj.	15 177	4 678	3 489	1 785	1 852	1 727	549	820	.	1 917	1 066	617	13 529	10 652	2 648
2013 1.Vj.	4 672	2 141	3 473	5 429	2 304	1 797	580	575	.	2 144	1 007	738	14 035	10 912	2 803
2.Vj.	9 472	3 504	3 843	2 050	2 284	2 009	471	721	.	1 942	1 137	683	14 856	11 377	3 205
3.Vj. ts)	10 101	3 858	3 314	2 255	2 053	1 602	507	1 320	.	2 203	1 261	647	14 300	10 339	3 659
4.Vj.	15 119	4 316	3 748	1 818	1 849	1 600	545	1 121	.	2 106	1 227	628	13 357	10 400	2 710
2014 1.Vj.	4 675	2 477	3 577	5 642	1 861	1 550	556	555	.	2 385	1 314	782	...	...	...
2013 März	2 954	840	1 625	637	727	616	155	166	.	686	368	309	.	.	.
2014 März	3 061	962	1 667	1 157	536	571	135	166	.	845	510	318	.	.	.

Quellen: Bundesministerium der Finanzen, Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen. 1 Für die Summe siehe Tabelle X. 6. 2 Ab dem 1. Juli 2009 steht das Aufkommen aus der Kraftfahrzeugsteuer dem Bund zu. Buchungen bei den Ländern in der

Zeit danach sind kassentechnisch bedingt. 3 Insbesondere Rennwett- und Lotteriesteuer sowie Biersteuer.

8. Deutsche Rentenversicherung: Haushaltsentwicklung sowie Vermögen *)

Mio €

Zeit	Einnahmen 1) 2)			Ausgaben 1) 2)			Saldo der Einnahmen und Ausgaben	Vermögen 1) 5)					Nach- richtlich: Verwal- tungsver- mögen
	ins- gesamt	darunter:		ins- gesamt	darunter:			insgesamt	Ein- lagen 6)	Wertpa- piere	Beteili- gungen, Darlehen und Hypo- theken 7)	Grund- stücke	
		Beiträge 3)	Zahlun- gen des Bundes		Renten	Kranken- versiche- rung der Rentner 4)							
2007	236 642	162 225	72 928	235 459	201 642	13 665	+ 1 183	12 196	11 270	765	46	115	4 819
2008	242 770	167 611	73 381	238 995	204 071	14 051	+ 3 775	16 531	16 313	36	56	126	4 645
2009	244 689	169 183	74 313	244 478	208 475	14 431	+ 211	16 821	16 614	23	64	120	4 525
2010	250 133	172 767	76 173	248 076	211 852	14 343	+ 2 057	19 375	18 077	1 120	73	105	4 464
2011	254 968	177 424	76 200	250 241	212 602	15 015	+ 4 727	24 965	22 241	2 519	88	117	4 379
2012	259 700	181 262	77 193	254 604	216 450	15 283	+ 5 096	30 481	28 519	1 756	104	102	4 315
2013 p)	260 076	181 981	77 044	258 010	219 877	15 521	+ 2 066	33 667	29 201	4 251	114	101	4 290
2011 1.Vj.	60 804	41 608	18 902	62 188	53 176	3 742	- 1 384	18 063	17 069	819	74	101	4 482
2.Vj.	63 452	44 307	18 855	62 058	52 920	3 731	+ 1 394	19 704	18 507	1 019	78	100	4 475
3.Vj.	62 354	43 109	18 902	62 844	53 341	3 761	- 490	19 959	19 266	519	79	94	4 445
4.Vj.	67 748	48 391	19 030	62 823	53 371	3 774	+ 4 925	25 339	22 226	2 919	79	114	4 410
2012 1.Vj.	62 038	42 411	19 318	62 883	53 747	3 779	- 845	24 261	21 839	2 219	88	116	4 366
2.Vj.	64 721	45 318	19 086	62 885	53 532	3 772	+ 1 836	26 026	23 950	1 869	92	115	4 356
3.Vj.	63 669	44 188	19 193	64 275	54 788	3 866	- 606	25 968	23 265	2 509	94	100	4 328
4.Vj.	68 656	49 337	19 059	64 262	54 683	3 858	+ 4 394	30 935	28 483	2 256	95	101	4 336
2013 1.Vj.	62 211	42 779	19 173	64 193	54 940	3 871	- 1 982	28 616	26 044	2 356	106	110	4 292
2.Vj.	64 751	45 399	19 090	64 188	54 660	3 858	+ 563	29 380	26 938	2 221	111	110	4 294
3.Vj.	63 610	44 194	19 154	64 775	55 169	3 898	- 1 165	28 647	25 262	3 161	113	110	4 291
4.Vj.	69 503	49 609	19 626	64 855	55 108	3 894	+ 4 648	33 667	29 201	4 251	114	101	4 290

Quellen: Bundesministerium für Arbeit und Soziales sowie Deutsche Rentenversicherung. * Ohne „Deutsche Rentenversicherung Knappschaft-Bahn/See“ 1 Die endgültigen Jahresergebnisse weichen von den Vierteljahresergebnissen ab, da es sich bei diesen stets um vorläufige Angaben handelt. 2 Einschl. Finanzausgleichsleistungen. Ohne Ergebnisse der Kapitalrechnung. 3 Einschl. Beiträge für Empfänger öffentli-

cher Geldleistungen. 4 Bis 1.Vj. 2004 einschl. Pflegeversicherung der Rentner. 5 Entspricht im Wesentlichen der Nachhaltigkeitsrücklage. Stand am Jahres- bzw. Vierteljahresende. 6 Einschl. Barmittel. 7 Ohne Darlehen an andere Sozialversicherungsträger.

X. Öffentliche Finanzen in Deutschland

9. Bundesagentur für Arbeit: Haushaltsentwicklung ^{*)}

Mio €

Zeit	Einnahmen				Ausgaben							Saldo der Einnahmen und Ausgaben	Zuschuss zum Defizit-ausgleich bzw. Darlehen des Bundes
	ins-gesamt 1)	darunter:			ins-gesamt	darunter:							
		Beiträge	Insolvenz-geld-umlage	Bundes-beteiligung		Arbeits-losen-geld 2)	Kurz-arbeiter-geld 3)	berufliche Förderung 4)	Ein-gliederungs-beitrag 5)	Insolvenz-geld	Ver-waltungs-ausgaben 6)		
2007	42 838	32 264	674	6 468	36 196	16 934	533	8 259	1 945	696	3 896	+ 6 642	-
2008	38 289	26 452	673	7 583	39 407	13 864	544	8 586	5 000	654	4 495	- 1 118	-
2009	34 254	22 046	711	7 777	48 057	17 291	5 322	9 849	4 866	1 617	5 398	- 13 804	-
2010	37 070	22 614	2 929	7 927	45 213	16 602	4 125	9 297	5 256	740	5 322	- 8 143	5 207
2011	37 563	25 433	37	8 046	37 524	13 776	1 324	8 369	4 510	683	5 090	+ 40	-
2012	37 429	26 570	314	7 238	34 842	13 823	828	6 699	3 822	982	5 117	+ 2 587	-
2013	32 636	27 594	1 224	245	32 574	15 411	1 082	6 040	.	912	5 349	+ 61	-
2011 1.Vj.	10 259	5 853	46	3 666	9 583	4 157	685	2 255	-	186	1 205	+ 676	-
2.Vj.	8 802	6 358	- 5	1 605	8 246	3 477	353	2 134	-	175	1 213	+ 556	-
3.Vj.	7 467	6 205	- 4	305	7 450	3 177	168	1 857	26	187	1 229	+ 17	-
4.Vj.	11 036	7 017	- 1	2 470	12 245	2 965	119	2 122	4 484	134	1 443	- 1 210	-
2012 1.Vj.	9 709	6 175	69	2 693	8 452	3 773	449	1 924	- 0	211	1 185	+ 1 257	-
2.Vj.	8 331	6 620	78	872	7 816	3 457	229	1 762	0	329	1 191	+ 515	-
3.Vj.	7 501	6 508	80	70	7 539	3 307	82	1 462	368	218	1 249	- 37	-
4.Vj.	11 888	7 267	86	3 603	11 035	3 286	68	1 551	3 454	223	1 493	+ 853	-
2013 1.Vj.	7 762	6 429	276	245	8 612	4 301	494	1 493	.	194	1 193	- 850	-
2.Vj.	8 041	6 870	310	-	8 230	3 969	384	1 498	.	204	1 266	- 189	-
3.Vj.	7 898	6 708	303	-	7 580	3 644	109	1 420	.	228	1 284	+ 318	-
4.Vj.	8 935	7 587	335	-	8 153	3 497	96	1 630	.	287	1 606	+ 782	-

Quelle: Bundesagentur für Arbeit. * Ohne Versorgungsfonds. 1 Ohne Zuschuss zum Defizitausgleich bzw. Darlehen des Bundes. 2 Arbeitslosengeld bei Arbeitslosigkeit. 3 Einschl. Saison- und Transferkurzarbeitergeld, Transfermaßnahmen und Erstattungen von Sozialbeiträgen. 4 Berufliche Bildung, Förderung der Arbeitsaufnahme, Re-

habilitation, Entgeltssicherung und Förderung von Existenzgründungen. 5 Bis einschl. 2012. Von 2005 bis 2007: Aussteuerungsbetrag. 6 Einschl. Einzugskostenvergütung an andere Sozialversicherungsträger, ohne Verwaltungskosten im Rahmen der Grundversicherung für Arbeitsuchende.

10. Gesetzliche Krankenversicherung: Haushaltsentwicklung

Mio €

Zeit	Einnahmen 1)			Ausgaben 1)							Saldo der Einnahmen und Ausgaben	
	ins-gesamt	darunter:		ins-gesamt	darunter:							
		Beiträge 2)	Bundes-mittel 3)		Kranken-haus-behandlung	Arznei-mittel	Ärztliche Behand-lung	Zahn-ärztliche Behand-lung 4)	Heil- und Hilfsmittel	Kranken-geld		Ver-waltungs-ausgaben 5)
2007	156 058	149 964	2 500	154 314	50 850	27 791	24 788	10 687	8 692	6 017	8 472	+ 1 744
2008	162 516	155 883	2 500	161 334	52 623	29 145	25 887	10 926	9 095	6 583	8 680	+ 1 182
2009	169 758	158 594	7 200	170 823	55 977	30 696	27 635	11 219	9 578	7 258	8 947	- 1 065
2010 6)	179 524	160 792	15 700	175 803	56 697	30 147	28 432	11 419	10 609	7 797	9 553	+ 3 721
2011	189 034	170 860	15 300	179 597	58 501	28 939	29 056	11 651	11 193	8 529	9 486	+ 9 437
2012	193 291	176 366	14 000	184 289	60 157	29 156	29 682	11 749	11 477	9 171	9 711	+ 9 002
2013 7)	196 182	182 152	11 500	194 493	62 904	30 146	32 833	12 569	12 100	9 748	9 929	+ 1 689
2011 1.Vj.	45 339	40 871	3 825	44 392	15 075	7 158	7 361	2 893	2 528	2 210	2 173	+ 947
2.Vj.	46 887	42 370	3 825	44 955	14 601	7 239	7 372	3 001	2 834	2 106	2 263	+ 1 931
3.Vj.	46 865	42 298	3 825	44 432	14 594	7 236	7 160	2 768	2 762	2 069	2 292	+ 2 433
4.Vj.	49 866	45 291	3 825	45 878	14 418	7 382	7 161	2 997	3 117	2 125	2 682	+ 3 988
2012 1.Vj.	46 433	42 249	3 500	45 971	15 579	7 424	7 502	2 971	2 664	2 336	2 195	+ 462
2.Vj.	47 942	43 739	3 500	46 178	15 115	7 419	7 515	3 015	2 874	2 281	2 244	+ 1 764
3.Vj.	47 653	43 648	3 499	45 842	15 049	7 221	7 342	2 843	2 872	2 220	2 283	+ 1 811
4.Vj.	51 162	46 727	3 501	46 576	14 548	7 305	7 465	2 989	3 065	2 333	2 936	+ 4 586
2013 1.Vj.	47 115	43 645	2 875	48 030	15 955	7 445	8 258	3 139	2 786	2 518	2 256	- 915
2.Vj.	48 604	45 199	2 875	48 577	15 815	7 486	8 227	3 142	3 007	2 465	2 336	+ 26
3.Vj.	48 337	44 917	2 875	48 435	15 839	7 456	8 149	3 070	3 043	2 356	2 378	- 98
4.Vj.	52 127	48 392	2 875	49 451	15 295	7 759	8 200	3 218	3 264	2 409	2 958	+ 2 676

Quelle: Bundesministerium für Gesundheit. 1 Die endgültigen Jahresergebnisse weichen von der Summe der Vierteljahreswerte ab, da es sich bei diesen stets um vorläufige Angaben handelt. Ohne Einnahmen und Ausgaben im Rahmen des Risikostruktur-ausgleichs. 2 Einschl. Beiträge aus geringfügigen Beschäftigungen. 3 Bundeszuschuss und Liquiditätshilfen. 4 Einschl. Zahnersatz. 5 Netto, d. h. nach Abzug der Kostener-

stattungen für den Beitragseinzug durch andere Sozialversicherungsträger. Einschl. Verwaltungsausgaben für Disease-Management-Programme. 6 Angaben zu einzel-nen Ausgabenkategorien für 2010 wegen geänderter statistischer Abgrenzung nur be-grenzt mit Vorjahresangaben vergleichbar.

X. Öffentliche Finanzen in Deutschland

11. Soziale Pflegeversicherung: Haushaltsentwicklung

Mio €

Zeit	Einnahmen 1)		Ausgaben 1)					Saldo der Einnahmen und Ausgaben		
	insgesamt	darunter: Beiträge 2)	insgesamt	darunter:						
				Pflegesachleistung	Vollstationäre Pflege	Pflegegeld	Beiträge zur Rentenversicherung 3)		Verwaltungsausgaben	
2007	18 036	17 858	18 385	2 475	8 831	4 050	861	896	-	350
2008	19 785	19 608	19 163	2 605	9 054	4 225	868	941	+	622
2009	21 300	21 137	20 314	2 742	9 274	4 443	878	984	+	986
2010	21 864	21 659	21 539	2 933	9 567	4 673	869	1 028	+	325
2011	22 294	22 145	21 962	3 002	9 700	4 735	881	1 034	+	331
2012	23 082	22 953	22 988	3 135	9 961	5 073	881	1 083	+	95
2013 p)	24 955	24 863	24 329	3 365	10 058	5 688	873	1 150	+	626
2011 1.Vj.	5 306	5 269	5 457	750	2 408	1 165	216	277	-	150
2.Vj.	5 519	5 496	5 396	713	2 417	1 173	210	263	+	123
3.Vj.	5 513	5 486	5 551	774	2 442	1 191	221	255	-	38
4.Vj.	5 904	5 877	5 526	742	2 442	1 216	223	240	+	378
2012 1.Vj.	5 493	5 450	5 700	774	2 469	1 248	223	283	-	207
2.Vj.	5 713	5 686	5 656	758	2 478	1 254	217	276	+	57
3.Vj.	5 726	5 694	5 774	783	2 507	1 269	219	262	-	49
4.Vj.	6 113	6 087	5 811	791	2 511	1 310	225	265	+	302
2013 1.Vj.	5 907	5 871	5 916	805	2 489	1 359	212	294	-	9
2.Vj.	6 229	6 207	6 037	827	2 498	1 436	217	289	+	192
3.Vj.	6 183	6 166	6 205	868	2 534	1 441	223	290	-	21
4.Vj.	6 635	6 619	6 171	865	2 537	1 451	221	278	+	464

Quelle: Bundesministerium für Gesundheit. 1 Die endgültigen Jahresergebnisse weichen von der Summe der Vierteljahreswerte ab, da es sich bei diesen stets um vorläufige

Angaben handelt. 2 Seit 2005: Einschl. Sonderbeitrag Kinderloser (0,25 % des beitragspflichtigen Einkommens). 3 Für nicht erwerbsmäßige Pflegepersonen.

12. Bund: marktmäßige Kreditaufnahme

Mio €

Zeit	Neuverschuldung, gesamt 1)		darunter: Veränderung der Geldmarktkredite	Veränderung der Geldmarkteinlagen
	brutto 2)	netto		
2007	+ 214 995	+ 6 996	+ 1 086	- 4 900
2008	+ 233 356	+ 26 208	+ 6 888	+ 9 036
2009	+ 312 729	+ 66 821	- 8 184	+ 106
2010	+ 302 694	+ 42 397	- 5 041	+ 1 607
2011	+ 264 572	+ 5 890	- 4 876	- 9 036
2012	+ 263 334	+ 31 728	+ 6 183	+ 13 375
2013	+ 246 781	+ 19 473	+ 7 292	- 4 601
2011 1.Vj.	+ 76 394	+ 15 958	- 607	- 5 206
2.Vj.	+ 77 158	+ 10 392	- 49	+ 26 625
3.Vj.	+ 59 256	- 8 152	- 4 177	- 22 608
4.Vj.	+ 51 764	- 12 308	- 42	- 7 847
2012 1.Vj.	+ 72 603	+ 12 524	+ 8 251	- 2 380
2.Vj.	+ 68 851	+ 13 623	+ 2 836	+ 19 969
3.Vj.	+ 60 504	- 8 627	- 8 281	- 14 911
4.Vj.	+ 61 376	+ 14 208	+ 3 376	+ 10 697
2013 1.Vj.	+ 62 030	+ 9 538	+ 1 303	- 11 879
2.Vj.	+ 73 126	+ 8 483	+ 11 024	+ 9 979
3.Vj.	+ 48 764	- 11 984	- 13 555	- 18 090
4.Vj.	+ 62 862	+ 13 436	+ 8 521	+ 15 389
2014 1.Vj.	+ 43 862	- 3 551	- 9 267	- 9 556

Quelle: Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH. 1 Einschl. „Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung“ sowie der Sondervermögen „Investitions- und Tilgungsfonds“ und „Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute“. 2 Nach Abzug der Rückkäufe.

13. Gebietskörperschaften: Verschuldung nach Gläubigern *)

Mio €

Zeit (Stand am Jahres- bzw. Quartalsende)	insgesamt	Bankensystem		Inländische Nichtbanken		Ausland ts)
		Bundesbank	Kreditinstitute ts)	Sozialversicherungen	sonstige 1)	
2007	1 540 381	4 440	456 900	68	317 473	761 500
2008	1 564 590	4 440	435 600	62	314 588	809 900
2009	1 657 842	4 440	438 700	59	317 743	896 900
2010	1 732 531	4 440	399 900	21	385 270	942 900
2011	1 752 476	4 440	356 600	102	412 134	979 200
2012	1 791 406	4 440	426 700	70	290 796	1 069 400
2013 ts)	1 818 818	4 440	442 800	53	267 825	1 103 700
2011 1.Vj.	1 750 580	4 440	412 800	87	370 653	962 600
2.Vj.	1 763 413	4 440	404 900	82	361 591	992 400
3.Vj.	1 759 638	4 440	388 400	82	380 516	986 200
4.Vj.	1 752 476	4 440	356 600	102	412 134	979 200
2012 1.Vj.	1 766 324	4 440	398 800	91	353 993	1 009 000
2.Vj.	1 780 408	4 440	410 600	92	324 376	1 040 900
3.Vj.	1 772 573	4 440	430 100	92	284 442	1 053 500
4.Vj.	1 791 406	4 440	426 700	70	290 796	1 069 400
2013 1.Vj. p)	1 801 773	4 440	429 900	20	265 513	1 101 900
2.Vj. p)	1 805 465	4 440	424 200	23	289 603	1 087 200
3.Vj. p)	1 793 464	4 440	422 700	28	276 996	1 089 300
4.Vj. ts)	1 818 818	4 440	442 800	53	267 825	1 103 700

Quelle: Eigene Berechnung unter Verwendung von Angaben des Statistischen Bundesamtes. * Ohne direkte Verschuldung der Haushalte untereinander. 1 Als Differenz ermittelt.

X. Öffentliche Finanzen in Deutschland

14. Gebietskörperschaften: Verschuldung nach Arten *)

Mio €

Zeit (Stand am Jahres- bzw. Quartalsende)	Ins- gesamt	Unver- zinsliche Schatz- anwei- sungen 1)	Obliga- tionen/ Schatz- anwei- sungen 2) 3)	Bundes- obliga- tionen 2)	Bundes- schatz- briefe	Anleihen 2)	Tages- anleihe	Direkt- auslei- hungen der Kredit- institute 4)	Darlehen von Nichtbanken		Altschulden	
									Sozial- versiche- rungen	sonstige 4)	Aus- gleichs- forde- rungen 5)	sonstige 5) 6)
Gebietskörperschaften												
2008	1 564 590	44 620	337 511	172 037	9 649	584 144	3 174	325 648	62	83 229	4 443	73
2009	1 657 842	105 970	361 727	174 219	9 471	594 999	2 495	300 927	59	103 462	4 442	71
2010	1 732 531	87 042	391 851	195 534	8 704	628 957	1 975	302 396	21	111 609	4 440	2
2011	1 752 476	60 272	414 250	214 211	8 208	644 894	2 154	292 179	102	111 765	4 440	2
2012 3.Vj.	1 772 573	53 325	409 957	237 746	7 110	654 513	1 893	286 823	92	116 673	4 440	2
4.Vj.	1 791 406	57 172	417 469	234 355	6 818	667 198	1 725	288 793	70	113 364	4 440	2
2013 1.Vj. p)	1 801 773	56 911	416 586	248 589	6 354	666 922	1 580	288 855	20	111 515	4 440	2
2.Vj. p)	1 805 465	57 919	415 548	234 612	5 890	679 394	1 516	294 488	23	111 634	4 440	2
3.Vj. p)	1 793 464	54 808	417 120	247 942	4 970	672 115	1 464	278 690	28	111 886	4 440	2
4.Vj. ts)	1 818 818	50 128	422 776	245 372	4 488	684 728	1 397	295 243	53	110 190	4 440	2
Bund 7) 8) 9) 10) 11)												
2008	966 197	40 795	105 684	172 037	9 649	583 930	3 174	35 291	-	11 122	4 443	72
2009	1 033 017	104 409	113 637	174 219	9 471	594 780	2 495	18 347	-	11 148	4 442	70
2010	1 075 415	85 867	126 220	195 534	8 704	628 582	1 975	13 349	-	10 743	4 440	2
2011	1 081 304	58 297	130 648	214 211	8 208	644 513	2 154	9 382	-	9 450	4 440	2
2012 3.Vj.	1 098 824	51 638	120 240	237 746	7 110	654 132	1 893	12 646	-	8 979	4 440	2
4.Vj.	1 113 032	56 222	117 719	234 355	6 818	666 775	1 725	16 193	-	8 784	4 440	2
2013 1.Vj.	1 122 570	54 962	113 866	248 589	6 354	666 499	1 580	17 469	-	8 811	4 440	2
2.Vj.	1 131 053	56 494	111 826	234 612	5 890	678 971	1 516	28 735	-	8 568	4 440	2
3.Vj.	1 119 069	54 539	110 074	247 942	4 970	671 692	1 464	15 246	-	8 702	4 440	2
4.Vj.	1 132 505	50 004	110 029	245 372	4 488	684 305	1 397	23 817	-	8 652	4 440	2
2014 1.Vj.	1 128 954	41 608	107 914	259 344	4 130	687 001	1 314	14 551	-	8 651	4 440	2
Länder												
2008	483 875	3 825	231 827	.	.	.	.	179 978	3	68 241	.	1
2009	505 359	1 561	248 091	.	.	.	.	167 310	8	88 389	.	1
2010	528 619	1 176	265 631	.	.	.	.	167 353	1	94 459	.	1
2011	537 491	1 975	283 601	.	.	.	.	154 465	62	97 387	.	1
2012 3.Vj.	537 827	1 687	289 717	.	.	.	.	143 606	52	102 764	.	1
4.Vj.	540 822	950	299 750	.	.	.	.	138 684	52	101 386	.	1
2013 1.Vj. p)	541 322	1 949	302 720	.	.	.	.	137 141	2	99 510	.	1
2.Vj. p)	538 301	1 425	303 722	.	.	.	.	133 278	5	99 871	.	1
3.Vj. p)	537 836	270	307 046	.	.	.	.	130 521	10	99 989	.	1
4.Vj. p)	549 774	125	312 747	.	.	.	.	138 524	35	98 343	.	1
Gemeinden 12)												
2008	114 518	.	-	.	.	214	.	110 379	60	3 866	.	.
2009	119 466	.	-	.	.	219	.	115 270	52	3 925	.	.
2010	128 497	.	-	.	.	375	.	121 695	20	6 407	.	.
2011	133 681	.	-	.	.	381	.	128 331	40	4 929	.	.
2012 3.Vj.	135 922	.	-	.	.	381	.	130 571	40	4 930	.	.
4.Vj.	137 552	.	-	.	.	423	.	133 916	18	3 195	.	.
2013 1.Vj. p)	137 881	.	-	.	.	423	.	134 245	18	3 195	.	.
2.Vj. p)	136 111	.	-	.	.	423	.	132 475	18	3 195	.	.
3.Vj. p)	136 559	.	-	.	.	423	.	132 923	18	3 195	.	.
4.Vj. ts)	136 538	.	-	.	.	423	.	132 902	18	3 195	.	.
Sondervermögen 7) 8) 13)												
2008	-	.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.
2009	-	.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.
2010	-	.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.
2011	-	.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.
2012 3.Vj.	-	.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.
4.Vj.	-	.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.
2013 1.Vj.	-	.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.
2.Vj.	-	.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.
3.Vj.	-	.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.
4.Vj.	-	.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.
2014 1.Vj.	-	.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.

Quelle: Eigene Berechnung unter Verwendung von Angaben des Statistischen Bundesamtes. * Ohne direkte Verschuldung der Haushalte untereinander. 1 Einschl. Finanzierungsschätze. 2 Ohne den Eigenbestand der Emittenten. 3 Die Länderschatzanweisungen decken auch den langfristigen Laufzeitbereich ab. 4 Im Wesentlichen Schuld-scheindarlehen und Kassenkredite. Einschl. der bei ausländischen Stellen aufgenommenen Darlehen. Sonstige Darlehen von Nichtbanken einschl. Darlehen von öffentlichen Zusatzversorgungskassen und der Verbindlichkeiten aus der Investitionshilfeabgabe. 5 Ohne Gegenrechnung offener Forderungen. 6 Hauptsächlich auf fremde Wäh-rung lautende Altschulden gemäß Londoner Schuldenabkommen, Wohnungsbau-Altverbindlichkeiten und WGS- und WGS-Wohnungsbauverbindlichkeiten; ohne im eigen-en Bestand befindliche Stücke. 7 Die durch die gemeinsame Emission von Bundes-wertpapieren aufgenommenen Schulden sind hier – im Gegensatz zur Kapitalmarktsta-

tistik – entsprechend dem vereinbarten Aufteilungsverhältnis beim Bund und den Son-dervermögen nachgewiesen. 8 Zum 1. Juli 2007 erfolgte eine Mitübernahme der Schulden des ERP-Sondervermögens durch den Bund. Das genannte Sondervermö-gen wird danach nur noch beim Bund ausgewiesen. 9 Ab Dezember 2008 einschl. Verschuldung des „Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung“. 10 Ab März 2009 einschl. Verschuldung des Sondervermögens „Investitions- und Tilgungs-fonds“. 11 Ab Januar 2011 einschl. Verschuldung des Sondervermögens „Restrukturierungs-fonds für Kreditinstitute“. 12 Einschl. Verschuldung der kommunalen Zweckver-bände, Angaben für andere Termine als Jahresende geschätzt. 13 ERP-Sondervermö-gen (bis einschl. Juni 2007), Fonds „Deutsche Einheit“ (bis einschl. 2004) und Entschä-digungsfonds.

XI. Konjunkturlage in Deutschland

1. Entstehung und Verwendung des Inlandsprodukts, Verteilung des Volkseinkommens

Position	2012			2013			2012				2013			
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2.Vj.	3.Vj.	4.Vj.	1.Vj.	2.Vj.	3.Vj.	4.Vj.	
	Index 2005 = 100			Veränderung gegen Vorjahr in %										
Preisbereinigt, verkettet														
I. Entstehung des Inlandsprodukts														
Produzierendes Gewerbe (ohne Baugewerbe)	112,8	112,3	112,3	5,5	- 0,4	0,0	- 0,8	- 1,4	- 1,7	- 4,3	0,7	1,0	2,6	
Baugewerbe	106,7	104,2	103,7	4,6	- 2,4	- 0,4	- 2,4	- 2,1	- 6,4	- 7,3	- 0,7	1,4	4,6	
Handel, Verkehr, Gastgewerbe	104,0	104,6	105,6	2,7	0,6	0,9	1,1	- 0,9	- 0,3	- 2,4	1,4	2,3	2,2	
Information und Kommunikation	146,9	149,9	151,7	8,4	2,0	1,2	2,2	2,7	0,5	1,2	1,5	0,9	1,0	
Erbringung von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	117,9	120,0	114,4	2,2	1,8	- 4,7	0,3	1,1	6,5	1,1	- 5,3	- 5,9	- 8,5	
Grundstücks- und Wohnungswesen	110,8	112,6	113,6	3,5	1,6	0,9	1,8	1,8	1,2	0,7	1,0	1,0	1,0	
Unternehmensdienstleister ¹⁾	107,0	110,1	113,9	3,1	2,9	3,5	3,0	3,1	2,0	1,6	4,0	4,2	4,1	
Öffentliche Dienstleister, Erziehung und Gesundheit	110,5	111,5	111,7	1,5	0,9	0,2	1,0	1,0	0,6	- 0,1	0,3	0,1	0,5	
Sonstige Dienstleister	105,2	106,7	105,7	0,2	1,4	- 0,9	2,0	1,7	- 0,1	- 1,9	- 0,5	- 1,0	- 0,3	
Bruttowertschöpfung	111,1	112,0	112,5	3,3	0,8	0,5	0,8	0,4	- 0,0	- 1,5	0,8	1,1	1,5	
Bruttoinlandsprodukt ²⁾	110,4	111,1	111,6	3,3	0,7	0,4	0,6	0,4	0,0	- 1,6	0,9	1,1	1,3	
II. Verwendung des Inlandsprodukts														
Private Konsumausgaben ³⁾	105,7	106,5	107,5	2,3	0,8	0,9	0,8	0,0	0,5	- 0,4	1,2	1,6	1,0	
Konsumausgaben des Staates	111,3	112,3	113,2	1,0	1,0	0,7	0,5	1,1	0,6	0,4	0,4	1,0	1,0	
Ausrüstungen	114,2	109,6	106,9	5,8	- 4,0	- 2,4	- 4,1	- 6,6	- 6,2	- 8,9	- 1,1	- 0,2	0,0	
Bauten	112,3	110,8	110,9	7,8	- 1,4	0,1	- 1,9	- 0,8	- 3,1	- 7,0	0,6	2,4	3,3	
Sonstige Anlagen ⁴⁾	129,7	134,1	138,1	5,1	3,4	3,0	3,6	3,9	3,3	2,1	3,2	3,3	3,1	
Vorratsveränderungen ^{5) 6)}	.	.	.	- 0,1	- 0,5	- 0,1	- 0,9	- 0,6	- 0,3	0,3	0,1	0,1	- 0,7	
Inländische Verwendung	108,9	108,6	109,1	2,8	- 0,3	0,5	- 0,8	- 0,9	- 0,7	- 1,1	0,9	1,6	0,4	
Außenbeitrag ⁶⁾	.	.	.	0,7	0,9	0,0	1,3	1,3	0,8	- 0,5	0,1	- 0,5	0,9	
Exporte	136,0	140,3	141,4	8,0	3,2	0,8	4,6	3,2	0,5	- 2,9	1,1	0,9	4,1	
Importe	135,8	137,8	139,1	7,4	1,4	0,9	2,2	0,7	- 1,0	- 2,2	1,2	1,9	2,7	
Bruttoinlandsprodukt ²⁾	110,4	111,1	111,6	3,3	0,7	0,4	0,6	0,4	0,0	- 1,6	0,9	1,1	1,3	
In jeweiligen Preisen (Mrd €)														
III. Verwendung des Inlandsprodukts														
Private Konsumausgaben ³⁾	1 498,4	1 533,9	1 572,4	4,4	2,4	2,5	2,1	1,7	2,2	1,1	3,0	3,3	2,5	
Konsumausgaben des Staates	499,6	514,4	533,0	2,5	3,0	3,6	2,4	3,1	3,1	3,5	3,6	4,3	3,2	
Ausrüstungen	181,2	175,0	170,9	6,2	- 3,4	- 2,4	- 3,5	- 5,9	- 5,5	- 8,7	- 1,1	- 0,1	0,0	
Bauten	263,3	266,1	271,3	11,1	1,1	2,0	0,6	1,5	- 0,9	- 5,3	2,5	4,3	5,2	
Sonstige Anlagen ⁴⁾	28,6	29,4	30,0	4,5	2,6	2,1	2,7	2,8	2,8	1,9	2,2	2,2	2,0	
Vorratsveränderungen ⁵⁾	3,2	- 10,3	- 13,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Inländische Verwendung	2 474,3	2 508,5	2 563,9	5,1	1,4	2,2	0,7	0,8	1,1	0,6	2,8	3,4	1,9	
Außenbeitrag	135,7	157,9	173,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Exporte	1 321,4	1 381,0	1 385,5	11,2	4,5	0,3	6,0	4,5	1,7	- 2,9	0,8	0,0	3,4	
Importe	1 185,8	1 223,1	1 211,8	13,1	3,1	- 0,9	3,9	2,3	0,3	- 2,9	- 0,7	- 0,3	0,2	
Bruttoinlandsprodukt ²⁾	2 609,9	2 666,4	2 737,6	4,6	2,2	2,7	1,9	1,9	1,8	0,4	3,4	3,4	3,4	
IV. Preise (2005 = 100)														
Privater Konsum	108,4	110,2	112,0	2,1	1,6	1,6	1,3	1,6	1,7	1,6	1,7	1,7	1,5	
Bruttoinlandsprodukt	106,3	107,9	110,3	1,2	1,5	2,2	1,3	1,5	1,8	2,0	2,5	2,2	2,1	
Terms of Trade	97,3	96,9	98,2	- 2,3	- 0,4	1,4	- 0,3	- 0,3	- 0,1	0,8	1,6	1,4	1,7	
V. Verteilung des Volkseinkommens														
Arbeitnehmerentgelt	1 325,9	1 377,6	1 416,1	4,4	3,9	2,8	4,1	3,9	3,8	3,0	2,7	2,9	2,6	
Unternehmens- und Vermögenseinkommen	686,1	676,6	702,7	5,3	- 1,4	3,9	- 1,5	- 1,9	- 4,0	- 4,1	7,2	4,9	8,9	
Volkseinkommen	2 012,0	2 054,3	2 118,8	4,7	2,1	3,1	2,3	1,8	1,5	0,4	4,1	3,6	4,4	
Nachr.: Bruttonationaleinkommen	2 668,9	2 730,1	2 804,6	4,7	2,3	2,7	2,3	2,0	1,9	0,5	3,5	3,2	3,6	

Quelle: Statistisches Bundesamt; Rechenstand: Februar 2014. **1** Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen, technischen und sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen. **2** Bruttowertschöpfung zuzüglich Gütersteuern (saldiert mit Gütersubven-

tionen). **3** Einschl. Private Organisationen ohne Erwerbszweck. **4** Immaterielle Anlageinvestitionen (u. a. EDV-Software, Urheberrechte) sowie Nutztiere und -pflanzen. **5** Einschl. Nettozugang an Wertsachen. **6** Wachstumsbeitrag zum BIP.

XI. Konjunkturlage in Deutschland

8. Einkommen der privaten Haushalte *)

Zeit	Bruttolöhne und -gehälter 1)		Nettolöhne und -gehälter 2)		Empfangene monetäre Sozialleistungen 3)		Masseneinkommen 4)		Verfügbares Einkommen 5)		Sparen 6)		Sparquote 7)
	Mrd €	Veränderung gegen Vorjahr %	Mrd €	Veränderung gegen Vorjahr %	Mrd €	Veränderung gegen Vorjahr %	Mrd €	Veränderung gegen Vorjahr %	Mrd €	Veränderung gegen Vorjahr %	Mrd €	Veränderung gegen Vorjahr %	%
2006	935,0	1,4	627,8	0,4	358,5	- 0,4	986,3	0,1	1 502,0	2,6	162,5	3,6	10,8
2007	965,9	3,3	646,2	2,9	353,6	- 1,4	999,8	1,4	1 524,8	1,5	168,1	3,4	11,0
2008	1 002,6	3,8	664,0	2,7	356,2	0,7	1 020,1	2,0	1 569,9	3,0	180,3	7,3	11,5
2009	1 003,8	0,1	667,7	0,6	384,1	7,8	1 051,8	3,1	1 562,9	- 0,4	170,3	- 5,5	10,9
2010	1 033,2	2,9	696,7	4,4	387,8	1,0	1 084,5	3,1	1 609,9	3,0	174,9	2,7	10,9
2011	1 081,7	4,7	723,4	3,8	384,2	- 0,9	1 107,6	2,1	1 672,0	3,9	173,6	- 0,7	10,4
2012	1 126,6	4,2	751,9	3,9	389,2	1,3	1 141,1	3,0	1 710,3	2,3	176,5	1,6	10,3
2013	1 160,9	3,0	772,8	2,8	397,4	2,1	1 170,2	2,6	1 746,7	2,1	174,2	- 1,3	10,0
2012 3.Vj.	277,9	4,1	189,1	3,8	97,4	1,7	286,6	3,1	431,3	1,6	37,9	1,1	8,8
4.Vj.	311,7	4,0	207,9	3,7	97,3	1,6	305,2	3,0	429,5	1,9	38,0	- 1,1	8,8
2013 1.Vj.	270,1	3,3	180,2	3,1	100,2	2,4	280,4	2,8	428,2	0,6	56,3	- 3,0	13,2
2.Vj.	283,5	2,9	184,8	2,6	99,0	2,5	283,8	2,6	434,3	2,5	41,5	- 2,4	9,6
3.Vj.	286,8	3,2	195,1	3,1	99,4	2,1	294,5	2,8	444,4	3,0	37,8	- 0,2	8,5
4.Vj.	320,4	2,8	212,7	2,3	98,8	1,5	311,5	2,1	439,8	2,4	38,6	1,5	8,8

Quelle: Statistisches Bundesamt; Rechenstand: Februar 2014. * Private Haushalte einschl. private Organisationen ohne Erwerbszweck. 1 Inländerkonzept. 2 Nach Abzug der von den Bruttolöhnen und -gehältern zu entrichtenden Lohnsteuer sowie den Sozialbeiträgen der Arbeitnehmer. 3 Geldleistungen der Sozialversicherungen, Gebietskörperschaften und des Auslands, Pensionen (netto), Sozialleistungen aus privaten Sicherungssystemen, abzüglich Sozialabgaben auf Sozialleistungen, verbrauchsnahe Steuern und staatliche Gebühren. 4 Nettolöhne und -gehälter zuzüglich empfangene mo-

netäre Sozialleistungen. 5 Masseneinkommen zuzüglich Betriebsüberschuss, Selbständigeneinkommen, Vermögenseinkommen (netto), übrige empfangene laufende Transfers, Einkommen der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck, abzüglich Steuern (ohne Lohnsteuer und verbrauchsnahe Steuern) und übriger geleisteter laufender Transfers. Einschl. der Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche. 6 Einschl. der Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche. 7 Sparen in % des verfügbaren Einkommens.

9. Tarifverdienste in der Gesamtwirtschaft

Zeit	Tariflohnindex 1)								nachrichtlich: Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer 3)	
	auf Stundenbasis		auf Monatsbasis							
			insgesamt		insgesamt ohne Einmalzahlungen		Grundvergütungen 2)			
2005 = 100	% gegen Vorjahr	2005 = 100	% gegen Vorjahr	2005 = 100	% gegen Vorjahr	2005 = 100	% gegen Vorjahr	2005 = 100	% gegen Vorjahr	
2006	101,0	1,0	101,2	1,2	100,8	0,8	100,8	0,8	100,8	0,8
2007	102,2	1,2	102,5	1,4	102,2	1,5	102,2	1,4	102,2	1,4
2008	105,0	2,7	105,4	2,8	105,3	3,0	105,5	3,2	104,6	2,3
2009	107,1	2,0	107,5	2,0	107,7	2,3	108,1	2,4	104,5	- 0,0
2010	108,8	1,6	109,4	1,7	109,4	1,6	110,0	1,8	106,9	2,3
2011	110,7	1,8	111,4	1,8	111,5	1,9	112,0	1,8	110,4	3,3
2012	113,7	2,7	114,3	2,6	114,7	2,9	115,2	2,9	113,6	2,9
2013	116,5	2,4	117,1	2,4	117,5	2,5	118,0	2,5	116,1	2,2
2012 3.Vj.	116,0	2,8	116,6	2,8	117,0	2,9	115,9	3,0	111,8	2,9
4.Vj.	127,2	3,1	127,9	3,0	128,3	3,0	116,2	3,0	124,3	3,0
2013 1.Vj.	107,8	2,8	108,4	2,9	108,8	2,9	117,0	2,9	109,1	2,4
2.Vj.	109,0	2,1	109,6	2,1	109,9	2,1	117,3	2,1	113,7	2,1
3.Vj.	118,7	2,3	119,4	2,3	119,8	2,4	118,7	2,4	114,5	2,4
4.Vj.	130,3	2,4	131,0	2,4	131,5	2,5	118,9	2,4	126,8	2,0
2013 Aug.	109,5	2,5	110,1	2,6	110,5	2,6	118,8	2,5	.	.
Sept.	109,5	2,4	110,1	2,5	110,5	2,5	118,9	2,5	.	.
Okt.	109,5	2,4	110,1	2,5	110,5	2,4	118,9	2,4	.	.
Nov.	169,0	2,4	169,9	2,4	170,5	2,4	118,9	2,3	.	.
Dez.	112,3	2,4	113,0	2,5	113,4	2,7	119,0	2,4	.	.
2014 Jan.	112,4	4,2	113,0	4,3	111,6	2,6	120,0	2,6	.	.
Febr.	110,6	2,6	111,3	2,7	111,7	2,7	120,1	2,6	.	.

1 Aktuelle Angaben werden in der Regel noch aufgrund von Nachmeldungen korrigiert. 2 Ohne Einmalzahlungen sowie ohne Nebenvereinbarungen (VermL, Sonder-

zahlungen z.B Jahresgratifikation, Urlaubsgeld, Weihnachtsgeld (13.ME) und Altersvorsorgeleistungen). 3 Quelle: Statistisches Bundesamt; Rechenstand: Februar 2014.

XII. Außenwirtschaft

1. Wichtige Posten der Zahlungsbilanz für die Europäische Währungsunion *)

Mio €

Position	2011	2012	2013	2013					2014
				2.Vj.	3.Vj.	4.Vj.	Nov.	Dez.	Jan. Ⓐ
A. Leistungsbilanz	+ 7 926	+ 125 252	+ 210 249	+ 55 688	+ 48 335	+ 81 778	+ 27 064	+ 28 231	+ 6 371
1. Warenhandel									
Ausfuhr (fob)	1 790 317	1 921 083	1 936 918	489 965	479 464	496 613	166 374	153 969	152 289
Einfuhr (fob)	1 789 758	1 828 521	1 766 753	439 478	440 791	445 681	147 678	140 722	151 332
Saldo	+ 558	+ 92 566	+ 170 165	+ 50 488	+ 38 672	+ 50 933	+ 18 696	+ 13 248	+ 956
2. Dienstleistungen									
Einnahmen	585 701	628 214	654 118	164 842	175 326	168 669	52 063	59 792	52 540
Ausgaben	511 912	538 296	546 846	135 778	143 632	140 042	44 367	48 912	43 819
Saldo	+ 73 790	+ 89 916	+ 107 270	+ 29 063	+ 31 693	+ 28 627	+ 7 696	+ 10 880	+ 8 721
3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Saldo)	+ 39 282	+ 48 911	+ 59 634	+ 6 678	+ 12 602	+ 21 884	+ 6 288	+ 9 479	+ 6 658
4. Laufende Übertragungen									
fremde Leistungen	95 893	98 445	96 650	20 360	17 741	30 486	8 524	15 714	10 525
eigene Leistungen	201 596	204 587	223 469	50 902	52 373	50 151	14 139	21 090	20 489
Saldo	- 105 705	- 106 143	- 126 820	- 30 543	- 34 632	- 19 665	- 5 615	- 5 376	- 9 964
B. Saldo der Vermögensübertragungen und Kauf/Verkauf von immateriellen nicht-produzierten Vermögensgütern	+ 11 472	+ 5 643	+ 18 689	+ 5 597	+ 4 678	+ 6 508	+ 1 765	+ 2 370	+ 406
C. Kapitalbilanz (Nettokapitalexport: -)	- 44 562	- 140 197	- 229 077	- 59 053	- 52 830	- 95 006	- 29 061	- 38 748	- 3 580
1. Direktinvestitionen	- 84 840	- 3 128	- 105 785	- 55 542	- 27 596	+ 1 254	- 11 718	+ 14 608	- 4 656
Anlagen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	- 524 651	- 329 943	- 191 389	- 61 945	- 31 771	- 40 912	- 19 766	+ 630	- 18 886
ausländische Anlagen im Euro-Währungsgebiet	+ 439 809	+ 326 815	+ 85 604	+ 6 403	+ 4 175	+ 42 167	+ 8 048	+ 13 979	+ 14 230
2. Wertpapieranlagen	+ 231 384	+ 75 090	+ 147 540	+ 67 080	+ 12 912	+ 51 169	+ 52 311	- 4 227	+ 16 861
Anlagen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	+ 53 096	- 186 208	- 222 239	- 21 813	- 63 593	- 32 435	- 13 231	- 12 659	- 17 274
Aktien	+ 65 978	- 57 603	- 136 377	- 13 893	- 42 896	- 16 914	- 425	- 6 967	- 6 757
Anleihen	+ 21 206	- 126 250	- 67 602	- 8 776	- 18 314	- 6 173	- 9 227	+ 3 647	- 2 676
Geldmarktpapiere	- 34 087	- 2 354	- 18 263	+ 855	- 2 383	- 9 349	- 3 580	- 9 339	- 7 841
ausländische Anlagen im Euro-Währungsgebiet	+ 178 285	+ 261 297	+ 369 777	+ 88 893	+ 76 504	+ 83 603	+ 65 542	+ 8 432	+ 34 135
Aktien	+ 74 155	+ 145 856	+ 269 730	+ 83 697	+ 54 308	+ 74 308	+ 17 290	+ 41 757	+ 11 168
Anleihen	+ 151 611	+ 120 064	+ 89 125	+ 5 376	- 16 729	+ 73 470	+ 50 819	+ 9 163	- 3 945
Geldmarktpapiere	- 47 478	- 4 622	+ 10 923	- 180	+ 38 926	- 64 176	- 2 567	- 42 489	+ 26 912
3. Finanzderivate	- 5 245	+ 3 471	+ 14 800	- 522	+ 5 567	+ 1 389	- 4 859	+ 3 448	- 1 383
4. Übriger Kapitalverkehr (Saldo)	- 175 592	- 201 710	- 281 293	- 68 882	- 40 854	- 148 512	- 64 982	- 51 229	- 11 683
Eurosysteem	+ 137 771	+ 13 179	- 58 446	- 10 783	- 16 359	- 8 814	- 4 148	+ 423	- 3 216
Staat	+ 69 895	- 2 138	+ 5 209	+ 4 326	+ 6 256	- 15 215	- 5 792	- 3 902	+ 2 993
Monetäre Finanzinstitute (Ohne Eurosysteem)	- 341 649	- 112 645	- 265 361	- 105 882	- 35 722	- 111 550	- 33 207	- 53 950	- 21 609
langfristig	- 16 722	+ 12 338	+ 59 400	+ 21 071	+ 3 764	+ 36 647	- 10 091	+ 49 402	+ 4 326
kurzfristig	- 324 931	- 124 980	- 324 757	- 126 951	- 39 486	- 148 196	- 23 116	- 103 351	- 25 935
Unternehmen und Privatpersonen	- 41 612	- 100 108	+ 37 305	+ 43 456	+ 4 972	- 12 934	- 21 834	+ 6 200	+ 10 149
5. Veränderung der Währungsreserven des Eurosysteems (Zunahme: -)	- 10 266	- 13 921	- 4 340	- 1 187	- 2 859	- 306	+ 187	- 1 348	- 2 719
D. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen	+ 25 163	+ 9 301	+ 139	- 2 232	- 183	+ 6 720	+ 232	+ 8 147	- 3 198

* Quelle: Europäische Zentralbank.

XII. Außenwirtschaft

2. Wichtige Posten der Zahlungsbilanz der Bundesrepublik Deutschland (Salden)

Zeit	Leistungsbilanz						Vermögensübertragungen und Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern	Kapitalbilanz			Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen
	Saldo der Leistungsbilanz	Außenhandel 1)	Ergänzungen zum Außenhandel 2)	Dienstleistungen 3)	Erwerbs- und Vermögenseinkommen	laufende Übertragungen		insgesamt 4)	darunter Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten 5)		
	Mio DM										
2000	- 69 351	+ 115 645	- 17 742	- 95 848	- 16 956	- 54 450	+ 13 345	+ 66 863	+ 11 429	- 10 857	
2001	- 23	+ 186 771	- 14 512	- 97 521	- 22 557	- 52 204	- 756	- 23 068	+ 11 797	+ 23 847	
	Mio €										
1999	- 25 834	+ 65 211	- 8 153	- 46 035	- 12 457	- 24 401	- 154	- 10 396	+ 12 535	+ 36 384	
2000	- 35 459	+ 59 128	- 9 071	- 49 006	- 8 670	- 27 840	+ 6 823	+ 34 187	+ 5 844	- 5 551	
2001	- 12	+ 95 495	- 7 420	- 49 862	- 11 533	- 26 692	- 387	- 11 794	+ 6 032	+ 12 193	
2002	+ 42 669	+ 132 788	- 8 552	- 35 728	- 18 888	- 26 951	- 212	- 38 448	+ 2 065	- 4 010	
2003	+ 40 525	+ 129 921	- 11 148	- 34 506	- 15 677	- 28 064	+ 311	- 61 758	+ 445	+ 20 921	
2004	+ 102 368	+ 156 096	- 16 470	- 29 375	+ 19 681	- 27 564	+ 435	- 122 984	+ 1 470	+ 20 181	
2005	+ 112 591	+ 158 179	- 14 057	- 27 401	+ 24 391	- 28 522	- 1 369	- 129 635	+ 2 182	+ 18 413	
2006	+ 144 739	+ 159 048	- 12 888	- 17 346	+ 44 460	- 28 536	- 258	- 175 474	+ 2 934	+ 30 992	
2007	+ 180 914	+ 195 348	- 9 816	- 14 852	+ 42 918	- 32 685	+ 104	- 210 151	+ 953	+ 29 133	
2008	+ 153 633	+ 178 297	- 13 628	- 10 258	+ 32 379	- 33 157	- 210	- 173 910	- 2 008	+ 20 487	
2009	+ 140 724	+ 138 697	- 16 917	- 7 220	+ 59 355	- 33 191	+ 28	- 156 416	+ 3 200	+ 15 664	
2010	+ 159 329	+ 154 863	- 12 408	+ 337	+ 54 836	- 38 299	- 575	- 124 952	+ 1 613	- 33 802	
2011	+ 178 427	+ 158 702	- 20 296	+ 3 353	+ 70 530	- 33 863	+ 634	- 174 729	- 2 836	- 4 331	
2012	+ 198 571	+ 189 841	- 33 187	+ 3 289	+ 76 376	- 37 749	+ 16	- 222 705	+ 1 297	+ 24 118	
2013 1)	+ 205 952	+ 197 654	- 28 986	+ 2 400	+ 76 921	- 42 037	+ 1 810	- 250 599	- 838	+ 42 836	
2011 1.Vj.	+ 48 541	+ 40 902	- 2 064	+ 4 170	+ 19 184	- 13 651	+ 943	- 70 793	+ 1 393	+ 21 309	
2.Vj.	+ 36 123	+ 38 562	- 4 993	+ 139	+ 7 422	- 4 730	- 290	- 57 077	+ 438	+ 21 243	
3.Vj.	+ 40 415	+ 39 609	- 6 581	+ 4 305	+ 21 358	- 9 665	+ 97	- 13 384	- 639	- 27 127	
4.Vj.	+ 53 348	+ 39 630	- 6 657	+ 3 626	+ 22 565	- 5 816	- 116	- 33 476	- 366	- 19 756	
2012 1.Vj.	+ 50 009	+ 46 229	- 4 457	+ 2 034	+ 21 251	- 15 047	+ 184	- 42 696	- 963	- 7 496	
2.Vj.	+ 43 491	+ 48 058	- 10 911	+ 2 676	+ 10 090	- 6 421	+ 387	- 48 159	- 769	+ 4 281	
3.Vj.	+ 48 302	+ 50 775	- 8 677	+ 5 830	+ 21 431	- 9 397	+ 59	- 50 859	- 59	+ 2 497	
4.Vj.	+ 56 768	+ 44 780	- 9 142	+ 4 408	+ 23 605	- 6 883	- 614	- 80 991	+ 494	+ 24 837	
2013 1.Vj.	+ 47 441	+ 49 289	- 7 694	+ 48	+ 21 756	- 15 959	+ 387	- 40 042	- 86	- 7 786	
2.Vj. 1)	+ 50 358	+ 48 634	- 3 838	+ 1 276	+ 12 295	- 8 010	+ 345	- 70 438	- 72	+ 19 735	
3.Vj. 1)	+ 45 237	+ 49 784	- 8 451	+ 5 118	+ 19 423	- 10 402	+ 77	- 64 747	+ 784	+ 19 433	
4.Vj. 1)	+ 62 916	+ 49 946	- 9 004	+ 6 194	+ 23 447	- 7 666	+ 1 001	- 75 372	- 1 464	+ 11 454	
2011 Sept.	+ 19 443	+ 17 314	- 2 671	+ 640	+ 7 279	- 3 120	- 135	- 5 380	- 320	- 13 928	
Okt.	+ 12 409	+ 11 000	- 2 199	+ 511	+ 7 623	- 3 504	- 184	- 15 212	+ 55	+ 2 987	
Nov.	+ 18 586	+ 16 110	- 1 924	+ 733	+ 7 315	- 3 647	+ 118	- 8 401	+ 263	- 10 303	
Dez.	+ 22 354	+ 12 520	- 2 534	+ 3 405	+ 7 627	+ 1 335	- 50	- 9 863	- 684	- 12 441	
2012 Jan.	+ 12 820	+ 13 536	- 1 564	+ 1 071	+ 6 185	- 4 266	- 37	- 12 795	- 140	+ 13	
Febr.	+ 15 099	+ 15 418	- 1 945	+ 1 454	+ 7 468	- 7 296	+ 212	- 8 194	- 547	+ 7 117	
März	+ 22 091	+ 17 275	- 948	+ 1 652	+ 7 597	- 3 485	+ 8	- 21 707	- 276	- 393	
April	+ 13 016	+ 14 358	- 3 456	+ 2 139	+ 2 651	- 2 675	+ 309	- 16 585	- 581	+ 3 261	
Mai	+ 9 987	+ 15 702	- 4 485	+ 311	+ 551	- 1 470	+ 233	- 19 675	- 207	+ 9 455	
Juni	+ 20 488	+ 17 998	- 2 970	+ 848	+ 6 889	- 2 276	- 155	- 11 898	+ 19	- 8 435	
Juli	+ 15 779	+ 17 169	- 3 148	- 2 783	+ 7 072	- 2 532	+ 228	+ 122	+ 48	- 15 673	
Aug.	+ 14 662	+ 16 747	- 2 864	+ 2 581	+ 7 029	- 3 668	+ 166	- 19 055	- 389	+ 4 227	
Sept.	+ 17 862	+ 16 859	- 2 665	+ 465	+ 7 330	- 3 197	+ 122	- 31 926	+ 281	+ 13 943	
Okt.	+ 16 663	+ 15 967	- 2 816	+ 980	+ 7 964	- 3 472	- 192	- 18 726	- 176	+ 2 256	
Nov.	+ 19 015	+ 16 872	- 2 841	+ 763	+ 7 623	- 3 402	+ 148	- 30 196	+ 308	+ 11 033	
Dez.	+ 21 090	+ 11 941	- 3 485	+ 4 625	+ 8 018	- 9	- 570	- 32 069	+ 362	+ 11 548	
2013 Jan.	+ 10 633	+ 13 622	- 2 433	+ 1 507	+ 6 690	- 5 740	+ 24	+ 9 792	- 493	- 20 450	
Febr.	+ 15 668	+ 16 809	- 1 940	+ 383	+ 7 418	- 7 002	+ 19	- 16 820	+ 321	+ 1 133	
März	+ 21 139	+ 18 858	- 3 321	+ 1 171	+ 7 648	- 3 218	+ 344	- 33 014	+ 86	+ 11 531	
April	+ 17 521	+ 17 995	- 1 302	+ 894	+ 2 528	- 2 595	+ 182	- 23 748	- 56	+ 6 045	
Mai	+ 13 933	+ 13 622	- 569	+ 287	+ 3 613	- 2 446	+ 109	- 15 267	+ 23	+ 1 225	
Juni 1)	+ 18 904	+ 17 017	- 1 967	+ 668	+ 6 155	- 2 969	+ 54	- 31 423	- 38	+ 12 465	
Juli 1)	+ 15 131	+ 16 253	- 2 658	+ 1 753	+ 6 772	- 3 483	+ 39	- 10 458	+ 654	- 4 711	
Aug. 1)	+ 9 823	+ 13 255	- 2 943	+ 3 353	+ 6 662	- 3 798	- 77	- 28 991	- 425	+ 19 244	
Sept. 1)	+ 20 283	+ 20 276	- 2 849	+ 12	+ 5 989	- 3 121	+ 116	- 25 298	+ 556	+ 4 899	
Okt. 1)	+ 19 288	+ 17 867	- 2 105	+ 659	+ 7 283	- 3 098	+ 527	- 19 789	+ 212	- 26	
Nov. 1)	+ 22 530	+ 18 208	- 3 046	+ 2 462	+ 7 562	- 2 656	+ 270	- 23 293	- 407	+ 494	
Dez. 1)	+ 21 098	+ 13 870	- 3 853	+ 4 391	+ 8 602	- 1 912	+ 204	- 32 289	- 1 269	+ 10 987	
2014 Jan. 1)	+ 15 181	+ 15 045	- 2 478	+ 1 734	+ 5 662	- 4 782	+ 1 009	- 1 720	+ 375	- 14 469	
Febr. 1)	+ 13 879	+ 16 264	- 2 884	+ 1 670	+ 6 216	- 7 387	+ 446	- 26 435	+ 898	+ 12 110	

1 Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik: Einfuhr cif, Ausfuhr fob. Ab Januar 2007 ohne Warenlieferungen zur bzw. nach Reparatur/Wartung, die bis Dezember 2006 über die Ergänzungen zum Außenhandel abgesetzt wurden. 2 Unter anderem Lagerverkehr auf inländische Rechnung und Absetzung der Rückwaren.

3 Ohne die im cif-Wert der Einfuhr enthaltenen Ausgaben für Fracht- und Versicherungskosten. 4 Saldo der Kapitalbilanz einschließlich Veränderung der Währungsreserven. Kapitalexport: - - 5 Zunahme: - -

XII. Außenwirtschaft

3. Außenhandel (Spezialhandel) der Bundesrepublik Deutschland nach Ländergruppen und Ländern ¹⁾

Mio €

Ländergruppe/Land		2011	2012	2013 ¹⁾	2013				2014	
					September ¹⁾	Oktober ¹⁾	November ¹⁾	Dezember ¹⁾	Januar ¹⁾	Februar ¹⁾
Alle Länder ¹⁾	Ausfuhr	1 061 225	1 095 766	1 093 811	94 576	99 118	94 669	82 104	90 747	92 402
	Einfuhr	902 523	905 925	896 157	74 300	81 251	76 461	68 233	75 703	76 138
	Saldo	+ 158 702	+ 189 841	+ 197 654	+ 20 276	+ 17 867	+ 18 208	+ 13 870	+ 15 045	+ 16 264
I. Europäische Länder	Ausfuhr	752 295	751 071	748 833	64 956	68 399	64 349	54 880	63 586	...
	Einfuhr	622 870	629 305	633 693	52 380	57 845	54 796	48 935	53 131	...
	Saldo	+ 129 425	+ 121 766	+ 115 140	+ 12 576	+ 10 554	+ 9 553	+ 5 945	+ 10 456	...
1. EU-Länder (28)	Ausfuhr	629 953	622 674	623 113	54 621	57 379	53 460	46 377	54 498	...
	Einfuhr	506 211	504 494	514 693	42 660	47 792	44 387	39 982	42 645	...
	Saldo	+ 123 742	+ 118 180	+ 108 419	+ 11 961	+ 9 588	+ 9 073	+ 6 395	+ 11 853	...
EWU-Länder (18)	Ausfuhr	421 845	407 666	403 578	35 334	36 854	34 421	30 282	35 095	...
	Einfuhr	338 988	339 072	343 964	27 841	31 646	29 289	26 854	28 521	...
	Saldo	+ 82 857	+ 68 593	+ 59 613	+ 7 493	+ 5 208	+ 5 133	+ 3 428	+ 6 573	...
darunter:										
Belgien und Luxemburg	Ausfuhr	53 161	49 424	47 828	4 022	4 144	3 902	3 648	4 074	...
	Einfuhr	41 302	40 528	41 910	3 556	3 897	3 635	3 136	3 389	...
	Saldo	+ 11 859	+ 8 896	+ 5 919	+ 466	+ 246	+ 267	+ 512	+ 685	...
Frankreich	Ausfuhr	101 444	102 911	100 320	9 017	9 428	8 633	7 411	8 662	...
	Einfuhr	65 948	64 035	64 073	4 626	6 271	5 330	5 000	5 393	...
	Saldo	+ 35 496	+ 38 875	+ 36 247	+ 4 390	+ 3 158	+ 3 303	+ 2 411	+ 3 269	...
Italien	Ausfuhr	62 044	55 529	53 321	4 698	4 824	4 572	3 749	4 711	...
	Einfuhr	47 844	47 957	47 540	3 943	4 377	3 953	3 728	3 889	...
	Saldo	+ 14 200	+ 7 572	+ 5 781	+ 756	+ 446	+ 619	+ 21	+ 822	...
Niederlande	Ausfuhr	69 423	70 381	70 947	6 175	6 327	5 985	5 663	6 273	...
	Einfuhr	81 804	85 738	89 065	7 227	7 827	7 498	7 079	7 708	...
	Saldo	- 12 382	- 15 357	- 18 119	- 1 051	- 1 500	- 1 512	- 1 415	- 1 436	...
Österreich	Ausfuhr	57 671	56 591	56 178	4 981	5 179	4 824	4 151	4 611	...
	Einfuhr	37 028	36 419	36 834	3 065	3 343	3 151	2 900	2 884	...
	Saldo	+ 20 643	+ 20 172	+ 19 344	+ 1 916	+ 1 835	+ 1 673	+ 1 251	+ 1 727	...
Spanien	Ausfuhr	34 811	31 047	31 331	2 614	2 940	2 736	2 298	2 939	...
	Einfuhr	22 491	23 206	23 758	1 857	2 181	1 994	1 865	1 877	...
	Saldo	+ 12 320	+ 7 841	+ 7 574	+ 757	+ 760	+ 742	+ 432	+ 1 062	...
Andere EU-Länder	Ausfuhr	208 108	215 008	219 535	19 287	20 525	19 038	16 095	19 404	...
	Einfuhr	167 223	165 421	170 729	14 819	16 145	15 098	13 128	14 124	...
	Saldo	+ 40 885	+ 49 587	+ 48 806	+ 4 468	+ 4 380	+ 3 940	+ 2 966	+ 5 280	...
darunter:										
Vereinigtes Königreich	Ausfuhr	65 570	73 283	75 642	6 575	6 863	6 413	5 855	6 808	...
	Einfuhr	44 741	42 820	42 278	3 343	3 778	3 591	3 499	3 151	...
	Saldo	+ 20 829	+ 30 462	+ 33 364	+ 3 233	+ 3 086	+ 2 822	+ 2 355	+ 3 658	...
2. Andere europäische Länder	Ausfuhr	122 342	128 398	125 720	10 336	11 019	10 889	8 503	9 088	...
	Einfuhr	116 660	124 811	119 000	9 720	10 053	10 409	8 953	10 486	...
	Saldo	+ 5 683	+ 3 586	+ 6 721	+ 616	+ 966	+ 480	- 450	- 1 398	...
darunter:										
Schweiz	Ausfuhr	47 875	48 933	47 323	3 860	4 250	4 216	3 257	3 875	...
	Einfuhr	36 996	37 775	38 211	3 194	3 532	3 420	2 601	3 172	...
	Saldo	+ 10 879	+ 11 158	+ 9 112	+ 666	+ 718	+ 796	+ 657	+ 704	...
II. Außereuropäische Länder	Ausfuhr	308 193	340 980	342 492	29 218	30 408	30 097	26 979	26 868	...
	Einfuhr	279 653	276 620	262 465	21 920	23 406	21 665	19 298	22 572	...
	Saldo	+ 28 541	+ 64 360	+ 80 027	+ 7 298	+ 7 002	+ 8 432	+ 7 681	+ 4 296	...
1. Afrika	Ausfuhr	20 717	21 920	22 047	1 692	1 745	1 642	1 758	1 582	...
	Einfuhr	21 944	24 145	22 865	1 544	1 908	1 697	1 529	1 775	...
	Saldo	- 1 227	- 2 224	- 817	+ 148	- 164	- 55	+ 228	- 193	...
2. Amerika	Ausfuhr	110 424	128 703	130 924	11 312	12 082	11 897	9 323	10 286	...
	Einfuhr	80 568	80 549	74 982	5 930	6 942	6 374	5 586	5 770	...
	Saldo	+ 29 856	+ 48 154	+ 55 942	+ 5 382	+ 5 139	+ 5 523	+ 3 737	+ 4 516	...
darunter:										
Vereinigte Staaten	Ausfuhr	73 776	86 971	88 375	7 938	8 449	7 974	6 431	7 223	...
	Einfuhr	48 531	51 070	48 497	3 899	4 330	4 190	3 492	3 754	...
	Saldo	+ 25 244	+ 35 901	+ 39 878	+ 4 039	+ 4 119	+ 3 784	+ 2 939	+ 3 469	...
3. Asien	Ausfuhr	167 574	179 630	179 539	15 340	15 733	15 735	15 190	14 313	...
	Einfuhr	173 115	167 873	161 258	14 222	14 349	13 373	11 968	14 732	...
	Saldo	- 5 541	+ 11 757	+ 18 281	+ 1 119	+ 1 383	+ 2 362	+ 3 222	- 419	...
darunter:										
Länder des nahen und mittleren Ostens	Ausfuhr	28 711	32 503	32 854	2 706	2 928	3 349	3 214	2 276	...
	Einfuhr	8 874	8 134	8 647	682	837	664	754	663	...
	Saldo	+ 19 837	+ 24 369	+ 24 207	+ 2 024	+ 2 090	+ 2 684	+ 2 460	+ 1 613	...
Japan	Ausfuhr	15 115	17 138	17 125	1 585	1 588	1 515	1 440	1 608	...
	Einfuhr	23 595	21 910	19 487	1 729	1 679	1 698	1 417	1 634	...
	Saldo	- 8 480	- 4 772	- 2 361	- 144	- 91	- 184	+ 23	- 26	...
Volksrepublik China ²⁾	Ausfuhr	64 863	66 746	67 025	5 737	5 936	5 890	5 371	5 644	...
	Einfuhr	79 528	78 529	73 557	6 516	6 681	6 171	5 572	6 923	...
	Saldo	- 14 665	- 11 783	- 6 531	- 780	- 745	- 282	- 200	- 1 279	...
Südostasiatische Schwellenländer ³⁾	Ausfuhr	41 569	45 651	46 042	4 007	3 936	3 760	3 719	3 597	...
	Einfuhr	39 546	37 428	36 632	3 243	3 269	3 054	2 631	3 337	...
	Saldo	+ 2 023	+ 8 223	+ 9 410	+ 764	+ 668	+ 706	+ 1 088	+ 260	...
4. Ozeanien und Polarregionen	Ausfuhr	9 479	10 727	9 982	873	849	823	707	687	...
	Einfuhr	4 026	4 054	3 361	225	206	221	214	295	...
	Saldo	+ 5 453	+ 6 672	+ 6 621	+ 648	+ 643	+ 602	+ 493	+ 392	...

* Quelle: Statistisches Bundesamt. Ausfuhr (fob) nach Bestimmungsländern, Einfuhr (cif) aus Ursprungsländern. Ausweis der Länder und Ländergruppen nach dem neuesten Stand. EWU einschl. Lettland. ¹⁾ Einschl. Schiffs- und Luftfahrzeugbedarf

sowie anderer regional nicht zuordenbarer Angaben. ²⁾ Ohne Hongkong. ³⁾ Brunei Darussalam, Hongkong, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Republik Korea, Singapur, Taiwan und Thailand.

XII. Außenwirtschaft

4. Dienstleistungsverkehr der Bundesrepublik Deutschland mit dem Ausland, Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Salden)

Mio €

Zeit	Dienstleistungen										Erwerbsein- kommen 5)	Vermögens- einkommen (Kapital- erträge)
	insgesamt	Reise- verkehr 1)	Transport 2)	Finanz- dienst- leistungen	Patente und Lizenzen	Regierungs- leistungen 3)	übrige Dienstleistungen					
							zusammen	darunter:				
								Entgelte für selb- ständige Tätigkeit 4)	Bauleistungen, Montagen, Ausbes- serungen			
2009	- 7 220	- 33 341	+ 7 048	+ 4 320	+ 154	+ 2 644	+ 11 955	- 1 261	+ 3 062	+ 872	+ 58 484	
2010	+ 337	- 32 775	+ 8 119	+ 4 305	+ 3 174	+ 2 863	+ 14 650	- 1 158	+ 3 266	+ 1 557	+ 53 279	
2011	+ 3 353	- 33 755	+ 9 050	+ 4 081	+ 3 544	+ 2 939	+ 17 493	- 1 207	+ 3 554	+ 1 787	+ 68 742	
2012	+ 3 289	- 33 566	+ 9 133	+ 5 133	+ 4 119	+ 3 117	+ 15 353	- 1 333	+ 2 434	+ 2 594	+ 73 783	
2013	+ 2 400	- 33 646	+ 8 322	+ 4 775	+ 7 073	+ 3 063	+ 12 814	- 701	+ 1 231	+ 2 096	+ 74 825	
2012 2.Vj.	+ 2 676	- 7 910	+ 2 689	+ 1 071	+ 810	+ 832	+ 5 184	- 258	+ 507	+ 363	+ 9 727	
3.Vj.	- 5 830	- 14 963	+ 2 474	+ 2 007	+ 1 340	+ 778	+ 2 534	- 403	+ 515	- 186	+ 21 617	
4.Vj.	+ 4 408	- 5 678	+ 2 060	+ 1 101	+ 1 884	+ 738	+ 4 303	- 320	+ 782	+ 1 455	+ 22 150	
2013 1.Vj.	+ 48	- 5 040	+ 1 844	+ 703	+ 964	+ 802	+ 774	- 300	+ 173	+ 1 003	+ 20 753	
2.Vj.	+ 1 276	- 8 114	+ 2 225	+ 707	+ 1 833	+ 800	+ 3 825	- 367	+ 275	+ 446	+ 11 849	
3.Vj.	- 5 118	- 15 239	+ 2 191	+ 1 805	+ 1 570	+ 763	+ 3 792	- 67	+ 177	- 90	+ 19 513	
4.Vj.	+ 6 194	- 5 253	+ 2 061	+ 1 560	+ 2 706	+ 697	+ 4 423	+ 32	+ 606	+ 737	+ 22 710	
2013 April	+ 894	- 1 688	+ 760	+ 280	+ 469	+ 273	+ 800	- 150	+ 70	+ 148	+ 2 379	
Mai	- 287	- 2 738	+ 772	+ 191	+ 605	+ 262	+ 621	- 83	+ 108	+ 148	+ 3 465	
Juni	+ 668	- 3 689	+ 693	+ 236	+ 759	+ 266	+ 2 404	- 134	+ 98	+ 150	+ 6 005	
Juli	- 1 753	- 3 950	+ 841	+ 263	+ 519	+ 262	+ 312	- 26	+ 106	- 30	+ 6 802	
Aug.	- 3 353	- 6 198	+ 585	+ 517	+ 753	+ 236	+ 752	- 20	- 46	- 31	+ 6 692	
Sept.	- 12	- 5 091	+ 765	+ 1 024	+ 297	+ 265	+ 2 728	- 21	+ 116	- 29	+ 6 019	
Okt.	- 659	- 3 804	+ 616	+ 211	+ 537	+ 255	+ 1 526	- 25	- 31	+ 212	+ 7 071	
Nov.	+ 2 462	- 1 078	+ 627	+ 435	+ 1 406	+ 255	+ 817	+ 24	+ 112	+ 212	+ 7 350	
Dez.	+ 4 391	- 371	+ 817	+ 914	+ 763	+ 187	+ 2 081	+ 33	+ 526	+ 313	+ 8 289	
2014 Jan.	+ 1 734	- 1 483	+ 538	+ 139	+ 221	+ 251	+ 2 069	- 306	+ 50	+ 331	+ 5 331	
Febr. p)	+ 1 670	- 1 181	+ 638	+ 22	+ 556	+ 240	+ 1 395	- 210	- 3	+ 327	+ 5 888	

1 Ab 2001 werden auf der Ausgabenseite die Stichprobenergebnisse einer Haushaltsbefragung genutzt. 2 Ohne die im cif-Wert der Einfuhr enthaltenen Ausgaben für Frachtkosten. 3 Einschl. der Einnahmen von ausländischen militärischen Dienst-

stellen für Warenlieferungen und Dienstleistungen. 4 Ingenieur- und sonstige technische Dienstleistungen, Forschung und Entwicklung, kaufmännische Dienstleistungen u.a.m. 5 Einkommen aus unselbständiger Arbeit.

5. Laufende Übertragungen der Bundesrepublik Deutschland an das bzw. vom Ausland (Salden)

Mio €

Zeit	Öffentlich 1)					Privat 1)		
	insgesamt	zusammen	Internationale Organisationen 2)		sonstige laufende Übertragungen 3)	insgesamt	Überweisungen der Gastarbeiter	sonstige laufende Übertragungen
			zusammen	darunter: Europäische Gemeinschaften				
2009	- 33 191	- 18 822	- 19 037	- 16 573	+ 215	- 14 370	- 2 995	- 11 375
2010	- 38 299	- 23 354	- 22 899	- 19 474	- 456	- 14 945	- 3 035	- 11 910
2011	- 33 863	- 20 199	- 22 306	- 19 108	+ 2 107	- 13 663	- 2 977	- 10 686
2012	- 37 749	- 23 857	- 24 453	- 21 094	+ 596	- 13 891	- 3 080	- 10 812
2013	- 42 037	- 28 026	- 29 000	- 25 574	+ 974	- 14 010	- 3 229	- 10 781
2012 2.Vj.	- 6 421	- 3 136	- 6 110	- 5 128	+ 2 974	- 3 285	- 770	- 2 515
3.Vj.	- 9 397	- 6 027	- 5 530	- 5 033	- 497	- 3 370	- 770	- 2 600
4.Vj.	- 6 883	- 2 859	- 1 561	- 800	- 1 299	- 4 024	- 770	- 3 254
2013 1.Vj.	- 15 959	- 12 736	- 12 500	- 11 141	- 235	- 3 223	- 807	- 2 416
2.Vj.	- 8 010	- 4 660	- 7 133	- 6 381	+ 2 473	- 3 350	- 807	- 2 543
3.Vj.	- 10 402	- 7 073	- 7 148	- 6 465	+ 75	- 3 329	- 807	- 2 522
4.Vj.	- 7 666	- 3 558	- 2 220	- 1 587	- 1 339	- 4 108	- 807	- 3 301
2013 April	- 2 595	- 1 474	- 2 586	- 2 164	+ 1 112	- 1 121	- 269	- 852
Mai	- 2 446	- 1 211	- 2 170	- 2 057	+ 958	- 1 234	- 269	- 965
Juni	- 2 969	- 1 974	- 2 377	- 2 160	+ 403	- 995	- 269	- 726
Juli	- 3 483	- 2 372	- 2 231	- 2 054	- 141	- 1 110	- 269	- 841
Aug.	- 3 798	- 2 734	- 2 599	- 2 203	- 135	- 1 064	- 269	- 794
Sept.	- 3 121	- 1 966	- 2 318	- 2 208	+ 351	- 1 155	- 269	- 886
Okt.	- 3 098	- 2 084	- 1 669	- 1 524	- 415	- 1 014	- 269	- 745
Nov.	- 2 656	- 1 924	- 1 419	- 1 353	- 505	- 731	- 269	- 462
Dez.	- 1 912	+ 450	+ 869	+ 1 290	- 418	- 2 363	- 269	- 2 094
2014 Jan.	- 4 782	- 3 776	- 3 928	- 3 236	+ 151	- 1 006	- 288	- 718
Febr. p)	- 7 387	- 6 548	- 6 433	- 6 125	- 115	- 839	- 288	- 551

1 Für die Zuordnung zu Öffentlich und Privat ist maßgebend, welchem Sektor die an der Transaktion beteiligte inländische Stelle angehört. 2 Laufende Beiträge zu den Haushalten der internationalen Organisationen und Leistungen im Rahmen des

EU-Haushalts (ohne Vermögensübertragungen). 3 Zuwendungen an Entwicklungsländer, Renten und Pensionen, Steuereinnahmen und -erstattungen u.a.m. 4 Soweit erkennbar; insbesondere Schuldenerlass.

6. Vermögensübertragungen (Salden)

Mio €

Zeit	insgesamt 4)	Öffentlich 1)	Privat 1)
2010	- 575	- 2 039	+ 1 464
2011	+ 634	- 2 326	+ 2 959
2012	+ 16	- 2 661	+ 2 677
2013	+ 1 810	- 1 437	+ 3 247
2012 2.Vj.	+ 387	- 375	+ 762
3.Vj.	+ 59	- 556	+ 616
4.Vj.	- 614	- 1 332	+ 718
2013 1.Vj.	+ 387	- 306	+ 693
2.Vj.	+ 345	- 477	+ 822
3.Vj.	+ 77	- 351	+ 429
4.Vj.	+ 1 001	- 302	+ 1 303
2013 April	+ 182	- 156	+ 338
Mai	+ 109	- 140	+ 248
Juni	+ 54	- 182	+ 236
Juli	+ 39	- 163	+ 202
Aug.	- 77	- 151	+ 74
Sept.	+ 116	- 37	+ 153
Okt.	+ 527	- 8	+ 535
Nov.	+ 270	-	+ 270
Dez.	+ 204	- 294	+ 498
2014 Jan.	+ 1 009	-	+ 1 009
Febr. p)	+ 446	- 11	+ 457

XII. Außenwirtschaft

7. Kapitalverkehr der Bundesrepublik Deutschland mit dem Ausland

Mio €

Position	2011	2012	2013	2013					2014	
				1.Vj.	2.Vj.	3.Vj.	4.Vj.	Dez.	Jan.	Febr. p)
I. Deutsche Nettokapitalanlagen im Ausland (Zunahme/Kapitalausfuhr: -)	- 245 685	- 355 139	- 15 765	- 26 318	- 37 135	+ 17 094	+ 30 595	+ 101 349	- 60 103	- 17 530
1. Direktinvestitionen 1)	- 58 247	- 61 958	- 43 344	- 20 822	- 4 825	- 8 192	- 9 506	- 308	- 7 417	- 10 514
Beteiligungskapital	- 32 898	- 37 346	- 13 158	- 6 873	- 5 937	- 2 338	+ 1 989	- 437	- 5 027	- 2 187
reinvestierte Gewinne 2)	- 31 349	- 31 692	- 30 034	- 10 154	- 5 101	- 8 671	- 6 108	+ 176	- 4 162	- 4 038
Kreditverkehr deutscher Direktinvestoren	+ 6 000	+ 7 080	- 152	- 3 795	+ 6 214	+ 2 817	- 5 387	- 48	+ 1 772	- 4 289
2. Wertpapieranlagen	- 21 627	- 109 814	- 140 964	- 45 530	- 39 133	- 32 642	- 23 660	+ 2 272	- 8 939	- 4 058
Aktien 3)	+ 2 713	- 11 736	- 19 206	- 10 137	- 3 263	- 8 667	+ 2 861	+ 4 195	- 2 331	+ 3 698
Investmentzertifikate 4)	- 1 277	- 21 696	- 31 315	- 11 185	- 4 097	- 7 694	- 8 339	- 507	- 2 435	- 4 312
Anleihen 5)	- 18 272	- 76 487	- 86 689	- 20 366	- 32 010	- 16 610	- 17 704	- 5 121	- 2 454	- 714
Geldmarktpapiere	- 4 791	+ 105	- 3 754	- 3 842	+ 237	+ 329	- 478	+ 3 706	- 1 718	- 2 730
3. Finanzderivate 6)	- 27 749	- 16 268	- 16 100	- 3 791	- 5 700	- 1 154	- 5 455	+ 47	- 2 149	- 1 930
4. übriger Kapitalverkehr	- 135 226	- 165 802	+ 185 481	+ 43 910	+ 12 593	+ 58 296	+ 70 681	+ 100 607	- 41 973	- 1 927
Monetäre Finanzinstitute 7) 8)	+ 44 069	+ 62 182	+ 56 741	+ 16	+ 525	+ 49 718	+ 6 482	+ 48 492	- 46 823	- 3 842
langfristig	- 12 958	+ 47 867	+ 50 524	+ 11 539	+ 13 409	+ 13 222	+ 12 354	+ 8 330	+ 1 934	- 151
kurzfristig	+ 57 027	+ 14 315	+ 6 217	- 11 523	- 12 884	+ 36 496	- 5 872	+ 40 162	- 48 757	- 3 691
Unternehmen und Privatpersonen	- 20 161	+ 14 292	- 9 743	- 27 649	+ 1 573	+ 6 891	+ 9 442	+ 17 355	- 5 666	- 615
langfristig	+ 5 615	- 750	- 1 074	+ 1 188	+ 473	- 1 214	- 1 522	- 471	+ 984	- 515
kurzfristig 7)	- 25 776	+ 15 043	- 8 668	- 28 837	+ 1 100	+ 8 104	+ 10 964	+ 17 827	- 6 649	- 100
Staat	- 21 061	- 49 597	- 7 037	+ 4 590	- 2 751	- 3 465	- 5 411	+ 472	+ 147	+ 1 406
langfristig	- 2 232	- 49 608	- 15 786	+ 52	- 8 877	- 3 054	- 3 907	- 19	+ 275	+ 2 781
kurzfristig 7)	- 18 829	+ 10	+ 8 749	+ 4 538	+ 6 126	- 411	- 1 504	+ 490	- 128	- 1 375
Bundesbank	- 138 073	- 192 679	+ 145 519	+ 66 953	+ 13 246	+ 5 153	+ 60 167	+ 34 288	+ 10 369	+ 1 125
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -)	- 2 836	- 1 297	- 838	- 86	- 72	+ 784	- 1 464	- 1 269	+ 375	+ 898
II. Ausländische Nettokapitalanlagen in der Bundesrepublik (Zunahme/Kapitaleinfuhr: +)	+ 70 956	+ 132 434	- 234 834	- 13 723	- 33 303	- 81 841	- 105 967	- 133 638	+ 58 383	- 8 904
1. Direktinvestitionen 1)	+ 42 670	+ 10 276	+ 20 125	+ 5 751	- 9 366	+ 4 239	+ 19 501	+ 4 061	- 1 951	+ 4 270
Beteiligungskapital	+ 16 226	+ 5 059	+ 2 502	- 1 702	- 2 235	+ 748	+ 5 691	+ 4 713	+ 575	+ 313
reinvestierte Gewinne 2)	+ 701	+ 6 039	+ 3 565	+ 3 907	- 1 221	+ 691	+ 187	+ 791	+ 1 321	+ 1 495
Kreditverkehr ausländischer Direktinvestoren	+ 27 146	- 822	+ 14 059	+ 3 546	- 5 911	+ 2 801	+ 13 623	+ 139	- 3 847	+ 3 088
2. Wertpapieranlagen	+ 49 581	+ 45 076	- 24 002	+ 5 230	- 13 185	- 5 721	- 10 326	- 28 419	+ 3 852	+ 19 905
Aktien 3)	- 11 325	+ 1 094	+ 5 328	- 5 360	+ 2 533	+ 3 975	+ 4 180	+ 5 189	- 7 624	+ 5 942
Investmentzertifikate	+ 7 095	- 3 799	+ 6 001	+ 216	- 789	+ 1 223	+ 5 351	+ 510	+ 698	+ 20
Anleihen 5)	+ 51 088	+ 52 220	- 12 290	+ 545	- 18 506	- 5 274	+ 10 945	- 15 192	+ 4 367	+ 14 627
Geldmarktpapiere	+ 2 723	- 4 438	- 23 040	+ 9 829	+ 3 577	- 5 645	- 30 801	- 18 926	+ 15 145	- 684
3. übriger Kapitalverkehr	- 21 295	+ 77 082	- 230 958	- 24 704	- 10 752	- 80 359	- 115 142	- 109 281	+ 56 482	- 33 079
Monetäre Finanzinstitute 7) 8)	- 96 708	+ 51 508	- 158 453	- 8 840	- 14 206	- 65 025	- 70 382	- 72 690	+ 54 887	- 18 161
langfristig	- 18 368	- 10 250	- 16 955	- 10 147	- 2 544	- 2 678	- 1 586	- 1 804	- 3 921	- 2 486
kurzfristig	- 78 340	+ 61 758	- 141 498	+ 1 307	- 11 662	- 62 347	- 68 796	- 70 886	+ 58 809	- 15 675
Unternehmen und Privatpersonen	+ 24 921	- 3 588	- 19 516	+ 10 177	+ 6 308	- 4 087	- 31 914	- 21 847	+ 5 736	- 2 207
langfristig	- 11 780	- 6 927	- 22 175	- 4 337	- 5 257	- 4 445	- 8 137	- 4 020	- 998	- 2 153
kurzfristig 7)	+ 36 701	+ 3 339	+ 2 659	+ 14 514	+ 11 565	+ 357	- 23 777	- 17 827	+ 6 734	- 54
Staat	+ 18 539	- 30 775	- 3 714	+ 142	+ 8 333	- 8 062	- 4 127	- 1 568	- 890	- 2 555
langfristig	+ 5 104	+ 36 230	+ 9 441	+ 769	+ 6 122	+ 1 894	+ 656	+ 727	- 1 824	+ 1 22
kurzfristig 7)	+ 13 436	- 67 005	- 13 155	- 627	+ 2 210	- 9 955	- 4 783	- 2 296	+ 934	- 2 677
Bundesbank	+ 31 952	+ 59 936	- 49 275	- 26 183	- 11 187	- 3 185	- 8 720	- 13 175	- 3 251	- 10 157
III. Saldo der Kapitalbilanz 9) (Nettokapitalausfuhr: -)	- 174 729	- 222 705	- 250 599	- 40 042	- 70 438	- 64 747	- 75 372	- 32 289	- 1 720	- 26 435

1 Die Abgrenzung der Direktinvestitionen ist ab 1996 geändert. **2** Geschätzt. **3** Einschl. Genuss-Scheine. **4** Ab 1991 einschl. thesaurierter Erträge. **5** Bis einschl. 2012 bereinigt um Stückzinsen. **6** Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. **7** Die hier ausgewiesenen Transaktionswerte sind überwiegend

aus Bestandsveränderungen abgeleitet. Rein statistisch bedingte Veränderungen sind – soweit möglich – ausgeschaltet. **8** Ohne Bundesbank. **9** Saldo der Kapitalbilanz einschl. Veränderung der Währungsreserven.

XII. Außenwirtschaft

8. Auslandsposition der Deutschen Bundesbank bis zum Jahresende 1998 *)

Mio DM

Stand am Jahres- bzw. Monatsende	Währungsreserven und sonstige Auslandsaktiva						Auslandsverbindlichkeiten				Netto- Auslands- position (Spalte 1 abzüglich Spalte 8)
	Währungsreserven					Kredite und sonstige Forder- ungen an das Ausland 3)	insgesamt	Verbind- lichkeiten aus dem Auslands- geschäft 4)	Verbind- lichkeiten aus Liquiditäts- U-Schätzen		
	insgesamt	zusammen	Gold	Devisen und Sorten 1)	Reserve- position im Inter- nationalen Währungs- fonds und Sonder- ziehungs- rechte					Forder- ungen an die EZB 2) netto	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1997	127 849	126 884	13 688	76 673	13 874	22 649	966	16 931	16 931	-	110 918
1998	135 085	134 005	17 109	100 363	16 533	-	1 079	15 978	15 978	-	119 107

* Bewertung des Goldbestandes und der Auslandsforderungen nach § 26 Abs. 2 des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank und den Vorschriften des Handelsgesetzbuches, insbesondere § 253. Im Jahresverlauf Bewertung zu den Bilanzkursen des Vorjahres. **1** Hauptsächlich US-Dollar-Anlagen. **2** Europäische Zentralbank (bis 1993 Forderungen an den Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit –

EFWZ). **3** Einschl. Kredite an die Weltbank. **4** Einschl. der durch die Bundesbank an Gebietsfremde abgegebenen Liquiditätspapiere; ohne die von März 1993 bis März 1995 an Gebietsfremde verkauften Liquiditäts-U-Schätze, die in Spalte 10 ausgewiesen sind.

9. Auslandsposition der Deutschen Bundesbank seit Beginn der Europäischen Währungsunion o)

Mio €

Stand am Jahres- bzw. Monatsende	Währungsreserven und sonstige Auslandsforderungen								Auslands- verbind- lichkeiten 3) 4)	Netto- Auslands- position (Spalte 1 abzüglich Spalte 9)
	Währungsreserven					sonstige Forderungen an Ansässige außerhalb des Euro- Währungs- gebiets 1) 3)	Forderungen innerhalb des Eurosystems (netto) 2)	sonstige Forderungen an Ansässige in anderen EVU- Ländern		
	insgesamt	zusammen	Gold und Goldforder- ungen	Reserve- position im Inter- nationalen Währungs- fonds und Sonder- ziehungs- rechte	Devisen- reserven					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1999 Jan. 5)	95 316	93 940	29 312	8 461	56 167	140	1 225	11	8 169	87 146
1999	141 958	93 039	32 287	8 332	52 420	9 162	39 746	11	6 179	135 779
2000	100 762	93 815	32 676	7 762	53 377	313	6 620	14	6 592	94 170
2001	76 147	93 215	35 005	8 721	49 489	312	17 385	5	8 752	67 396
2002	103 948	85 002	36 208	8 272	40 522	312	18 466	167	9 005	94 942
2003	95 394	76 680	36 533	7 609	32 538	312	17 945	456	10 443	84 951
2004	93 110	71 335	35 495	6 548	29 292	312	20 796	667	7 935	85 175
2005	130 268	86 181	47 924	4 549	33 708	350	42 830	906	6 285	123 983
2006	104 389	84 765	53 114	3 011	28 640	350	18 344	931	4 819	99 570
2007	179 492	92 545	62 433	2 418	27 694	350	84 064	2 534	16 005	163 488
2008	230 775	99 185	68 194	3 285	27 705	350	128 668	2 573	30 169	200 607
2009	323 286	125 541	83 939	15 969	25 634	350	189 936	7 460	9 126	314 160
2010	524 695	162 100	115 403	18 740	27 957	50	337 869	24 676	14 620	510 075
2011	714 662	184 603	132 874	22 296	29 433	50	475 942	54 067	46 557	668 106
2012	921 002	188 630	137 513	22 344	28 774	50	668 617	63 706	106 496	814 506
2013	721 741	143 753	94 876	20 798	28 080	50	523 103	54 834	57 214	664 527
2013 Jan.	878 587	184 947	134 745	21 953	28 249	50	629 884	63 707	103 899	774 688
Febr.	871 508	183 222	132 131	22 011	29 079	50	625 519	62 717	96 300	775 208
März	852 611	188 447	136 454	22 403	29 590	50	601 669	62 446	80 341	772 271
April	857 433	173 980	122 844	22 096	29 040	50	620 813	62 590	94 482	762 951
Mai	832 746	169 105	118 228	21 984	28 893	50	602 136	61 456	82 781	749 965
Juni	798 888	150 825	100 280	21 926	28 618	50	588 423	59 590	69 145	729 743
Juli	807 165	158 611	109 338	21 650	27 623	50	589 372	59 133	71 106	736 059
Aug.	808 649	164 477	114 714	21 434	28 330	50	586 531	57 591	69 088	739 560
Sept.	796 646	156 452	107 819	21 296	27 337	50	583 271	56 874	65 950	730 697
Okt.	785 449	154 486	106 477	20 922	27 086	50	574 400	56 514	85 712	699 737
Nov.	761 730	148 010	99 631	20 907	27 473	50	557 391	56 280	70 398	691 332
Dez.	721 741	143 753	94 876	20 798	28 080	50	523 103	54 834	57 214	664 527
2014 Jan.	716 868	149 930	100 432	21 110	28 388	50	512 734	54 154	53 965	662 902
Febr.	718 317	152 432	104 678	20 589	27 165	50	511 610	54 225	43 789	674 528
März	687 557	150 615	102 179	20 586	27 850	50	482 453	54 440	34 434	653 123

o) Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber allen Ländern innerhalb und außerhalb der Europäischen Währungsunion. Bis Dezember 2000 sind die Bestände zu jedem Quartalsende aufgrund der Neubewertung zu Marktpreisen ausgewiesen; innerhalb eines Quartals erfolgte die Ermittlung des Bestandes jedoch auf der Grundlage kumulierter Transaktionswerte. Ab Januar 2001 werden alle Monatsstände zu Marktpreisen bewertet. **1** Einschl. Kredite an die Weltbank. **2** Enthält auch die Salden im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr der Bundesbank innerhalb des Euro-

systems. Ab November 2000 einschl. der TARGET-Positionen, die zuvor als bilaterale Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber nationalen Zentralbanken außerhalb des Eurosystems dargestellt wurden (in Spalte 6 bzw. 9). **3** Vgl. Anmerkung 2. **4** Ohne vom Internationalen Währungsfonds (IWF) zugeteilte Sonderziehungsrechte in Höhe von 12 059 Mio SZR. **5** Euro-Eröffnungsbilanz der Bundesbank zum 1. Januar 1999.

XII. Außenwirtschaft

10. Forderungen und Verbindlichkeiten von Unternehmen in Deutschland (ohne Banken) gegenüber dem Ausland *)

Mio €

Stand am Jahres- bzw. Monatsende	Forderungen an das Ausland							Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland						
	insgesamt	Guthaben bei aus- ländischen Banken	Forderungen an ausländische Nichtbanken					insgesamt	Kredite von aus- ländischen Banken	Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Nichtbanken				
			zusammen	aus Finanz- bezie- hungen	aus Handelskrediten					zusammen	aus Finanz- bezie- hungen	aus Handelskrediten		
					zusammen	gewährte Zahlungs- ziele	geleistete An- zahlungen					zusammen	in An- spruch ge- nommene Zahlungs- ziele	empfan- gene An- zahlungen
Alle Länder														
2010	670 695	242 028	428 667	272 426	156 241	143 032	13 209	807 185	162 091	645 094	498 310	146 784	88 288	58 496
2011	698 599	242 387	456 212	285 123	171 089	155 392	15 697	871 795	172 099	699 696	538 839	160 857	95 131	65 726
2012	747 469	274 802	472 667	298 059	174 008	158 836	15 772	910 840	170 265	740 575	578 392	162 183	94 291	67 892
2013	780 219	280 295	499 924	319 864	180 060	164 767	15 293	916 415	142 433	773 982	611 659	162 323	95 260	67 063
2013 Sept.	792 954	282 635	510 319	329 235	181 084	165 884	15 200	943 934	170 717	773 217	607 824	165 393	96 350	69 043
Okt.	785 639	292 066	493 573	313 150	180 423	164 886	15 537	933 886	160 176	773 710	608 772	164 938	95 315	69 623
Nov.	792 236	290 570	501 666	316 214	185 452	169 885	15 567	932 475	162 642	769 833	605 310	164 523	95 812	68 711
Dez.	780 219	280 295	499 924	319 864	180 060	164 767	15 293	916 415	142 433	773 982	611 659	162 323	95 260	67 063
2014 Jan.	781 158	287 312	493 846	318 770	175 076	159 824	15 252	915 341	149 655	765 686	610 015	155 671	88 275	67 396
Febr.	788 014	288 560	499 454	322 367	177 087	162 230	14 857	919 203	143 531	775 672	615 749	159 923	90 283	69 640
Industrieländer ¹⁾														
2010	598 167	240 915	357 252	249 497	107 755	98 428	9 327	725 644	159 522	566 122	464 105	102 017	73 987	28 030
2011	615 925	240 265	375 660	258 453	117 207	104 915	12 292	785 925	169 535	616 390	502 139	114 251	80 491	33 760
2012	659 800	272 400	387 400	269 072	118 328	104 985	13 343	824 182	167 856	656 326	542 994	113 332	79 123	34 209
2013	690 340	276 963	413 377	291 097	122 280	108 838	13 442	829 534	141 063	688 471	574 254	114 217	79 524	34 693
2013 Sept.	701 704	279 335	422 369	300 148	122 221	109 258	12 963	856 730	169 208	687 522	571 605	115 917	81 012	34 905
Okt.	694 910	288 099	406 811	284 397	122 414	108 945	13 469	847 968	158 631	689 337	573 129	116 208	80 619	35 589
Nov.	699 512	286 240	413 272	287 178	126 094	112 462	13 632	846 787	160 852	685 935	570 094	115 841	80 389	35 452
Dez.	690 340	276 963	413 377	291 097	122 280	108 838	13 442	829 534	141 063	688 471	574 254	114 217	79 524	34 693
2014 Jan.	691 988	284 012	407 976	289 546	118 430	105 175	13 255	829 875	148 290	681 585	572 729	108 856	73 816	35 040
Febr.	698 225	285 309	412 916	293 061	119 855	106 774	13 081	832 534	142 111	690 423	579 008	111 415	75 551	35 864
EU-Länder ¹⁾														
2010	494 360	230 746	263 614	184 862	78 752	71 525	7 227	618 145	150 817	467 328	395 566	71 762	50 035	21 727
2011	508 071	225 583	282 488	196 132	86 356	76 472	9 884	660 137	157 465	502 672	421 679	80 993	54 370	26 233
2012	547 557	250 191	297 366	212 698	84 668	74 190	10 478	695 214	156 552	538 662	458 505	80 157	53 623	26 534
2013	582 602	262 525	320 077	233 074	87 003	76 438	10 565	694 404	126 314	568 090	488 571	79 519	53 187	26 332
2013 Sept.	583 499	265 554	317 945	230 762	87 183	77 199	9 984	725 230	158 941	566 289	484 781	81 508	54 958	26 550
Okt.	587 412	273 218	314 194	226 596	87 598	77 207	10 391	715 489	146 426	569 063	487 361	81 702	54 398	27 304
Nov.	593 005	271 654	321 351	230 198	91 153	80 436	10 717	713 716	147 484	566 232	484 065	82 167	55 081	27 086
Dez.	582 602	262 525	320 077	233 074	87 003	76 438	10 565	694 404	126 314	568 090	488 571	79 519	53 187	26 332
2014 Jan.	587 684	268 794	318 890	233 571	85 319	74 991	10 328	700 465	136 463	564 002	487 660	76 342	49 661	26 811
Febr.	594 118	269 999	324 119	237 452	86 667	76 407	10 260	700 601	130 594	570 007	491 074	78 933	51 780	27 153
darunter: EWU-Mitgliedsländer ²⁾														
2010	366 774	184 299	182 475	130 430	52 045	47 239	4 806	497 433	98 177	399 256	351 352	47 904	33 444	14 460
2011	372 493	171 907	200 586	142 530	58 056	52 125	5 931	529 244	103 827	425 417	370 898	54 519	37 188	17 331
2012	396 816	189 865	206 951	152 060	54 891	48 992	5 899	572 523	110 052	462 471	408 502	53 969	36 754	17 215
2013	422 992	195 834	227 158	171 157	56 001	49 799	6 202	587 628	99 689	487 939	434 631	53 308	36 467	16 841
2013 Sept.	425 286	203 030	222 256	166 830	55 426	49 244	6 182	610 391	123 618	486 773	432 759	54 014	36 517	17 497
Okt.	427 683	206 283	221 400	165 590	55 810	49 529	6 281	611 956	120 422	491 534	436 897	54 637	36 748	17 889
Nov.	430 406	203 503	226 903	168 543	58 360	51 865	6 495	608 590	122 289	486 301	431 182	55 119	37 628	17 491
Dez.	422 992	195 834	227 158	171 157	56 001	49 799	6 202	587 628	99 689	487 939	434 631	53 308	36 467	16 841
2014 Jan.	425 407	199 154	226 253	170 982	55 271	48 987	6 284	594 488	108 446	486 042	435 530	50 512	33 383	17 129
Febr.	433 128	202 913	230 215	174 178	56 037	49 823	6 214	595 520	104 594	490 926	438 735	52 191	34 745	17 446
Schwellen- und Entwicklungsländer ³⁾														
2010	72 528	1 113	71 415	22 929	48 486	44 604	3 882	81 541	2 569	78 972	34 205	44 767	14 301	30 466
2011	82 674	2 122	80 552	26 670	53 882	50 477	3 405	85 870	2 564	83 306	36 700	46 606	14 640	31 966
2012	87 669	2 402	85 267	28 987	56 280	53 851	2 429	86 658	2 409	84 249	35 398	48 851	15 168	33 683
2013	89 879	3 332	86 547	28 767	57 780	55 929	1 851	86 881	2 370	85 511	37 405	48 106	15 736	32 370
2013 Sept.	91 250	3 300	87 950	29 087	58 863	56 626	2 237	87 204	1 509	85 695	36 219	49 476	15 338	34 138
Okt.	90 729	3 967	86 762	28 753	58 009	55 941	2 068	85 918	1 545	84 373	35 643	48 730	14 696	34 034
Nov.	92 724	4 330	88 394	29 036	59 358	57 423	1 935	85 688	1 790	83 898	35 216	48 682	15 423	33 259
Dez.	89 879	3 332	86 547	28 767	57 780	55 929	1 851	86 881	1 370	85 511	37 405	48 106	15 736	32 370
2014 Jan.	89 170	3 300	85 870	29 224	56 646	54 649	1 997	85 466	1 365	84 101	37 286	46 815	14 459	32 356
Febr.	89 789	3 251	86 538	29 306	57 232	55 456	1 776	86 669	1 420	85 249	36 741	48 508	14 732	33 776

* Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken (MFIs) in Deutschland gegenüber dem Ausland werden im Abschnitt IV Banken in der Tabelle 4 ausgewiesen. Statistisch bedingte Zu- und Abgänge sind nicht ausgeschaltet; die Bestandsveränderungen sind insoweit mit den in der Tabelle XI. 7 ausgewiesenen Zahlen nicht vergleichbar. **1** Ab Juli 2013 einschl. Kroatien. **2** Ab Januar 2011 einschl. Estland; ab

Januar 2014 einschl. Lettland. **3** Alle Länder, die nicht als Industrieländer gelten. Bis Dezember 2010 einschl. Niederländische Antillen; ab Januar 2011 einschl. Bonaire, St.Eustatius, Saba und Curacao und St.Martin (niederl.Teil); bis Juni 2013 einschl. Kroatien.

XII. Außenwirtschaft

11. Euro-Referenzkurse der Europäischen Zentralbank für ausgewählte Währungen *)

1 EUR = ... Währungseinheiten

Durchschnitt im Jahr bzw. im Monat	Australien AUD	China CNY 1)	Dänemark DKK	Japan JPY	Kanada CAD	Norwegen NOK	Schweden SEK	Schweiz CHF	Vereinigte Staaten USD	Vereinigtes Königreich GBP
1999	1,6523	.	7,4355	121,32	1,5840	8,3104	8,8075	1,6003	1,0658	0,65874
2000	1,5889	2) 7,6168	7,4538	99,47	1,3706	8,1129	8,4452	1,5579	0,9236	0,60948
2001	1,7319	7,4131	7,4521	108,68	1,3864	8,0484	9,2551	1,5105	0,8956	0,62187
2002	1,7376	7,8265	7,4305	118,06	1,4838	7,5086	9,1611	1,4670	0,9456	0,62883
2003	1,7379	9,3626	7,4307	130,97	1,5817	8,0033	9,1242	1,5212	1,1312	0,69199
2004	1,6905	10,2967	7,4399	134,44	1,6167	8,3697	9,1243	1,5438	1,2439	0,67866
2005	1,6320	10,1955	7,4518	136,85	1,5087	8,0092	9,2822	1,5483	1,2441	0,68380
2006	1,6668	10,0096	7,4591	146,02	1,4237	8,0472	9,2544	1,5729	1,2556	0,68173
2007	1,6348	10,4178	7,4506	161,25	1,4678	8,0165	9,2501	1,6427	1,3705	0,68434
2008	1,7416	10,2236	7,4560	152,45	1,5594	8,2237	9,6152	1,5874	1,4708	0,79628
2009	1,7727	9,5277	7,4462	130,34	1,5850	8,7278	10,6191	1,5100	1,3948	0,89094
2010	1,4423	8,9712	7,4473	116,24	1,3651	8,0043	9,5373	1,3803	1,3257	0,85784
2011	1,3484	8,9960	7,4506	110,96	1,3761	7,7934	9,0298	1,2326	1,2920	0,86788
2012	1,2407	8,1052	7,4437	102,49	1,2842	7,4751	8,7041	1,2053	1,2848	0,81087
2013	1,3777	8,1646	7,4579	129,66	1,3684	7,8067	8,6515	1,2311	1,3281	0,84926
2012 Dez.	1,2527	8,1809	7,4604	109,71	1,2984	7,3503	8,6512	1,2091	1,3119	0,81237
2013 Jan.	1,2658	8,2698	7,4614	118,34	1,3189	7,3821	8,6217	1,2288	1,3288	0,83271
Febr.	1,2951	8,3282	7,4598	124,40	1,3477	7,4232	8,5083	1,2298	1,3359	0,86250
März	1,2537	8,0599	7,4553	122,99	1,3285	7,4863	8,3470	1,2266	1,2964	0,85996
April	1,2539	8,0564	7,4553	127,54	1,3268	7,5444	8,4449	1,2199	1,3026	0,85076
Mai	1,3133	7,9715	7,4536	131,13	1,3257	7,5589	8,5725	1,2418	1,2982	0,84914
Juni	1,3978	8,0905	7,4576	128,40	1,3596	7,7394	8,6836	1,2322	1,3189	0,85191
Juli	1,4279	8,0234	7,4579	130,39	1,3619	7,8837	8,6609	1,2366	1,3080	0,86192
Aug.	1,4742	8,1477	7,4580	130,34	1,3853	7,9386	8,7034	1,2338	1,3310	0,85904
Sept.	1,4379	8,1690	7,4579	132,41	1,3817	7,9725	8,6758	1,2338	1,3348	0,84171
Okt.	1,4328	8,3226	7,4592	133,32	1,4128	8,1208	8,7479	1,2316	1,3635	0,84720
Nov.	1,4473	8,2221	7,4587	134,97	1,4145	8,2055	8,8802	1,2316	1,3493	0,83780
Dez.	1,5243	8,3248	7,4602	141,68	1,4580	8,4053	8,9597	1,2245	1,3704	0,83639
2014 Jan.	1,5377	8,2368	7,4614	141,47	1,4884	8,3927	8,8339	1,2317	1,3610	0,82674
Febr.	1,5222	8,3062	7,4622	139,35	1,5094	8,3562	8,8721	1,2212	1,3659	0,82510
März	1,5217	8,5332	7,4638	141,48	1,5352	8,2906	8,8666	1,2177	1,3823	0,83170

* Eigene Berechnungen der Durchschnitte auf Basis der täglichen Euro-Referenzkurse der EZB; weitere Euro-Referenzkurse siehe: Statistisches Beiheft 5 Devisenkursstatistik. 1 Bis März 2005 Indikativkurse der EZB. 2 Durchschnitt vom 13. Januar bis 29. Dezember 2000.

12. Euro-Mitgliedsländer und die unwiderruflichen Euro-Umrechnungskurse ihrer Währungen in der dritten Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion

Ab	Land	Währung	ISO-Währungscode	1 EUR = ... Währungseinheiten
1999 1. Januar	Belgien	Belgischer Franc	BEF	40,3399
	Deutschland	Deutsche Mark	DEM	1,95583
	Finnland	Finnmark	FIM	5,94573
	Frankreich	Französischer Franc	FRF	6,55957
	Irland	Irishes Pfund	IEP	0,787564
	Italien	Italienische Lira	ITL	1 936,27
	Luxemburg	Luxemburgischer Franc	LUF	40,3399
	Niederlande	Holländischer Gulden	NLG	2,20371
	Österreich	Schilling	ATS	13,7603
	Portugal	Escudo	PTE	200,482
2001 1. Januar	Spanien	Peseta	ESP	166,386
	Griechenland	Drachme	GRD	340,750
2007 1. Januar	Slowenien	Tolar	SIT	239,640
2008 1. Januar	Malta	Maltesische Lira	MTL	0,429300
	Zypern	Zypern-Pfund	CYP	0,585274
2009 1. Januar	Slowakei	Slowakische Krone	SKK	30,1260
2011 1. Januar	Estland	Estnische Krone	EEK	15,6466
2014 1. Januar	Lettland	Lats	LVL	0,702804

XII. Außenwirtschaft

13. Effektive Wechselkurse des Euro und Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft *)

1. Vj. 1999 = 100

Zeit	Effektiver Wechselkurs des Euro				Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft									
	EWK-20 1)		EWK-39 2)		auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes 3)					auf Basis der Verbraucherpreisindizes				
	nominal	real, auf Basis der Verbraucherpreisindizes	real, auf Basis der Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts 3)	real, auf Basis der Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft 3)	nominal	real, auf Basis der Verbraucherpreisindizes	25 ausgewählte Industrieländer 4)			37 Länder 5)	25 ausgewählte Industrieländer 4)	37 Länder 5)	56 Länder 6)	
							insgesamt	EWU-Länder	Länder außerhalb der EWU					
1999	96,2	96,1	95,9	96,2	96,5	95,8	97,8	99,5	95,7	97,6	98,2	98,0	97,6	
2000	87,0	86,6	86,0	85,4	87,9	85,8	91,7	97,2	85,2	90,8	92,9	91,9	90,9	
2001	87,7	87,2	86,5	84,5	90,4	87,1	91,3	96,0	85,7	89,9	92,9	91,4	90,8	
2002	90,1	90,3	89,5	87,8	94,9	90,7	91,9	95,1	88,2	90,5	93,5	91,9	91,7	
2003	100,6	101,4	100,5	98,8	106,8	101,6	95,2	94,0	97,2	94,6	97,0	96,5	96,7	
2004	104,4	105,2	103,4	102,3	111,4	105,2	95,5	92,9	99,5	94,9	98,4	97,9	98,2	
2005	102,9	103,7	101,4	100,3	109,4	102,7	94,4	91,5	98,8	92,9	98,4	96,9	96,5	
2006	102,8	103,7	100,6	99,2	109,4	102,0	93,3	90,1	98,4	91,3	98,5	96,4	95,7	
2007	106,2	106,4	102,6	100,9	112,8	104,0	94,2	89,2	102,4	91,5	100,8	97,8	96,9	
2008	109,3	108,5	103,9	103,7	117,0	106,0	94,3	87,8	105,4	90,5	102,2	97,7	97,0	
2009	110,6	109,1	104,8	106,0	119,8	106,9	93,9	87,9	104,0	90,5	101,7	97,9	97,3	
2010	103,6	101,6	96,7	98,7	111,5	98,2	91,6	87,7	97,8	87,2	98,8	93,8	92,2	
2011	103,4	100,7	95,1 p)	96,7	112,2	97,7	91,4	87,6	97,5	86,6	98,2	93,1	91,7	
2012	97,9	95,6	89,8 p)	91,4	107,1	92,9	89,5	87,4	92,5	84,2	96,0	90,3	88,8	
2013	101,7	98,9	93,2 p)	94,6	112,0 p)	96,2 p)	91,8 p)	87,8 p)	98,0 p)	86,1	98,3	92,1 p)	90,8	
2010 Okt.	104,9	102,6			113,0	99,1					99,1	94,1	92,6	
2010 Nov.	103,7	101,2	95,9	98,4	111,8	97,7	91,5	87,7	97,6	87,0	98,7	93,6	92,0	
2010 Dez.	101,6	99,1			109,4	95,6					97,9	92,7	91,0	
2011 Jan.	101,4	99,0			109,4	95,6					97,8	92,4	90,7	
2011 Febr.	102,4	99,9	94,7	96,7	110,7	96,6	91,5	87,8	97,3	86,7	98,1	92,8	91,2	
2011 März	104,1	101,6			112,4	98,2					98,6	93,5	91,9	
2011 April	105,8	103,4			114,1	99,8					99,5	94,3	92,8	
2011 Mai	104,8	102,1	96,9	99,3	113,3	98,7	92,4	87,6	100,0	87,5	98,9	93,7	92,1	
2011 Juni	104,9	102,2			113,5	98,8					99,0	93,7	92,2	
2011 Juli	104,0	101,1			112,4	97,8					98,6	93,3	91,7	
2011 Aug.	103,8	100,9	94,9	97,3	113,0	98,1	91,3	87,5	97,3	86,5	98,1	93,0	91,8	
2011 Sept.	102,8	99,9			112,1	97,5					97,8	92,7	91,5	
2011 Okt.	103,0	100,2			112,6	97,9					97,9	92,9	91,8	
2011 Nov.	102,6	99,9	93,6 p)	93,5	112,1	97,4	90,6	87,3	95,5	85,7	97,6	92,7	91,5	
2011 Dez.	100,8	98,2			110,3	95,8					96,9	91,8	90,6	
2012 Jan.	99,0	96,4			108,1	93,8					96,2	90,8	89,4	
2012 Febr.	99,7	97,3	91,4 p)	93,3	108,4	94,3	89,9	87,3	93,7	84,7	96,8	91,3	89,7	
2012 März	99,9	97,4			108,7	94,4					96,9	91,1	89,6	
2012 April	99,5	97,2			108,5	94,3					96,6	91,1	89,5	
2012 Mai	98,1	95,7	90,1 p)	92,2	107,3	93,1	89,6	87,4	92,7	84,4	95,9	90,4	88,9	
2012 Juni	97,2	94,9			106,6	92,5					95,5	89,9	88,6	
2012 Juli	95,4	93,2			104,3	90,7					94,9	89,1	87,5	
2012 Aug.	95,2	93,1	88,0 p)	90,0	104,5	90,6	88,9	87,4	90,7	83,5	95,0	89,0	87,5	
2012 Sept.	97,2	95,0			106,6	92,5					95,6	89,9	88,5	
2012 Okt.	97,8	95,5			107,3	92,9					95,9	90,1	88,7	
2012 Nov.	97,2	94,9	89,6 p)	90,2	106,7	92,3	89,7	87,4	93,0	84,3	95,8	89,9	88,4	
2012 Dez.	98,7	96,3			108,3	93,6					96,6	90,6	89,2	
2013 Jan.	100,4	98,0			109,9	94,9					97,4	91,4	89,9	
2013 Febr.	101,6	99,1	92,5 p)	94,3	111,1	95,8	91,0	87,5	96,6	85,6	98,1	92,0	90,4	
2013 März	100,2	97,9			109,5	94,4					97,7	91,5	89,7	
2013 April	100,5	97,9			109,8	94,4					97,5	91,2	89,5	
2013 Mai	100,5	98,0 p)	92,9 p)	94,2	110,0	94,6	91,7	87,8	97,7	86,0	98,1	91,7	89,9	
2013 Juni	101,6	98,9			112,0	96,2					98,2	92,1	90,8	
2013 Juli	101,5	98,9			112,0	96,2					98,4	92,1	90,8	
2013 Aug.	102,2	99,5 p)	93,3 p)	94,7	113,4	97,3	91,9	87,8	98,3	86,1	98,5	92,4	91,4	
2013 Sept.	102,0	99,1			113,3	97,0					98,5	92,3	91,3	
2013 Okt.	102,8	99,7			114,2	97,4					98,9	92,6	91,5	
2013 Nov.	102,6	99,5 p)	94,1 p)	95,4	114,2 p)	97,3 p)	92,5 p)	88,1 p)	99,5 p)	86,8	99,0	92,8 p)	91,8	
2013 Dez.	103,9	100,7			115,8 p)	98,6					99,2	93,2 p)	92,3	
2014 Jan.	103,4 p)	100,3			115,9 p)	98,6					99,0 p)	93,0 p)	92,3	
2014 Febr.	103,6 p)	100,5	...	...	116,3 p)	98,9	...	...	...	...	99,0 p)	93,0 p)	92,4
2014 März	104,6 p)	101,5			117,5 p)	99,8					99,3 p)	93,6 p)	92,9	

* Der effektive Wechselkurs entspricht dem gewogenen Außenwert der betreffenden Währung. Die Berechnung der Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft ist methodisch konsistent mit dem Verfahren der EZB zur Ermittlung des effektiven Wechselkurses des Euro (siehe Monatsbericht, November 2001, S. 54 ff., Mai 2007, S. 32 ff. und Februar 2012, S. 36 f.). Zur Erläuterung der Methode siehe Occasional Paper Nr. 134 der EZB (www.ecb.int). Ein Rückgang der Werte bedeutet eine Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit. 1 Berechnungen der EZB anhand der gewogenen Durchschnittsreihe der Veränderungen der Euro-Wechselkurse gegenüber den Währungen folgender Länder: Australien, Bulgarien, China, Dänemark, Hongkong, Japan, Kanada, Kroatien, Litauen, Norwegen, Polen, Rumänien, Schweden, Schweiz, Singapur, Südkorea, Tschechische Republik, Ungarn, Vereinigtes König-

reich und Vereinigte Staaten. Soweit die Preis- bzw. Lohnindizes noch nicht vorliegen, sind Schätzungen berücksichtigt. 2 Berechnungen der EZB. Umfasst die EWK-20-Gruppe (siehe Fußnote 1) zzgl. folgender Länder: Algerien, Argentinien, Brasilien, Chile, Indien, Indonesien, Island, Israel, Malaysia, Marokko, Mexiko, Neuseeland, Philippinen, Russische Föderation, Südafrika, Taiwan, Thailand, Türkei und Venezuela. 3 Jahres- bzw. Vierteljahresdurchschnitte. 4 EWU-Länder (ab 2001 einschl. Griechenland, ab 2007 einschl. Slowenien, ab 2008 einschl. Malta und Zypern, ab 2009 einschl. Slowakei, ab 2011 einschl. Estland, ab 2014 einschl. Lettland) sowie Dänemark, Japan, Kanada, Norwegen, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich und Vereinigte Staaten. 5 EWU-Länder sowie EWK-20-Länder. 6 EWU-Länder sowie EWK-39-Länder (siehe Fußnote 2).

Übersicht über Veröffentlichungen der Deutschen Bundesbank

Diese Übersicht informiert über ausgewählte volkswirtschaftliche und statistische Veröffentlichungen der Deutschen Bundesbank aus neuerer Zeit. Soweit nicht anders vermerkt, stehen die Veröffentlichungen in deutscher und in englischer Sprache sowie im Internet zur Verfügung.

Die Veröffentlichungen werden an Interessenten kostenlos abgegeben und sind über die Abteilung Externe Kommunikation zu beziehen. Außerdem kann gegen Kostenerstattung eine monatlich aktualisierte Datei mit circa 40 000 veröffentlichten Zeitreihen der Bundesbank auf CD-ROM oder zum Herunterladen im Bundesbank-ExtraNet über die Abteilung Statistisches Informationsmanagement, mathematische Methoden bezogen werden. Bestellungen werden schriftlich unter den im Impressum angegebenen Anschriften erbeten. Eine Auswahl von Zeitreihen steht auch im Internet zum Herunterladen bereit.

■ Geschäftsbericht

■ Finanzstabilitätsbericht

■ Monatsbericht

Über die von 2000 bis 2013 veröffentlichten Aufsätze informiert das dem Monatsbericht Januar 2014 beigefügte Verzeichnis.

Aufsätze im Monatsbericht

Mai 2013

- Die Wirtschaftslage in Deutschland im Frühjahr 2013

Juni 2013

- Perspektiven der deutschen Wirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Vorausschätzungen für die Jahre 2013 und 2014
- Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Bundesbankstudie

- Finanzen der privaten Haushalte, Sparen und Ungleichheit: eine internationale Perspektive – Konferenz der Deutschen Bundesbank und des Max-Planck-Instituts für Sozialrecht und Sozialpolitik
- Die Umsetzung von Basel III in europäisches und nationales Recht

Juli 2013

- Gemeinsame europäische Bankenaufsicht – Erster Schritt auf dem Weg zur Bankenunion
- Zinsstrukturkurvenschätzungen im Zeichen der Finanzkrise
- Unterschiede im Geldmengen- und Kreditwachstum im Euro-Raum und in einzelnen Mitgliedsländern

August 2013

- Die Wirtschaftslage in Deutschland im Sommer 2013

September 2013

- Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2012
- Die Entwicklung staatlicher Zinsausgaben in Deutschland

- Prognosemodelle in der kurzfristigen Konjunkturanalyse – Ein Werkstattbericht

Oktober 2013

- Die Preissteigerungen bei Wohnimmobilien seit dem Jahr 2010: Einflussfaktoren und regionale Abhängigkeiten
- Makroökonomische Ansätze zur Einschätzung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit
- Internationale Kooperation auf dem Gebiet der Finanzsektorpolitik – der Finanzstabilitätsrat (FSB)

November 2013

- Die Wirtschaftslage in Deutschland im Herbst 2013

Dezember 2013

- Perspektiven der deutschen Wirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Vorausschätzungen für die Jahre 2014 und 2015
- Perspektiven im europäischen Massenzahlungsverkehr
- Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2012
- Finanzsystem im Wandel: neue Bedeutung der Repomärkte

Januar 2014

- Anpassungsprozesse in den Ländern der Wirtschafts- und Währungsunion

Februar 2014

- Die Wirtschaftslage in Deutschland um die Jahreswende 2013/2014

März 2014

- Das Schattenbankensystem im Euro-Raum: Darstellung und geldpolitische Implikationen
- Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2013
- Zur Krisenanfälligkeit von Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland – Ergebnisse einer Risikoanalyse mit Jahresabschlussdaten

April 2014

- Zur Verlässlichkeit der Schätzungen internationaler Organisationen zur Produktionslücke
- Implikationen der Geldmarktsteuerung des Eurosystems während der Finanzkrise
- Einige Erklärungsansätze zur Inflationsentwicklung seit der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise

Statistische Beihefte zum Monatsbericht

- 1 Bankenstatistik ¹⁾
- 2 Kapitalmarktstatistik ¹⁾
- 3 Zahlungsbilanzstatistik ¹⁾
- 4 Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen ¹⁾
- 5 Devisenkursstatistik

Sonderveröffentlichungen

Makro-ökonometrisches Mehr-Länder-Modell, November 1996 ²⁾

Europäische Organisationen und Gremien im Bereich von Währung und Wirtschaft, Mai 1997 ²⁾

Die Zahlungsbilanz der ehemaligen DDR 1975 bis 1989, August 1999 ²⁾

Der Markt für deutsche Bundeswertpapiere, Mai 2000

Macro-Econometric Multi-Country Model: MEMMOD, Juni 2000

Gesetz über die Deutsche Bundesbank, September 2002

Weltweite Organisationen und Gremien im Bereich von Währung und Wirtschaft, März 2013 ²⁾

Die Europäische Union: Grundlagen und Politikbereiche außerhalb der Wirtschafts- und Währungsunion, April 2005 ²⁾

Die Deutsche Bundesbank – Aufgabenfelder, rechtlicher Rahmen, Geschichte, April 2006 ²⁾

Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion, April 2008

11 Zahlungsbilanz nach Regionen, Juli 2013

12 Technologische Dienstleistungen in der Zahlungsbilanz, Juni 2011 ²⁾

■ Statistische Sonderveröffentlichungen

- 1 Statistik der Banken und sonstigen Finanzinstitute, Richtlinien, Januar 2014 ³⁾
- 2 Bankenstatistik Kundensystematik, Januar 2014 ²⁾³⁾
- 3 Aufbau der bankstatistischen Tabellen, Juli 2013 ²⁾³⁾
- 4 Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 2007 bis 2012, Juni 2013 ³⁾
- 5 Hochgerechnete Angaben aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 2006 bis 2012, Dezember 2013 ³⁾
- 6 Verhältniszahlen aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 2009 bis 2010, Mai 2013 ²⁾³⁾
- 7 Erläuterungen zum Leistungsverzeichnis für die Zahlungsbilanz, September 2013
- 8 Die Zahlungsbilanzstatistik der Bundesrepublik Deutschland, 2. Auflage, Mai 1990 ⁰⁾
- 9 Wertpapierdepots, August 2005
- 10 Bestandserhebung über Direktinvestitionen, April 2014 ¹⁾

■ Diskussionspapiere ^{*)}

57/2013

Cost leadership and bank internationalization

01/2014

The distribution of debt across euro area countries: the role of individual characteristics, institutions and credit conditions

02/2014

Filling in the blanks: network structure and interbank contagion

03/2014

Investor fears and risk premia for rare events

04/2014

Cash management and payment choices: a simulation model with international comparisons

05/2014

Earnings baths by bank CEOs during turnovers

06/2014

Lucas paradox and allocation puzzle – is the euro area different?

07/2014

Wealth shocks, credit-supply shocks, and asset allocation: evidence from household and firm portfolios

⁰⁾ Diese Veröffentlichung ist nicht im Internet verfügbar.

^{*)} Diskussionspapiere ab dem Veröffentlichungsjahr 2000 sind im Internet verfügbar. Seit Anfang 2012 keine Unterteilung mehr in „Reihe 1“ und „Reihe 2“.

Weitere Anmerkungen siehe S. 82 •.

■ Bankrechtliche Regelungen

- 1 Gesetz über die Deutsche Bundesbank und Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, Juni 1998
- 2 Gesetz über das Kreditwesen, Januar 2008 ²⁾

2a Solvabilitäts- und Liquiditätsverordnung, Februar 2008 ²⁾

1 Nur die Tabellenköpfe und die Erläuterungen sind in englischer Sprache erhältlich.

2 Diese Veröffentlichung ist nur in deutscher Sprache erschienen.

3 Nur im Internet verfügbar.