



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

04 | 2005

MONATSBERICHT

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005

MONATSBERICHT
APRIL





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



Auf allen
Veröffentlichungen
der EZB ist im
Jahr 2005 ein
Ausschnitt der
50-€-Banknote
abgebildet.



**MONATSBERICHT
APRIL 2005**

© Europäische Zentralbank, 2005

Anschrift

Kaiserstraße 29
D-60311 Frankfurt am Main

Postanschrift

Postfach 16 03 19
D-60066 Frankfurt am Main

Telefon

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 6. April 2005.

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)



INHALT

EDITORIAL	5
WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN	7
Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	14
Preise und Kosten	31
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	39
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	45
Kästen:	
1 Jüngste Entwicklungen bei den Renditedifferenzen für Staatsanleihen und den wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren in Schwellenländern	10
2 Jüngste Entwicklung der langfristigen Realzinsen	23
3 Inflationswahrnehmung der Verbraucher: noch immer keine Übereinstimmung mit der amtlichen Statistik?	33
4 Jüngste Entwicklung der Volumen und Preise im Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets („Extra-Handel“)	49
AUFSÄTZE	
Vermögenspreisblasen und Geldpolitik	53
Vergleichbarkeit von Statistiken für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan	71
Die Standards des ESZB/CESR für das Clearing und die Abwicklung von Wertpapieren in der Europäischen Union	85
STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS	SI
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	I
Publikationen der Europäischen Zentralbank seit 2004	V
GLOSSAR	XI

ABKÜRZUNGEN

LÄNDER

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

SONSTIGE

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWK	Effektiver Wechselkurs
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
LSK/GW	Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft
MFI	Monetäres Finanzinstitut
NACE Rev. 1	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (1. Überarbeitung)
NZB	Nationale Zentralbank
SITC Rev. 3	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

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



EDITORIAL

Auf seiner Sitzung am 7. April 2005 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 3,0 % bzw. 1,0 %.

Insgesamt hat sich die Einschätzung des EZB-Rats hinsichtlich der Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht nicht verändert. Bisher gibt es keine deutlichen Anzeichen, dass sich im Euro-Währungsgebiet ein binnenwirtschaftlicher Inflationsdruck aufbaut. Daher hat der EZB-Rat die Leitzinsen unverändert belassen. Sowohl die nominalen als auch die realen Zinssätze befinden sich auf einem außergewöhnlich niedrigen Stand und stützen weiterhin die Konjunktur. Auf mittlere Sicht bestehen jedoch nach wie vor Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität; Wachsamkeit ist daher weiterhin von entscheidender Bedeutung.

Was die wirtschaftliche Analyse angeht, die der Einschätzung des EZB-Rats zugrunde liegt, so zeichnen die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse zur Konjunkturentwicklung ein uneinheitliches Bild. Im Großen und Ganzen weisen sie auf kurze Sicht auf ein anhaltendes gemäßigtes Wirtschaftswachstum hin, wobei derzeit noch keine klaren Anzeichen für eine verstärkte Dynamik zu erkennen sind.

Für die weitere Zukunft sind die Bedingungen für ein fortdauerndes gemäßigtes Wirtschaftswachstum weiterhin gegeben. Das Weltwirtschaftswachstum ist nach wie vor stabil und schafft ein günstiges Umfeld für die Ausfuhren des Euroraums. Binnenwirtschaftlich gesehen ist davon auszugehen, dass die Investitionen weiter von den äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen, der verbesserten Gewinnentwicklung und der gesteigerten Effizienz der Unternehmen gestützt werden. Das Konsumwachstum dürfte sich entsprechend dem real verfügbaren Einkommen entwickeln. Gleichzeitig stellen jedoch insbesondere die anhaltend hohen Ölpreise ein Abwärtsrisiko für das Wachstum dar.

Was die Verbraucherpreise betrifft, so belief sich die jährliche Teuerung nach dem HVPI der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im März auf 2,1 % und war damit gegenüber Februar unverändert. In den kommenden Monaten dürften die jährlichen Inflationsraten weiterhin etwas über 2 % liegen, wobei der genaue Wert größtenteils von der Entwicklung der Ölpreise abhängen wird. Für die weitere Zukunft gibt es bislang keine deutlichen Anzeichen, dass sich im Euro-Währungsgebiet ein binnenwirtschaftlicher Inflationsdruck aufbaut. Die Lohnsteigerungen haben sich in den letzten Quartalen in Grenzen gehalten, und vor dem Hintergrund des verhaltenen Wirtschaftswachstums und der schwachen Arbeitsmarktentwicklung dürfte sich dieser Trend zunächst fortsetzen.

Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität bestehen allerdings nach wie vor. Angesichts des jüngsten Ölpreisanstiegs ist es erneut von größter Bedeutung, dass bei der Lohn- und Preisbildung in der Gesamtwirtschaft Zweitrundeneffekte vermieden werden. Dabei ist es besonders wichtig, dass die Tarifpartner ihrer Verantwortung in dieser Hinsicht gerecht werden. Darüber hinaus muss die Entwicklung der längerfristigen Inflationserwartungen genau beobachtet werden.

Weitere Rückschlüsse auf die Aussichten für die Preisentwicklung auf mittel- bis längerfristige Sicht ergeben sich aus der monetären Analyse. Die jüngsten monetären Daten und Kreditdaten lassen zwar ein etwas verlangsamtes Wachstum der Geldmenge erkennen, jedoch bestätigen sie, dass der stimulierende Effekt des niedrigen Zinsniveaus weiterhin vorherrscht. Da überdies die monetäre Dynamik nach wie vor hauptsächlich von den liquidesten Komponenten getragen wird, liegt der Schluss nahe, dass die Überschussliquidität auf mittlere bis längere Sicht Risiken eines Aufwärtsdrucks auf die Inflationsentwicklung bergen könnte. Angesichts der kräftigen Geldmengen- und Kreditausweitung sollte darüber hinaus aufmerksam beobachtet werden, ob sich im Zusammenhang mit dem starken Anstieg der Preise für Wohn-

immobilien in einigen Regionen des Eurogebiets Risiken aufbauen.

Zusammenfassend bestätigt die wirtschaftliche Analyse, dass sich der binnenwirtschaftliche Inflationsdruck nach wie vor in Grenzen hält, wenngleich mittelfristige Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität fortbestehen, die sorgfältig beobachtet werden müssen. Die Gegenprüfung anhand der monetären Analyse spricht dafür, hinsichtlich des Eintretens solcher Risiken weiterhin wachsam zu bleiben.

Was die Finanzpolitik angeht, so vermitteln die jüngsten Informationen ein uneinheitliches Bild und geben weiterhin Anlass zu Besorgnis. Zwar sind die öffentlichen Finanzen in einigen wenigen Ländern des Euro-Währungsgebiets nach wie vor stabil, und in anderen Ländern schreitet die Haushaltskonsolidierung langsam voran, doch sind die Aussichten für die künftige Entwicklung der Haushalte in mehreren Ländern beunruhigend, da die Ungleichgewichte den Prognosen zufolge nicht, wie zuvor geplant, zurückgehen und in einigen Fällen sogar zunehmen dürften.

Da unzureichende Konsolidierungsstrategien und Unzulänglichkeiten bei deren Umsetzung die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts in der Vergangenheit erschwert haben, ist es nun von wesentlicher Bedeutung, dass die Konsolidierungsvorhaben ehrgeizig sind und vollständig umgesetzt werden. Ebenso entscheidend ist, dass die Europäische Kommission und der ECOFIN-Rat die neue Vereinbarung zur Umsetzung des Pakts konsequent durchsetzen, um so die Glaubwürdigkeit des Handlungsrahmens wiederherzustellen. Der EZB-Rat bekräftigt zudem die Notwendigkeit der Durchführung finanzpolitischer Reformen und Struktur-reformen, die die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und das Vertrauen in die Wachstumsaussichten aller Mitgliedstaaten stärken.

Mit Blick auf die Strukturreformen im Euro-Währungsgebiet begrüßt der EZB-Rat die Schlussfolgerungen des Vorsitzes des Europäischen Rates, der am 22. und 23. März 2005 in

Brüssel zusammentrat; danach „ist es unabdingbar, der Lissabonner Strategie unverzüglich neue Impulse zu geben und die Prioritäten auf Wachstum und Beschäftigung auszurichten“. Die EU-Mitgliedstaaten müssen dringend Innovationen und die Bildung von Humankapital fördern, ein wirtschaftsfreundlicheres regulatorisches Umfeld schaffen, die Marktliberalisierung beschleunigen und die Flexibilität des Arbeitsmarkts erhöhen.

Die EU-Staaten müssen sich nun auf die Umsetzung der Reformagenda konzentrieren. Der Rückstand bei der Umsetzung muss unbedingt aufgeholt werden, um die Vorteile der Struktur-reformen in Form eines auf mittlere Sicht höheren Wachstumspotenzials und eines auf kurze Sicht gestärkten Vertrauens bei Verbrauchern und Unternehmern in vollem Umfang nutzen zu können.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste Aufsatz beleuchtet den Zusammenhang zwischen Vermögenspreisblasen und Geldpolitik. Der zweite befasst sich mit der Vergleichbarkeit von Statistiken über maßgebliche makroökonomische Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan. Der dritte Aufsatz schließlich beschreibt die Standards des ESZB/CESR für das Clearing und die Abwicklung von Wertpapieren in der Europäischen Union.

WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Das weltwirtschaftliche Wachstum bleibt weiter recht kräftig, wobei sich die Vereinigten Staaten und China, die beiden wichtigsten Wachstumsmotoren des vergangenen Jahres, nach wie vor dynamisch entwickeln. Gleichzeitig hält sich der Inflationsdruck in den meisten Ländern weiterhin in recht engen Grenzen. Die Aussichten für die Weltwirtschaft und die Auslandsnachfrage im Euro-Währungsgebiet bleiben relativ günstig. Die größten Abwärtsrisiken ergeben sich aus der Entwicklung der Ölpreise, die Anfang April dieses Jahres ein neues Rekordhoch erreichten, und aus den weltwirtschaftlichen Ungleichgewichten.

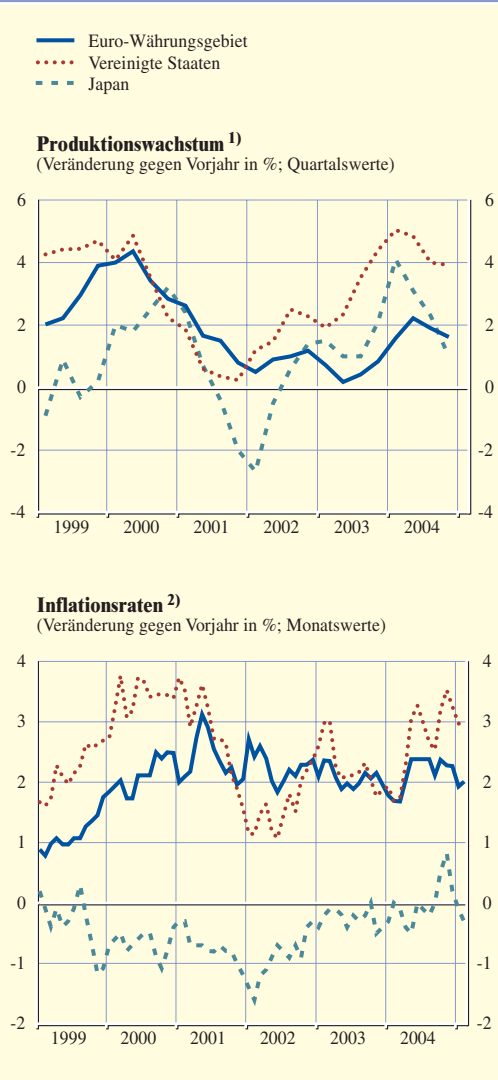
I.1 WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN

Die Weltkonjunktur wächst mit recht hohem Tempo weiter, wenn auch langsamer als Anfang 2004. Die Wirtschaft der Vereinigten Staaten und Chinas, der beiden wichtigsten Wachstumsmotoren des vergangenen Jahres, expandiert nach wie vor kräftig. Vor allem in China entwickelte sich die Konjunktur in den ersten beiden Monaten dieses Jahres weiterhin dynamisch, während es in anderen Ländern Asiens zu einer gewissen Verlangsamung kam. Der weltweite Inflationsdruck bleibt gedämpft, wobei der jährliche Verbraucherpreisanstieg – sowohl insgesamt als auch ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise – in den OECD-Ländern im Januar allgemein nachgelassen hat. Die Ölpreise erreichten allerdings ein neues Allzeithoch, worin ein Zusammenspiel temporärer und struktureller Faktoren seinen Niederschlag fand.

VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten entwickelt sich die Konjunktur gestützt durch die rege Inlandsnachfrage weiter in raschem Tempo. Das BIP-Wachstum verlangsamte sich im Schlussquartal 2004 nur geringfügig und erreichte auf das Jahr hochgerechnet eine Quartalsrate von 3,8 %. Die robuste Binnennachfrage wiederum trug zu einem Rekorddefizit in der Leistungsbilanz bei, das sich im vierten Quartal 2004 auf 6,3 % des BIP belief. Vorliegende Daten weisen darauf hin, dass sich die kräftige Ausweitung der inländischen Wirtschaftsaktivität auch Anfang 2005 fortgesetzt hat. Im Unternehmenssektor wurde dank der guten Ertragslage der Unternehmen und der geringen Finanzierungskosten nach wie vor eine kräftige Investitionstätigkeit verzeichnet. Auch die privaten Haushalte steigerten im Allgemeinen ihre Ausgaben kontinuierlich weiter.

Abbildung I Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern



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

Am Arbeitsmarkt war eine verhältnismäßig stete trendmäßige Zunahme von Arbeitsplätzen bis zum Ende des ersten Quartals zu beobachten. Für die nähere Zukunft ist von einem weiterhin robusten Wachstum der US-Wirtschaft auszugehen. Der Verbraucherpreisindex (VPI) verharrte im Februar bei 3 %; ohne Nahrungsmittel und Energie stieg er dagegen auf 2,4 % an und folgte damit einer Aufwärtsentwicklung, die schon seit Anfang 2004 zu beobachten ist. Die Veränderungen beim Deflator der privaten Konsumausgaben waren im Februar ähnlich wie beim VPI, wenngleich der Index der privaten Konsumausgaben ohne Nahrungsmittel und Energie eine geringere Tendenz nach oben aufwies. Insgesamt scheint sich in den vergangenen Monaten der Preisdruck verstärkt zu haben, und es gibt Anzeichen dafür, dass die Preissetzungsmacht der Lieferanten zugenommen hat.

Vor diesem Hintergrund entschied der Offenmarktausschuss der US-Notenbank auf seiner Sitzung am 22. März dieses Jahres, den Zielzinssatz für Tagesgeld um 25 Basispunkte anzuheben. Durch diesen siebenten Anstieg in Folge erreichte der Leitzins eine Höhe von 2,75 %. Der Offenmarktausschuss erklärte anlässlich seiner Sitzung, dass sich die Auf- und Abwärtsrisiken für ein nachhaltiges Wachstum und die Preisstabilität durch angemessene geldpolitische Schritte weitgehend die Waage halten dürften.

JAPAN

Die japanische Wirtschaft zeigt nach wie vor eine gewisse Schwäche. Kürzlich revidierten Konjunkturdaten zufolge wurde im vierten Quartal 2004 ein Anstieg des realen BIP um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal verzeichnet; dies steht im Gegensatz zu der ursprünglichen Schätzung, die von einem Rückgang um 0,1 % ausgegangen war. Die Revision hat die Sorge etwas gemildert, dass Japan nach dem negativen Wachstum im zweiten und dritten Vierteljahr 2004 in eine Rezession zurückfallen könnte. Allerdings bleiben die kurzfristigen Aussichten für die wirtschaftliche Entwicklung relativ schwach, was bis zu einem gewissen Grad auf den anhaltenden Prozess der Lagerbestandsanpassungen im verarbeitenden Gewerbe, insbesondere im IT-Sektor, zurückzuführen ist.

Nach einem starken Anstieg im Januar 2005 schwächten sich die meisten monatlichen Konjunkturindikatoren im Februar wieder ab. Der vierteljährliche Tankan-Bericht der Bank von Japan für März 2005 weist gegenüber Dezember 2004 einen deutlichen Rückgang des Unternehmervertrauens im verarbeitenden Gewerbe aus, wenngleich die meisten Produzenten die Geschäftslage nach wie vor als günstig beurteilen. Unterdessen setzte sich die Verlangsamung der Exporttätigkeit, die Ende letzten Jahres eingesetzt hat, fort. Die Ausfuhren gingen (sowohl dem Wert als auch dem Volumen nach) im Februar weiter zurück.

Was die Preisentwicklung betrifft, so gaben sowohl der VPI insgesamt als auch der VPI ohne frische Nahrungsmittel – vorwiegend infolge der weiteren Liberalisierung der Preise der Versorgungsbetriebe – im Februar nach. Der VPI insgesamt sank auf Jahresbasis um 0,3 % (nach einem Rückgang von 0,1 % im Januar), während der VPI ohne frische Nahrungsmittel um 0,4 % (im Januar um 0,3 %) fiel. Die Erzeugerpreise sind unterdessen weiter gestiegen, sodass die Gewinnmargen der Unternehmen verringert wurden.

VEREINIGTES KÖNIGREICH

Im Vereinigten Königreich ist ein nach wie vor robustes und über die verschiedenen Ausgabenkomponenten hinweg zunehmend ausgeglichenes Wachstum zu beobachten. Das reale BIP-Wachstum beschleunigte sich im Schlussviertel 2004 auf 0,7 % gegenüber dem Vorquartal (nach 0,6 % im Dreimonatsabschnitt davor), woraus sich eine jährliche Zuwachsrate von 2,9 % ergibt. Das Wachstum der privaten Konsumausgaben verlangsamte sich vor dem Hintergrund eines sich

weiter abkühlenden Wohnungsmarkts auf eine Quartalsrate von 0,3 %. Zwar verringerte sich der Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen leicht auf eine Quartalsrate von 0,6 %, doch wurde im Verlauf des letzten Jahres dank der verbesserten Unternehmenserträge eine Zunahme verzeichnet. Beim Exportwachstum war mit 1,6 % (auf Quartalsbasis) eine Erholung zu verzeichnen, wengleich der Außenbeitrag dämpfend auf das Wachstum des realen BIP wirkte, da die Importe ebenfalls anzogen. Auf kürzere Sicht ist für Anfang 2005 mit einer gewissen Wachstumsverlangsamung zu rechnen, wenn die Bremseffekte der jüngsten Zinsanhebungen und der Abkühlung des Wohnimmobilienmarkts ihre Wirkung entfalten. Der Arbeitsmarkt ist nach wie vor angespannt. Die Beschäftigungsquote stieg in den drei Monaten bis Januar 2005 auf 74,9 %, wobei auch die Zahl der freien Stellen zunahm. Der jährliche Anstieg der durchschnittlichen Verdienste erhöhte sich im vierten Quartal zwar geringfügig, doch wurde der Einfluss auf die Lohnstückkosten durch kräftige (wenn auch geringere) Zugewinne bei der Arbeitsproduktivität abgemildert. Die Jahressteuerung nach dem HVPI belief sich im Februar auf 1,6 % (unverändert gegenüber Januar) und blieb damit unterhalb des von der Regierung gesetzten Inflationsziels von 2 %.

ANDERE EUROPÄISCHE LÄNDER

Das Wachstum in den anderen europäischen Ländern bleibt insgesamt recht robust, verlangsamt sich aber im Allgemeinen allmählich gegenüber den zuvor erzielten Raten. In Schweden verringerte sich das reale BIP-Wachstum im vierten Jahresviertel 2004 auf eine Quartalsrate von 0,3 %, nachdem es im Vorquartal revidiert 0,7 % betragen hatte. Damit beläuft sich die Wachstumsrate im Jahresdurchschnitt auf 3,5 %. In Dänemark zog das reale BIP-Wachstum im Schlussviertel 2004 auf 0,7 % gegenüber dem Vorquartal an, wodurch sich die jährliche Zuwachsrate auf 2,1 % erhöhte. In beiden Ländern war die Inlandsnachfrage die Hauptantriebsfeder des Wachstums, wengleich die Exporte merklich zulegten. Die HVPI-Inflation kletterte im Februar 2005 in Dänemark auf 1,0 % und in Schweden auf 1,2 %.

In den neuen EU-Mitgliedstaaten entwickelte sich die Konjunktur im vierten Quartal 2004 zwar weiter dynamisch, doch ließ das Wachstumstempo allgemein etwas nach. Das jährliche reale BIP-Wachstum betrug im vierten Jahresviertel durchschnittlich 4,2 %. Der Preisauftrieb verringerte sich Anfang 2005 in den meisten Ländern; im Februar lag die Teuerung nach dem HVPI im Durchschnitt bei 3,1 %. Der nachlassende Inflationsdruck war auf geringere Anstiege bei den Nahrungsmittel- und Treibstoffpreisen zurückzuführen, was aber auch durch frühere Aufwertungen der Landeswährungen begünstigt wurde. Darüber hinaus fallen die Auswirkungen der Erhöhungen indirekter Steuern von Anfang 2004 allmählich aus den Jahresdaten heraus. Vor dem Hintergrund verbesserter Inflationsaussichten haben die Zentralbanken Ungarns, Polens und der Tschechischen Republik Ende März ihre Zinssätze gesenkt.

ASIEN (OHNE JAPAN)

Außer in China hat sich die wirtschaftliche Aktivität in Asien (ohne Japan) weiter schrittweise verlangsamt. Besonders ausgeprägt war diese nachlassende Dynamik, die sich in einem Rückgang der Jahresraten der Industrieproduktion und des Exportwachstums zu Beginn des laufenden Jahres niederschlug, in Südkorea und Taiwan. Der Inflationsdruck blieb unterdessen in den großen Volkswirtschaften dieser Region verhalten.

Die wirtschaftliche Entwicklung Chinas unterscheidet sich grundlegend von der in den anderen Ländern dieser Region. Die Industrieproduktion stieg im Januar und Februar insgesamt um 16,9 %, die Einzelhandelsumsätze nahmen um 13,6 % und die Anlageinvestitionen um nicht weniger als 24,5 % gegenüber dem Vorjahr zu. Die chinesischen Exporte entwickelten sich in diesen

beiden Monaten mit einem Wachstum von 36,6 % im Vorjahresvergleich besonders dynamisch, während sich die Importe spürbar verlangsamen, sodass sich ein beträchtlicher Außenhandelsüberschuss ergab. Zum Teil als Ausdruck dieser kräftigen Wachstumsdynamik zog die Inflation im Januar und Februar zusammengenommen wieder leicht an.

LATEINAMERIKA

In Lateinamerika weisen Konjunkturindikatoren auf einen kräftigen Anstieg der Wirtschaftsleistung hin, wenngleich es auch Anzeichen dafür gibt, dass sich das Tempo verlangsamt hat. Begleitet wurde diese Abschwächung von einer stärker exportgestützten Expansion, die im Gegensatz zu dem zuvor beobachteten, recht breit fundierten Wachstum steht. Die reale Produktion der drei größten Länder dieser Region nimmt nach wie vor zu; die jüngsten Datenveröffentlichungen für die Industrieproduktion weisen im Jahresvergleich Zugewinne von 4,4 % in Brasilien (Januar), 3,1 % in Mexiko (Januar) und 4,9 % in Argentinien (Februar) aus. Der weitgehend erfolgreiche Abschluss der argentinischen Umschuldung trug dazu bei, die Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit der hohen Auslandsverschuldung des Landes einzudämmen. Länderübergreifend setzt sich der Preisaufruf, der zwar Risiken für das Wachstum der Inlandsnachfrage mit sich bringt, im Wesentlichen aber das Ergebnis der robusten Konjunkturentwicklung ist, fort.

In Kasten 1 werden die jüngsten Entwicklungen bei den Renditedifferenzen für Staatsanleihen und den wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren in Asien (ohne Japan) und Lateinamerika dargestellt.

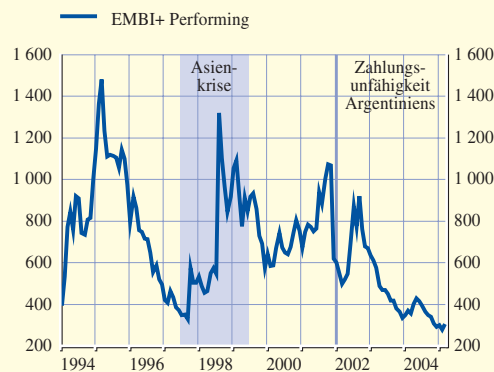
Kasten 1

JÜNGSTE ENTWICKLUNGEN BEI DEN RENDITEDIFFERENZEN FÜR STAATSANLEIHEN UND DEN WIRTSCHAFTLICHEN FUNDAMENTALFAKTOREN IN SCHWELLENLÄNDERN

In den letzten Jahren war in den Schwellenländern Asiens und Lateinamerikas eine kräftige konjunkturelle Belebung zu beobachten. Entsprechend sind die Renditedifferenzen zwischen den in diesen beiden Regionen emittierten Staatsanleihen und US-amerikanischen Staatsanleihen auf den niedrigsten Stand seit Beginn der Statistik gefallen. Der Renditeabstand bei Anleihen von Schwellenländern liegt zurzeit mit rund 300 Basispunkten deutlich unter dem Stand, der während der Asienkrise in den Jahren 1997 bis 1999 (1 400 Basispunkte) oder der Argentinienkrise Ende 2001 (rund 1 000 Basispunkte) verzeichnet wurde (siehe Abbildung). Das Zusammentreffen von kräftigem Wachstum und niedrigen Renditedifferenzen ähnelt auffallend den Entwicklungen, die vor der Asienkrise zu beobachten waren. In diesem Kasten werden die den niedrigen Renditedifferenzen zugrunde liegenden inländischen Fundamentaldaten untersucht und mit der Situation vor der Asienkrise verglichen. Dabei lassen sich Erkenntnisse darüber gewinnen, ob diese Län-

Renditedifferenzen bei Staatsanleihen von Schwellenländern

(Basispunkte)



Quelle: JP Morgan.
Anmerkung: Der Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) Performing ist ein marktkapitalisierungsgewichteter Index, der sich aus ordnungsgemäß bedienten auf USD lautenden Brady Bonds, Eurobonds und von staatlichen Stellen in den Schwellenländern begebenen gehandelten Krediten zusammensetzt.

der jetzt besser in der Lage sind, externe Schocks zu bewältigen, als Mitte der Neunzigerjahre.

Asien (ohne Japan)

In Asien (ohne Japan) ist zurzeit – genau wie vor der Asienkrise – ein kräftiges Wirtschaftswachstum und eine günstige Preisentwicklung zu beobachten. Die Asienkrise wirkte sich wirtschaftlich sehr unterschiedlich auf die einzelnen Länder aus: Während China und Taiwan weitgehend unberührt blieben, gehörten Korea und Thailand zu den Volkswirtschaften, die am stärksten betroffen waren und mit starken Abwertungen ihrer Währungen, hoher Inflation und einem deutlichen Rückgang der Wirtschaftstätigkeit zu kämpfen hatten (siehe Tabelle).

Die unterschiedliche Intensität der Krise in den verschiedenen Ländern lässt sich teilweise mit Unterschieden bei einigen wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren erklären. So wiesen beispielsweise Korea und Thailand vor der Krise Leistungsbilanzdefizite auf, während China und Taiwan Leistungsbilanzüberschüsse zu verzeichnen hatten. Die Situation hat sich seit dieser Zeit recht deutlich geändert. In den Jahren 2003 und 2004 verzeichneten alle genannten Länder Leistungsbilanzüberschüsse. Die öffentlichen Finanzierungssalden waren in zwei Ländern negativ, aber die Schuldenquoten blieben niedrig.

Über die Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten hinaus haben diese Volkswirtschaften, insbesondere Korea und Thailand, außerdem Fortschritte bei strukturellen und institutionellen Reformen erzielt. Der Bankensektor in Korea und Thailand wurde grundlegend umstrukturiert. Was die politischen Rahmenbedingungen angeht, so haben diese beiden Volkswirtschaften flexiblere Wechselkursregelungen eingeführt und gleichzeitig die Inflation unter Kontrolle gehalten. Vor diesem Hintergrund scheinen die meisten Volkswirtschaften Asiens (ohne Japan) hinsichtlich ihrer wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren jetzt besser dazustehen als vor der Asienkrise.

Gesamtwirtschaftliche Indikatoren für ausgewählte Schwellenländer

(Jahresdurchschnitt)

A) Asien

	China	Süd-korea	Taiwan	Thailand
<i>Wachstum des realen BIP (in %)</i>				
1994–1996	10,9	8,5	6,5	8,0
1997–1999	7,9	2,4	5,3	-2,5
2003–2004	9,1	3,9	4,5	6,5
<i>Anstieg der Verbraucherpreise (in %)</i>				
1994–1996	16,4	5,2	3,6	5,6
1997–1999	0,2	4,3	0,9	4,7
2003–2004	2,5	3,6	0,6	2,3
<i>Saldo der Leistungsbilanz (in % des BIP)</i>				
1994–1996	0,8	-2,3	2,9	-7,3
1997–1999	3,2	5,2	2,2	7,4
2003–2004	3,2	3,0	8,2	5,0
<i>Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)</i>				
1994–1996	-1,7	0,3	-0,5	2,3
1997–1999	-1,8	-1,8	0,8	-2,1
2003–2004 ¹⁾	-2,5	-0,9	-3,1	0,4

B) Lateinamerika

	Argentinien	Brasilien	Mexiko
<i>Wachstum des realen BIP (in %)</i>			
1994–1996		2,8	4,2
1997–1999		2,9	1,4
2003–2004		8,9	2,9
<i>Anstieg der Verbraucherpreise (in %)</i>			
1994–1996		2,6	732,0
1997–1999		0,1	4,9
2003–2004		8,9	11,6
<i>Saldo der Leistungsbilanz (in % des BIP)</i>			
1994–1996		-2,9	-2,0
1997–1999		-4,4	-4,2
2003–2004 ²⁾		5,8	1,4
<i>Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)</i>			
1994–1996		-1,1	-6,4
1997–1999		-1,9	-7,1
2003–2004 ¹⁾		0,1	-4,0

Quellen: Global Insight und Banco Central do Brasil.

1) Daten nur für 2003 mit Ausnahme von Südkorea und Brasilien.

2) Im Falle Argentiniens Daten nur für 2003.

Lateinamerika

Auch in Lateinamerika scheinen sich die wirtschaftlichen Bedingungen im Vergleich zur Mitte der Neunzigerjahre allgemein verbessert zu haben. Die Region erlebt eine Periode kräftigen Produktionswachstums, während die Inflationsraten weiterhin relativ niedrig sind (siehe Tabelle). Außerdem haben sich die Leistungsbilanzsalden in den drei größten Volkswirtschaften – Argentinien, Brasilien und Mexiko – verbessert. Allerdings bleiben die Finanzierungssalden insbesondere in Brasilien und Argentinien problematisch, wenngleich sie sich insgesamt ebenfalls verbessert haben.

Wie auch in Asien (ohne Japan) wurden diese günstigeren wirtschaftlichen Fundamentaldaten in Lateinamerika von Fortschritten bei den strukturellen und institutionellen Reformen flankiert, was die Länder in der Region widerstandsfähiger gegen Schocks gemacht hat. Durch die Einführung flexiblerer Wechselkursregelungen konnten zudem einige der größten Volkswirtschaften der Region den Inflationsdruck trotz weiter kräftiger Wirtschaftsexpansion begrenzen.

Gesamtbewertung

Die wirtschaftliche Situation in diesen Schwellenländern scheint sich gegenüber der Zeit unmittelbar vor der Asienkrise insgesamt verbessert zu haben, wobei allerdings Lateinamerika aufgrund der höheren Staatsverschuldung vergleichsweise stärkeren Abwärtsrisiken ausgesetzt ist als Asien (ohne Japan). Obwohl die Renditedifferenzen bei Staatsanleihen derzeit ungefähr genauso niedrig sind wie vor der Asienkrise, kann sich die Bewertung der Finanzmärkte jetzt auf solidere wirtschaftliche Bedingungen stützen. Infolgedessen dürften – auch wenn weiterhin eine gewisse Fragilität zu verzeichnen ist – die Verbesserung der wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren in Verbindung mit Fortschritten bei den strukturellen und makroökonomischen Reformen gewisse Puffer im Falle externer Schocks darstellen.

1.2 ROHSTOFFMÄRKTE

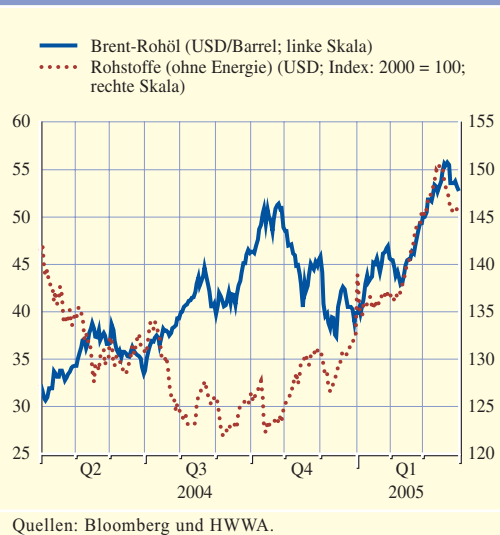
Die Ölnotierungen erreichten Anfang April bei beträchtlicher kurzfristiger Volatilität ein neues Allzeithoch. Die kalte Februar-Witterung in Europa und Nordamerika sorgte in Verbindung mit Datenveröffentlichungen, die auf eine anhaltend angespannte Lage am Ölmarkt hindeuteten, dafür, dass die Ölpreise anzogen; am 5. April notierte Rohöl der Sorte Brent bei 57 USD. Am nächsten Tag gaben die Ölpreise dann wieder etwas nach und lagen am Ende des Berichtszeitraums um 13,9 % höher als Ende Februar. Die Internationale Energieagentur (IEA) geht inzwischen davon aus, dass die Ölnachfrage im Jahr 2005 tagesdurchschnittlich um 1,8 Mio Barrel gegenüber 2004 zunimmt. Dies ist zwar weniger als der Anstieg von 2,7 Mio Barrel pro Tag im vergangenen Jahr, stellt aber dennoch eine beträchtliche Aufwärtskorrektur früherer IEA-Schätzungen dar. Bei einer erwarteten Ausweitung der Ölförderung in den Nicht-OPEC-Staaten um nur 0,9 Mio Barrel pro Tag bedeutet dies einen anhaltenden Nachfragedruck auf das OPEC-Öl im laufenden Jahr. Begrenzte Kapazitätsreserven entlang der gesamten Ölversorgungskette und verbunden damit eine hohe Sensitivität gegenüber unerwarteten Störungen des Gleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage dürften dafür sorgen, dass die Ölpreise auf absehbare Zeit hoch und schwankungsanfällig bleiben. Die Marktteilnehmer gehen davon aus, dass die Ölnotierungen bis Ende 2007 nur allmählich auf 50,9 USD sinken werden.

Die Notierungen von Rohstoffen (ohne Energie) gaben in der zweiten Märzhälfte etwas nach, nachdem sie seit Anfang Februar kontinuierlich gestiegen waren. Grund hierfür war vor allem die Preisentwicklung bei Nahrungsmitteln und Getränken, während die Preise für industrielle Rohstoffe den gesamten März hindurch weitgehend stabil blieben. Insgesamt lagen die Preise für Rohstoffe (ohne Energie) in US-Dollar gerechnet im März um 7,3 % über ihrem Stand vor Jahresfrist.

I.3 AUSSICHTEN FÜR DIE AUSSEN- WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

Das Wachstum der Weltwirtschaft und der Auslandsnachfrage im Euro-Währungsgebiet dürfte sich den Erwartungen zufolge weiter recht kräftig entwickeln. Anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen und strukturelle Verbesserungen in den Unternehmensbilanzen in vielen Ländern verbunden mit robusten Ertragszuwächsen sollten einer weiteren Steigerung der Wirtschaftsleistung zuträglich sein. Für eine Fortsetzung der wirtschaftlichen Expansion sprechen auch die verfügbaren Vorlaufindikatoren; so stieg die Sechsmonatsrate des zusammengesetzten Frühindikators der OECD im Januar 2005 nach dem Tief im letzten Oktober weiter an. Allerdings bedeuten die anhaltend hohen Ölpreise und die beträchtliche kurzfristige Volatilität der Notierungen ein erhebliches Risiko für diese Aussichten.

Abbildung 2 Grundlegende Entwicklungen an den Rohstoffmärkten



2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

2.1 GELDMENGE UND MFI-KREDITE

Im Februar 2005 ging das jährliche Wachstum der Geldmenge M3 zwar leicht zurück, blieb jedoch annähernd so hoch wie in den vergangenen Monaten. Der stimulierende Einfluss des niedrigen Zinsniveaus war nach wie vor die Haupttriebfeder für die monetäre Dynamik und überwog die dämpfende Wirkung der anhaltenden, wenn auch nur allmählichen Normalisierung des Portfolioverhaltens der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet. Daneben trugen die niedrigen Zinsen auch zur weiterhin robusten Kreditvergabe bei. Insgesamt ist im Euroraum immer noch deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist. Hiervon könnten auf mittlere Sicht Risiken für die Preisstabilität ausgehen.

WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 ging von 6,6 % im Januar auf 6,4 % im Februar 2005 zurück, während sich der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 für den Zeitraum von Dezember 2004 bis Februar 2005 weiter auf 6,5 % erhöhte (verglichen mit 6,3 % in der Zeit von November 2004 bis Januar 2005; siehe Abbildung 3). Wenngleich das jährliche M3-Wachstum nach wie vor hoch ist, verringerte sich die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate von M3 von 7,0 % im Januar auf 6,5 % im Februar, was darauf hindeutet, dass das Geldmengenwachstum im Februar etwas moderater als im zweiten Halbjahr 2004 ausfiel.

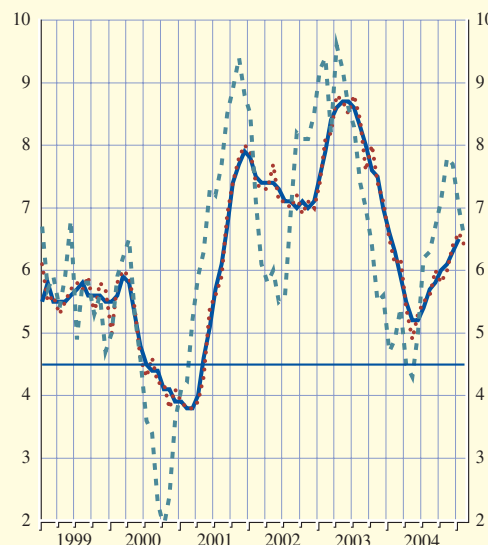
Bezüglich der Bestimmungsfaktoren des Geldmengenwachstums stehen die Daten von Februar mit den Einschätzungen früherer Monate in Einklang. Die Entwicklung der Geldmenge wurde weiterhin von zwei gegenläufigen Faktoren bestimmt. Einerseits regte das anhaltend niedrige Zinsniveau das Geldmengenwachstum nach wie vor über seinen stimulierenden Effekt auf die liquiden Komponenten von M1 sowie auf die Kreditvergabe an den privaten Sektor an. Andererseits wirkte sich die fortschreitende Normalisierung des Anlageverhaltens nach der zwischen 2001 und Mitte 2003 außergewöhnlich hohen Liquiditätspräferenz weiter dämpfend auf das Geldmengenwachstum aus und stellte damit ein Gegengewicht zu den niedrigen Zinsen dar. Allerdings geht diese Normalisierung immer noch langsamer vonstatten, als auf der Grundlage früherer Erfahrungen zu erwarten gewesen wäre, und reicht nicht aus, um die in den vergangenen Jahren kumulierte Überschussliquidität merklich abzubauen.

Im Euroraum ist derzeit deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich

Abbildung 3 M3-Wachstum und Referenzwert

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

- M3 (zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsrate)
- M3 (Jahreswachstumsrate)
- - - M3 (auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)
- Referenzwert (4^{1/2} %)



Quelle: EZB.

ist. Damit sich der Liquiditätsüberschuss spürbar verringert, ist eine weitere Normalisierung des Anlageverhaltens des Geldhaltenden Sektors im Eurogebiet unbedingt erforderlich. Mittelfristig betrachtet könnte es zu Risiken für die Preisstabilität kommen, wenn in Zeiten einer Stimmungsaufhellung und Konjunkturbelebung große Teile dieser Liquidität der Transaktionskasse zufließen. Zudem könnte das Zusammenwirken eines hohen Liquiditätsüberschusses und eines starken Kreditwachstums insbesondere an den Immobilienmärkten zu einem merklichen Anstieg der Vermögenspreise führen.

HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Die Entwicklung der Geldmenge M1 trug auch im Februar am stärksten zum jährlichen Wachstum von M3 bei (siehe Tabelle 1). Bei den Komponenten von M1 war die Vorjahrsrate des Bargeldumlaufs leicht rückläufig (18,3 % im Februar, nach 18,5 % im Januar), während die täglich fälligen Einlagen weiter zunahm (von 7,7 % im Januar auf 8,5 % im Berichtsmonat). Das Wachstum der täglich fälligen Einlagen scheint unter anderem durch die Umschichtung von Geldern zugunsten marktfähiger Finanzinstrumente angeregt worden zu sein; hierbei handelte es sich um eine Substitution innerhalb von M3, die folglich keinen Einfluss auf das M3-Wachstum insgesamt hatte. Die jährliche Zuwachsrates der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) ging im Februar auf 4,1 % zurück, verglichen mit 4,4 % im Vormonat. Fasst man die täglich fälligen Einlagen, die sonstigen kurzfristigen Einlagen und die in den marktfähigen Finanzinstrumenten enthaltenen Repogeschäfte zusammen, so scheint es, dass diese Einlagenarten im Februar langsamer zunahm; Grund hierfür waren vor allem die Entwicklungen bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und Versicherungsgesellschaften. Das langsamere Wachstum wurde teilweise durch eine stärkere Zunahme des Bestands der privaten Haushalte ausgeglichen.

Der Beitrag der Geldmarktfondsanteile zum M3-Wachstum ging im Februar zurück und setzte damit den seit Mitte 2004 zu beobachtenden rückläufigen Trend fort. Dies lässt zusammen mit der weiter gestiegenen Nachfrage nach längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs

Tabelle 1 Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)

	Bestand in % von M3 ¹⁾	Jahreswachstumsraten					
		2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2005 Jan.	2005 Febr.
M1	45,3	11,0	10,2	9,6	9,3	9,3	9,9
Bargeldumlauf	7,2	24,0	21,6	20,3	19,1	18,5	18,3
Täglich fällige Einlagen	38,1	9,1	8,5	7,9	7,6	7,7	8,5
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	40,4	3,3	1,7	2,0	3,5	4,4	4,1
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	15,5	-4,4	-7,0	-5,8	-2,4	0,6	0,3
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	24,9	9,2	8,1	7,6	7,5	7,0	6,7
M2	85,7	7,2	6,0	5,8	6,4	6,9	7,1
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	14,3	2,3	2,0	4,0	3,8	4,7	2,2
M3	100,0	6,4	5,4	5,6	6,0	6,6	6,4
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet		5,8	6,0	6,2	6,0	6,5	6,6
Kredite an öffentliche Haushalte		6,0	6,4	6,4	3,7	3,5	3,9
Buchkredite an öffentliche Haushalte		1,2	2,3	2,4	0,7	0,3	0,2
Kredite an den privaten Sektor		5,7	5,9	6,2	6,6	7,3	7,3
Buchkredite an den privaten Sektor		5,4	5,6	6,2	6,8	7,3	7,2
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)		7,2	8,3	8,6	8,9	9,1	9,7

Quelle: EZB.

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

darauf schließen, dass sich das Anlageverhalten der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet kontinuierlich normalisiert, dass also Vermögen aus Geldanlagen in risikoreichere und längerfristige Anlageformen umgeschichtet wird. Allerdings geht diese Normalisierung nach wie vor langsamer vonstatten, als auf der Grundlage früherer Erfahrungen zu erwarten gewesen wäre.

HAUPTGEGENPOSTEN ZU M3

Bei den Gegenposten zu M3 war die Jahreswachstumsrate der Buchkredite der MFIs an den privaten Sektor im Februar mit 7,2 % (nach 7,3 % im Vormonat) weiterhin robust, was nicht nur auf die stimulierende Wirkung des niedrigen Zinsniveaus, sondern auch auf die Verbesserung der Kreditangebotsbedingungen zurückzuführen ist. Das kräftige Wachstum der Buchkredite war in fast allen wichtigen nichtfinanziellen Sektoren zu beobachten (siehe Tabelle 2). Bei den privaten Haushalten blieben die Wohnungsbaukredite mit einer Jahreswachstumsrate von unverändert 10,1 % im Februar die wichtigste Triebfeder für das Buchkreditwachstum insgesamt. Für die kräftige Zunahme der Buchkreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Februar ist zum Teil ein Umschuldungsprozess von längerfristigen zu kürzerfristigen Laufzeiten verantwortlich, wodurch sich die Nachfrage nach Buchkrediten mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr weiter verstärkt hat.

Die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe der MFIs an die öffentlichen Haushalte stieg im Berichtsmonat auf 3,9 %, nach 3,5 % im Vormonat (siehe Tabelle 1). Ausschlaggebend hierfür war eine deutliche Zunahme der MFI-Bestände an Wertpapieren ohne Aktien, die von öffentlichen Haushalten begeben wurden.

Bei den übrigen Gegenposten zu M3 erhöhte sich die Vorjahrsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Februar weiter auf 9,7 % gegenüber 9,1 % im Januar (siehe Tabelle 1). Wie bereits erwähnt, stützt auch diese Entwicklung die Einschätzung, dass sich das Anlageverhalten der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet weiterhin

Tabelle 2 Buchkredite der MFIs an den privaten Sektor

(Stand am Ende des Berichtszeitraums; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts ¹⁾	Jahreswachstumsraten					
		2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2005 Jan.	2005 Febr.
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	41,7	3,2	4,0	4,5	5,4	5,7	5,7
Bis zu 1 Jahr	31,0	-2,5	-2,1	-0,6	2,5	2,9	3,4
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	17,5	3,6	6,4	6,1	6,2	7,9	6,9
Mehr als 5 Jahre	51,6	6,9	7,2	7,2	6,9	6,7	6,7
Private Haushalte²⁾	50,4	6,6	7,3	7,8	7,8	8,1	8,1
Konsumentenkredite ³⁾	13,4	4,3	5,7	6,2	5,8	6,5	6,4
Wohnungsbaukredite ³⁾	68,3	8,4	9,0	9,8	10,0	10,1	10,1
Sonstige Kredite	18,3	2,3	2,3	1,8	1,7	2,4	2,3
Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	0,8	8,6	18,8	17,5	37,1	16,5	25,5
Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute	7,2	9,0	8,7	8,7	9,3	9,7	8,9

Quelle: EZB.

Anmerkungen: MFI-Sektor einschließlich des Eurosystems; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95. Weitere Einzelheiten finden sich in Fußnote 2 zu Tabelle 2.4 und im „Technischen Hinweis“ im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.

1) Stand am Ende des letzten Monats, für den Daten vorliegen. Buchkreditvergabe an die Sektoren in % der gesamten Buchkreditvergabe der MFIs an den privaten Sektor; Aufgliederung nach Laufzeiten und Verwendungszweck in % der MFI-Buchkredite an den jeweiligen Sektor. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2) Entspricht der Definition im ESVG 95.

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

normalisiert und Gelder von M3 in risikoreichere und längerfristige Vermögensanlagen umgeschichtet werden.

Im Berichtsmonat lagen die Nettoforderungen an Gebietsfremde im Vorjahrsvergleich weiterhin auf dem seit Mitte 2004 zu beobachtenden, insgesamt robusten positiven Niveau (siehe Abbildung 4). Die anhaltend positiven Nettoforderungen stehen nicht nur mit der Umschichtung der Anlageportfolios Gebietsfremder zugunsten von auf Euro lautenden Vermögenswerten in Einklang, sondern auch mit der Zurückhaltung des Geldhaltenden Sektors im Euroraum bei Investitionen in ausländische Anlagen. Die Entwicklung der Nettoforderungen unterstreicht damit das langsame Tempo, in dem die Normalisierung des Portfolioverhaltens des Geldhaltenden Sektors im Euro-Währungsgebiet voranschreitet.

Fasst man die Entwicklungen der Gegenposten zu M3 zusammen, so trugen die im Vorjahrsvergleich anhaltend positiven Nettoforderungen an Gebietsfremde und die weiterhin hohe Nachfrage nach MFI-Krediten nach wie vor erheblich zum M3-Wachstum bei. Ein Gegengewicht hierzu bildete die unverändert starke Zunahme der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen). Ungeachtet der Anzeichen für eine Umschichtung der Anlageportfolios von Geldanlagen in risikoreichere und längerfristige Anlagen scheinen die offenbar immer noch hohe Risikoaversion, die Struktur der Zinssätze und die Unsicherheit bezüglich der Wechselkursentwicklung eine schnellere Normalisierung des Anlageverhaltens zu verhindern.

2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

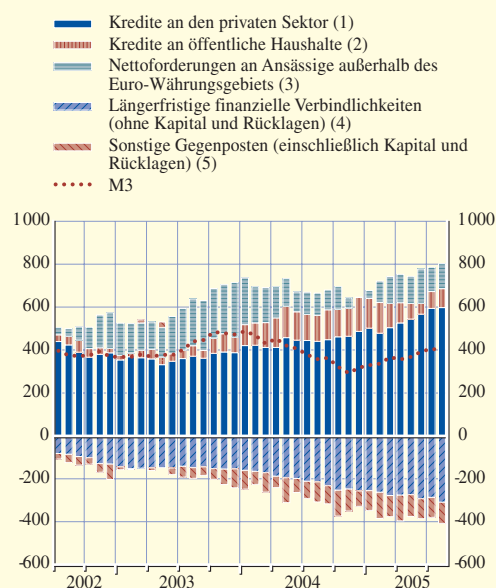
Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen war im Januar 2005 mit 7,2 % nach wie vor hoch. Gleichzeitig blieb der Nettoabstoss börsennotierter Aktien durch Gebietsansässige moderat.

SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen ging im Januar 2005 nur leicht auf 7,2 % zurück, nachdem sie im Vormonat 7,3 % betragen hatte (siehe Abbildung 5). Hinter dieser Entwicklung verbarg sich ein spürbarer Rückgang der jährlichen Zuwachsrates der Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen, die im Januar um rund 3 Prozentpunkte auf 1,9 % fiel, wohingegen die Emission langfristiger Schuldverschreibungen in dieser Zeit mit einer Rate von 7,8 % weiterhin kräftig zulegte.

Abbildung 4 Gegenposten zu M3

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



Quelle: EZB.

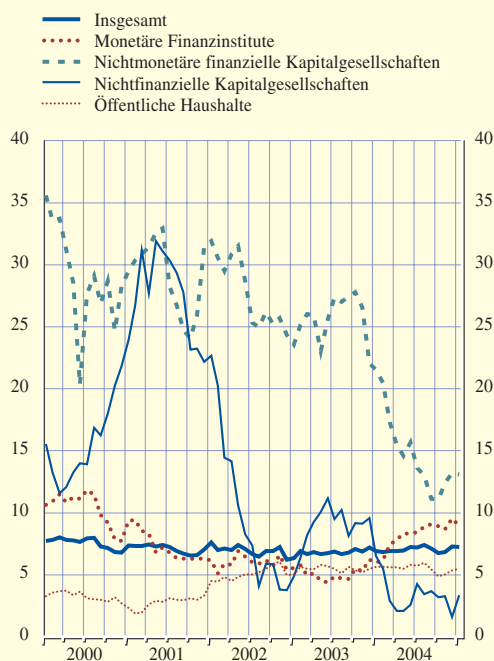
Anmerkung: M3 wird lediglich zu Vergleichszwecken angeführt (M3 = 1+2+3-4+5). Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen) werden mit umgekehrtem Vorzeichen ausgewiesen, da es sich hierbei um Verbindlichkeiten des MFI-Sektors handelt.

Eine Aufschlüsselung nach Emittentengruppen zeigt, dass die jährliche Zuwachsrate der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen trotz des leichten Rückgangs im Januar mit 9,0 % immer noch hoch war; sie lag damit über der bereits hohen durchschnittlichen Jahreswachstumsrate von 8 % im Jahr 2004 (siehe Tabelle 3). Wie in den Vormonaten war die Zunahme des Nettoabsatzes der MFIs vor allem auf die Emission langfristiger Schuldverschreibungen mit variabler Verzinsung zurückzuführen. Darin dürfte sich widerspiegeln, dass die MFIs die sehr niedrigen Renditen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve nutzen, um ihre längerfristigen Kreditgeschäfte zu finanzieren.

Die Jahresrate der von Kapitalgesellschaften (ohne MFIs) begebenen Schuldverschreibungen stieg im Januar 2005 um 0,8 Prozentpunkte auf 8,6 %. Dahinter verbargen sich ein weitgehend unverändertes Emissionswachstum bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften sowie eine gestiegene Wachstumsrate bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Die jährliche Zuwachsrate der Schuldverschreibungen nichtmonetärer finanzieller Kapitalgesellschaften, die den MFIs und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in der Regel zur indirekten Finanzierung über Finanztöchter und Zweckgesellschaften dienen, belief sich im Berichtsmonat auf 13,1 %. Wenngleich die Jahreswachstumsrate damit unter der durchschnittlichen Rate des Vorjahres von rund 15 % lag, deuten die jüngsten Daten darauf hin, dass die Emissionstätigkeit in diesem Sektor robust blieb.

Abbildung 5 Aufgliederung der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen

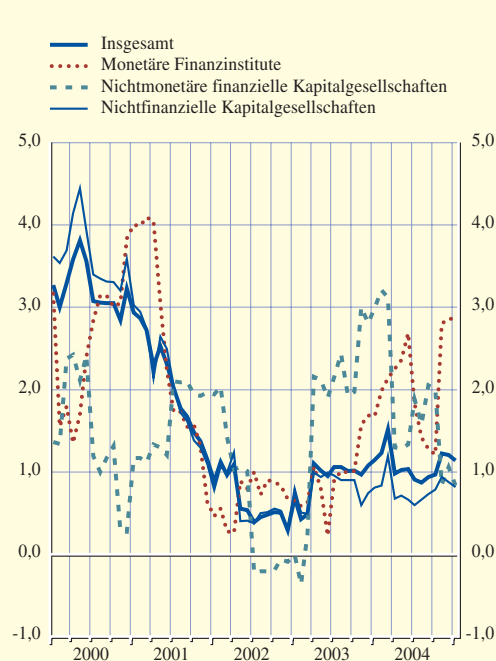
(Jahreswachstumsraten)



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

Abbildung 6 Aufgliederung der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien nach Emittentengruppen

(Jahreswachstumsraten)



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

Tabelle 3 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet

Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €) 2004 Q4	Jahreswachstumsraten ¹⁾					
		2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2004 Dez.	2005 Jan.
Schuldverschreibungen	9 307	6,9	7,0	7,3	6,9	7,3	7,2
MFIs	3 592	6,3	8,0	8,7	9,0	9,5	9,0
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	758	20,5	15,5	13,3	11,9	13,2	13,1
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	594	6,0	2,3	3,6	3,0	1,6	3,4
Öffentliche Haushalte	4 362	5,6	5,6	5,8	5,1	5,4	5,5
<i>Darunter:</i>							
Zentralstaaten	4 113	4,8	5,0	5,2	4,6	4,9	5,0
Sonstige öffentliche Haushalte	249	21,4	18,5	16,4	14,4	14,1	14,8
Börsennotierte Aktien	4 035	1,2	1,1	0,9	1,1	1,2	1,1
MFIs	644	1,9	2,3	1,7	2,0	2,9	2,9
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	406	3,1	1,6	1,7	1,5	1,1	0,8
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	2 984	0,9	0,8	0,7	0,8	0,9	0,8

Quelle: EZB.

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

Die Jahreswachstumsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich im Januar um 1,8 Prozentpunkte auf 3,4 % und glich damit den im Dezember 2004 verzeichneten zeitweiligen Rückgang aus. Damit entsprach das Wachstum des Nettoabsatzes dieser Schuldverschreibungen im Berichtsmonat in etwa der durchschnittlichen Jahreswachstumsrate von rund 3,7 % im Vorjahr, lag aber deutlich unter der Rate von etwa 9 % im Jahr 2003. Die relativ geringe Emission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften könnte mit der im Jahr 2004 besseren Ertragslage der Unternehmen zusammenhängen, die deren Möglichkeiten zur Innenfinanzierung verbessert hat und folglich ihren Außenfinanzierungsbedarf verringert haben könnte. Außerdem scheint sich die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten seit dem zweiten Halbjahr 2004 allmählich erhöht zu haben.

Die jährliche Wachstumsrate der von öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen belief sich im Januar 2005 auf 5,5 % und war damit weitgehend unverändert. Diese Entwicklung spiegelte ein relativ moderates Wachstum der von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen (5,0 %) sowie eine deutlich regere Emissionstätigkeit der sonstigen öffentlichen Haushalte (Zuwachs von 14,8 % gegenüber dem Vorjahr) im Berichtsmonat wider.

BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die in den letzten beiden Jahren verhaltene Emissionstätigkeit am Primärmarkt für Aktien hielt auch im Januar 2005 an. So blieb die Jahreswachstumsrate der von Gebietsansässigen begebenen börsennotierten Aktien mit 1,1 % weitgehend unverändert (siehe Abbildung 6 und Tabelle 3). Dabei verharrte insbesondere das jährliche Wachstum der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten börsennotierten Aktien mit 0,8 % im Berichtsmonat auf einem niedrigen Niveau. Gleichzeitig verringerte sich die Jahresrate der von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften (einschließlich Versicherungsgesellschaften) begebenen börsennotierten Aktien um 0,3 Prozentpunkte auf 0,8 %, während sich die jährliche Wachstumsrate der von MFIs emittierten börsennotierten Aktien unverändert auf 2,9 % belief. Insgesamt ist die verhaltene Emissionstätigkeit am Primärmarkt wohl darauf zurückzuführen, dass der Außenfinanzierungsbedarf der Unternehmen aufgrund ihrer sich weiter verbessernden Ertragslage gering ist und die Investitionstätigkeit im Euroraum nur allmählich wieder zunimmt.

2.3 GELDMARKTSÄTZE

Im März 2005 blieben die kurzfristigen Geldmarktsätze sehr stabil, während die längerfristigen Marktzinsen allmählich stiegen, bevor sie Anfang April wieder auf den Stand von Anfang März zurückgingen. Die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt blieb daher zwischen Anfang März und Anfang April weitgehend unverändert.

Im März 2005 blieben die Zinsen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt sehr stabil. Der Zwölfmonats-EURIBOR erhöhte sich im Berichtsmonat zunächst, bevor er Anfang April wieder auf seinen Stand von Anfang März zurückging. Infolgedessen blieb die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt zwischen Anfang März und Anfang April weitgehend unverändert. Am 6. April belief sich die Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR auf 22 Basispunkte (siehe Abbildung 7).

Die Zinssätze, die in den Preisen für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni, September und Dezember 2005 zum Ausdruck kommen, waren leicht rückläufig und beliefen sich am 6. April auf 2,20 %, 2,30 % bzw. 2,43 %.

Der marginale und der gewichtete Durchschnittssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems stabilisierten sich im März. Beide Tendersätze lagen bei allen vor Ostern abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften bei 2,05 %. Bei dem am 29. März 2005 durchgeführten regelmäßigen wöchentlichen Tendersgeschäft erhöhte sich der gewichtete Durchschnittssatz auf-

Abbildung 7 Geldmarktsätze

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

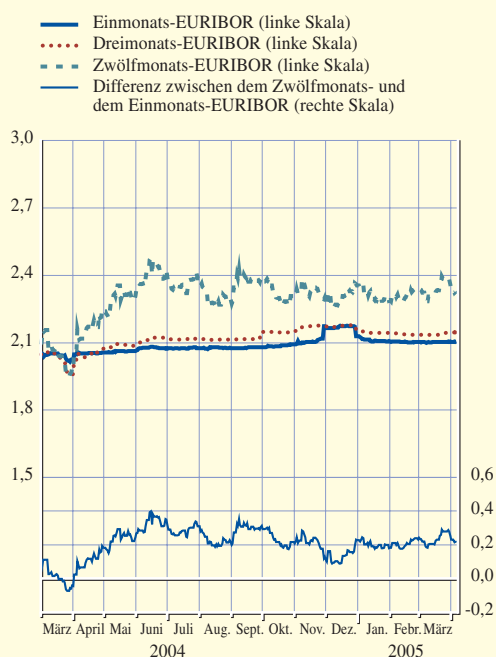
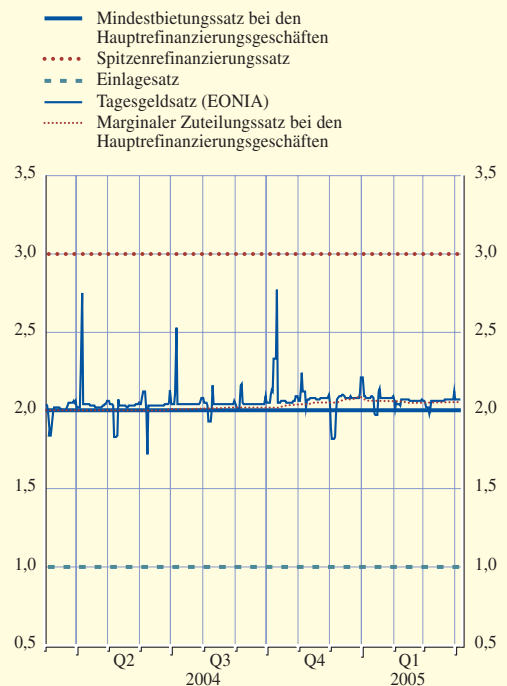


Abbildung 8 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p.a.; Tageswerte)



grund des Ultimoeffekts am Quartalsende um 1 Basispunkt. Der EONIA belief sich fast während des gesamten Monats (mit Ausnahme der letzten Tage der am 7. März abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode) auf rund 2,07 %. Am letzten Tag der Erfüllungsperiode ging er auf 2,01 % zurück und lag damit sehr nahe bei dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz. Die Durchführung einer liquiditätsabsorbierenden Feinststeuerungsoperation in Höhe von 3,5 Mrd € am 7. März 2005 trug zur Wiederherstellung ausgeglichener Liquiditätsbedingungen bei und verhinderte, dass die Zinssätze für Tagesgeld am letzten Tag der Reserveperiode noch stärker zurückgingen. Der EONIA erhöhte sich um Ostern herum geringfügig und stieg dann gegen Ende des Monats bedingt durch den Ultimoeffekt am Quartalsende kräftiger an. Am 31. März kletterte er auf 2,12 %, ging dann aber in den darauf folgenden Tagen auf das vor Monatsende verzeichnete Niveau von 2,07 % bis 2,08 % zurück, da der Ultimoeffekt rasch nachließ (siehe Abbildung 8).

Bei dem am 30. März 2005 abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems lagen der marginale Zuteilungssatz und der gewichtete Durchschnittssatz bei 2,09 % bzw. 2,10 % und somit jeweils 1 Basispunkt über den entsprechenden Sätzen des vorangegangenen Tenders vom 24. Februar 2005 und 6 bzw. 5 Basispunkte unter dem am 30. März geltenden Dreimonats-EURIBOR.

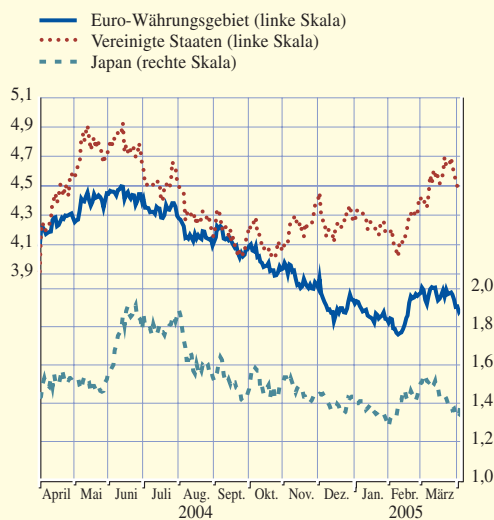
2.4 ANLEIHEMÄRKTE

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen waren im Euro-Währungsgebiet im März und Anfang April leicht rückläufig, während sich die Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten bis zum Ende des Berichtszeitraums erhöhten; ausschlaggebend hierfür dürfte unter anderem eine entsprechend veränderte Einschätzung der relativen Wachstumsaussichten durch die Marktteilnehmer gewesen sein. Gleichzeitig deutet der Anstieg der Breakeven-Inflationsraten darauf hin, dass die Inflationsbedenken der Anleger vor allem mit Blick auf kürzere Zeithorizonte sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten leicht zugenommen haben, was auf die hohen und weiter steigenden Ölpreise zurückzuführen sein dürfte.

Die langfristigen Zinssätze entwickelten sich in den letzten Wochen an den wichtigen Märkten weltweit unterschiedlich. Während die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten zwischen Ende Februar und dem 6. April um rund 5 Basispunkte zulegten, gingen die vergleichbaren Anleiherenditen im Euroraum und in Japan um jeweils rund 10 Basispunkte zurück (siehe Abbildung 9). Infolgedessen weitete sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen US-Staatsanleihen und vergleichbaren Anleihen im Eurogebiet bis zum 6. April auf rund 80 Basispunkte aus. Diese gegenläufigen Entwicklungen spiegelten wohl vor allem die entsprechend veränderten Wachstumserwartungen der Anleger nach den jüngsten Datenveröffentlichungen zur Konjunkturlage in den betreffenden Volkswirtschaften wider. Im Vergleich zum Euroraum und zu Japan fielen die Angaben für die Vereinigten Staaten aus Sicht der Marktteilnehmer allgemein etwas besser als erwartet aus. Zudem schienen die im Berichtszeitraum weiter gestiegenen Ölpreise die Inflationsbedenken der Anleger vor allem mit Blick auf kürzere Zeithorizonte etwas zu verstärken, was sich durch einen Anstieg der Breakeven-Inflationsraten bemerkbar machte. Die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der kurzfristigen Entwicklung an den Anleihenmärkten (gemessen an der impliziten Volatilität an diesen Märkten) blieb in den großen Volkswirtschaften verhältnismäßig gering (siehe Abbildung 10).

Abbildung 9 Renditen langfristiger Staatsanleihen

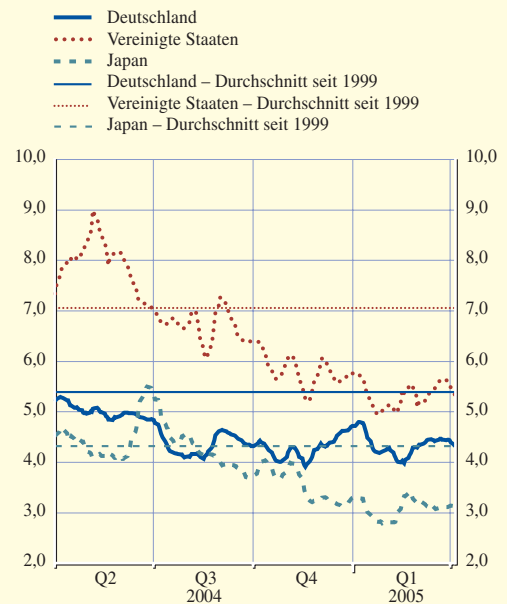
(in % p.a.; Tageswerte)



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

Abbildung 10 Implizite Volatilität an den Anleihemärkten

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



Quelle: Bloomberg.
 Anmerkung: Die implizite Volatilität leitet sich aus Optionen auf den nächstfälligen Terminkontrakt ab, der – gemäß der Definition von Bloomberg – 20 Tage vor Ablauf ersetzt wird. Dies bedeutet, dass 20 Tage vor Ablauf der Kontrakte ein Wechsel in der Wahl des Kontrakts, der zur Bestimmung der impliziten Volatilität verwendet wird, stattfindet, und zwar von dem der Fälligkeit nächstgelegenen Kontrakt zum darauf folgenden Kontrakt.

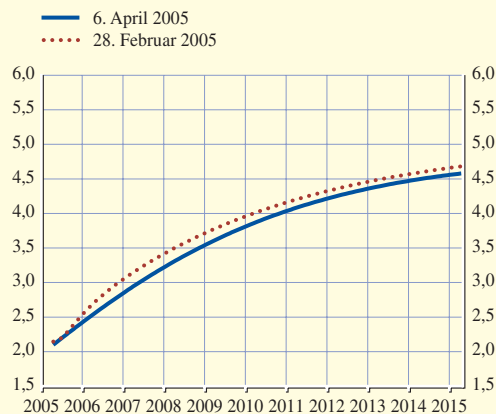
Im März und Anfang April stiegen die Zinssätze in den Vereinigten Staaten über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg an; dies ist vor dem Hintergrund der offenbar gestiegenen Inflationsängste der Marktteilnehmer und der mit Blick auf die Konjunkturaussichten insgesamt günstig ausgefallenen Datenveröffentlichungen zu sehen. Zudem flachte sich die Zinsstrukturkurve zwischen dem kurzen und langen Ende ab; ursächlich hierfür dürfte die Erwartung der Märkte gewesen sein, dass die geldpolitischen Zügel etwas rascher als erwartet angezogen werden. So stiegen beispielsweise die Renditen zweijähriger Anleihen relativ stark an, nachdem die US-amerikanische Notenbank am 22. März beschlossen hatte, den Zielzinssatz für Tagesgeld um weitere 25 Basispunkte auf 2¼ % anzuheben. Wenngleich dieser Zinsschritt durchaus erwartet worden war, waren die Marktteilnehmer über die zu diesem Beschluss abgegebene Erklärung des Offenmarktausschusses überrascht, dass der Inflationsdruck in den vergangenen Monaten zugenommen habe und Spielräume für Preisüberwälzungen erkennbar geworden seien. Dementsprechend erhöhte sich die zehnjährige Break-even-Inflationsrate auf rund 2,9 % am 6. April. Gleichzeitig dürften die Markterwartungen hinsichtlich des Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten nach der Veröffentlichung der günstigen Konjunkturdaten etwas nach oben korrigiert worden sein. Darauf deutet der leichte Anstieg der Renditen zehnjähriger indexierter Anleihen im März hin.

Anders als in den Vereinigten Staaten schienen die Marktteilnehmer ihre Einschätzung der Wachstumsaussichten im Euroraum etwas nach unten zu korrigieren; Grund hierfür mag der auf hohem Niveau weiter anziehende Ölpreis in Verbindung mit insgesamt uneinheitlichen gesamt-

wirtschaftlichen Datenveröffentlichungen gewesen sein. Dementsprechend verringerte sich die Rendite der im Jahr 2012 fällig werdenden inflationsindexierten französischen Staatsanleihe (die an den HVPI des Euroraums ohne Tabakwaren gekoppelt ist) in der Zeit von Ende Februar bis zum 6. April um rund 25 Basispunkte. Allerdings legt die Tatsache, dass die Rendite der vergleichbaren italienischen inflationsindexierten Staatsanleihe mit Fälligkeit 2008 mit 40 Basispunkten stärker rückläufig war, den Schluss nahe, dass die Besorgnis der Anleger über die kurz- bis mittelfristigen Wachstumsaussichten im Eurogebiet zugenommen hat. Diese Deutung steht auch damit in Einklang, dass sich die implizite Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euroraum vor allem bei den kurzen und mittleren Laufzeiten nach unten verschoben hat (siehe Abbildung 11). Allerdings ist nicht auszuschließen, dass die Bewegungen der realen wie auch der nominalen Zinsen in den vergangenen Monaten teilweise auch auf andere Faktoren als die gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten zurückzuführen waren (siehe Kasten 2).

Abbildung 11 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung.
Anmerkung: Die implizite Terminzinsstrukturkurve, die sich aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur ableitet, spiegelt die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Terminzinsstrukturkurven ist im Monatsbericht vom Januar 1999 erläutert. Die in der Schätzung verwendeten Daten sind von Swapkontrakten abgeleitet.

Gleichzeitig könnte die Besorgnis am Markt hinsichtlich des Inflationsdrucks im Euroraum etwas zugenommen haben; hierauf deutet die Entwicklung der zehnjährigen Breakeven-Inflationsrate (die anhand der Renditedifferenz zwischen vergleichbaren nominalen und inflationsindexierten französischen Staatsanleihen mit Fälligkeit 2012 ermittelt wird) hin, die im Zeitraum von Ende Februar bis zum 6. April um etwa 15 Basispunkte auf zuletzt rund 2,2 % zulegte. Allerdings erhöhte sich die anhand italienischer nominaler und inflationsindexierter Anleihen mit Fälligkeit 2008 ermittelte kürzerfristige Breakeven-Inflationsrate mit rund 30 Basispunkten noch stärker, was darauf schließen lässt, dass die erhöhte Sorge der Marktteilnehmer vor allem die kürzerfristigen Inflationsaussichten betraf. Der Anstieg der Breakeven-Inflationsraten im Eurogebiet schien in erster Linie mit der Ölpreisentwicklung der letzten Zeit zusammenzuhängen.

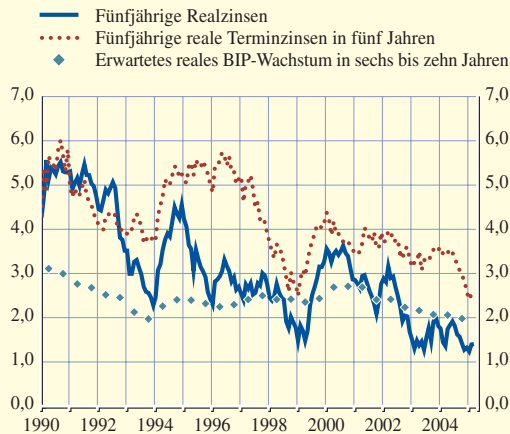
Kasten 2

JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER LANGFRISTIGEN REALZINSEN

Die langfristigen Realzinsen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten waren zwischen Mitte 2004 und Mitte Februar 2005 stark rückläufig. Der Rückgang betraf insbesondere die langfristigen realen Terminzinsen, die auf historische Tiefstände fielen. Die kürzerfristigen Kassazinsen hingegen gingen im Euroraum weniger stark zurück und stiegen in den USA sogar an. Trotz der jüngsten Erholung befinden sich die langfristigen Kassazinsen sowie die Terminzinsen nach wie vor auf einem niedrigen Niveau verglichen mit den aus Umfragen ermittelten Wachstumserwartungen. In diesem Kasten wird auf die möglichen Ursachen für die aktuelle Entwicklung der langfristigen realen Zinssätze eingegangen.

Abbildung A Fünfjährige Realzinsen und reale Terminzinsen sowie erwartetes reales BIP-Wachstum in sechs bis zehn Jahren im Euro-Währungsgebiet

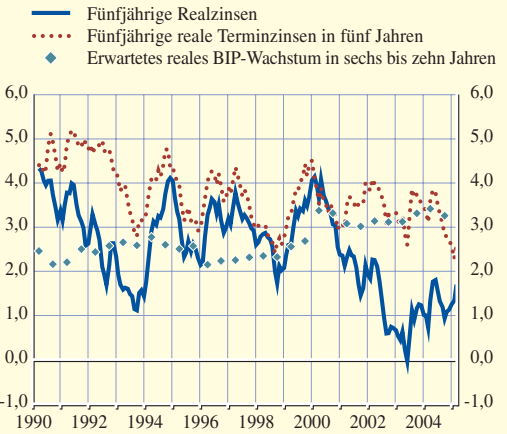
(in % p.a.; Monatswerte)



Quellen: Consensus Economics, Deutsche Bundesbank und EZB-Berechnungen.

Abbildung B Fünfjährige Realzinsen und reale Terminzinsen sowie erwartetes reales BIP-Wachstum in sechs bis zehn Jahren in den Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Monatswerte)



Quellen: Consensus Economics, BIZ und EZB-Berechnungen.

Abbildungen A und B zeigen für das Euro-Währungsgebiet und die Vereinigten Staaten über die vergangenen 14 Jahre hinweg die Entwicklung der realen fünfjährigen Anleiherenditen sowie der (impliziten) realen fünfjährigen Terminzinsen in fünf Jahren¹. Seit Mitte 2004 ist der reale Terminzins weit stärker zurückgegangen als der reale fünfjährige Kassazins. Dies ist bemerkenswert, da die kürzerfristigeren Kassazinsen im Durchschnitt stärker schwanken als die Terminzinssätze. Sowohl im Eurogebiet als auch in den Vereinigten Staaten sind die realen fünfjährigen Terminzinsen in fünf Jahren in den vergangenen Jahren weitgehend stabil geblieben, obwohl beim realen fünfjährigen Kassazins einige kräftigere Schwankungen zu verzeichnen waren.

Die in jüngster Zeit vorgebrachten Erklärungen für den Rückgang der langfristigen Terminzinsen lassen sich grob in drei Ansätze unterteilen. Unter den ersten Ansatz fällt die makroökonomische Sichtweise, die die Bedeutung langfristiger Fundamentalfaktoren bei der Zinsentwicklung betont. Im Rahmen des zweiten Erklärungsansatzes wird argumentiert, dass strukturelle Faktoren die Nachfrage nach Anleihen angekurbelt und dadurch möglicherweise zu einer Schmälerung der Risikoprämien insbesondere bei längeren Laufzeiten geführt haben. Drittens wird vorgebracht, dass der Aufbau spekulativer Positionen den Rückgang der langfristigen Anleiherenditen verstärkt haben könnte, und auch die Überschussliquidität, die sich weltweit aufgebaut hat, nachdem der geldpolitische Kurs lange Zeit akkommodierend geblieben ist, wird als möglicher Faktor für den Renditerückgang genannt.

Was die makroökonomischen Fundamentalfaktoren betrifft, so scheinen Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich der langfristigen Wachstumsaussichten in den großen Volkswirtschaften nur in relativ geringem Umfang zur jüngsten Entwicklung an den Anleihemärkten beigetra-

¹ Die realen fünfjährigen Anleiherenditen und die (impliziten) realen fünfjährigen Terminzinsen in fünf Jahren werden durch Diskontierung der Rendite fünfjähriger Nullkupon-Staatsanleihen und des fünfjährigen Terminzinses für Nullkupon-Staatsanleihen in fünf Jahren mit den von Consensus Economics ermittelten Inflationserwartungen für vergleichbare Zeiträume ermittelt.

gen zu haben. Trotz der Enttäuschung am Markt hinsichtlich der Zahlen zum Wachstum des realen BIP in einigen Ländern des Euro-raums im vierten Quartal 2004 und einer Reihe schwächer als erwartet ausgefallener Datenveröffentlichungen haben sich beispielsweise die von Consensus Economics gemessenen langfristigen Aussichten für das Wachstum in sechs bis zehn Jahren im Euro-raum kaum eingetrübt (siehe Abbildung A). In den Vereinigten Staaten scheinen die Marktteilnehmer das Wirtschaftswachstum als robust einzustufen; zudem sind die Leitzinsen erhöht worden. Daher dürfte der Rückgang der realen Anleiherenditen in den USA und im Eurogebiet nicht auf Entwicklungen bei den langfristigen Wachstumsaussichten zurückzuführen sein.

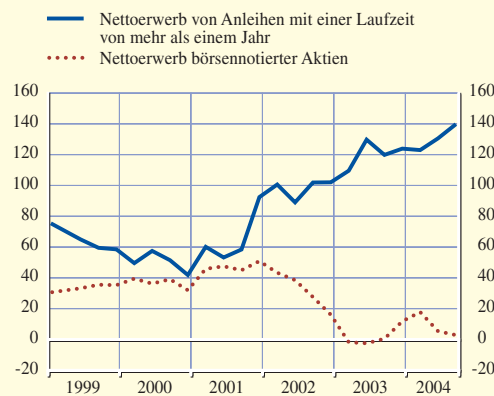
Folglich sind überwiegend andere Faktoren, die in erster Linie mit einer Veränderung der Risikoprämien zusammenhängen, für die aktuelle Rentenmarktentwicklung verantwortlich. Strukturelle Veränderungen, die die Nachfrage nach längerfristigen Anleihen allgemein verstärkt zu haben scheinen, könnten zu einem allgemeinen Rückgang der Risikoprämien bei Anleihen geführt haben. Im Euroraum scheinen vor allem die Pensionsfonds ihre Bestände an langfristigen Wertpapieren aufgestockt zu haben. Dies ergibt sich auch aus Abbildung C, die den über zwölf Monate kumulierten Nettoerwerb langfristiger Wertpapiere und börsennotierter Aktien durch Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften im Euroraum zeigt.² Nach dem Platzen der IT-Blase Anfang 2000 hat der Erwerb langfristiger Anleihen durch Pensionsfonds und Versicherungen zugenommen; gleichzeitig sind ihre Aktienkäufe deutlich zurückgegangen. Daten zu Kapitalströmen aus dem Erwerb langfristiger Wertpapiere (d. h. mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr) durch Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften sind nur bis zum dritten Quartal 2004 verfügbar; es gibt jedoch vereinzelt Hinweise darauf, dass der Erwerb langfristiger Papiere auch weiterhin tendenziell zunimmt.

Bei den Pensionsfonds und Lebensversicherungen im Euroraum und den Vereinigten Staaten stehen voraussichtlich einige regulatorische Veränderungen bevor, mit denen das Problem der Laufzeitinkongruenz zwischen deren Aktiva und Passiva verringert werden soll. Es wird allgemein davon ausgegangen, dass diese regulatorischen Änderungen bei den Pensionsfonds und Lebensversicherungen zu einer Bevorzugung von Anleihen gegenüber anderen Vermögenswerten führen werden. Durch diese Veränderungen und die Vorzieheffekte der vorgeschlagenen Rechtsvorschriften ist es möglicherweise in diesem Sektor zu einer Zunahme der strukturellen Nachfrage nach Anleihen mit längeren Laufzeiten gekommen.

Darüber hinaus hat sich in den Vereinigten Staaten der massive Erwerb von Staatsanleihen durch asiatische Zentralbanken offenbar deutlich auf die langfristigen Anleiherenditen ausge-

Abbildung C Nettoerwerb von langfristigen Anleihen und Aktien durch Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds im Euro-Währungsgebiet (über zwölf Monate kumuliert)

(in Mrd €; Quartalswerte)



Quelle: EZB.

² Die Daten zu den Kapitalströmen umfassen auch Nichtlebensversicherungen. Die Auswirkungen dieses spezifischen Sektors auf die Gesamtentwicklung dürften jedoch relativ gering sein.

wirkt.³ Es gibt jedoch Anzeichen dafür, dass dieser Faktor bei den zuletzt verzeichneten Bewegungen der Anleiherenditen eine weniger herausragende Rolle gespielt hat, da sich nach Angaben der US-Notenbank die Nachfrage nach US-Staatsanleihen durch öffentliche und institutionelle ausländische Anleger zu Beginn dieses Jahres abgeschwächt hat.

Gleichzeitig werden zumindest im Euroraum zunehmend Rücklagen für die Altersvorsorge gebildet, und diese Entwicklung dürfte sich insbesondere angesichts der demographischen Herausforderungen, beispielsweise der alternden Bevölkerung in den meisten entwickelten Volkswirtschaften, auch weiter fortsetzen. Dies könnte zu niedrigeren Risikoprämien bei langfristigen Anleihen geführt haben.

Einige dieser eher strukturellen Faktoren weisen zwar auf eine möglicherweise dauerhafte Veränderung der langfristigen Realzinsen hin, aber der schnelle Rückgang der langfristigen Renditen seit Mitte 2004 spricht dafür, dass auch andere, mit dem spekulativem Verhalten der Marktteilnehmer zusammenhängende temporäre Faktoren eine Rolle gespielt haben, beispielsweise die offenbar weit verbreitete Nutzung so genannter Carry Trades; dabei werden Kredite zu niedrigen Kurzfristzinsen aufgenommen und die Erlöse in längerfristige Titel investiert, was zu Zinseinnahmen führt. Geschäfte dieser Art könnten den durch eher strukturelle Faktoren in Gang gesetzten rückläufigen Trend bei den Anleiherenditen verstärkt haben. Da solche Carry Trades Markttrends ausnutzen, haben sie möglicherweise zu einer Verstärkung des Verfalls der langfristigen Zinsen geführt. Solche spekulativen Kapitalströme dürften sich im Laufe der Zeit wieder umkehren und damit keine anhaltende Auswirkung auf die Langfristzinsen haben.

Es ist nicht auszuschließen, dass das niedrige Niveau der Risikoprämien langfristiger Anleiherenditen auch mit der Überschussliquidität zusammenhängt, die sich im globalen Finanzsystem aufgebaut hat, nachdem der geldpolitische Kurs lange Zeit akkommodierend geblieben ist. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Auffassung, die reichliche Liquiditätsausstattung habe zu einer Vermögenspreisinflation geführt, zwar intuitiv plausibel erscheinen mag, jedoch nur schwer empirisch belegbar ist.

Insgesamt betrachtet dürfte der jüngste Rückgang der langfristigen Realzinsen keine signifikanten Veränderungen der Wachstumserwartungen der Marktteilnehmer widerspiegeln, sondern eher mit den rückläufigen Risikoprämien bei langfristigen Anleihen zusammenhängen, die sich wiederum auf strukturelle und temporäre Faktoren zurückführen lassen. Diese Entwicklung bedarf der weiteren Beobachtung und einer sorgfältigen Analyse der Bestimmungsfaktoren der Preise für finanzielle Vermögenswerte.

³ Siehe B. S. Bernanke, V. R. Reinhart und B. P. Sack, Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment, Finance and Economics Discussion Series des Federal Reserve Board, September 2004.

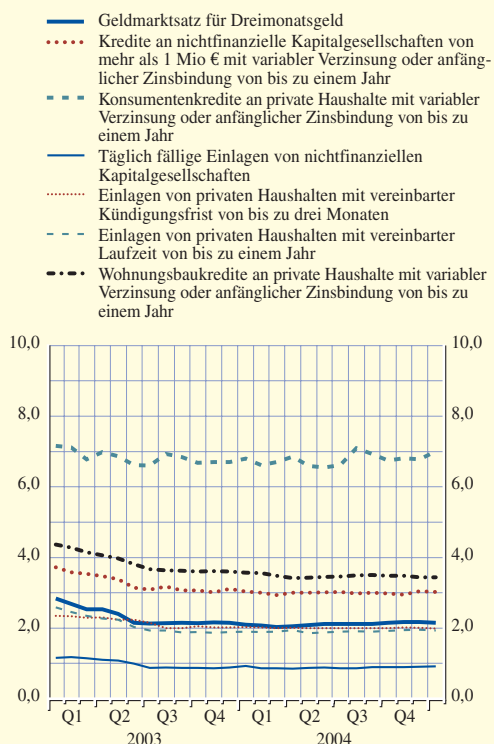
2.5 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

Die meisten kurzfristigen Zinssätze im Neugeschäft der MFIs blieben im Januar 2005 weitgehend unverändert, während die langfristigen MFI-Zinssätze im Neugeschäft eine uneinheitliche Entwicklung aufwiesen.

Die meisten kurzfristigen MFI-Zinssätze im Neugeschäft blieben im Januar 2005 weitgehend unverändert (siehe Abbildung 12 und Tabelle 4). Eine nennenswerte Ausnahme hiervon bildete lediglich der Kurzfristzins für Konsumentenkredite, der um 23 Basispunkte anzog. Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie ein Anstieg dieses Zinssatzes in einigen Ländern. Allerdings ist anzumerken, dass dieser MFI-Zinssatz sehr schwankungsanfällig ist und sich kurzfristige Bewegungen daher nur schwer deuten lassen. Seit Januar 2004 sind die kurzfristigen Einlagenzinsen der MFIs im Einklang mit der Entwicklung am Geldmarkt tendenziell leicht gestiegen, während der überwiegende Teil der vergleichbaren Kreditzinsen etwas gesunken ist. So gaben die kurzfris-

Abbildung 12 Kurzfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; Zinssätze im Neugeschäft; mit gleitend angepassten Gewichtungen berechnet¹⁾)

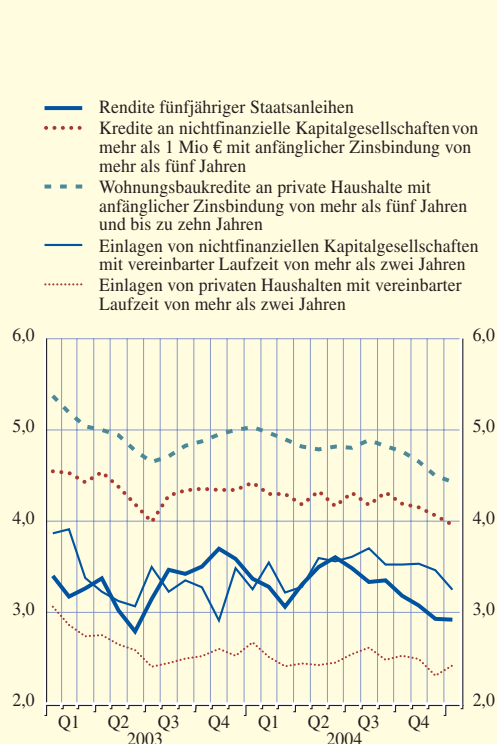


Quelle: EZB.

1) Für den Zeitraum ab Dezember 2003 werden die Zinssätze der MFIs anhand von Ländergewichten auf Basis eines gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens berechnet. Für den vorangehenden Zeitraum von Januar bis November 2003 werden die Zinssätze der MFIs anhand von Ländergewichten auf Basis des durchschnittlichen Neugeschäftsvolumens im Jahr 2003 berechnet. Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Analyse der Zinssätze der MFIs im Euro-Währungsgebiet, Kasten 3, Monatsbericht August 2004.

Abbildung 13 Langfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Zinssätze im Neugeschäft; mit gleitend angepassten Gewichtungen berechnet¹⁾)



Quelle: EZB.

1) Für den Zeitraum ab Dezember 2003 werden die Zinssätze der MFIs anhand von Ländergewichten auf Basis eines gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens berechnet. Für den vorangehenden Zeitraum von Januar bis November 2003 werden die Zinssätze der MFIs anhand von Ländergewichten auf Basis des durchschnittlichen Neugeschäftsvolumens im Jahr 2003 berechnet. Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Analyse der Zinssätze der MFIs im Euro-Währungsgebiet, Kasten 3, Monatsbericht August 2004.

tigen Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte (mit variabler Verzinsung oder einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr) von Januar 2004 bis Januar 2005 insgesamt um mehr als 10 Basispunkte nach, während sich die Kurzfristzinsen für Kleinkredite (bis zu 1 Mio €) an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften um rund 5 Basispunkte verringerten. Im Vergleich dazu erhöhte sich der Dreimonats-Geldmarktsatz im betreffenden Zeitraum um 6 Basispunkte.

Die langfristigen MFI-Zinssätze im Neugeschäft wiesen im Januar 2005 eine uneinheitliche Entwicklung auf (siehe Abbildung 13 und Tabelle 4). So stiegen die MFI-Zinsen auf Einlagen priva-

Tabelle 4 Zinssätze der MFIs im Neugeschäft

(in % p.a.; in Basispunkten; mit gleitend angepassten Gewichtungen berechnet ¹⁾)

							Veränderung in Basispunkten bis Jan. 2005			
	2004 Aug.	2004 Sept.	2004 Okt.	2004 Nov.	2004 Dez.	2005 Jan.	2003 Jan.	2004 Jan.	2004 Okt.	2004 Dez.
Einlagenzinsen der MFIs										
Einlagen von privaten Haushalten										
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu einem Jahr	1,92	1,90	1,92	1,94	1,95	1,94	-65	4	2	-1
Mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren	2,61	2,48	2,53	2,49	2,31	2,42	-64	-25	-11	11
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten	2,00	2,00	2,00	2,02	2,01	1,98	-36	-5	-2	-3
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten	2,53	2,52	2,52	2,51	2,52	2,49	-79	-16	-3	-3
Täglich fällige Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften										
Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften										
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu einem Jahr	1,98	2,00	2,04	2,04	2,08	2,04	-68	5	0	-4
Mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren	3,70	3,52	3,53	3,53	3,46	3,25	-62	-1	-28	-21
Kreditzinsen der MFIs										
Konsumentenkredite an private Haushalte										
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu einem Jahr	7,09	6,93	6,75	6,81	6,78	7,01	-16	21	26	23
Wohnungsbaukredite an private Haushalte										
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu einem Jahr	3,49	3,50	3,49	3,48	3,44	3,43	-93	-13	-6	-1
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als fünf und bis zu zehn Jahren	4,89	4,82	4,76	4,65	4,50	4,43	-94	-60	-33	-7
Überziehungskredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften										
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von bis zu 1 Mio €										
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu einem Jahr	4,02	3,99	4,01	4,01	3,98	3,98	-89	-7	-3	0
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als fünf Jahren	4,71	4,70	4,65	4,55	4,44	4,46	-69	-39	-19	2
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio €										
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu einem Jahr	2,98	3,00	2,98	2,95	3,04	3,03	-70	0	5	-1
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als fünf Jahren	4,18	4,32	4,19	4,15	4,06	3,96	-59	-46	-23	-10
Nachrichtlich										
Dreimonats-Geldmarktsatz	2,11	2,12	2,15	2,17	2,17	2,15	-68	6	0	-2
Rendite zweijähriger Staatsanleihen	2,53	2,60	2,47	2,41	2,36	2,39	-25	-2	-8	3
Rendite fünfjähriger Staatsanleihen	3,33	3,35	3,18	3,08	2,93	2,92	-48	-45	-26	-1

Quelle: EZB.

1) Für den Zeitraum ab Dezember 2003 werden die Zinssätze der MFIs anhand von Ländergewichten auf Basis eines gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens berechnet. Für den vorangehenden Zeitraum von Januar bis November 2003 werden die Zinssätze der MFIs anhand von Ländergewichten auf Basis des durchschnittlichen Neugeschäftsvolumens im Jahr 2003 berechnet. Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Analyse der Zinssätze der MFIs im Euro-Währungsgebiet, Kasten 3, Monatsbericht August 2004.

ter Haushalte mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren im Berichtsmonat um rund 10 Basispunkte, während die Zinsen auf Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften mit gleicher Laufzeit um rund 20 Basispunkte sanken. Diese uneinheitliche Entwicklung war in erster Linie auf die unterschiedlichen Zinsbewegungen in den einzelnen Ländern zurückzuführen.

Über einen längeren Zeitraum hinweg betrachtet zeigt sich, dass die meisten langfristigen Kredit- und Einlagenzinsen zwischen Januar 2004 und Januar 2005 rückläufig waren, wobei dieser Rückgang bei den langfristigen Einlagenzinsen der MFIs insgesamt nicht so stark ausgeprägt war wie bei den vergleichbaren Kreditzinsen. So gingen die Zinsen für langfristige MFI-Kredite (sowohl bis zu 1 Mio € als auch von mehr als 1 Mio € mit einer anfänglichen Zinsbindung von über fünf Jahren) an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in dieser Zeit um rund 40 Basispunkte zurück, und der Zinssatz für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf und bis zu zehn Jahren gab um 60 Basispunkte nach. Gleichzeitig betrug der Rückgang der MFI-Zinsen auf Einlagen privater Haushalte mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren lediglich 25 Basispunkte, und die Einlagenzinsen im Geschäft mit den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften blieben insgesamt unverändert, sodass sich der Abstand zwischen Einlagen- und Marktzinsen vergleichbarer Laufzeiten vergrößerte. So verringerten sich die Renditen fünfjähriger Staatsanleihen im selben Zeitraum um 45 Basispunkte.

2.6 AKTIENMÄRKTE

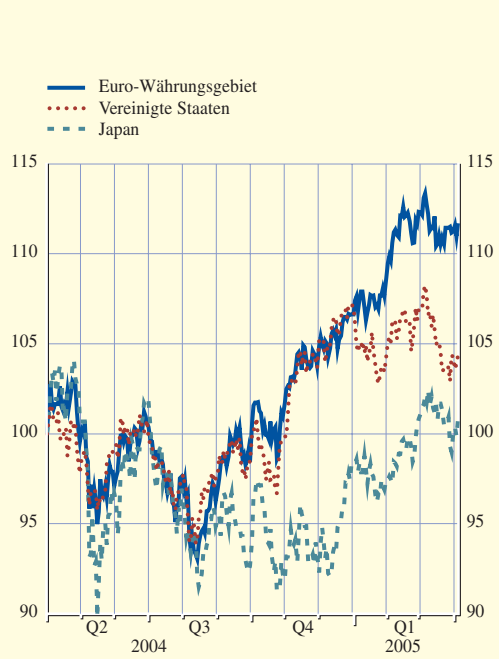
Insgesamt betrachtet geriet der seit Mitte 2004 zu beobachtende Aufwärtstrend der Aktienkurse im Euroraum im März ins Stocken; der weltweiten Aktienkursentwicklung entsprechend blieben diese im Berichtsmonat weitgehend unverändert. Die Aktienkurse standen im März und Anfang April weltweit unter dem Einfluss verschiedener Faktoren, die teilweise in entgegengesetzte Richtungen wirkten. Einerseits schienen sich die wieder aufkommenden Bedenken hinsichtlich der auf hohem Niveau weiter anziehenden Ölpreise insgesamt dämpfend auf die Entwicklung der Aktienkurse auszuwirken. Andererseits dürfte gleichzeitig die anhaltend starke Ertragslage der Unternehmen insbesondere des Euroraums den Kursen Auftrieb verliehen haben.

In den größten Volkswirtschaften gaben die Aktienkurse im März leicht nach und unterbrachen damit den seit August 2004 allgemein herrschenden Aufwärtstrend (siehe Abbildung 14). Die Aktienkurse im Eurogebiet und in Japan veränderten sich – gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index bzw. am Nikkei-225-Index – im Zeitraum von Ende Februar bis zum 6. April nur leicht. In den Vereinigten Staaten verloren die Aktien, anhand des Standard-and-Poor's-500-Index gemessen, im gleichen Zeitraum etwa 1,5 % an Wert. Der aus Aktienoptionen abgeleiteten impliziten Aktienkursvolatilität nach zu urteilen nahm die Aktienmarktunsicherheit in diesem Zeitraum lediglich in den Vereinigten Staaten merklich zu, während sie im Euroraum weitgehend unverändert blieb. Im historischen Vergleich war die Anfang April beobachtete implizite Aktienkursvolatilität an allen Märkten immer noch recht gering (siehe Abbildung 15).

Die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten standen unter dem Einfluss verschiedener Faktoren. Vor allem der starke Ölpreisanstieg schien sich insgesamt dämpfend ausgewirkt zu haben. Die Reaktion der Aktienkurse auf die anziehenden Ölpreise könnte unter anderem die Erwartung widerspiegeln, dass die Unternehmen höhere Vorleistungskosten zu tragen haben, was wiederum tendenziell die Erwartung niedrigerer Unternehmensgewinne nährt. Darüber hinaus gaben die Aktienkurse an den US-amerikanischen Börsen wohl auch aufgrund des Anstiegs der langfristigen Anleiherenditen – die als Diskontfaktor für Aktien dienen – nach.

Abbildung 14 Aktienindizes

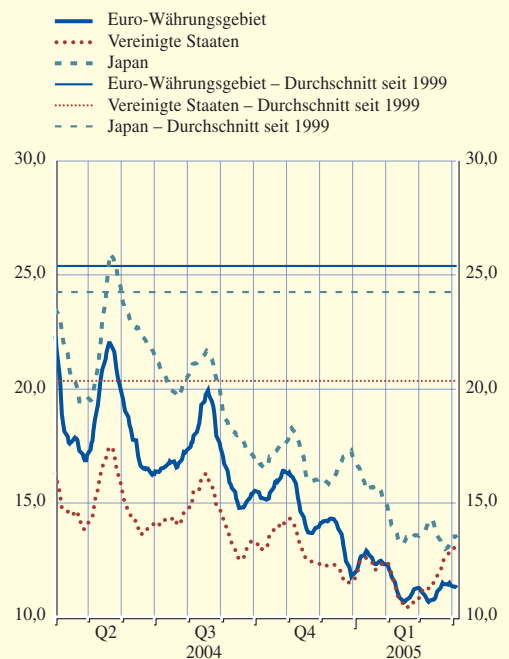
(Index: 1. April 2004 = 100; Tageswerte)



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

Abbildung 15 Implizite Aktienkursvolatilität

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



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

Auch im Eurogebiet wirkten sich die während des gesamten Berichtszeitraums auf hohem Niveau weiter anziehenden Ölpreise dämpfend auf die Aktienkurse aus. Gleichzeitig hatte die anhaltend gute Ertragslage der Unternehmen des Euroraums wahrscheinlich einen gegenläufigen Effekt. Ertragsdaten von Thomson Financial Datastream deuten darauf hin, dass der aggregierte Gewinn pro Aktie der Unternehmen im Dow-Jones-Euro-STOXX-Index im März 2005 weiterhin mit einer Jahresrate von rund 35 % zunahm. Die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der kurzfristigen Entwicklung an den Aktienmärkten, gemessen anhand der aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleiteten impliziten Aktienkursvolatilität, hat sich im Eurogebiet im vergangenen Monat nur wenig verändert (siehe Abbildung 15), sodass die implizite Aktienkursvolatilität im Euroraum nach wie vor weit unter ihrem seit 1999 verzeichneten Durchschnitt lag.

Die einzelnen Sektoren wiesen eine uneinheitliche Entwicklung auf. So verbuchten die Papiere der Gesundheitsunternehmen höhere Kursgewinne als der marktweite Dow-Jones-EURO-STOXX-Index, während die Unternehmen des Technologie- und Telekommunikationssektors Kursverluste hinnehmen mussten, worin sich teilweise die Besorgnis der Anleger niederschlug, dass die betreffenden Unternehmen möglicherweise den relativ hohen Gewinnerwartungen, die in den Kursen dieser Aktien zum Ausdruck kamen, nicht gerecht werden können.

3 PREISE UND KOSTEN

Die HVPI-Inflation im Euroraum erhöhte sich im Februar 2005 auf 2,1 %, nach 1,9 % im Vormonat, und zwar aufgrund der von den Preisen für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel ausgehenden Teuerungsimpulse. Die Vorjahrsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie schwächte sich allerdings auf 1,6 % ab. Gemäß der Vorabschätzung von Eurostat lag die jährliche, am HVPI gemessene Preissteigerungsrate im März unverändert bei 2,1 %. Die Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise stieg im zweiten Monat in Folge und lag im Februar bei 4,2 %. Diese neuerliche Aufwärtsbewegung ist im Wesentlichen aufsteigende Ölpreise zurückzuführen, die sich in einem stärkeren Anstieg der Erzeugerpreise für Energie niederschlagen. Die zuletzt veröffentlichten Arbeitskostenindikatoren bestätigen für 2004 ein gedämpftes Lohnwachstum. Betrachtet man die nähere Zukunft, so dürfte die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet auf kurze Sicht von den Ölpreisen beeinflusst werden. Die aktuellen Indikatoren lassen insgesamt nicht darauf schließen, dass sich im Euro-Währungsgebiet der binnenwirtschaftliche Inflationsdruck verstärkt.

3.1 VERBRAUCHERPREISE

VORABSCHÄTZUNG FÜR MÄRZ 2005

Der von Eurostat veröffentlichten Vorabschätzung zufolge betrug die am HVPI gemessene Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet im März 2005 unverändert 2,1 % (siehe Tabelle 5). Zum gegenwärtigen Zeitpunkt liegt zwar noch keine detaillierte Aufschlüsselung vor, aber die Jahreswachstumsrate der Energiepreise dürfte aufgrund der jüngsten Ölpreistrends gestiegen sein. Die Vorjahrsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel könnte jedoch zurückgegangen sein, und zwar infolge eines Basiseffekts im Zusammenhang mit der Einführung der Tabaksteuer in einigen Euroländern im März des vergangenen Jahres. Da die Angaben vorläufiger Natur sind, ist diese Schätzung weiterhin mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

HVPI-INFLATION IM FEBRUAR 2005

Die am HVPI gemessene Teuerung im Eurogebiet stieg gegenüber dem Vormonat um 0,2 Prozentpunkte auf 2,1 % im Februar 2005 (siehe Abbildung 16) und lag damit 0,1 Prozentpunkte über der von Eurostat veröffentlichten Vorabschätzung. Diese Entwicklung war vor allem auf die relativ starke Zunahme der volatileren HVPI-Komponenten zurückzuführen, d. h. Energie und unverar-

Tabelle 5 Preisentwicklung

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

	2003	2004	2004 Okt.	2004 Nov.	2004 Dez.	2005 Jan.	2005 Febr.	2005 März
HVPI und seine Komponenten								
Gesamtindex ¹⁾	2,1	2,1	2,4	2,2	2,4	1,9	2,1	2,1
Energie	3,0	4,5	9,8	8,7	6,9	6,2	7,7	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	2,1	0,6	-1,2	-1,0	0,0	-0,6	0,7	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	3,3	3,4	2,8	2,3	3,2	2,8	2,6	.
Industrieerzeugnisse ohne Energie	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5	0,2	.
Dienstleistungen	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4	2,4	.
Weitere Preisindikatoren								
Industrielle Erzeugerpreise	1,4	2,3	4,1	3,7	3,5	3,9	4,2	.
Ölpreise (€ je Barrel)	25,1	30,5	39,4	34,5	30,0	33,6	35,2	40,4
Rohstoffpreise ohne Energie	-4,5	10,8	3,7	0,4	-0,2	3,1	3,1	-0,4

Quellen: Eurostat, Thomson Financial Datastream und HWWA.

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im März 2005 bezieht sich auf die Vorabschätzung von Eurostat.

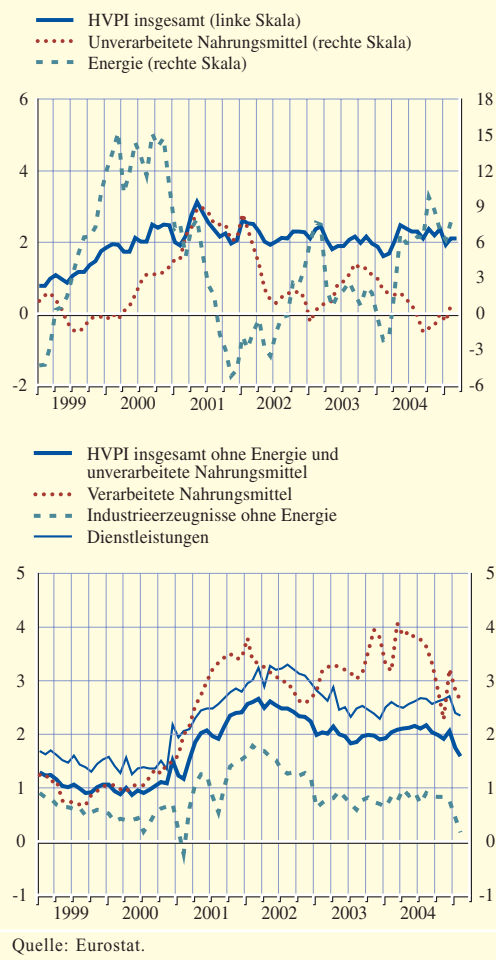
beitete Nahrungsmittel. Aufgrund der sprunghaft gestiegenen Ölpreise legte im Februar insbesondere die Jahreswachstumsrate der Energiepreise zu. Der Anstieg der Jahresrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel ergab sich sowohl aus einem Basiseffekt als auch aus den im Februar in einigen Ländern des Euro-raums herrschenden ungünstigen Witterungsverhältnissen.

Die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie ermäßigte sich gegenüber dem Vormonat um 0,1 Prozentpunkte und lag im Februar bei 1,6 %. Diese Abwärtsentwicklung war allerdings weitgehend auf den Negativbeitrag der Preise einiger volatiler und stark saisonabhängiger Komponenten, wie beispielsweise Bekleidung, Schuhe und Pauschalreisen, zurückzuführen. Die Jahressteigerungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel schwächte sich ebenfalls ab, möglicherweise aufgrund zuvor gesunkener Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel. Die jährliche Wachstumsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie fiel von 0,5 % im Januar auf 0,2 % im Februar. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt kann weiterhin nur schwer beurteilt werden, ob diese Entwicklung aus einer veränderten Volatilität im Verlaufsmuster der saisonalen Preisnachlässe herrührt oder eine nachhaltige Abschwächung widerspiegelt. Die Vorjahrsrate der Dienstleistungspreise schließlich blieb im Februar mit 2,4 % stabil; dahinter verbirgt sich allerdings ein im Vergleich zum Vormonat drastischer Rückgang der saisonabhängig volatilen Preise für Pauschalreisen.

Hinsichtlich der Umfragedaten zur Inflationswahrnehmung der Verbraucher befasst sich Kasten 3 mit der Diskrepanz zwischen der gefühlten Inflation, wie sie von der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission ermittelt wurde, und der tatsächlichen Entwicklung der HVPI-Inflation in den letzten Jahren.

Abbildung 16 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Kasten 3

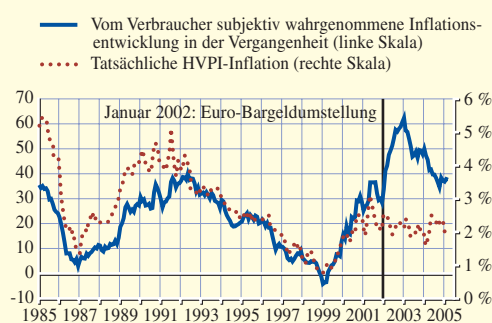
INFLATIONSWAHRNEHMUNG DER VERBRAUCHER: NOCH IMMER KEINE ÜBEREINSTIMMUNG MIT DER AMTLICHEN STATISTIK?

Seit Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen im Januar 2002 scheint der enge Zusammenhang, der bis dahin zwischen der Inflationswahrnehmung der Verbraucher und der tatsächlichen HVPI-Inflation bestand, nicht mehr gegeben zu sein (siehe Abbildung). Die subjektiven Inflationswahrnehmungen der Verbraucher werden jeden Monat von der Europäischen Kommission in einer Umfrage ermittelt und anschließend in Form eines qualitativen Indikators veröffentlicht. Dieser Indikator zeigt die Differenz zwischen dem gewichteten Anteil der Befragten, die angeben, die Verbraucherpreise seien in den letzten zwölf Monaten gestiegen, und dem gewichteten Anteil derjenigen, die angeben, die Preise seien in dieser Zeit gesunken oder ungefähr gleich geblieben. Der Indikator ist also als Saldenstatistik angelegt und liefert nur qualitative Informationen über Richtungsänderungen der Inflationswahrnehmung in den vergangenen zwölf Monaten. Wenngleich Anfang 2002 keine drastische Veränderung der tatsächlichen Inflation zu verzeichnen war, stieg der qualitative Indikator der „gefühlten“ Inflation dramatisch und erreichte im Januar 2003 einen Rekordwert. Seither haben sich die subjektiven Inflationswahrnehmungen abgeschwächt, sodass sich der Abstand zur tatsächlichen Preisentwicklung verringert hat. Auch im Jahr 2004 hielt die Anpassung der Inflationswahrnehmungen im Euro-Währungsgebiet nach unten an, doch ist nach wie vor Spielraum für eine weitere Korrektur vorhanden.

Zur Erklärung der Diskrepanz zwischen der Inflationswahrnehmung und der tatsächlichen Inflationsentwicklung, die unmittelbar im Anschluss an die Bargeldumstellung auftrat, werden zahlreiche Argumente angeführt.¹ Insbesondere die Preise verschiedener Warenkorbpositionen, denen die Verbraucher vielleicht mehr Gewicht beimessen als ihrem tatsächlichen Anteil am HVPI entspricht, weil sie häufiger gekauft werden (z. B. Nahrungsmittel, Energie), erhöhten sich in der Tat zum Zeitpunkt der Bargeldumstellung verhältnismäßig stärker. Obgleich diese Preiserhöhungen zum Teil in keinem Zusammenhang mit der Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen standen, wurden sie von vielen Verbrauchern offenbar dennoch mit der Bargeldumstellung in Verbindung gebracht. In Wirklichkeit lag der Effekt der Bargeldumstellung nach Schätzung von Eurostat bei 0,12 bis 0,29 Prozentpunkten der für 2002 statistisch ausgewiesenen HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet.

Vom Verbraucher subjektiv wahrgenommene Inflationsentwicklung in der Vergangenheit und tatsächliche HVPI-Inflation

(Salden in %, Veränderungen gegen Vorjahr in %)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngste Beobachtung zur tatsächlichen HVPI-Inflation bezieht sich auf die Vorabschätzung von Eurostat für März 2005. Weiter zurückreichende HVPI-Daten für die Zeit vor 1990 basieren auf nationalen Verbraucherpreisindezen und sind mit dem HVPI nicht vollständig vergleichbar.

¹ Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in den Kästen zu den Inflationswahrnehmungen im Euro-Währungsgebiet, die im Monatsbericht vom Juli 2002 und vom Oktober 2003 veröffentlicht wurden.

Nach der letzten im Dezember 2004 veröffentlichten Umfrage der Europäischen Kommission zum Thema Öffentlichkeit und Euro² glauben 95 % der Befragten im Euroraum, die Einführung des Euro habe Preiserhöhungen begünstigt. Bemerkenswert ist, dass diese Auffassung über die Grenzen von Geschlecht, Alter, Bildungsniveau, sozialer Schicht und geographischem Hintergrund hinweg geteilt wird.

Neuere empirische Untersuchungen verdeutlichen die Bedeutung psychologischer Faktoren zur Erklärung der Nichtübereinstimmung der Inflationswahrnehmung der Verbraucher mit der tatsächlichen Inflationsentwicklung. Zu diesen psychologischen Faktoren zählt insbesondere die Rolle, die a-priori-Erwartungen spielen. So hatte beispielsweise die feste Überzeugung, dass die Preise angehoben oder zum Nachteil der Verbraucher aufgerundet würden, anscheinend einen nachhaltigen und signifikanten Einfluss auf die anschließende Inflationswahrnehmung.³

Darüber hinaus gibt es Hinweise darauf, dass sich die nur langsame Gewöhnung der Öffentlichkeit an den Euro ebenfalls ausgewirkt haben könnte. Tatsächlich wurde nachgewiesen, dass die Inflationswahrnehmung offenkundig dadurch beeinflusst worden ist, dass die Verbraucher Schwierigkeiten hatten, sich auf die neue Währung einzustellen.⁴ Eine Erklärung für die träge Korrektur der subjektiven Inflationswahrnehmung könnte deshalb darin liegen, dass in der Umfrage der Europäischen Kommission zum Thema Öffentlichkeit und Euro vom Dezember 2004 noch immer fast jeder zweite Befragte im Eurogebiet angibt, er habe „große“ oder „einige“ Schwierigkeiten im Umgang mit dem Euro.

Schließlich wird angeführt, dass für einen Großteil der Bevölkerung im Euro-Währungsgebiet die nationalen Währungen nach wie vor einen wichtigen Bezugspunkt bilden. In der Umfrage der Europäischen Kommission vom Dezember 2004 sagten 25 % der Befragten, sie rechneten bei den alltäglichen Geschäften im Kopf nur in Landeswährung, und weitere 22 % rechneten sowohl in Euro als auch in Landeswährung. Bei nicht alltäglichen Anschaffungen, etwa einem Pkw- oder Hauskauf, nahm der Anteil der Personen, die nationale Währungseinheiten als Bezug wählten, dramatisch zu, und nur 19 % rechneten bei diesen besonderen Käufen in Gedanken allein in Euro. Es könnte also sein, dass noch immer eine gewisse Verwechslung zwischen einem Referenzpreisniveau in nationaler Währung, das in den Köpfen der Verbraucher „in der Zeit eingefroren“ ist, und dem in Euro gerechneten Referenzpreis von vor zwölf Monaten, den die Verbraucher bei ihrer Antwort auf die Umfrage zur Inflationswahrnehmung als Vergleichswert heranziehen sollten, stattfindet.

Genauere Betrachtung der Entwicklung in den einzelnen Euro-Ländern

Die von den Verbrauchern subjektiv wahrgenommene Inflation beschleunigte sich – wenn auch in unterschiedlichem Maße – zum Zeitpunkt der Bargeldumstellung in allen Ländern des Euro-Währungsgebiets (siehe Tabelle). Seit Mitte 2003 ist jedoch ein deutlicher Abwärtstrend dieses Indikators in Deutschland, Italien, Irland und den Niederlanden zu beobachten. In geringerem Umfang hat die subjektiv wahrgenommene Teuerung auch in Spanien, Luxemburg und

2 Europäische Kommission, The euro, three years later, Flash Eurobarometer 165, Dezember 2004.

3 E. Traut-Mattausch, S. Schulz-Hardt, T. Greitemeyer und D. Frey, Expectancy confirmation in spite of disconfirming evidence: the case of price increases due to the introduction of the euro, in: European Journal of Social Psychology, Bd. 34, Nr. 6, 2004, S. 739–760.

4 G. Mastrobuoni, The effect of the euro-conversion on prices and price perceptions, CEPS Working Paper, Nr. 101, September 2004.

Vom Verbraucher subjektiv wahrgenommene Inflationsentwicklung in der Vergangenheit in den Euro-Ländern

(Salden in %; saisonbereinigt)

	2001	2002	2003	2004	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2004Q4 abzüg- lich 2001Q4
Belgien	40	39	45	49	48	47	48	52	18
Deutschland	39	68	47	28	34	28	27	24	-16
Griechenland	28	36	67	67	67	67	68	67	49
Spanien	31	44	59	54	59	54	52	53	28
Frankreich	21	43	45	47	52	46	46	43	16
Irland	48	51	60	47	55	45	44	46	10
Italien	29	38	67	51	67	53	42	40	24
Luxemburg	-	35	39	39	42	38	38	40	-
Niederlande	44	73	72	37	50	37	33	29	-15
Österreich	16	30	37	39	42	41	36	38	27
Portugal	37	42	51	45	47	48	41	44	7
Finnland	-13	0	-7	-8	-11	-9	-9	-5	11
Euro-Währungsgebiet	31	51	51	41	48	41	38	37	8

Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Portugal abgenommen, während sie in Griechenland, Frankreich, Österreich und Finnland nahezu unverändert blieb. Ein Aufwärtstrend der „gefühlten“ Inflation war nur in Belgien festzustellen. Die in den meisten Ländern des Eurogebiets bestehende Tendenz zu einer Anpassung der Inflationswahrnehmung nach unten lässt sich vielleicht mit zwei Faktoren erklären. Zum einen fiel die Abwärtskorrektur der Inflationswahrnehmung in einigen Fällen, besonders in Italien, den Niederlanden und Portugal, mit einem Rückgang der tatsächlichen Teuerung nach dem HVPI zusammen. Zum anderen scheint die Abwärtskorrektur in einigen Ländern eine Reaktion auf das deutliche Überschießen der Inflationswahrnehmung in den Jahren 2002 und 2003 darzustellen. Dies dürfte vor allem der Grund für die in den letzten zwei Jahren abnehmende „gefühlte“ Inflation in Deutschland sein. Bemerkenswert ist aber, dass im Vergleich zu dem Anteil derjenigen, die die Inflation Ende 2001 für hoch hielten, die Mehrheit der Verbraucher trotz der in jüngster Zeit in den meisten Euro-Ländern nachlassenden subjektiven Inflationswahrnehmung noch immer den Eindruck einer hohen Inflation hat. Nur in Deutschland und den Niederlanden bewegt sich der qualitative Indikator der Inflationswahrnehmung inzwischen auf einem niedrigeren Niveau als bei Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen.

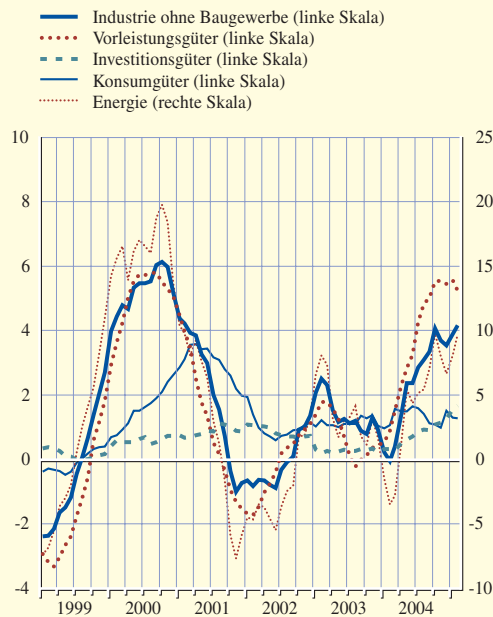
Trotz der unterschiedlichen Entwicklung in den einzelnen Ländern dürfte aber insgesamt im Euro-Währungsgebiet noch eine weitere Korrektur der Differenz zwischen „gefühlter“ und tatsächlicher Inflation zu erwarten sein, wenn sich die Bevölkerung mit der Zeit stärker an den Euro gewöhnt hat.

3.2 ERZEUGERPREISE

Die Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise insgesamt (ohne Baugewerbe) beschleunigte sich auf 4,2 % im Februar 2005, nach 3,9 % im Januar (siehe Abbildung 17). Diese erneute Aufwärtsbewegung ergab sich vor allem aus der hohen – und weiter wachsenden – Jahresrate der Erzeugerpreise für Energie, die die Ölpreissteigerungen in diesen Monaten widerspiegelt. Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Energie kletterte in der Tat von 8,1 % im Januar auf 9,7 % im Februar. Dagegen ging die Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise in der Industrie (ohne Bauge-

Abbildung 17 Industrielle Erzeugerpreise

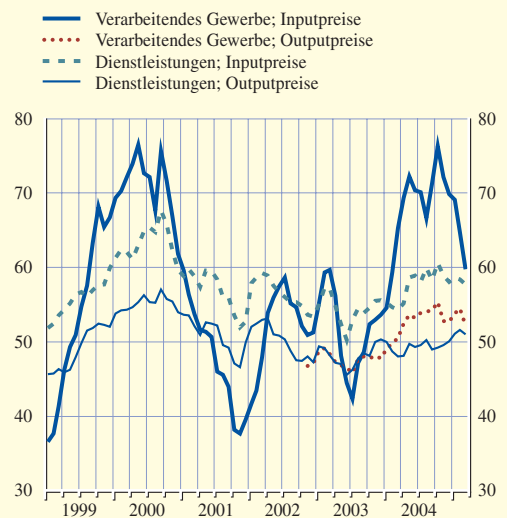
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung 18 Umfragen zu Input- und Outputpreisen der Erzeuger

(Diffusionsindizes; Monatswerte)



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

werbe und Energie) im Februar leicht auf 2,8 % zurück. Bei den Erzeugerpreiskomponenten sank die Vorjahrsrate der Preise für Vorleistungsgüter im Februar geringfügig auf 5,2 % gegenüber 5,6 % im Vormonat. Trotzdem blieb der jährliche Anstieg der Preise für Vorleistungsgüter relativ hoch, was wohl auf das in den letzten Monaten steigende Rohstoffpreisniveau zurückzuführen war. Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter blieb im Februar mit 1,3 % konstant und setzte somit den in den zurückliegenden Jahren verzeichneten Trend eines relativ verhaltenen Wachstums fort. Diese Entwicklung lässt darauf schließen, dass von den auf Erzeugerebene anziehenden Preisen bislang nur ein sehr geringer Inflationsdruck auf die Verbraucherpreise ausging. Bei den Erzeugerpreisen für Investitionsgüter erhöhte sich die Jahreswachstumsrate von 1,5 % im Januar auf 1,7 % im Februar und setzte somit ihren allmählichen Aufwärtstrend fort, der seit Anfang 2004 zu beobachten ist.

Der aus den Umfragen unter Einkaufsmanagern gewonnene Index der Vorleistungspreise im Euro-Währungsgebiet wies im März 2005 einen erneuten Rückgang im verarbeitenden Gewerbe auf (siehe Abbildung 18). Der Index der Vorleistungspreise hielt sich aber auf einem Stand von über 50 Punkten, was auf einen fortgesetzten, wenn auch verlangsamten Anstieg der Vorleistungspreise hindeutet. Diese Entwicklung war wohl auf die hohen Ölpreise und die kräftig gestiegenen Preise einiger Rohstoffe, wie z. B. Stahl, zurückzuführen. Der Index der Outputpreise im verarbeitenden Gewerbe gab im März ebenfalls nach, verharrte aber bei über 50 Punkten und spiegelte somit ebenfalls eine fortgesetzte, allerdings schwächere Erhöhung der Erzeugerpreise wider. Dies deutet darauf hin, dass die Erzeuger Preissteigerungen bei den Vorleistungen weiterhin zum Teil an die Preise in den nachgelagerten Stufen der Handelskette weiterreichen. Im Dienstleistungssektor verringerte sich der Index für die Input- und die Outputpreise im März, lag aber weiterhin bei über 50 Punkten und signalisierte somit einen fortgesetzten Preisanstieg.

Tabelle 6 Arbeitskostenindikatoren

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

	2003	2004	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Tarifverdienste	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,2
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	2,7	2,3	2,1	3,0	2,1	1,8	2,2
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,4	.	2,2	2,2	2,2	1,5	.
<i>Nachrichtlich:</i>							
Arbeitsproduktivität	0,4	1,3	0,7	1,3	1,8	1,3	0,9
Lohnstückkosten	2,0	.	1,5	0,9	0,4	0,1	.

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Die Arbeitskostenindikatoren für das vierte Quartal 2004 zeigen nach wie vor eine moderate Lohnentwicklung an. Mit 2,2 % lag das jährliche Wachstum der Tarifverdienste im vierten Quartal 0,2 Prozentpunkte über dem Wert des Vorquartals, aber knapp unter dem Ergebnis für das erste Halbjahr (siehe Tabelle 6).

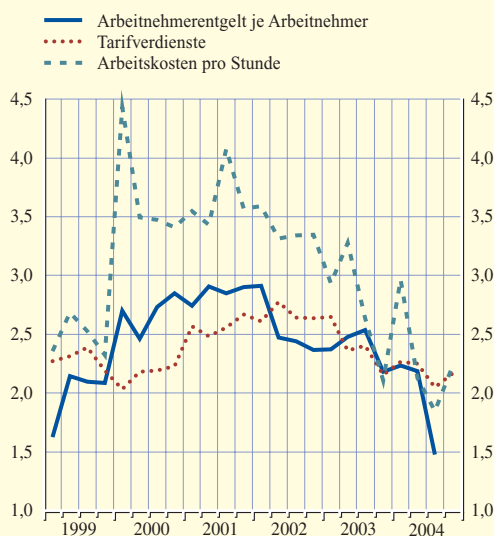
Sonstige Arbeitskostenindikatoren bestätigen den Eindruck eines insgesamt moderaten Lohnwachstums im Euroraum (siehe Abbildung 19). Die Jahreswachstumsrate der Arbeitskosten pro Stunde im privaten Sektor ohne Landwirtschaft beschleunigte sich auf 2,2 % im Schlussquartal 2004, verglichen mit 1,8 % im Vorquartal. In längerfristiger Betrachtung wird dieses Gesamtbild einer ruhigeren Entwicklung mit einer Zunahme der Arbeitskosten pro Stunde im Gesamtjahr 2004 von 2,3 %, verglichen mit 3,4 % und 2,7 % in den Jahren 2002 bzw. 2003, noch deutlicher.

Beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ist für das vierte Quartal ein zum Teil wieder beschleunigtes Wachstum zu erwarten, da der außergewöhnlich starke Einfluss der Daten zum öffentlichen Sektor in Italien im dritten Quartal allmählich nachlässt. Trotzdem zeigt sich in längerfristiger Betrachtung alles in allem wieder eine breit angelegte Lohnzurückhaltung in den Bereichen Industrie, Dienstleistungen und – allerdings in geringerem Maße – Baugewerbe. Das Jahreswachstum der Arbeitsproduktivität nahm von 1,3 % im dritten Jahresviertel 2004 auf 0,9 % im vierten Quartal ab und setzte somit seine konjunkturbedingte Verlangsamung fort. Diese Entwicklung wird wohl zu einem Anstieg der Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten im vierten Quartal führen, allerdings auf ein im historischen Vergleich nach wie vor recht niedriges Niveau.

Insgesamt gesehen war der vom Arbeitsmarkt bis Ende 2004 ausgehende Preisdruck sehr gemäßigt.

Abbildung 19 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

3.4 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Die jährliche, am HVPI gemessene Inflation dürfte in den kommenden Monaten weiterhin bei knapp über 2 % liegen, wobei der kurzfristige Verlauf von der Ölpreisentwicklung bestimmt sein wird. Die aktuellen Indikatoren lassen auf mittlere Sicht nicht darauf schließen, dass sich im Euro-Währungsgebiet ein starker binnenwirtschaftlicher Inflationsdruck aufbaut. Insbesondere das Lohnwachstum dürfte verhalten bleiben, was auf das gedämpfte Wirtschaftswachstum und die anhaltende Schwäche am Arbeitsmarkt zurückzuführen ist. Gleichzeitig müssen aber einige Aufwärtsrisiken berücksichtigt werden. Anhaltend höhere Ölpreise und die Entwicklung der indirekten Steuern und administrierten Preise müssen sorgsam beobachtet werden. Auch im Hinblick auf das potenzielle Risiko, dass sich die bisherigen Inflationsanstiege in Zweitrundeneffekten bei der Lohn- und Preisbildung niederschlagen, ist nach wie vor Wachsamkeit geboten. Der Verantwortung der Sozialpartner kommt hier eine besondere Bedeutung zu. Darüber hinaus muss auch die Entwicklung der längerfristigen Inflationserwartungen genau verfolgt werden.

4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Das jeweils gegenüber dem Vorquartal gemessene vierteljährliche Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) des Euro-Währungsgebiets verringerte sich im zweiten Halbjahr 2004 auf durchschnittlich 0,2 %, verglichen mit 0,6 % im ersten Halbjahr. Das schwache Wachstum im vierten Quartal war auf den negativen Beitrag der Vorratsveränderungen und des Außenhandels zurückzuführen, der dem wieder stärkeren Wachstumsimpuls der Inlandsnachfrage teilweise entgegenwirkte. Die Industrieproduktion gewann zur Jahreswende erneut etwas an Schwung, wobei die jüngsten Umfrageergebnisse allerdings ein uneinheitliches Bild zeichnen. Auch von den Indikatoren der privaten Konsumausgaben gehen gemischte Signale für die Entwicklung des privaten Verbrauchs zu Jahresbeginn aus. Was den Arbeitsmarkt betrifft, so lassen die verfügbaren Daten und Indikatoren auf weitgehend unveränderte Bedingungen Anfang 2005 schließen.

4.1 PRODUKTION UND NACHFRAGE

DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

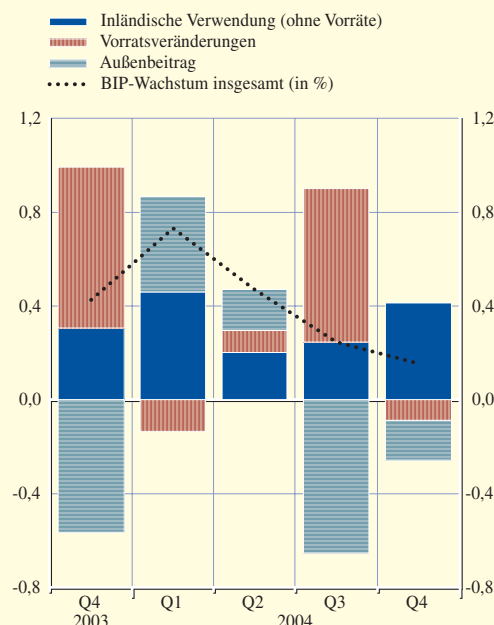
Das reale BIP-Wachstum im Euroraum schwächte sich den Schätzungen zufolge im zweiten Halbjahr 2004 ab. Im Quartalsvergleich dürfte es sich sowohl im dritten als auch im vierten Quartal 2004 auf 0,2 % belaufen haben, nachdem in der ersten Jahreshälfte ein durchschnittliches Wachstum von 0,6 % verzeichnet worden war.

Auf der Verwendungsseite entwickelte sich die Inlandsnachfrage (ohne Vorratsveränderungen) im vierten Quartal 2004 recht positiv und leistete einen stärkeren Wachstumsbeitrag, wohingegen von den Vorratsveränderungen und dem Außenbeitrag negative Wachstumsimpulse ausgingen (siehe Abbildung 20). Der gestiegene Beitrag der inländischen Verwendung ist auf eine Erholung der privaten Konsumausgaben (nach zwei Quartalen der Stagnation) in Verbindung mit einer anhaltenden Zunahme der Investitionstätigkeit zurückzuführen. Der negative Beitrag der Vorratsveränderungen im vierten Quartal könnte eine teilweise Umkehr des außergewöhnlich umfangreichen Lageraufbaus im Vorquartal widerspiegeln. Was die Außenwirtschaft anbelangt, so wurde die im Schlussquartal 2004 verzeichnete Verlangsamung des Exportwachstums, die der geringeren Auslandsnachfrage und der Euro-Aufwertung zuzuschreiben war, durch einen spürbaren Rückgang des Importwachstums mehr als ausgeglichen. Der Außenbeitrag übte im vierten Quartal also eine weniger wachstumshemmende Wirkung als im dritten Quartal aus.

Das laut Schätzung schwache Wirtschaftswachstum im vierten Quartal 2004 dürfte unter anderem auf Kalendereffekte zurückzuführen sein. Aufgrund der ungewöhnlich hohen Anzahl von Arbeitstagen im Jahr 2004 stieg das reale BIP im Gesamtjahr den Schätzungen zufolge kalenderbereinigt um 1,8 % und in unbeeinträchtigt betrachten um 2 %.

Abbildung 20 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

(vierteljährliche Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Der im zweiten Halbjahr 2004 beobachtete Wachstumsrückgang gegenüber dem ersten Halbjahr war in den meisten Wirtschaftszweigen zu beobachten, wobei die Entwicklung im Dienstleistungssektor zwischen dem dritten und dem vierten Quartal offenbar wieder etwas dynamischer geworden ist, während das Wachstum in der Industrie insgesamt wohl weiterhin rückläufig war. Im Einzelnen verlangsamte sich die Wertschöpfung in der Industrie ohne Baugewerbe im Schlussquartal 2004 weiter, während im Baugewerbe eine gewisse Erholung zu erkennen war.

SEKTORALE WERTSCHÖPFUNG UND INDUSTRIEPRODUKTION

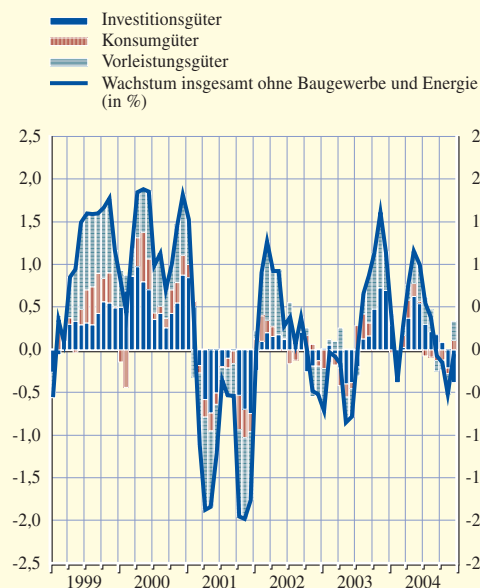
Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe), die im vierten Quartal 2004 gesunken war, entwickelte sich Anfang 2005 positiv und stützt somit die Erwartung, dass sich die Lage im ersten Quartal verbessert hat. Sowohl im Dezember 2004 als auch im Januar 2005 war ein Anstieg gegenüber dem Vormonat zu verzeichnen, womit ein hohes Ausgangsniveau für das erste Quartal erreicht wurde. So übertraf die Industrieproduktion im Januar den Durchschnittswert für das letzte Quartal 2004 um 0,6 %. Auch die geringeren Schwankungen des gleitenden Dreimonatsdurchschnitts lassen eine gewisse Besserung vermuten. Gemessen an der Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum kehrte sich das Wachstum der Industrieproduktion im Zeitraum bis Januar ins Positive, nachdem es zuvor rückläufig gewesen war.

Eine Aufschlüsselung nach industriellen Hauptgruppen weist für Januar in der Investitionsgüter- und der Vorleistungsgüterindustrie einen Produktionsanstieg gegenüber dem Vormonat aus, während die Erzeugung in der Konsumgüterbranche stagnierte und im Energiesektor zurückging. Am stärksten war das Wachstum dabei im Investitionsgütergewerbe, wo im Schlussquartal 2004 noch der größte Rückgang verzeichnet worden war. Dennoch nahm die Produktion im Investitionsgüterbereich – gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt – im Zeitraum von November 2004 bis Januar 2005 gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum stark ab, während sie bei den Vorleistungsgütern und den Konsumgütern im gleichen Zeitraum zunahm (siehe Abbildung 21). Hinter dem Produktionsanstieg bei den Konsumgütern verbergen sich unterschiedliche Entwicklungen in der Gebrauchsgüter- und der Verbrauchsgüterbranche. Während in der Verbrauchsgüterindustrie gewisse Verbesserungen zu erkennen waren, verschlechterte sich die Lage in den Gebrauchsgüterbranchen.

Der tatsächliche Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe ging im Januar deutlich zurück. Der Rückgang zehrte das kräftige Wachstum des Vormonats jedoch nicht zur Gänze auf, weshalb die Entwicklung des Auftragseingangs nach wie vor mit dem 2004 verzeichneten Aufwärtstrend im Einklang zu stehen scheint. Für diese Lesart spricht auch, dass der im Dezember verzeichnete sprunghafte Anstieg mit den in einigen Euro-Ländern umfangreichen Bestellungen im Transportgewerbe zusammenhängen dürfte.

Abbildung 21 Beiträge zum Wachstum der Industrieproduktion

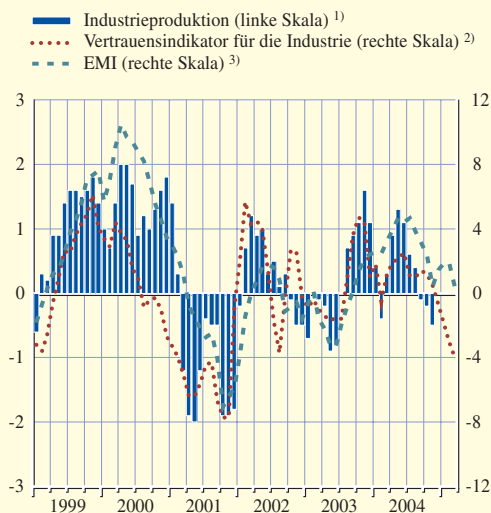
(Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



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

Abbildung 22 Industrieproduktion, Vertrauensindikator für die Industrie und EMI

(Monatswerte; saisonbereinigt)

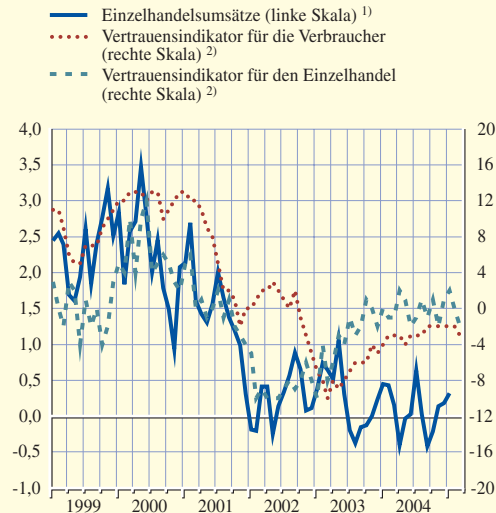


Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, NTC Research und EZB-Berechnungen.

- 1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %.
- 2) Salden in %; Veränderung gegenüber dem Stand drei Monate zuvor.
- 3) Einkaufsmanagerindex; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten.

Abbildung 23 Einzelhandelsumsätze und Vertrauensindikatoren für den Einzelhandel und die Verbraucher

(Monatswerte)



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

- 1) Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt; arbeitstäglich bereinigt.
- 2) Salden in %; saison- und mittelwertbereinigt. Die Angaben zum Verbrauchervertrauen im Euro-Währungsgebiet ab Januar 2004 sind aufgrund von Änderungen der französischen Fragebögen nicht vollständig mit früheren Umfrageergebnissen vergleichbar.

UMFRAGEN IM VERARBEITENDEN GEWERBE UND IM DIENSTLEISTUNGSSEKTOR

Die Umfrageergebnisse für das erste Quartal 2005 lassen auf ein nach wie vor verhaltenes Wachstum in der Industrie und im Dienstleistungssektor schließen. Für die Industrie signalisieren der Einkaufsmanagerindex (EMI) und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator, dass sich die Lage im ersten Vierteljahr bestenfalls stabilisiert haben dürfte (siehe Abbildung 22). Nach einem leichten Anstieg zur Jahreswende fiel der EMI im März wieder. Zu diesem Rückgang trugen alle Indexkomponenten bei. Im Durchschnitt übertraf der EMI im ersten Quartal des laufenden Jahres den Stand vom vierten Quartal 2004 nicht und lag nur geringfügig über dem Schwellenwert, der Wachstum signalisiert. Das vom EMI vermittelte Bild deckt sich weitgehend mit dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikator für die Industrie. Im März setzte dieser Indikator seinen bereits in den vergangenen Monaten beobachteten Rückgang fort und fiel auf den Stand von Ende 2003 zurück, womit sämtliche Verbesserungen des Jahres 2004 wieder rückgängig gemacht wurden. Die Verschlechterung im März betraf alle Komponenten des Vertrauensindicators für die Industrie.

Die Lage im Dienstleistungssektor scheint sich seit dem letzten Jahresviertel 2004, als sich die Wertschöpfung um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal erhöhte, kaum verändert zu haben. Der EMI für den Dienstleistungssektor war im ersten Quartal 2005 gegenüber dem Vorquartal weitgehend unverändert. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor war im März zwar rückläufig, ist im Großen und Ganzen aber seit Ende 2003 gleich geblieben.

INDIKATOREN DER PRIVATEN KONSUMAUSGABEN

Die verfügbaren Indikatoren des privaten Verbrauchs lassen keine klare Aussage darüber zu, ob die Ende 2004 verzeichnete kräftigere Zunahme der privaten Konsumausgaben im ersten Quartal 2005 angehalten hat. Der Anstieg im letzten Jahresviertel 2004 (nach einer Stagnation im zweiten und dritten Quartal) war einer signifikanten Zunahme der Pkw-Neuzulassungen und einem positiven Beitrag des privaten Verbrauchs im Nichteinzelhandel zu verdanken. Die Entwicklung der Einzelhandelsumsätze blieb unterdessen verhalten. Allerdings ging in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres – wie schon im Dezember 2004 – der schwankungsanfällige Indikator für Pkw-Neuzulassungen im Vormonatsvergleich zurück, was einen weiteren positiven Beitrag des Pkw-Absatzes zum Wachstum der privaten Konsumausgaben im ersten Quartal 2005 unwahrscheinlich macht. Dagegen erhöhte sich der Umsatz im Einzelhandel im Januar und Februar und signalisiert eine positive Entwicklung für das erste Quartal (siehe Abbildung 23). Das geringe und im März rückläufige Verbrauchervertrauen hemmt jedoch nach wie vor das Wachstum der privaten Konsumausgaben zu Jahresbeginn 2005.

4.2 ARBEITSMARKT

Die Daten zur Beschäftigung deuten auf ein unverändertes Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2004 hin. Die verfügbaren Angaben zur Arbeitslosigkeit und die Umfrageergebnisse signalisieren, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt zu Jahresbeginn 2005 nicht wesentlich verändert hat.

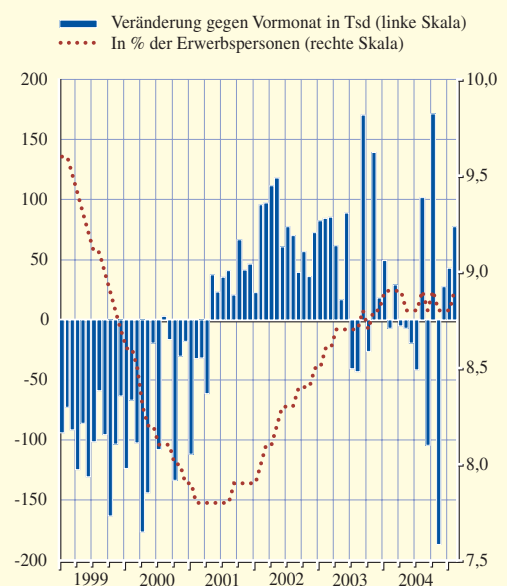
ARBEITSLOSIGKEIT

Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet ist den Schätzungen zufolge im Februar auf 8,9 % gestiegen, verglichen mit 8,8 % im Januar (siehe Abbildung 24). Bei den über 25-Jährigen hat sich die Quote im Februar um 0,1 Prozentpunkte auf 7,6 % erhöht, während sie bei den unter 25-Jährigen mit 18,5 % unverändert blieb.

Mit der Veröffentlichung der Januar-Daten wurden die vorherigen Arbeitslosenzahlen im Euroraum aufgrund verschiedener methodischer Änderungen bei der Ermittlung harmonisierter Daten zur Arbeitslosigkeit in Deutschland und Italien deutlich korrigiert. Die methodischen Änderungen bei der Berechnung harmonisierter Arbeitslosenquoten für Deutschland wurden notwendig, um in Anbetracht der Arbeitsmarktreform in Deutschland im Rahmen von „Hartz IV“ größere Störungen in den Datenreihen für das Euro-Währungsgebiet zu vermeiden. Dabei wurde eine Anpassung der in Deutschland verwendeten Datenquelle vorgenommen. Insgesamt führen die Revisionen der Arbeitslosenquote in Deutschland und Italien für das Eurogebiet zu einem seit Mitte der Neunzigerjahre um durchschnittlich 0,2 Prozentpunkte niedrigeren Ausweis.

Abbildung 24 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Tabelle 7 Beschäftigungswachstum

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

	Jahresraten		Quartalsraten				
	2003	2004	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Gesamtwirtschaft	0,2	0,5	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2
<i>Darunter:</i>							
Landwirtschaft und Fischerei	-2,4	-1,3	-0,4	-0,6	-0,2	0,1	-0,5
Industrie	-1,4	-0,8	-0,4	-0,6	0,3	-0,1	0,1
Ohne Baugewerbe	-1,9	-1,6	-0,6	-0,7	0,2	-0,5	0,4
Baugewerbe	0,0	1,3	0,1	-0,2	0,7	0,9	-0,5
Dienstleistungen	1,0	1,1	0,2	0,4	0,3	0,3	0,2
Handel und Verkehr	0,4	0,7	0,1	0,1	0,3	0,4	0,1
Finanzierung und Unternehmensdienstleister	1,3	2,6	0,4	1,0	0,4	0,7	0,4
Öffentliche Verwaltung	1,2	0,7	0,2	0,3	0,2	0,1	0,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Die Änderung der Datenquelle in Deutschland hat im Vergleich zu früheren Datenjahrgängen zu einer wesentlich höheren Volatilität der Arbeitslosenzahlen im Euroraum geführt, weshalb Vorsicht bei der Interpretation kurzfristiger Entwicklungen geboten ist. Im Februar erhöhte sich die Zahl der Arbeitslosen im Euroraum um 77 600, nachdem im Januar und Dezember eine geringere Zunahme und im November ein deutlicher Rückgang verzeichnet worden waren.

BESCHÄFTIGUNG

Die Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet nahm im Schlussquartal 2004 wie bereits im vorangegangenen Vierteljahr um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal zu (siehe Tabelle 7). Dahinter verbirgt sich ein stärkeres Wachstum in der Industrie, das durch ein schwächeres Wachstum im Dienstleistungssektor ausgeglichen wurde. Im Jahr 2004 insgesamt ist die Beschäftigung den Schätzungen zufolge um 0,5 % gestiegen, nachdem sie im Jahr davor um 0,2 % zugenommen hatte.

Die Beschäftigungserwartungen sind in den letzten Monaten weitgehend stabil geblieben und deuten auf ein anhaltendes, aber mäßiges Beschäftigungswachstum hin. Die Erwartungen zur Beschäftigung in der Industrie sind gemäß den Umfragen der Europäischen Kommission in den beiden Anfangsmonaten dieses Jahres leicht gestiegen, im März aber wieder gesunken. Der EMI-Teilindex für die Beschäftigung in der Industrie war im März ebenfalls rückläufig, nachdem er im Februar leicht zugelegt hatte. Im Dienstleistungssektor haben sich die Beschäftigungserwartungen den Umfragen der Europäischen Kommission und dem EMI zufolge im Verlauf des ersten Quartals 2005 geringfügig verbessert.

4.3 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Nach dem gedämpften Wachstum des realen BIP im Schlussquartal 2004 zeichnen die verfügbaren gesamtwirtschaftlichen Daten und Umfrageergebnisse für den Jahresbeginn 2005 ein uneinheitliches Bild. Insgesamt weisen sie jedoch auf kurze Sicht auf ein weiterhin verhaltenes Wirtschaftswachstum hin, wobei derzeit noch keine klaren Anzeichen für eine Verstärkung der konjunkturellen Grunddynamik erkennbar sind. Für die weitere Zukunft sind die Voraussetzungen für ein anhaltendes moderates Wirtschaftswachstum nach wie vor gegeben. In außenwirtschaftlicher Hinsicht dürften die Exporte aufgrund des dynamischen weltwirtschaftlichen Wachstums

die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet stützen. Binnenwirtschaftlich ist davon auszugehen, dass die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und die gestiegenen Gewinne die Investitionen ankurbeln werden. Der private Verbrauch dürfte sich im Einklang mit der Entwicklung des verfügbaren Realeinkommens beleben. Allerdings ergeben sich vor allem aus den unvermindert hohen Ölpreisen Abwärtsrisiken für das Wachstum.

5 WECHSELKURS- UND ZAHLUNGSBILANZENTWICKLUNG

5.1 WECHSELKURSE

Im März und Anfang April 2005 schwächte sich der Euro in effektiver Rechnung um fast 1 % gegenüber seinem Stand von Ende Februar ab. Diese Zeit war vor allem durch eine Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar gekennzeichnet, nachdem es anfänglich noch zu Bewegungen in die entgegengesetzte Richtung gekommen war. Die Entwicklung gegenüber dem US-Dollar – und den asiatischen Währungen, die an ihn gekoppelt sind – wurde nur teilweise durch die Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen mehrerer EU-Mitgliedstaaten ausgeglichen.

US-DOLLAR/EURO

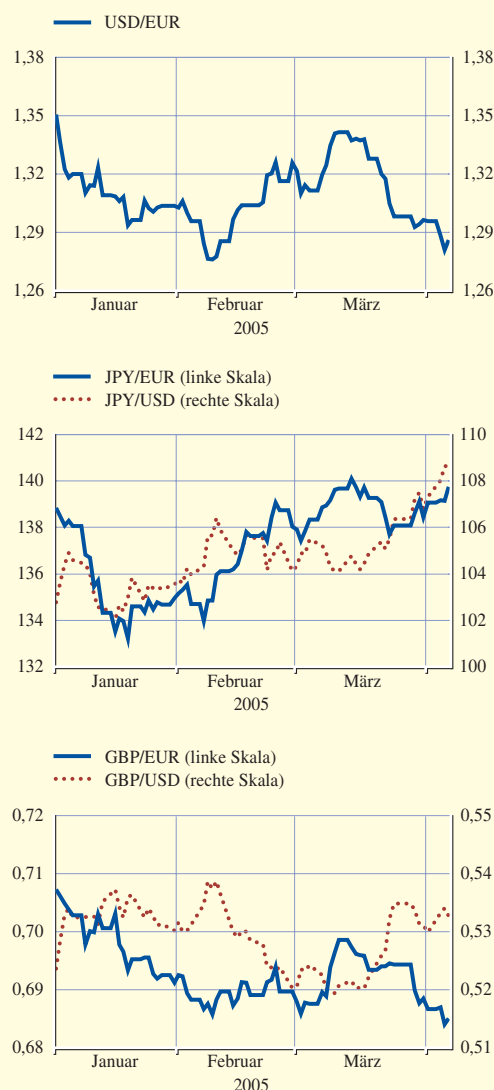
Nachdem der Euro in der ersten Märzhälfte 2005 in Relation zum US-Dollar zugelegt hatte, wertete er in der Folgezeit ab und lag am 6. April unter seinem Stand von Ende Februar. Offenbar hingen die Schwankungen des Euro-Dollar-Wechselkurses mit einer Schwerpunktverschiebung am Markt zusammen, an dem nun nicht mehr die Sorgen über die weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte im Vordergrund standen, sondern der zunehmende Zinsvorsprung US-amerikanischer Anleihen gegenüber entsprechenden Papieren aus dem Euro-Währungsgebiet.

Im Einzelnen setzte die US-Währung ihre breit angelegte Abwärtsbewegung noch Anfang März trotz der Hinweise auf eine gute Leistung der US-Wirtschaft und steigender Renditen US-amerikanischer Anleihen fort. Den Ausschlag hierfür gaben im Wesentlichen offenbar zwei Faktoren. Zum einen stand der Dollar wegen der Sorge der Marktteilnehmer über das Ausmaß des Haushalts- und Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten, das schon seit 2002 belastend auf die US-Währung wirkt, weiter unter Druck. Verstärkt wurde diese Besorgnis im März dieses Jahres, als gemeldet wurde, dass sich das US-Handelsbilanzdefizit im Januar erneut ausgeweitet habe und es im vierten Quartal 2004 zu umfangreichen Kapitalabflüssen durch Direktinvestitionen gekommen sei. Zum anderen könnten auch Marktspekulationen darüber, dass einige Zentralbanken ihre Währungsreserven umschichten könnten, zur negativen Stimmung gegenüber dem US-Dollar beigetragen haben.

Im späteren Verlauf des Monats März und Anfang April gerieten diese Faktoren jedoch

Abbildung 25 Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

immer mehr in den Hintergrund, da die Marktteilnehmer ihr Hauptaugenmerk nun auf Faktoren mit stützender Wirkung auf den US-Dollar, insbesondere die steigenden Zinsdifferenzen zwischen den Vereinigten Staaten und dem Eurogebiet, richteten. Zudem scheinen die Sorgen des Marktes hinsichtlich der Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits auch durch Datenveröffentlichungen verringert worden zu sein, aus denen hervorging, dass im Januar umfangreiche Nettokapitalströme in die Vereinigten Staaten geflossen sind. Am 6. April 2005 lag der Euro bei 1,29 USD und damit 3,0 % unter seinem Wert von Ende Februar und 3,4 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2004.

JAPANISCHER YEN/EURO

Bis Mitte März verlor der japanische Yen gegenüber dem Euro an Boden, nachdem er von Mitte Januar bis zur ersten Februarwoche 2005 noch in recht engen Bandbreiten gehandelt worden war. Der Kursrückgang hing hauptsächlich mit der Einschätzung des Marktes zusammen, dass die Wirtschaftsaktivität in Japan schwächer als erwartet ausgefallen war. In der zweiten Märzhälfte konnte der Yen einen Teil seiner vorangegangenen Verluste wieder wettmachen; Grund hierfür waren die Aufwärtsrevision früher veröffentlichter Daten zum BIP-Wachstum für das vierte Quartal 2004 und einige zögerliche Anzeichen für ein allmähliches Anziehen der japanischen Wirtschaft im laufenden Jahr. Gegen Ende März und Anfang April führten allerdings schlechter als erwartet ausgefallene Konjunkturdaten erneut zu einer Abschwächung der japanischen Währung. Am 6. April 2005 notierte der Euro bei 139,8 JPY und übertraf damit sein Niveau von Ende Februar um 1,2 % und seinen Jahresdurchschnitt 2004 um 3,9 %.

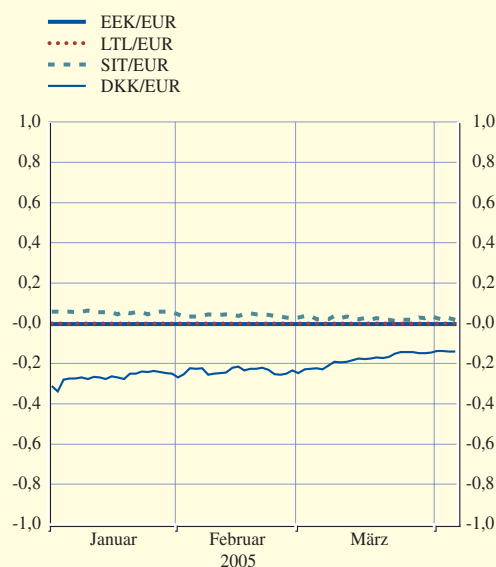
WÄHRUNGEN DER EU-MITGLIEDSTAATEN

Im WKM II schwankten die dänische Krone und der slowenische Tolar in sehr engen Bandbreiten in der Nähe ihres jeweiligen Leitkurses (siehe Abbildung 26). Der Selbstverpflichtung Estlands und Litauens entsprechend, ihre Währungen im Rahmen von Currency-Board-Regelungen im WKM II innerhalb der Standardabweichungsbreiten zu halten, blieben die estnische Krone und der litauische Litas gegenüber ihren Leitkursen unverändert.

Was die Währungen der anderen EU-Mitgliedstaaten betrifft, so verlor der Euro gegenüber dem Pfund Sterling zwischen Ende Februar und dem 6. April 2005 0,7 % an Wert, während er gegenüber der schwedischen Krone leichte Kursgewinne verbuchte. Zu einer Aufwertung des Euro kam es auch gegenüber dem polnischen Zloty (um 5,6 %) und, in geringerem Maße, gegenüber der slowakischen Krone, dem ungarischen Forint und der tschechischen Krone (um 2,7 %, 2,2 % bzw. 0,7 %). Gegenüber dem Zypern-Pfund, dem lettischen Lats und der maltesischen Lira blieb der Euro im gleichen Zeitraum weitgehend unverändert.

Abbildung 26 Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte; Abweichung vom Leitkurs in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Eine positive/negative Abweichung vom Leitkurs bedeutet, dass die Währung innerhalb des Kursbandes schwach/stark notiert. Für die dänische Krone gilt die Schwankungsbreite von $\pm 2,25\%$, für alle anderen Währungen die Standardschwankungsbreite von $\pm 15\%$.

ANDERE WÄHRUNGEN

Im Verhältnis zum Schweizer Franken wertete der Euro von Ende Februar bis zum 6. April um fast 1 % auf. Eine andere nennenswerte Entwicklung war die anhaltende Abwertung des Euro zum kanadischen Dollar (um knapp 4,0 %).

EFFEKTIVER WECHSELKURS DES EURO

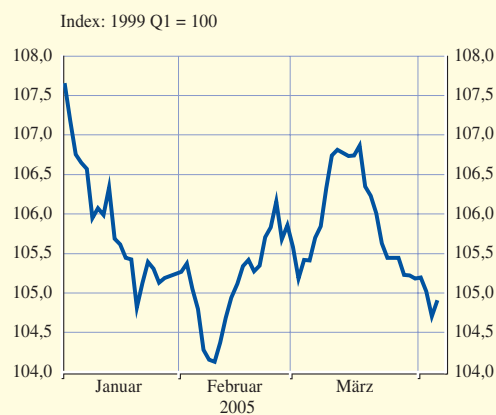
Am 6. April 2005 lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 23 wichtigen Handelspartnern des Euro-Währungsgebiets, fast 1 % unter seinem Niveau von Ende Februar und 1,0 % über seinem Durchschnittsstand im Jahr 2004 (siehe Abbildung 27). Ausschlaggebend für die leichte Abwertung des Euro in effektiver Rechnung war vor allem seine Abschwächung gegenüber dem US-Dollar, dem chinesischen Renminbi, dem Pfund Sterling, dem Hongkong-Dollar und dem kanadischen Dollar. Ein gewisses Gegengewicht zu dieser Entwicklung bildete die Aufwertung des Euro gegenüber dem japanischen Yen und den Währungen mehrerer EU-Mitgliedstaaten.

5.2 ZAHLUNGSBILANZ

Im Januar 2005 verzeichnete das Euro-Währungsgebiet im Vormonatsvergleich einen Anstieg der wertmäßigen Warenausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums. Diese Entwicklung deckt sich mit der Erholung, zu der es im Schlussquartal 2004 gekommen war. Dagegen blieben die Wareneinfuhren dem Wert nach weitgehend unverändert. Unterdessen legten im Januar sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben im Bereich der Dienstleistungen zu, nachdem sie zwei Quartale in Folge zurückgegangen waren. In der Kapitalbilanz des Euro-Währungsgebiets wiesen die Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen im Januar über zwölf Monate kumuliert im Ergebnis einen nahezu ausgeglichenen Saldo auf. Dieser Entwicklung war ein allmählicher Rückgang der Nettokapitalabflüsse in der zweiten Jahreshälfte 2004 vorausgegangen, der seinerseits im Zusammenhang mit den im selben Zeitraum verzeichneten höheren Nettokapitalzuflüssen bei den Wertpapieranlagen in Dividendenwerten stand.

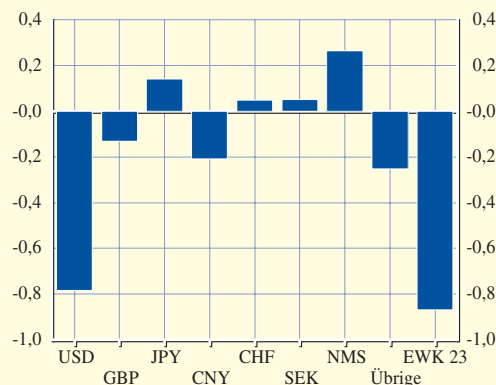
Abbildung 27 Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung ¹⁾

(Tageswerte)



Beitrag zu den Veränderungen des effektiven Wechselkurses ²⁾

28. Februar bis 6. April 2005
(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

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

2) Die Beiträge zu den Veränderungen des EWK-23-Index werden einzeln für die Währungen der sechs wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets dargestellt. Die Kategorie „NMS“ bezieht sich auf den aggregierten Beitrag der Währungen der zehn neuen Mitgliedstaaten, die der EU am 1. Mai 2004 beigetreten sind. Die Kategorie „Übrige“ bezieht sich auf den aggregierten Beitrag der restlichen sieben Handelspartner des Euro-Währungsgebiets im EWK-23-Index. Die Veränderungen werden mit den entsprechenden Außenhandelsgewichten im EWK-23-Index berechnet.

LEISTUNGSBILANZ

Die saisonbereinigte Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im Januar 2005 einen Aktivsaldo von 3,2 Mrd € aus, der auf Überschüsse im Warenhandel (8,7 Mrd €) und im Dienstleistungsverkehr (2,3 Mrd €) zurückzuführen war, die teilweise durch ein Defizit bei den laufenden Übertragungen (7,8 Mrd €) aufgezehrt wurden. Im Bereich der Erwerbs- und Vermögenseinkommen war erstmals, seitdem Zahlungsbilanzangaben für das Euro-Währungsgebiet vorliegen (d. h. seit 1999), ein ausgeglichener Saldo – statt wie bisher ein Minussaldo – zu verzeichnen. Darin spiegelt sich der Anstieg der Einnahmen in diesem Bereich wider, der – teilweise dank der günstigen Entwicklung an den Aktienmärkten – kräftiger als die Zunahme der Ausgaben ausgefallen war.

Der Wert der Warenausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets stieg im Januar 2005 gegenüber dem Vormonat um 1,7 %. Diese Entwicklung steht im Einklang mit der im Schlussquartal 2004 eingetretenen Erholung (der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der wertmäßigen Warenausfuhren im Zeitraum bis Ende Januar lag 2,7 % über seinem Stand drei Monate zuvor, siehe Abbildung 28). Teilweise ist dies ein Ausdruck der anhaltend lebhaften Auslandsnachfrage, vor allem aus den Vereinigten Staaten. Eine eingehendere Analyse der jüngsten Entwicklung des Warenhandels mit Drittländern, insbesondere hinsichtlich der geographischen Zusammensetzung sowie der Erkenntnisse aus einer längerfristigen Perspektive, findet sich in Kasten 4. Unterdessen stagnierte der Wert der Wareneinfuhren im Januar, sodass sich die Abschwächung, die auf den kräftigen Anstieg im dritten Quartal gefolgt war, fortsetzte (der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der wertmäßigen Wareneinfuhren lag im Januar nur 0,9 % über dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor). Im selben Monat stiegen in der Dienstleistungsbilanz sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben wertmäßig erneut an. Dem vorangegangen waren Abnahmen in zwei aufeinander folgenden Quartalen, mit einem besonders ausgeprägten Rückgang der wertmäßigen Dienstleistungsexporte im Schlussquartal 2004 (-4% im Vorquartalsvergleich).

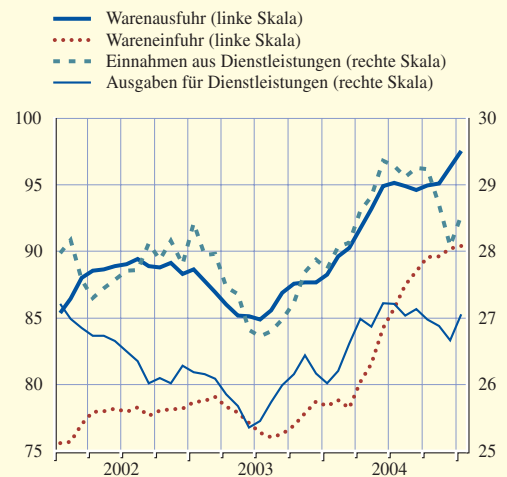
Der über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets belief sich in der Zeit bis Januar 2005 auf 37,8 Mrd €, d. h. auf ungefähr 0,5 % des BIP, verglichen mit 24,9 Mrd € ein Jahr zuvor. Maßgeblich für diesen Anstieg war ein niedrigeres Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und ein höherer Überschuss im Dienstleistungsverkehr, die teilweise durch einen niedrigeren Warenhandelsüberschuss ausgeglichen wurden. Das Defizit bei den laufenden Übertragungen blieb weitgehend unverändert.

KAPITALBILANZ

Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen verzeichnete das Euro-Währungsgebiet im Januar 2005 per saldo einen umfangreichen Mittelabfluss in Höhe von 31,2 Mrd €, der Nettokapitalabflüssen bei den Direktinvestitionen (13,1 Mrd €) sowie bei den Wertpapieranlagen in Dividendenwerten und in Schuldverschreibungen (5,5 Mrd € bzw. 12,6 Mrd €) zuzuschreiben war.

Abbildung 28 Warenausfuhr und -einfuhr sowie Einnahmen und Ausgaben in der Dienstleistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(in Mrd €; gleitende Dreimonatsdurchschnitte; saisonbereinigt)

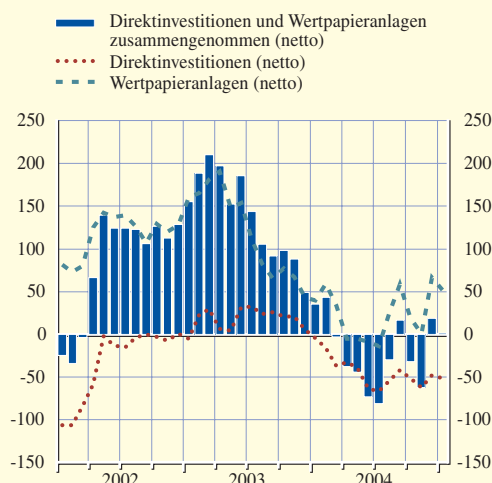


Quelle: EZB.

Betrachtet man die Entwicklung im Zwölfmonatszeitraum bis Januar 2005, so wies das Euro-Währungsgebiet bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen einen nahezu ausgeglichenen Saldo auf, nachdem es hier im gleichen Vorjahrszeitraum noch zu Nettokapitalzuflüssen in Höhe von 20,3 Mrd € gekommen war (siehe Abbildung 29). Verantwortlich für diese Entwicklung waren höhere Nettokapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und den Wertpapieranlagen in Schuldverschreibungen. Die per saldo höheren Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen in diesem Zeitraum waren vorwiegend das Ergebnis rückläufiger Direktinvestitionszuflüsse in das Eurogebiet. Diese Verringerung könnte teilweise mit den im Vergleich zum Eurogebiet besseren Wachstumsaussichten der Weltwirtschaft zusammenhängen. Im Bereich der Wertpapieranlagen fällt am stärksten der gestiegene Nettoerwerb von Dividendenwerten des Eurogebiets durch Gebietsfremde ins Auge. Wie bereits in früheren Monatsberichten vermerkt, geht aus Marktumfragen hervor, dass die Marktteilnehmer Dividendenwerte des Eurogebiets als preislich vergleichsweise attraktiver einschätzen.

Abbildung 29 Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)

(in Mrd €; über 12 Monate kumulierte Daten)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Eine positive (negative) Zahl bedeutet für das Euro-Währungsgebiet einen Nettokapitalzufluss (-abfluss).

Kasten 4

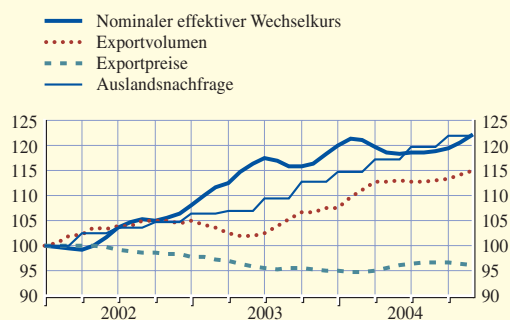
JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER VOLUMEN UND PREISE IM HANDEL MIT LÄNDERN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS („EXTRA-HANDEL“)

Im vorliegenden Kasten wird die jüngste Entwicklung der Außenhandelsvolumen und der (am Index der Durchschnittswerte gemessenen) Außenhandelspreise des Euro-Währungsgebiets auf aggregierter Ebene sowie gegenüber ausgewählten Handelspartnern beschrieben. Es wird dabei ausschließlich auf den Warenhandel abgestellt, und die Angaben enthalten keine Transaktionen innerhalb des Eurogebiets („Intra-Handel“). Insgesamt entwickelten sich die Ausfuhren des Euroraums in der zweiten Jahreshälfte 2004 trotz einer leichten Belebung im Schlussquartal recht schleppend. Auf der Importseite sind die Preise seit Beginn der Euro-Aufwertung nicht nennenswert gefallen, während die kräftige Zunahme des Einfuhrvolumens im dritten Quartal 2004 in erster Linie auf das robuste Wachstum der importintensiven Kategorien der Nachfrage im Euro-Währungsgebiet zurückzuführen war. Mit Blick auf die geographische Zusammensetzung bestätigen die jüngsten Entwicklungen, dass Asien und die Länder, die am 1. Mai 2004 der EU beigetreten sind, im Handel mit dem Euro-Währungsgebiet zunehmend an Bedeutung gewinnen.

Bei den realen Exporten war im Schlussquartal 2004 eine leichte Zunahme zu verzeichnen; sie erhöhten sich im Quartalsvergleich um 1,8 %, nachdem sie im dritten Quartal nur um 0,1 %

Abbildung A Warenausfuhr in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets

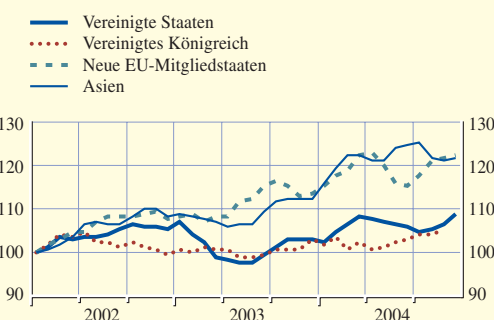
(Index: Januar 2002 = 100; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: EZB und Eurostat.
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf Dezember 2004.

Abbildung B Volumen der Exporte in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets nach Handelspartnern

(Index: Januar 2002 = 100; gleitende Dreimonatsdurchschnitte; Monatswerte)



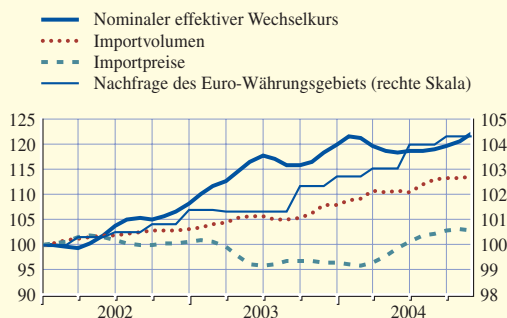
Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf Dezember 2004 bzw. für das Vereinigte Königreich auf November 2004.

gestiegen waren. Die Ausfuhrschwäche in der zweiten Jahreshälfte 2004 dürfte im Wesentlichen auf zwei Faktoren zurückgehen: zum einen auf die in diesem Zeitraum zu beobachtende Verringerung der Auslandsnachfrage nach Gütern des Euro-Währungsgebiets und zum anderen auf die Auswirkungen der Euro-Aufwertung, die durch steigende Exportpreise (in Euro gerechnet) im zweiten und dritten Quartal des vergangenen Jahres noch verstärkt wurden. Die Zunahme der Ausfuhrpreise des Eurogebiets dürfte wiederum mit den höheren Kosten zusammenhängen, die sich vor allem aus der Ölverteuerung ergaben.

Bei den Importen war im vierten Quartal 2004 ein volumenmäßiger Anstieg um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal zu verzeichnen, was gegenüber dem dritten Jahresviertel eine spürbare Abschwächung bedeutet (siehe Abbildung C). Ursächlich für dieses Verlaufsmuster ist vor allem die Entwicklung der Nachfrage im Euro-Währungsgebiet, insbesondere bei den importintensiven Ausgabenkategorien wie etwa den Vorräten; sie nahmen im dritten Vierteljahr stark zu und verringerten sich im Schlussquartal wieder. Der Einfluss der Euro-Aufwertung auf das Einfuhrvolumen scheint relativ gering gewesen zu sein, was insbesondere darauf zurückzuführen ist, dass die (in Euro gerechneten) Importpreise insgesamt seit 2002 nicht nennenswert gesunken sind. Die Einfuhrpreise im verarbeitenden Gewerbe fielen um rund 5 %, während sich die Einfuhrpreise insgesamt wegen des im Jahr 2003 einsetzenden kräftigen Ölpreisanstiegs leicht erhöhten. Im Schlussquartal 2004 legten die Importpreise nur geringfügig zu (um 0,4 %), nachdem sie im zweiten und dritten Quartal jeweils deutlich angezogen hatten (um 3,5 % bzw. 3,1 %). Diese moderate Erhöhung lag möglicherweise darin begründet, dass die Ölpreise im letzten Vierteljahr 2004 weniger stark stiegen als in den beiden vorangegangenen Quartalen. Ein weiterer Grund war, dass die Einfuhrpreise für gewerbliche Erzeugnisse im Schlussquartal im Einklang mit der gleichzeitigen kräftigen Aufwertung des Euro sogar sanken (um 0,8 %), nachdem sie im zweiten und dritten Jahresviertel – möglicherweise infolge der ölpreisbedingt höheren Kosten für Exporteure, die Waren in den Euroraum ausführen – noch um 1,5 % bzw. 1,3 % zugelegt hatten.

Abbildung C Wareneinfuhr aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets

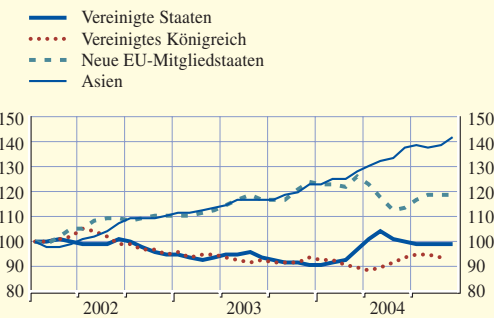
(Index: Januar 2002 = 100; gleitende Dreimonatsdurchschnitte außer Nachfrage des Euro-Währungsgebiets)



Quellen: EZB und Eurostat.
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf Dezember 2004.

Abbildung D Volumen der Importe aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets nach Handelspartnern

(Index: Januar 2002 = 100; gleitende Dreimonatsdurchschnitte; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf Dezember 2004 und für das Vereinigte Königreich auf November 2004.

Über einen längeren Zeitraum betrachtet haben Asien und die neuen EU-Mitgliedstaaten als Handelspartner des Euro-Währungsgebiets seit 1999 an Bedeutung gewonnen. Die Ausfuhr in diese beiden rasch wachsenden Regionen sind seit 2002 jeweils um rund 20 % gestiegen, während die Exporte in das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten im gleichen Zeitraum um weniger als 10 % zugenommen haben (siehe Abbildung B). Zwar wurden die Ausfuhr des Euro-Währungsgebiets in die Vereinigten Staaten durch das kräftige Wirtschaftswachstum in den USA im Jahr 2003 und besonders im Jahr 2004 angekurbelt, doch scheint die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar die Exporte beeinträchtigt zu haben. Die Einfuhr aus Asien und den neuen EU-Mitgliedstaaten haben sich seit 2002 ebenfalls dynamischer entwickelt als die Importe aus dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten (siehe Abbildung D).

Diese Trends stehen im Einklang mit den seit 1995 anhaltenden strukturellen Veränderungen. Zwischen 1995 und 2004 stieg der jeweilige Anteil Asiens und der neuen EU-Mitgliedstaaten am gesamten Handel des Euro-Währungsgebiets mit Drittländern (d. h. am Gesamtwert der Importe und Exporte) von 18,5 % auf 20 % bzw. von 7,1 % auf 10,6 %. Im Falle Asiens wurde der (von 5,7 % auf 3,9 %) gesunkene Beitrag Japans durch einen höheren Anteil anderer asiatischer Länder, vor allem Chinas (mit einer Zunahme von 2,9 % auf nahezu 6 %), mehr als ausgeglichen. Dagegen entsprach der Anteil der Vereinigten Staaten im Jahr 2004 mit knapp 13 % in etwa dem Wert von 1995, während der Anteil des Vereinigten Königreichs von nahezu 18 % im Jahr 1995 auf 15,6 % im Jahr 2004 zurückging. Diese Veränderungen sind unter anderem Ausdruck der rasch zunehmenden Internationalisierung der Produktion und des Aufholprozesses, insbesondere im Hinblick auf die deutliche Ausweitung des Handels zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den neuen EU-Mitgliedstaaten.

AUFSÄTZE

VERMÖGENSPREISBLASEN UND GELDPOLITIK



Von Zeit zu Zeit scheinen Vermögenspreise jene Niveaus zu überschreiten, die einer angemessenen Bewertung der zugrunde liegenden Vermögensgegenstände entsprechen würden. Solche Entwicklungen können Anzeichen einer „Blase“ am Markt für Vermögenswerte sein, d. h. eines raschen und anhaltenden Anstiegs der Preise, der sich – möglicherweise auf störende Weise – an irgendeinem Punkt in der Zukunft wieder umkehren muss. Die bisherigen Erfahrungen zeigen, dass Boom-Bust-Zyklen von Vermögenspreisen der gesamten Volkswirtschaft Schaden zufügen können. Wenn die Bildung einer Preisblase von einer übermäßigen Kredit- und Liquiditätsschöpfung begleitet wird – was sehr häufig der Fall ist –, dann können Preiseinbrüche bei den Vermögenswerten der Grund für deflationäre Tendenzen sein, wie in früheren Jahren in einigen Ländern zu beobachten war.

Das vorrangige Ziel der EZB ist die Gewährleistung von Preisstabilität. Zwar definiert die EZB keine Zielgrößen für Vermögenspreise, doch verfolgt sie deren Preisdynamik aufgrund der möglicherweise sehr hohen Kosten für die Preisstabilität und die Gesamtwirtschaft, die aus kräftigen Anstiegen und einer anschließenden schnellen Umkehr der Vermögenspreise resultieren, sehr genau.

I EINLEITUNG

Für Preisschwankungen bei Vermögenswerten gibt es mehrere Gründe. So spiegeln anhaltende Preisanstiege häufig einfach eine Anpassung der Preise an eine Erhöhung des fundamentalen Wertes der Vermögensgegenstände wider. Dieser könnte definiert werden als der Gegenwarts- wert der „wahren“ Ertragskraft dieses Vermögenswerts oder des „wahren“ Wertes der Leistungen, die der Halter dieses Vermögenswerts im Lauf der Zeit aus seiner Nutzung bezieht.

Ein sprunghafter Anstieg in der Bewertung eines Vermögensgegenstands kann aber auch durch nicht fundamentale Faktoren hervorgerufen werden. Eine Reihe historischer Beispiele weist in der Tendenz darauf hin, dass hohe Aktienerträge oder Preisanstiege bei Wohnimmobilien mitunter eine steigende Zahl von Investoren dazu bewegen können, in den Markt einzusteigen, weil sie glauben, dass die Unternehmensgewinne und die Aktienkurse beziehungsweise die Häuserpreise auch weiterhin steigen.¹ Eine wachsende Zahl von Händlern kann die Preise für eine Weile hochbieten. Die sichtbaren Preisanstiege, die durch diesen Prozess generiert werden, nähren anfangs tendenziell die Erwartung, dass die Aktien oder Immobilien zu systematisch höheren

Preisen wieder verkauft werden können. Wenn jedoch mehr und mehr Marktteilnehmer eher auf die kurzfristigen Gewinne, die sie sich aus dem Handel mit dem Vermögenswert erhoffen, aus sind und sich weniger an dessen Nutzung oder Ertragskraft auf längere Sicht orientieren, entfernen sich die Marktpreise immer stärker von ihren langfristigen fundamentalen Bestimmungsgrößen.

Die Entwicklung der Vermögenspreise wird fragil und zunehmend abhängig von der Veröffentlichung neuer Nachrichten, wenn sie durch nicht fundamentale Faktoren bestimmt wird. Sobald die Erträge unter das Niveau der Vergangenheit zu fallen beginnen, kann sich die Markteinschätzung umkehren und ein allgemeiner Verkauf einsetzen.

Durch die Bildung von Preisblasen wird der Informationsgehalt von Vermögenspreisen verwischt. Zu gewöhnlichen Zeiten stellen die Vermögenspreise eine sehr wichtige Informationsvariable dar. Sie sind ihrer Natur nach in dem Sinne zukunftsgerichtete Größen, dass sie vor allem durch die Erwartungen der Marktteilnehmer über die künftige Entwicklung ihrer fundamentalen Erträge bestimmt

¹ Siehe unter anderem C. Kindleberger, *Manias, panics and crashes*, Basic Books, New York, 1978.

werden.² Wie bereits erwähnt, können die Erwartungen über das Ertragspotenzial des zugrunde liegenden Wertes jedoch in Zeiten der „Blasenbildung“ auf zu optimistischen Einschätzungen beruhen.

Die Blasenbildung kann die Ressourcenallokation innerhalb einer Volkswirtschaft verzerren und die gesamtwirtschaftliche Stabilität für längere Zeit beeinträchtigen. Aufgrund der Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität kann ein Einbruch der Vermögenspreise – wenn überzogene Ertragserwartungen stark korrigiert werden – den Beginn einer Phase wirtschaftlicher Kontraktion einläuten. Die Auflösung risikoreicher Positionen am Markt kann ungeordnet verlaufen. In Situationen schwerer Verluste insbesondere bei den Immobilienpreisen sowie verstärkter Unsicherheit besteht die Gefahr, dass die Vermögenspreisdeflation in eine Verbraucherpreisdeflation übergeht. In Verbindung mit einer sich abschwächenden Nachfrage, einer negativen Stimmung und übermäßigen Risiken in den Bilanzen der Banken können sinkende Waren- und Dienstleistungspreise eine besondere Herausforderung für eine stabilitätsorientierte Zentralbank darstellen.

Der vorliegende Artikel befasst sich mit dem Thema Vermögenspreisblasen und Geldpolitik, wobei es im Wesentlichen um positive Preisblasen geht. Negative Blasen können zwar auch entstehen, doch sind sie häufig das Ergebnis eines Umkehrprozesses nach einem zuvor aufgetretenen nicht tragfähigen Preisanstieg. Daher gelten die hier vorgebrachten Argumente weitgehend auch für negative Blasen. Der Schwerpunkt der Betrachtung liegt vor allem auf den Aktien- und Immobilienmärkten, da das Vermögen einer Volkswirtschaft in immer größerem Maße an diesen Märkten bestimmt wird. Dabei wird zunächst sowohl auf das Identifikationsproblem der Zentralbanken eingegangen, dem sie sich immer dann ausgesetzt sehen, wenn die Preise von Aktien und Häusern rasch steigen, als auch auf die Gründe, warum solche schnellen Preissteigerungen die gesamtwirtschaftliche Stabilität gefährden

können. Anschließend werden die Möglichkeiten umrissen, die der Geldpolitik in einer solchen Lage zur Verfügung stehen, und es wird dargelegt, wie insbesondere die EZB außergewöhnlichen Entwicklungen der Vermögenspreise im Rahmen ihrer geldpolitischen Strategie Rechnung trägt.

2 IDENTIFIZIERUNG VON PREISBLASEN

Ein Blick auf die Bestimmungsgrößen eines Vermögenspreises offenbart, dass es schwierig ist, diejenige Komponente einer beobachteten Preisdynamik auszumachen, die zur Bildung einer Blase führt. Der Preis eines Vermögenswerts, der für eine gegebene Zeit gehalten werden soll, wird hauptsächlich von vier Faktoren beeinflusst: erstens vom erwarteten Ertragsstrom, den der Vermögenswert erbringen könnte (zum Beispiel Dividenden, Mieten usw.), zweitens vom erwarteten Ertragsstrom, den eine Alternativanlage, etwa eine Staatsanleihe, erzeugen würde, drittens vom erwarteten zukünftigen Preis, zu dem der Inhaber des Vermögenswerts diesen später wieder zu veräußern gedenkt, und viertens von der Einschätzung des (relativen) Risikos, das der Besitz des jeweiligen Vermögenswerts mit sich bringt, und den Liquiditätsdiensten, die dem Halter möglicherweise erbracht werden.

Ein zentrales Problem bei der Identifizierung einer vermuteten Blase liegt darin, dass alle Determinanten eines Vermögenspreises von den nicht bekannten subjektiven Erwartungen der privaten Wirtschaftssubjekte abhängen. Es ist daher äußerst schwierig, die rein psychologische Komponente des Preises von der objektiven Bewertung des Vermögensgegenstands zu unterscheiden. Besonders schwer fällt auch jedem Analysten die Annahme, dass seine Einschätzung der „richtigen“ Bewertung eines Vermögenswerts zutreffender sei als die Einschätzung, die sich aus den Entscheidungen einer großen Zahl fachlich versierter, in einem Wettbewerbsumfeld agierender Marktteilnehmer ergibt.

² Siehe EZB, Informationsgewinnung aus Finanzmarktpreisen, Monatsbericht November 2004.

mer ableiten lässt. Dementsprechend kann es durchaus unterschiedliche Ansichten über die angemessene Bewertung von Aktienkursen und Häuserpreisen geben.

Zum Problem der richtigen Bewertung gesellt sich die Tatsache, dass Blasen häufig als Überreaktion auf veröffentlichte Fundamentaldaten auftreten. Positive Fundamentaldaten können die Blase zunächst einmal auslösen und weit verbreitete optimistische Erwartungen schüren, die die Blase für eine gewisse Zeit zu bestätigen scheint. Die wissenschaftliche Fachliteratur hierzu spiegelt dieses Dilemma ebenfalls wider. Ein extremer theoretischer Ansatz – die Hypothese der effizienten Märkte – besagt, dass ein gewinnorientierter rationaler Mensch, der Kenntnis von der Existenz der Blase hat, versuchen würde, den überbewerteten Vermögenswert leer zu verkaufen. In dieser Situation würde sich die Blase durch Arbitrage sofort auflösen und wäre somit in der realen Welt nicht beobachtbar. Auf der empirischen Seite sind die Ergebnisse der bisherigen ökonometrischen Forschung, die die Existenz von Vermögenspreisblasen geschichtlich nachzuweisen versuchen, bestenfalls als uneinheitlich zu bezeichnen.³

Auch wenn stichhaltige systematische Belege zugunsten der Hypothese der irrationalen Märkte schwer zu finden sind, so liefert doch schon ein flüchtiger Blick auf einige historische Episoden bemerkenswerte Erkenntnisse. So enthält etwa Abbildung B in Kasten 1 einen Vergleich des Kurs-Gewinn-Verhältnisses an den Aktienmärkten in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet mit dem jeweiligen langfristigen Durchschnitt. Dabei wurde im Falle der Vereinigten Staaten ein längerer Zeitraum zugrunde gelegt, für das Eurogebiet die Entwicklung seit 1973. In dem Kasten werden die extremen Veränderungen der jüngsten Bewertungen im Zusammenhang mit dem Anstieg der internationalen Aktienkurse in den späten Neunzigerjahren untersucht. Zu jener Zeit bestärkte die Einführung neuer In-

formations- und Telekommunikationstechnologien gepaart mit konkreten Hinweisen auf Produktivitätszuwächse viele Marktteilnehmer in ihrem Glauben an die Entstehung einer „New Economy“. Abbildung A in Kasten 2 stellt das Verhältnis zwischen Immobilienpreisen und Mieten am japanischen Immobilienmarkt seit 1970 dar. Der Spitzenwert, den dieser Indikator Anfang der Neunzigerjahre erreichte, ist erneut deutlich erkennbar. In allen Fällen lagen die Bewertungsindikatoren fernab von ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt. Als sich die übertriebenen Vorstellungen, auf denen die Markteinschätzung beruht hatte, als falsch erwiesen, fielen die Preise merklich.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass bloße Zahlen über die Zunahme der Vermögenspreise zwar oft kein gesicherter Indikator für das Wirken nicht fundamentaler Kräfte sind, dass damit einhergehende und sich gegenseitig verstärkende Anzeichen von „Exzessen“ aber ein Warnsignal sein können.

Darüber hinaus können aggregierte Indikatoren monetärer und finanzieller Ungleichgewichte Ergebnisse liefern, anhand deren die Tragfähigkeit einer Vermögenspreishausse besser beurteilt werden kann. Aus diesen Indikatoren wurden durch intensive empirische Forschung eine Reihe monetärer und finanzieller Variablen herausgefiltert, die offenbar deutlich mit der Vermögenspreisinflation korreliert sind, und zwar insbesondere bei Vermögenspreisblasen, die in Finanzkrisen münden. So weist beispielsweise das Volumen der aggregierten Kreditvergabe eine recht systematische Vorlaufbeziehung zu Phasen einer turbulenten Entwicklung der Vermögenspreise auf. Abbil-

³ Eine aktuelle Übersicht über empirische Versuche zum Nachweis von Blasen findet sich beispielsweise in R. Gürkaynak, *Econometric Tests of Asset Price Bubbles: Taking Stock, Finance and Economics Discussion Series No. 2005-04*, Federal Reserve Board, 2005.

Kasten I

ANSÄTZE FÜR DIE BEWERTUNG VON AKTIENKURSEN

In diesem Kasten werden die fundamentalen Bestimmungsfaktoren von Aktienkursen anhand eines Modells beschrieben, das häufig zur Bewertung von Aktien herangezogen wird, des so genannten Dividendendiskontierungsmodells.

Bei diesem Modell wird ein Barwert-Ansatz für die Aktienkurse verwendet. Der aktuelle Aktienkurs, P_t , ist die abdiskontierte Summe aller erwarteten zukünftigen Dividenden, D_{t+i} :

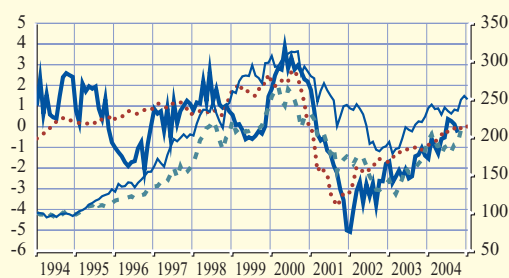
$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \left(\frac{E_t \{ D_{t+i} \}}{(1+r)^i} \right),$$

wobei E_t die rationalen Erwartungen auf der Grundlage von Informationen im Zeitraum t angibt und r den Diskontfaktor, der zur leichteren Darstellungsweise konstant gesetzt wird. Die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Aktienkurse sind somit das erwartete Dividendenwachstum und der Diskontfaktor. Der Diskontfaktor wird normalerweise in ein Maß für die Opportunitätskosten, d. h. die erwartete Rendite von Investitionen in risikofreie Anlagen, und eine entsprechende aktienspezifische Risikoprämie untergliedert. Da alle diese fundamentalen Komponenten der Aktienkurse nicht direkt beobachtbar sind, ist die Bewertung von Aktien in der Praxis mit einem erheblichen Grad an Unsicherheit behaftet.

Abbildung A Revisionen der langfristigen Gewinnwachstums Erwartungen und Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(Monatswerte; Aktienkursindex: Januar 1994 = 100; Revisionen in Prozentpunkten)

- Jährliche Veränderungen der langfristigen Gewinnwachstums Erwartungen im Euro-Währungsgebiet (linke Skala)
- Jährliche Veränderungen der langfristigen Gewinnwachstums Erwartungen in den Vereinigten Staaten (linke Skala)
- - - Aktienkursindex für das Euro-Währungsgebiet (rechte Skala)
- Aktienkursindex für die Vereinigten Staaten (rechte Skala)

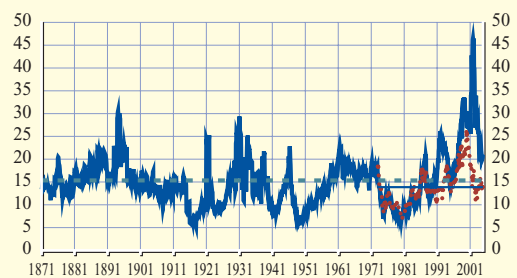


Quellen: I/B/E/S Global Aggregates aus Datastream.
Anmerkung: Als Aktienkursindex für das Euro-Währungsgebiet wurde der MSCI EMU und für die Vereinigten Staaten der Standard & Poor's 500 verwendet.

Abbildung B Kurs-Gewinn-Verhältnis für die Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(Monatswerte; Euro-Währungsgebiet: 1973–2004; Vereinigte Staaten: 1871–2004)

- Vereinigte Staaten
- Euro-Währungsgebiet
- - - Durchschnitt in den Vereinigten Staaten
- Durchschnitt im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Thomson Financial Datastream (Euro-Währungsgebiet) und Global Financial Data (Vereinigte Staaten).
Anmerkung: Für das Euro-Währungsgebiet wird das Verhältnis zwischen dem EMU-Datastream-Marktindex und den von Datastream gemeldeten Gewinnen verwendet, für die Vereinigten Staaten das Verhältnis zwischen dem Standard & Poor's 500 und den gemeldeten Gewinnen.

Für die Variablen, die in das Dividendendiskontierungsmodell eingehen, können aus einer Vielzahl von Quellen Näherungswerte gewonnen werden. Häufig wird das von den Aktienmarktanalysten erwartete Gewinnwachstum als Näherungswert für das erwartete Dividendenwachstum verwendet, wobei eine konstante Gewinnausschüttungsquote unterstellt wird. Abbildung A stellt die jährlichen Revisionen der langfristigen Gewinnwachstums- und der Aktienkurse für das Euro-Währungsgebiet und die Vereinigten Staaten in den letzten zehn Jahren dar. Daraus geht hervor, dass die Gewinnerwartungen für die Aktienkursentwicklung offenbar tatsächlich eine wichtige Rolle spielen. Die Abbildung zeigt auch, dass der starke Anstieg der Aktienkurse im Zeitraum von 1998 bis 2000 (der oft als „Dot-Com-Bubble“ bezeichnet wird) anscheinend auf andauernde Aufwärtskorrekturen der langfristigen Gewinnwachstums- und der Aktienkurse zurückzuführen war. Als die Aktienkurse im Jahr 2000 einen Höchststand erreichten, waren die langfristigen Gewinnerwartungen auf sehr hohe Werte geklettert (jährliche Aufwärtskorrekturen von 2 bis 4 Prozentpunkten bei einem zugrunde liegenden erwarteten langfristigen Gewinnwachstum von rund 17 %). Dies könnte eine gewisse Besorgnis bezüglich der Dauerhaftigkeit solcher rapiden Gewinnsteigerungen ausgelöst haben.

Was den Diskontfaktor betrifft, so lässt sich die Komponente der Aktienrisikoprämie kaum einigermaßen zuverlässig bestimmen. Sie spiegelt sowohl die Risikopräferenzen der Investoren als auch die wahrgenommenen Risikoeigenschaften der Aktienrendite gegenüber den Renditen anderer Anlagen wider. Ein impliziter Diskontfaktor lässt sich mit Hilfe des Dividendendiskontierungsmodells ermitteln, wobei für den erwarteten Dividendenstrom bestimmte Werte angenommen werden, z. B. aktuelle Dividendenzahlungen und erwartetes (langfristiges) Gewinnwachstum.¹ In einem zweiten Schritt könnte die implizite Aktienrisikoprämie bestimmt werden, indem eine Messgröße für den risikofreien Zinssatz vom Diskontfaktor abgezogen wird. Deutliche Abweichungen zwischen dieser impliziten Aktienrisikoprämie und ihrem längerfristigen Durchschnitt könnten auf eine Fehlbewertung auf dem Aktienmarkt hinweisen, zumindest bezüglich des Diskontfaktors. Allerdings ist diese Analyse äußerst unsicher, da die Aktienrisikoprämie von vielen Faktoren beeinflusst werden kann.

Das Dividendendiskontierungsmodell kann unter bestimmten Annahmen auch verwendet werden, um gängige Indikatoren für Aktienmarktbewertungen abzuleiten, wie beispielsweise das Kurs-Gewinn-Verhältnis und die Dividendenrendite.² Die aktuellen Werte dieser Bewertungsindikatoren werden normalerweise mit ihren historischen Durchschnitten verglichen, um den fairen Wert des Aktienmarktes zu bestimmen.³ Ausgangspunkt hierbei ist, dass diese Bewertungsindikatoren im Zeitverlauf schließlich zu einem langfristigen Gleichgewichtsniveau zurückkehren sollten, das durch das langfristige Wachstumspotenzial der Dividenden und das langfristige Niveau des Diskontfaktors bestimmt wird.

Abbildung B stellt die Kurs-Gewinn-Verhältnisse und ihre historischen Durchschnitte für das Euro-Währungsgebiet denen der Vereinigten Staaten gegenüber. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis lag sowohl im Euroraum als auch in den USA in den Jahren um die Jahrtausendwende deutlich über seinen historischen Durchschnitten. Dies hätte den Verdacht aufkeimen lassen können, dass es sich um eine Blase handelt.

¹ Siehe auch EZB, Informationsgewinnung aus Finanzmarktpreisen, Monatsbericht November 2004.

² Siehe auch EZB, Aktienmarkt und Geldpolitik, Anhang, Monatsbericht Februar 2002.

³ Eine weitere gängige Methode zur Aktienmarktbewertung ist der Vergleich der Gewinnrenditen, d. h. des umgekehrten Kurs-Gewinn-Verhältnisses, mit dem nominalen langfristigen Zinssatz. Eine kritische Beurteilung dieses Aktienmarkt-bewertungsfaktors findet sich in C. Asness, Fight the Fed model: the relationship between future returns and stock and bond market yields, Journal of Portfolio Management, Vol. 30 (1), 2003, S. 11-24.

Allerdings sind bei diesem Ansatz zahlreiche Einschränkungen zu berücksichtigen. Wenn das Kurs-Gewinn-Verhältnis nicht im Einklang mit den historischen Durchschnitten steht, heißt dies nicht unbedingt, dass die Aktienkurse ihre fundamentalen Werte übersteigen. Es könnten sich darin auch strukturelle Veränderungen der fundamentalen Bestimmungsfaktoren der Aktienkurse widerspiegeln. Außerdem hängt das Kurs-Gewinn-Verhältnis vom betrachteten Aktienkursindex und noch stärker von der verwendeten Messgröße für die Gewinne ab.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die fundamentalen Bestimmungsfaktoren für die Aktienkurse, d. h. das Wachstum der Dividenden (bzw. der Unternehmenserträge) und der Diskontfaktor, der eine aktienspezifische Risikoprämie umfasst, nicht direkt beobachtbar sind. Dies macht es schwer, den fundamentalen Wert der Aktienkurse zu bestimmen. Dennoch kann ein Abgleich verschiedener Ansätze bei der Aktienkursbewertung hilfreich sein, wobei allerdings stets die damit verbundene Unsicherheit beachtet werden muss.

Abbildung 1 liefert Belege für einen Zusammenhang zwischen dem Jahreswachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor und einem Index der Aktienbewertung im Euro-Währungsgebiet seit Mitte der Neunzigerjahre. Zu dieser positiven Korrelation kann es aus verschiedenen Gründen kommen. Insbesondere können beide Variablen in gleicher Weise auf geldpolitische oder konjunkturelle Schocks für die Wirtschaft reagieren. So kann zum Beispiel ein kräftiges Geldmengen- und Kreditwachstum Anzeichen einer lockeren Geldpolitik sein, was die Preisentwicklung an den Märkten für Vermögenswerte anheizen kann. Zudem spiegelt diese Korrelation mit großer Wahrscheinlichkeit einen in beide Richtungen verlaufenden Kausalzusammenhang wider. Einerseits fördert eine Ausweitung der Kreditvergabe Investitionen in finanzielle und nichtfinanzielle Aktiva. Andererseits schlägt sich eine Wertsteigerung bei den Vermögenswerten in einer höheren Bonität nieder, da diese Aktiva als Sicherheit für Kredite verwendet werden können.⁴

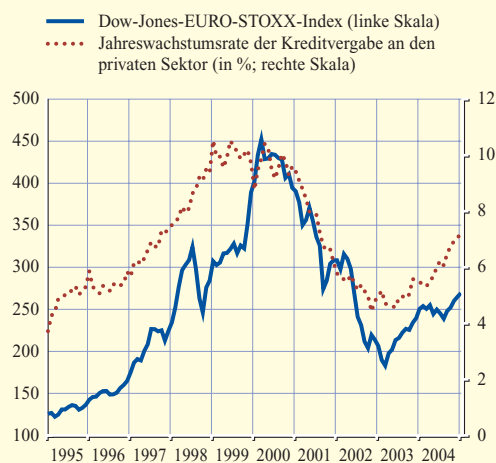
Einige Studien belegen diesen Zusammenhang aus historischer Sicht.⁵ Sie weisen darauf hin, dass Messgrößen für die Abweichung der aggregierten Kreditvergabe von ihrer früheren Entwicklung in Verbindung mit Anzeichen einer Überbewertung von Vermögenspreisen (etwa der Abweichung von historischen Trends) die Vorhersagbarkeit von Finanz-

marktkrisen, die auf das Platzen einer Blase folgen, verbessern können.

4 Siehe EZB, Der Zusammenhang zwischen Vermögenspreisen und der monetären Entwicklung, Kasten 1, Monatsbericht September 2004, und die darin aufgeführten Literaturangaben.

5 Siehe zum Beispiel C. Borio und P. Lowe, Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?, BIZ, Working Papers Nr. 157, 2004. Siehe auch die in Kasten 3 dieses Aufsatzes zitierten Literaturangaben.

Abbildung 1 Kreditwachstum und Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet



Quelle: EZB.

Kasten 2

ANSätze FÜR DIE BEWERTUNG VON IMMOBILIENPREISEN

In diesem Kasten werden zwei gängige Ansätze beschrieben, mit denen beurteilt werden kann, ob die Wohnimmobilienpreise mit ihren Gleichgewichtsdeterminanten im Einklang stehen.

Der *Asset-Pricing-Ansatz* beruht auf der Tatsache, dass es Ähnlichkeiten zwischen einer Wohnungsbauinvestition und einer Anlage in Dividendenwerten gibt. Wenn jemand ein Haus (bzw. eine Aktie) kauft, erhält er/sie einen Strom von Mietzahlungen (bzw. Dividendenzahlungen) und macht einen Gewinn oder Verlust, wenn er/sie das Haus (die Aktie) wieder verkauft. Folglich dürfte sich der Preis eines Hauses nicht sehr stark vom diskontierten Strom der zukünftigen Mieten insgesamt unterscheiden. Bei diesem Modell ist das Verhältnis des Preises (P_t) zur Miete (R_t) positiv korreliert mit der Wachstumsrate der Mieten (g) und negativ korreliert mit dem Diskontfaktor, der die Summe eines risikofreien Satzes (i) und einer Immobilienrisikoprämie (HRP) darstellt. Diese Beziehung kann wie folgt dargestellt werden:

$$\frac{P_t}{R_t} = \frac{(1+g)}{i_t + HRP_t - g}$$

Zwar kann für den risikofreien Satz die Rendite einer langfristigen Staatsanleihe als Näherungswert herangezogen werden, aber sowohl die Immobilienrisikoprämie als auch die zukünftige Wachstumsrate der Mieten sind schwierig zu bewerten. Daher wird in der Praxis häufig das Verhältnis zwischen Immobilienpreis und Miete direkt als Bewertungsindikator herangezogen. Beispielsweise könnte ein Verhältnis zwischen Preis und Miete, das deutlich über seinem historischen Durchschnitt liegt, als Zeichen für eine Überbewertung der Immobilienpreise gewertet werden.

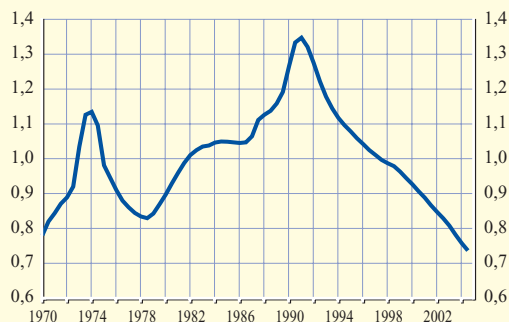
Bei diesem Ansatz sind mehrere Einschränkungen zu berücksichtigen. Erstens unterscheiden sich die Immobilienmärkte hinsichtlich der Liquidität, z. B. aufgrund erheblicher Transaktionskosten und Kreditbeschränkungen. Damit könnten sich anhaltende Unterschiede zwischen Immobilienpreisen und Mieten erklären lassen. Das Modell setzt voraus, dass die Wohnungseigentümer die Mieten rasch an geänderte Immobilienpreise anpassen können, aber dem stehen in vielen Fällen nationale Bestimmungen entgegen. Zweitens kann nicht ausgeschlossen werden, dass eine beobachtete Über- oder Unterbewertung darauf zurückzuführen ist, dass eine der Hypothesen dieses Modells, insbesondere die Hypothese eines konstanten Wachstums der Mieteinnahmen, einer unveränderten Immobilienrisikoprämie oder eines unveränderten Diskontfaktors, nicht zutrifft.

Trotz der oben genannten Einschränkungen ist das Verhältnis zwischen Immobilienpreis und Miete in vielen Fällen ein nützlicher Bewertungsindikator. Abbildung A zeigt die entsprechende Quote in Japan seit Anfang der Siebzigerjahre. Die Immobilienmarktblase Ende der Achtzigerjahre und Anfang der Neunzigerjahre ist deutlich sichtbar, da diese Quote sich zwischen dem Tiefpunkt Ende der Siebzigerjahre und dem Höchststand Anfang der Neunzigerjahre fast verdoppelt hat.

Eine zweite gängige Methode für die Bewertung der Immobilienpreise ist die Schätzung eines eher *strukturellen ökonomischen Modells*. Dieses umfasst Nachfrage- und Angebotsgleichungen für den Wohnungsmarkt. Das Angebot an Wohnimmobilien wird normalerweise durch die

Abbildung A Verhältnis zwischen Immobilienpreisen und Mieten in Japan

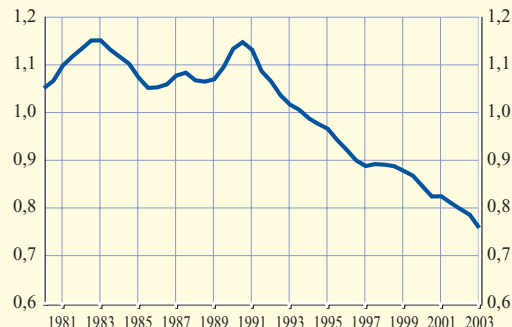
(Durchschnitt zwischen 1970 und 2004 = 1)



Quellen: Statistics Bureau und Japan Real Estate Economic Research Institute.
Anmerkung: Für die Immobilienpreise wird eine Zeitreihe städtischer Grundstückspreise verwendet.

Abbildung B Verhältnis zwischen Immobilienpreisen und verfügbarem Einkommen der privaten Haushalte in Japan

(Durchschnitt zwischen 1970 und 2003 = 1)



Quellen: Japan Real Estate Economic Research Institute und Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung.

Rentabilität des Wohnungsbaus bestimmt, wobei die Baufirmen bestrebt sind, ihre Gewinne zu maximieren. Allerdings verhält sich das Angebot auf kurze Sicht relativ träge, was darauf schließen lässt, dass für diesen Zeithorizont die Nachfrage der Hauptbestimmungsfaktor der Immobilienpreise ist. Da einige Produktionsfaktoren (z. B. Grundstücke) nur begrenzt vorhanden sind, ist es außerdem auch möglich, dass sich das Angebot selbst auf lange Sicht nur relativ langsam anpasst.

Obwohl die in die Immobiliennachfragegleichung eingehenden Erklärungsvariablen stark variieren können, werden im Allgemeinen die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte und die Hypothekenzinsen einbezogen, während die Immobiliennachfrage auch von demographischen Trends beeinflusst werden kann. Alternativ werden häufig Messgrößen für die Finanzierbarkeit verwendet, um den Stand und die wahrscheinliche zukünftige Entwicklung der Immobiliennachfrage zu ermitteln. Eine einfache Messgröße für die Finanzierbarkeit ist das Verhältnis zwischen Immobilienpreisen und dem verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte. Um die zinsbereinigte Finanzierbarkeit zu berechnen, können auch Änderungen der Hypothekenzinsen berücksichtigt werden. Wenn die Finanzierbarkeit bzw. die zinsbereinigte Finanzierbarkeit abnimmt, könnte dies darauf hindeuten, dass sich die Immobilienpreise anders entwickeln als die Entwicklungen bei den Einkommen und den Hypothekenzinsen nahe legen. In dem Fall könnte dies ein Signal für eine Überbewertung der Immobilienpreise sein.

Vorsicht ist auch bei Anwendung des Strukturmodells geboten. Erstens gibt es oft nur eine begrenzte Zahl von erklärenden Variablen, und diese berücksichtigen möglicherweise nicht alle relevanten Informationen. Zweitens gründet sich diese Methode, wie alle ökonomischen Ansätze, auf eine Durchschnittsbetrachtung und könnte bei strukturellen Änderungen der Immobiliennachfrage oder des Immobilienangebots irreführende Ergebnisse liefern.

Trotz der oben genannten Einschränkungen ist die Finanzierbarkeit ein nützlicher Indikator für die Bewertung der Immobilienpreise. Abbildung B zeigt das Verhältnis der Immobilienpreise zum verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte in Japan seit Anfang der Achtzi-

gerjahre. Die Immobilienmarktblase Anfang der Neunzigerjahre ist hier ebenfalls sichtbar, wenn auch weniger deutlich als beim Verhältnis der Immobilienpreise zu den Mieten.

Insgesamt sind bei beiden Methoden stets die jeweiligen Einschränkungen zu berücksichtigen. Diese lassen zumindest den Schluss zu, dass der Wert von Wohnimmobilien mit unterschiedlichen Methoden ermittelt und dabei die aus verschiedenen Indikatoren gewonnenen Informationen miteinander abgeglichen werden sollten.

Der enge Zusammenhang zwischen einer potenziell störungsverursachenden Vermögenspreishaube und einer übermäßigen Kredit- und Liquiditätsschöpfung ist besonders für Zentralbanken bedeutsam, da er in Zeiten, in denen kein anderer Indikator eindeutige Signale in diese Richtung sendet, eine zu expansive Ausrichtung der Geldpolitik anzuzeigen vermag. Bestimmte historische Episoden lassen in der Tat den Schluss zu, dass größere Vermögenspreissteigerungen durch laxer monetäre Bedingungen, die sich nicht unmittelbar in einem Anstieg der Verbraucherpreisinflation niederschlagen, motiviert sein können. Hierfür gibt es verschiedene Erklärungsmöglichkeiten. Zum einen könnten eine verstärkte Kapitalbildung und erwartete kräftige Produktivitätszuwächse während der Entstehung einer Blase zu einer Senkung der Produktionskosten beitragen und somit eine gemäßigte Preisgestaltung der Unternehmen bewirken. Zum anderen könnte der Wechselkurs steigen, wenn die mit einer Blasenbildung einhergehenden verbesserten binnenwirtschaftlichen Aussichten ausländische Investoren anlocken, und damit günstige Bedingungen für einen verhaltenen Anstieg der inländischen Preise schaffen.

Unter diesen Umständen könnten Inflationsprognosen zu einem unpräzisen Indikator für die sich in der Wirtschaft aufbauenden Ungleichgewichte werden. Es ist ganz allgemein sehr schwierig, Prognosen zu erstellen, die den wahrscheinlichen zukünftigen Verlauf der Blase berücksichtigen, da die Wahrscheinlichkeitsverteilung für Alternativszenarien hinsichtlich des möglichen zukünftigen Blasenverlaufs nur schwer zu bestimmen ist.⁶ Hinzu

kommt, dass makroökonomische Modelle im Allgemeinen nicht gut geeignet sind, um die Wechselbeziehungen zwischen finanziellen und realwirtschaftlichen Variablen angemessen abzubilden, da diese häufig durch komplizierte Vertrauens- und Informationsasymmetriekanäle laufen, die naturgemäß nur schwer zu modellieren sind. Daher sind makroökonomische Projektionen vermutlich nicht in der Lage, die Auswirkungen von Bilanzproblemen, die den Blasenverlauf mit hoher Wahrscheinlichkeit begleiten, und insbesondere die Auflösung der Blase mit ausreichender Genauigkeit nachzuvollziehen.

In dieser Hinsicht wäre es vom konzeptionellen Standpunkt her sicherlich sinnvoll, den Projektionshorizont zu verlängern, um so möglicherweise den gesamten Zeitraum der Blasenbildung abzudecken. Diese Empfehlung wird aber gleichzeitig kaum realisierbar sein, da die Schwierigkeit, den verschiedenen Phasen des Blasenverlaufs eine Wahrscheinlichkeit zuzuordnen, mit der Zeitdauer des Szenarios zunimmt. Daher muss jede herkömmliche Inflationsprognose um den Blick auf die gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen erweitert werden. Wie bereits erwähnt, stellen Kredit- und Geldmengenindikatoren wesentliche Komponenten dieser breiter angelegten makroökonomischen Perspektive dar.

⁶ Siehe D. Gruen, M. Plumb und A. Stone, How Should Monetary Policy Respond to Asset-Price Bubbles?, Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper, 03-11, 2003.

3 PREISBLASEN UND GESAMTWIRTSCHAFTLICHE INSTABILITÄT

Vermögenspreisblasen geben stabilitätsorientierten Zentralbanken aus mehreren Gründen Anlass zur Sorge. Wie bereits dargelegt, können Preisblasen wirtschaftliche und finanzielle Entscheidungen verzerren. Aufgrund verschiedener Friktionen werden Vermögenswerte nicht nur als Wertaufbewahrungsmittel genutzt, sondern können auch zur Besicherung von Krediten eingesetzt werden. Wenn der Marktpreis des Kapitalstocks von Unternehmen oder privaten Haushalten jenes Niveau übersteigt, das den künftigen Ertragsströmen entspricht, können sich die Kapitalkosten dadurch verändern, da es für die Unternehmen leichter sein könnte, Mittel am Kapitalmarkt aufzunehmen. Gleichzeitig können dauerhafte

und große Preisblasen die Konsumausgaben fördern, da private Haushalte normalerweise eher geneigt sind, ihre Kapitalgewinne auszugeben, wenn die Vermögenspreise anziehen.

Die plötzliche Umkehr einer Preisblase führt jedoch zu einer Veränderung der wirtschaftlichen Bedingungen, die den Konsum- und Investitionsvorhaben zugrunde lagen. Die Bilanz der Unternehmen und privaten Haushalte verschlechtert sich. Zahlreichen Unternehmen könnte die Rückzahlung ihrer Kredite Schwierigkeiten bereiten, was sich nachteilig auf die Bilanzen der Banken auswirken würde. Außerdem kann eine scharfe Korrektur der Kapitalkosten zu der Erkenntnis führen, dass die Höhe der Investitionen, die zu Zeiten hoher Vermögenspreise getätigt wurden, vermutlich unverhältnismäßig war. Die daraus resul-

Kasten 3

EINIGE STILISIERTE FAKTEN ZU BOOM-BUST-ZYKLEN BEI VERMÖGENSPREISEN

In einer Reihe von Studien wurden in letzter Zeit historische Boom-Bust-Zyklen bei Vermögenspreisen untersucht, um Regelmäßigkeiten hinsichtlich der Kosten von Boomphasen herauszufiltern und zu beurteilen, welche Möglichkeiten es gibt, gefährliche Boom-Entwicklungen bereits im Frühstadium zu erkennen.¹

Eine aktuelle IWF-Umfrage², in der Preiseinbrüche an den Wohnimmobilien- und Aktienmärkten analysiert werden, kommt zu folgenden Schlüssen:

- Preiseinbrüche sind am Wohnungsmarkt weniger häufig als am Aktienmarkt. Bei Immobilienpreisen ist der Zeitraum zwischen dem Hoch- und dem Tiefpunkt im Durchschnitt länger als bei Aktienkursen (vier Jahre, verglichen mit zweieinhalb Jahren). Die Preisrückgänge während solcher Phasen liegen am Immobilienmarkt (Aktienmarkt) durchschnittlich bei rund 30 % (45 %). 40 % (25 %) der Boomphasen am Immobilienmarkt (Aktienmarkt) ziehen Preiseinbrüche nach sich.
- Die im Zusammenhang mit Preiseinbrüchen bei Vermögenspreisen entstehenden Produktionsverluste sind beträchtlich. Die Verluste, die bei typischen Preiseinbrüchen am Immobilienmarkt (Aktienmarkt) entstehen, betragen 8 % (4 %) des BIP.

¹ Siehe EZB-Workshop, Asset Prices and Monetary Policy, unter www.ecb.int/events/conferences/html/assetmp.en.html.

² T. Helbling und M. Terrones, When Bubbles Burst, World Economic Outlook, IWF, April 2003, Kapitel II. Die Verfasser gründen ihre Ergebnisse auf Daten eines Kreises von 14 (bei Immobilienpreisen) bzw. 19 (bei Aktienkursen) Industrieländern in der Zeit von 1959 bis 2002. Baissephasen werden definiert als unteres Quartil der realen Preisrückgänge im Zeitraum zwischen dem Hoch- und dem Tiefpunkt.

- Während bei Immobilienpreiseinbrüchen bei bankenbasierten Finanzsystemen höhere Verluste als bei marktbasierter Systemen entstehen, gilt für Kurseinbrüche am Aktienmarkt das Gegenteil. Alle in den Industriestaaten in der Nachkriegszeit aufgetretenen größeren Banken Krisen gingen mit Preiseinbrüchen am Immobilienmarkt einher.

Ein Working Paper der EZB³ beschäftigt sich schwerpunktmäßig mit den *Boomphasen* bei den aggregierten Vermögenspreisen. Durch Unterscheidung zwischen Boomphasen, die mit hohen und solchen, die mit niedrigen Kosten verbunden waren⁴, lassen sich folgende Fakten ableiten:

- Hochkosten-Booms dauern typischerweise rund ein Jahr länger als Niedrigkosten-Booms (vier Jahre, verglichen mit drei Jahren), führen zum Aufbau größerer realer und finanzieller Ungleichgewichte und werden von stärkeren Immobilienpreisbooms und einer gegen Ende der Haussephasen höheren Inflation begleitet.
- In der Frühphase einer Hausse wird bei Hochkosten-Booms ein höheres reales Geldmen-genwachstum und ein stärkeres reales Kreditwachstum verzeichnet.
- Gegen Ende eines Hochkosten-Booms ist der geldpolitische Kurs üblicherweise lockerer als während eines Niedrigkosten-Booms.⁵

3 C. Detken und F. Smets, Asset Price Booms and Monetary Policy, Working Paper Nr. 364 der EZB, 2004. Die Verfasser verwenden aggregierte Indizes der Vermögenspreise (Quelle: BIZ), die die Preise für private und gewerbliche Wohnimmobilien umfassen, sowie Aktienkurse für 18 Industrieländer für den Zeitraum von 1970 bis 2002. Haussephasen werden definiert als Zeiträume, in denen die realen aggregierten Vermögenspreise um mehr als 10 % über einem rekursiven, sich langsam anpassenden (stochastischen) Trend liegen.

4 Hochkosten-Booms werden definiert als Rückgang um mehr als 3 Prozentpunkte des durchschnittlichen dreijährigen, sich an die Boomphase anschließenden realen BIP-Wachstums gegenüber dem durchschnittlichen realen BIP-Wachstum im Boomjahr selbst.

5 Für die Große Depression in den Vereinigten Staaten wird dieses Ergebnis bestätigt durch L. Christiano, R. Motto und M. Rostagno, The Great Depression and the Friedman-Schwartz hypothesis, Journal of Money, Credit and Banking 35(6), 2003, Teil 2, S. 1119–1197.

tierenden Überkapazitäten bei Anlagen und Betriebs- und Geschäftsausstattungen können die Wirtschaftssubjekte von weiteren Investitionen abhalten und über einen längeren Zeitraum zu einer geringen Ausnutzung des vorhandenen Kapitalstocks beitragen. Beide Phänomene können eine Verlangsamung der konjunkturellen Erholung bewirken.

Die Verbraucher könnten sich ebenfalls veranlasst sehen, ihre Konsumvorhaben einzuschränken, da der Rückgang der Vermögenspreise ihr Vermögen schmälert. Personen mit hohen Hypothekenschulden auf überbewerteten Immobilien könnten feststellen, dass der Anteil ihres Einkommens, den sie für Zins- und Tilgungszahlungen aufwenden müssen, untragbar hoch ist. In dieser Hinsicht deuten empirische Daten tendenziell darauf hin, dass

eine Rückbildung der Preisblase am Immobilienmarkt kostspieliger ist als ein Kursverfall am Aktienmarkt in gleicher Größenordnung. Grund hierfür ist, dass Immobilienvermögen weiter verbreitet ist und stärker zur Besicherung von Krediten herangezogen wird. Kasten 3 bietet eine Übersicht über die wichtigsten stilisierten Fakten in Bezug auf Boom-Bust-Zyklen, bei denen die Möglichkeit einer ungeordneten Korrektur gegeben ist.

Die Schwierigkeiten der Kreditnehmer beim Schuldendienst sowie der Wertverlust unmittelbarer Vermögensbestände können schwerwiegende Bilanzprobleme bei Finanzintermediären verursachen. In dem Versuch, den Zustand ihrer Bilanzen zu verbessern, könnten die Banken zögern, weitere Risiken einzugehen, und würden so den negativen Einfluss ei-

ner Vermögenspreisdeflation auf den Konjunkturverlauf verstärken.

In Extremfällen wie der Weltwirtschaftskrise im vergangenen Jahrhundert führte eine Kombination der genannten Faktoren zu einer Situation, in der es sehr schwierig wurde, das Vertrauen wieder herzustellen und das Ausgabenverhalten neu zu beleben. Die auf das Platzen der Blase folgende Finanzkrise konnte erst nach Jahren behoben werden. Erschwerend kommt oft noch hinzu, dass es Zentralbanken nicht möglich ist, den nominalen Marktzins auf unter null zu senken.

4 REAKTIONEN VON ZENTRALBANKEN AUF VERMÖGENSPREISBLASEN

Die Sorge, dass sich eine Preisblase bei voller Entfaltung in eine Quelle ernsthafter Belastungen für die Volkswirtschaft verwandelt, könnte Grund genug für eine aktive Rolle der Geldpolitik bei vermuteten Fehlentwicklungen an den Märkten für Vermögenswerte sein. Die Frage, ob und – wenn ja – in welchem Ausmaß und in welcher Form eine Zentralbank unter diesen Umständen eingreifen sollte, ist umstritten. Kasten 4 gibt einen Überblick über die jüngste wissenschaftliche Debatte zu diesem Thema.

Zwei radikale Vorschläge haben eine gewisse Aufmerksamkeit erlangt, blieben aber letztlich ohne ausreichende Unterstützung. Einer dieser Vorschläge besteht darin, einen Vermögenspreisindex zu einer Zielvariablen zu machen, indem man Vermögenspreise in den Preisindex einbezieht, anhand dessen die Zentralbank Preisstabilität definiert. Abgesehen davon, dass die theoretischen Grundlagen dieser Argumentation, wie in Kasten 4 dargelegt, fragwürdig sind, gibt es auch noch zahlreiche praktische Umsetzungsprobleme, die diesen Ansatz als gangbaren Weg für die Geldpolitik ausschließen.

Eine zweite den Zentralbanken im Falle einer abnormen Entwicklung der Vermögenspreise

zur Verfügung stehende Option wäre, die Blase zum Platzen zu bringen, sobald genügend Hinweise darauf vorliegen, dass sich tatsächlich eine Blase bildet. In diesem Fall könnte bereits ein fortgeschrittenes Entwicklungsstadium der Blase erreicht sein, bevor die Zentralbank mit einer kräftigen Straffung der Geldpolitik interveniert, um Spekulationen entgegenzuwirken. Dabei wird von der Annahme ausgegangen, dass eine solche Korrekturmaßnahme aufgrund eines beträchtlichen Anstiegs der Kosten für die Haltung einer spekulativen Position am Markt die Liquidation der am stärksten überzogenen Positionen notwendig machen würde. Die Erfahrung zeigt allerdings, dass die Marktreaktion auf einen derart abrupten Wandel der monetären Bedingungen in hohem Maße unvorhersehbar ist. Daneben können Versuche, die Blase zum Platzen zu bringen, sehr starke Veränderungen der Zinssätze erfordern, was gravierende Risiken für die Volkswirtschaft bedeuten könnte. Zudem könnte sich die Blase in einer ersten Phase selbst gegenüber aggressiven Zinsanhebungen als widerstandsfähig erweisen. In der zweiten Phase können dann aber bereits marginale Zinserhöhungen eine allgemeine Veräußerungswelle auslösen, wodurch die kontraktiven Auswirkungen der geldpolitischen Straffung verstärkt werden könnten.⁷ Aus diesen Gründen ist ein „Anstechen der Blase“ keine tragfähige Option für eine stabilitätsorientierte Zentralbank.

Ein dritter Ansatz hat in der geldpolitischen Debatte die Unterstützung einiger Experten gefunden. Unter dem Strich geht es dabei um eine vorsichtige Politik, die sich bereits im Anfangsstadium einer Blasenbildung entgegenstellt. Die Zentralbank würde als Reaktion auf einen inflationären Vermögensmarkt einen

⁷ Viele Analysten haben die Stärke und Dauer der Weltwirtschaftskrise dem Versuch des Federal Reserve System zugeschrieben, eine bestehende Aktienmarktblase zum Platzen zu bringen. Siehe zum Beispiel E. White, *When the ticker ran late: The stock market boom and crash of 1929*, in: E. White (Hrsg., 1990), *Crashes and Panics: The Lessons from History*, Homewood, Ill.: Dow-Jones Irwin, 1990, S. 143–187.

Kasten 4

DIE WISSENSCHAFTLICHE DEBATTE ÜBER VERMÖGENSPREISE ALS ZIELGRÖSSE DER GELDPOLITIK

Der radikalste Vorschlag zur Rolle der Vermögenspreise bei der Durchführung der Geldpolitik besteht darin, die Vermögenspreise direkt in den Preisindex einzubeziehen, anhand dessen die Preisstabilität definiert wird. Er stammt ursprünglich von Alchian und Klein (1973), die argumentierten, dass sich eine Zentralbank vom Wohlfahrtsstandpunkt aus mit der Preisstabilität sowohl für die laufenden als auch die zukünftigen Kosten für Konsumgüter befassen sollte, indem sie sich auf einen „Lebenskostenindex“ konzentriert. Die Vermögenspreise sollten dabei als Näherungswert für die zukünftigen Verbraucherpreise dienen, die faktisch nicht beobachtbar sind. In jüngster Zeit wurde dafür plädiert, zumindest die Preise für Wohnimmobilien wegen ihrer günstigen Prognoseeigenschaften für die zukünftige Verbraucherpreisinflation einzubeziehen.¹ Außerdem wurde argumentiert, dass in Zeiten, in denen die Präferenzen ständig zwischen laufenden und zukünftigen Konsumausgaben wechseln, nur ein „Lebenskostenindex“ ein unverzerrter Indikator sei.²

In der wissenschaftlichen Fachliteratur werden mehrere konzeptionelle und praktische Probleme genannt, die mit einer Einbeziehung der Vermögenspreise in den geldpolitisch relevanten Preisindex verbunden wären.

1. Die Vermögenspreise dürften aus mindestens zwei Gründen ein schlechter Näherungswert für die zukünftigen Güterpreise sein. Erstens müsste der entsprechende Vermögenspreisindex theoretisch alle Vermögensgegenstände erfassen, einschließlich des Humankapitals und des Wertes der langlebigen Konsumgüter. Zweitens können sich die Vermögenspreise in Richtungen entwickeln, die nicht mit den Erwartungen bezüglich der zukünftigen Inflation in Einklang stehen. Um die Vermögenspreisinflation messen und angemessen darauf reagieren zu können, müsste die Zentralbank in der Lage sein, den fundamentalen Wert von Vermögensgegenständen zu bestimmen.³
2. Die Festlegung eines Ziels für die Vermögenspreise durch deren Einbeziehung in den entsprechenden Preisindex und eine daraus resultierende mehr oder weniger mechanische geldpolitische Reaktion würde Moral-Hazard-Probleme hinsichtlich des Risikoverhaltens der Investoren nach sich ziehen. Die Risikobereitschaft würde in der Erwartung, dass die Geldpolitik um eine Stabilisierung der Vermögenspreise bemüht ist, zunehmen.⁴
3. Infolge der zwischen Vermögenspreisbestimmung und vorausschauender geldpolitischer Ausrichtung bestehenden Zirkularität könnte es zu einer „Inflationsindeterminiertheit“ kommen. Wenn die Zentralbanken auf Vermögenspreisentwicklungen geldpolitisch reagie-

1 Siehe A. Alchian und B. Klein, On a Correct Measure of Inflation, *Journal of Money, Credit and Banking*, 5(1), 1973, S. 173-191. Argumente für die Einbeziehung eines Preisindex für Wohnimmobilien in den Index, den die Zentralbank als Zielgröße verwendet, finden sich in C. Goodhart, What Weight Should Be Given to Asset Prices in the Measurement of Inflation?, *The Economic Journal*, 111, 2001, S. 335-356, und C. Goodhart und B. Hofmann, Do Asset Prices Help to Predict Consumer Price Inflation?, *The Manchester School Supplement*, 68, 2000, S. 122-140.

2 Siehe M. Bryan, S. Cecchetti und R. O'Sullivan, A Stochastic Index of the Cost of Life, in: W. Hunter, G. Kaufmann und M. Pomerleano (Hrsg.), *Asset price bubbles*, MIT Press, Cambridge, 2003.

3 Siehe A. Filardo, Monetary Policy and Asset Prices, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, third quarter, 2000. Siehe auch E. Diewert, Harmonized Indexes of Consumer Prices: Their Conceptual Foundations, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 138 (4), 2002, S. 547-637, und F. Smets, Financial Asset Prices and Monetary Policy: Theory and Evidence, CEPR Discussion paper, 1751, 1997.

4 C. Goodhart und H. Huang, A Model of the Lender of Last Resort, Working Paper des IWF, 99/39, 1999.

ren und die Vermögenspreise selbst zumindest teilweise das Ergebnis der Erwartungen von privaten Wirtschaftsakteuren bezüglich des zukünftigen geldpolitischen Kurses sind, dann können die Inflationserwartungen – unter bestimmten Bedingungen – zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung werden. Die Inflationsrate wird dann „undeterminiert“ und wäre möglicherweise sehr volatil.⁵

4. Wenn die Zentralbank bei der Verfolgung ihres Ziels der Verbraucherpreisstabilität erfolgreich und glaubwürdig ist, dann wird dies auch die Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Inflationsraten stabilisieren. In dem Fall ist nicht klar, was dadurch gewonnen wird, dass man ein explizites Ziel für einen (notwendigerweise unzulänglichen) Näherungswert der zukünftigen Verbraucherpreise anstrebt.⁶ Man könnte sogar die Ansicht vertreten, dass in diesem Fall die Zentralbank den Verbraucherpreisaufrtrieb in ihrem Datenspektrum doppelt erfasst.
5. Es müsste auch festgelegt werden, wie die laufenden Konsumgüterpreise und Vermögenspreise gewichtet werden sollen. Auf der Grundlage der traditionellen Anteile an den Ausgaben könnte das Gewicht der Vermögenspreise durchaus mehr als 90 % betragen, was zu einer extrem volatilen Geldpolitik führen würde. Bei anderen Methoden richten sich die Anteile nach der Prognostizierbarkeit der zukünftigen Verbraucherpreise. Die Ergebnisse unterscheiden sich je nach gewählter Methode ganz erheblich.⁷
6. Die Geldpolitik kann die fundamentalen Faktoren, die die Vermögenspreise auf lange Sicht beeinflussen, nicht steuern. Versuche einer mechanischen Steuerung der Vermögenspreise könnten sich rasch als vergeblich erweisen.

5 B. Bernanke und M. Woodford, Inflation Forecasts and Monetary Policy, *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(4), 1997, S. 663-684.

6 Siehe B. Bernanke und M. Gertler, Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?, *American Economic Review*, 91, 2001, S. 253-257. Siehe auch S. Cecchetti, H. Genberg und S. Wadhvani, Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework, 2003, in: W. Hunter, G. Kaufmann und M. Pomerleano (Hrsg.), *Asset price bubbles*, MIT Press, Cambridge.

7 Siehe beispielsweise Bryan, Cecchetti, O'Sullivan, a.a.O., 2003.

etwas strafferen geldpolitischen Kurs einschlagen als dies bei ähnlichen gesamtwirtschaftlichen Perspektiven unter normaleren Marktbedingungen der Fall wäre. Auf diese Weise würde die Zentralbank schon in einem frühen Stadium der Marktentwicklung mit eher übergroßer Vorsicht agieren, um zu vermeiden, dass sie die Blase durch eine akkommodierende Politik nährt. Sie würde damit möglicherweise auf kürzere Sicht eine gewisse Abweichung von ihrem Ziel der Preisstabilität in Kauf nehmen, um so langfristig die Aussichten für die Gewährleistung der preislichen und wirtschaftlichen Stabilität zu verbessern.

Eine solche Politik des frühzeitigen „Gegensteuerns“ birgt verhältnismäßig geringe Risiken, wenn ein Kursanstieg am Aktien-

markt aus der Verbreitung optimistischer Erwartungen über zukünftige Produktivitätsfortschritte resultiert. Sollten sich diese Erwartungen ex post als übertrieben herausstellen, dann wäre die Entscheidung, die Geldpolitik zu einem frühen Zeitpunkt zu straffen, rückblickend gerechtfertigt, da eine weniger akkommodierende geldpolitische Ausrichtung den Einfluss der Geldpolitik auf eine nicht begründete kollektive Euphorie verringert hätte. Restriktivere Kreditbedingungen im Anfangsstadium einer Blasenbildung würden den Spielraum für Marktbewertungen vermutlich einengen und damit letztendlich dafür sorgen, dass der Umkehrprozess die Stabilität der Gesamtwirtschaft beeinträchtigt. Sollten sich umgekehrt die optimistischen Erwartungen des privaten Sektors ex post bestätigen, dann würden die mit einer etwas restriktiveren Poli-

tik einhergehenden Kosten durch die erweiterten Produktionsmöglichkeiten und verbesserten Wachstumsaussichten der Volkswirtschaft in Grenzen gehalten.

Eine Politik des Gegensteuerns erschiene umso attraktiver, je höher die Kosten wären, die die Zentralbank starken, fundamental nicht gerechtfertigten Veränderungen in der Bewertung von Vermögensgegenständen zuschreibt, und je größer das Risiko wäre, dass Marktbebewegungen – würde man ihnen nicht entgegenwirken – im Lauf der Zeit an Dynamik gewinnen.

Ein Argument für eine solche Politik ist die Symmetrie. Die Zentralbank würde nämlich Erwartungen, dass sie zur Stützung der Wirtschaft nur im Falle eines starken Einbruchs der Vermögenspreise, nicht aber bei einem Anstieg der Preise eingreift, eine Abfuhr erteilen. Da die Anleger sich nicht gegen Abwärtsrisiken abgesichert sähen, würde dadurch einer systematischen Unterbewertung des Risikos an den Märkten entgegengewirkt. Eine bessere Einschätzung der Risiken würde die Motivation für Händler und Banken verringern, spekulative Strategien zu verfolgen bzw. übermäßig risikoreiche Positionen aufzubauen. Dadurch würden der Blase die Impulse entzogen, sich weiter zu entwickeln.

Die diesem Ansatz eigene Symmetrie würde sich auch positiv auf die Gestaltung der Geldpolitik nach dem Platzen einer Blase auswirken. In dieser Phase könnten Maßnahmen zur Bekämpfung deflationärer Tendenzen umgesetzt werden, ohne das Risiko einzugehen, in Zukunft leichtsinniges Verhalten („Moral Hazard“) zu fördern.

Trotz dieser Vorzüge bringt eine gegensteuernde Politik auch Risiken mit sich. Zunächst darf nicht vergessen werden, dass Preisblasen häufig das Ergebnis fundamentaler struktureller Ungleichgewichte sind, die durch andere Maßnahmen wirksam angegangen werden können. Solche Politikmaßnahmen, wie etwa bankenaufsichtliche Regelungen, Änderungen

des Steuerrechts oder eine generelle Überprüfung der staatlichen Subventionen und Transferleistungen, wären oft die beste Lösung zur Beseitigung struktureller Ungleichgewichte, die der Grund für die unhaltbare Entwicklung der Vermögenspreise sind. Sodann kann eine ungeordnete Marktreaktion auf eine Intervention der Geldpolitik niemals vollständig ausgeschlossen werden, selbst wenn die Politik in kleinen Schritten über einen längeren Zeitraum vollzogen wird.

Ein solcher Ansatz könnte schließlich auch als eine recht mechanistische Reaktion auf Vermögenspreisentwicklungen aufgefasst werden. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass eine angemessene geldpolitische Antwort auf mutmaßliche Verzerrungen der Vermögenspreise in einer einfachen, um einen Vermögenspreisindex erweiterten Reaktionsregel zu finden ist.

5 GELD, VERMÖGENSPREISE UND DIE GELDPOLITISCHE STRATEGIE DER EZB

Die obigen Darlegungen haben einige Grundsätze aufgezeigt, auf denen eine umsichtige Geldpolitik in einer Situation, die durch eine vermutete Überbewertung der Vermögensgegenstände gekennzeichnet ist, beruhen kann. Die geldpolitische Strategie der EZB kann als strategischer Rahmen betrachtet werden, der diesen Grundsätzen Rechnung trägt.

Das vorrangige Ziel der EZB gemäß EG-Vertrag ist eindeutig die Gewährleistung von Preisstabilität. Die EZB legt kein Preisziel für Vermögenswerte fest. Die Marktkräfte stellen zumeist durch die freie Gestaltung der relativen Preise eine effiziente Ressourcenallokation sicher.

Die mittelfristige Orientierung der Geldpolitik der EZB spiegelt die Notwendigkeit wider, die Auswirkungen wirtschaftlicher Schocks – darunter auch jener, die die Vermögenspreise beeinflussen – über hinreichend lange Zeiträume zu analysieren. Ein längerer Zeithorizont ist eine wesentliche Voraussetzung, um alle

Implikationen von Vermögenspreiszyklen geringerer Frequenz aufspüren zu können. Dieser geldpolitische Ansatz vermindert die Gefahr, dass eine Zentralbank durch eine kurzfristige Ausrichtung ihrer Geldpolitik Risiken für die Preisstabilität auf längere Frist übersieht.

Die Zwei-Säulen-Strategie der EZB beruht auf einem breiten analytischen Rahmen, der auch nützlich sein kann, um dem Problem der Identifizierung von fundamentalen Verzerrungen der Vermögenspreise zu begegnen und die komplexen Auswirkungen von Vermögenspreisbewegungen auf die Wirtschaft zu ermitteln.⁸ Im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse beobachtet die EZB die Vermögenspreise als Vorlaufindikatoren der konjunkturellen Entwicklung und bewertet deren Auswirkungen auf das Ausgabeverhalten und die Verbraucherpreisbildung auf kurze bis mittlere Sicht. Ein besseres Verständnis der Erwartungen erleichtert die Beurteilung der Aussichten für die Verbraucherpreis-inflation auf kurze Sicht. Eine zentrale Komponente der wirtschaftlichen Analyse ist zugleich die Untersuchung der Auswirkungen von Aktien- und Immobilienpreisbewegungen auf das Vermögen, die Kapitalkosten und die Bilanzpositionen verschiedener Sektoren des Euro-Währungsgebiets und – über diese Kanäle – auf den Konsum und die Investitionen. Anhand dieses Aspekts der wirtschaftlichen Analyse lässt sich bemessen, inwieweit voraussichtlich auf kurze bis mittlere Sicht von vermögenspreisinduzierten Verschiebungen des Gleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage Druck auf die Verbraucherpreise ausgeübt wird.

Im Zuge der monetären Analyse spielt die Beurteilung von Geldmenge und Kreditvergabe eine wichtige Rolle bei der Einschätzung der mittel- bis langfristigen Aussichten für die Preisentwicklung. Diese ergänzende Perspektive gibt einen Einblick in das Zusammenspiel zwischen der Preisbildung am Markt und der Kredit- und Liquiditätsschöpfung im Finanzsektor. Die monetäre Analyse kann dazu bei-

tragen zu ermitteln, inwieweit großzügig bewertete Vermögensgegenstände auf eine zu hohe Liquiditätsschöpfung und Kreditvergabe zurückzuführen sind und gleichzeitig ursächlich hierfür werden können. Diesen Zusammenhang festzustellen und zu verstehen hilft der EZB dabei, sich eine Meinung darüber zu bilden, ob eine beobachtete Bewegung bei den Vermögenspreisen bereits erstes Anzeichen einer entstehenden nicht tragbaren Blase ist. Die konstruierten Indikatoren der „Überschussliquidität“ – auch als die Geldmenge, die sich aus Standardmodellen zur Geldnachfrage ergibt, definiert – und der „übermäßigen Kreditvergabe“ liefern der Zentralbank wertvolle quantitative Hinweise. So können solche Angaben einen lockereren geldpolitischen Kurs signalisieren, als aus der wirtschaftlichen Analyse und den Projektionen zur Verbraucherpreis-inflation hervorgeht. Neben den herkömmlicheren Bestimmungsgrößen für die Überbewertung von Vermögensgegenständen können sie dazu beitragen, einen Verdacht zu erhärten, dass sich unter Umständen gerade eine Blase bildet.

Durch die Gegenprüfung der wirtschaftlichen anhand der monetären Analyse verlängert sich der Zeitraum, über den hinweg die EZB die wahrscheinliche Entwicklung der Verbraucherpreise ermittelt. Dank der mittel- bis langfristigen Ausrichtung der monetären Säule und der systematischen Beobachtung der Geldmengen- und Kreditentwicklung im Rahmen der monetären Analyse wird sichergestellt, dass die Zwei-Säulen-Strategie die potenzielle Bedeutung dieser Entwicklungen als Antriebskräfte für die mittel- bis langfristige Verbraucherpreis-inflation nicht außer Acht lässt. Aus diesem Grund hat dieser Ansatz einen wichtigen positiven Nebeneffekt, da er den mit nicht tragfähigen Vermögenspreissteigerungen verbundenen Risiken Rechnung trägt. Darüber hinaus kann er dazu beitragen, unhaltbare Entwicklungen im Bereich der Bewertung von Vermögensgegenständen in Grenzen zu halten. Schließlich lässt sich an-

⁸ Siehe EZB, Die Geldpolitik der EZB, 2004.

hand dieser Gegenprüfung auch besser feststellen, ob der eingeschlagene geldpolitische Kurs angemessen ist. Frühzeitige Hinweise auf ein Zusammenspiel zwischen sprunghaft steigenden Aktien- oder Immobilienpreisen im Euro-Währungsgebiet und einer zu reichlichen Liquiditätsversorgung würden zu erhöhter Wachsamkeit führen.

Das Mandat der EZB, eine speziell auf die Interessen des Euro-Währungsgebiets ausgerichtete Perspektive einzunehmen, gewährleistet, dass die wirtschaftliche und monetäre Analyse sämtliche Gegebenheiten mit euro-raumweiter Dimension fest im Blick hat. Dies bedeutet aber nicht, dass regionale Entwicklungen – wie etwa größere Fehlentwicklungen bei den Immobilienpreisen in mehreren Regionen – unbemerkt bleiben. Sie müssen vielmehr sorgsam begutachtet werden, um die Art der Schocks sowie deren Potenzial, die Stabilität des Währungs- und Finanzsystems im gesamten Euro-Währungsgebiet zu erschüttern, besser verstehen zu können. Hinweise auf Ansteckungs- und Spillover-Effekte infolge eines integrierten Kreditsystems müssen in vollem Umfang berücksichtigt werden. All diese Informationen sind wichtig für die geldpolitische Entscheidungsfindung.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Vermögenspreisblasen stellen Zentralbanken vor zahlreiche Herausforderungen. Entsprechende Ereignisse in der Vergangenheit haben gezeigt, dass sie sich schnell zu entwickeln vermögen und die durch das Platzen der Blase verursachten volkswirtschaftlichen Kosten sehr hoch sein können.

Vermögenspreisblasen sind schwer in Echtzeit festzustellen und werden daher häufig erst im Nachhinein als solche erkannt. Dessen ungeachtet gibt es offensichtlich eine Reihe von Instrumenten, die bei der Identifizierung von Blasen hilfreich sein können.

Vermögenspreise sind keine Zielgröße für die EZB. Im Hinblick auf die Gewährleistung längerfristig stabiler Verbraucherpreise muss

sie Vermögenspreisbewegungen jedoch sehr genau beobachten. In diesem Zusammenhang dürfte die hervorgehobene Rolle, die die EZB der Geldmenge und der Kreditvergabe im Rahmen ihrer Strategie beimisst, bei der Beurteilung der Vermögenspreisentwicklung und der Frage, inwieweit diese auf längere Sicht ein Risiko für die Preisstabilität darstellt, von Nutzen sein.

VERGLEICHBARKEIT VON STATISTIKEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET, DIE VEREINIGTEN STAATEN UND JAPAN

AUFSÄTZE

Vergleichbarkeit von Statistiken für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan

Die internationale Vergleichbarkeit maßgeblicher makroökonomischer Indikatoren spielt in der wirtschaftlichen und monetären Analyse eine immer wichtigere Rolle. Die Wirtschaftslage im Euro-Währungsgebiet wird regelmäßig anhand eines Vergleichs mit zwei anderen großen Volkswirtschaften, den Vereinigten Staaten und Japan, beurteilt. Unterschiede in den statistischen Konzepten, der Datenabdeckung, den Bilanzierungsregeln sowie in den Methoden zur Datenerstellung beeinträchtigen jedoch die Vergleichbarkeit des Datenmaterials. Bei der weltweiten Harmonisierung der Statistiken wurden in den letzten Jahren beträchtliche Fortschritte erzielt. Zwar sind die Schlüssel- bzw. Headline-Indikatoren für das Eurogebiet, die Vereinigten Staaten und Japan häufig nicht vollständig miteinander vergleichbar, doch können bestimmte Bereinigungen vorgenommen bzw. alternative statistische Indikatoren erstellt werden, die eine Gegenüberstellung ermöglichen. Allerdings spiegeln die Schlüsselindikatoren oft gewisse Besonderheiten der betreffenden Volkswirtschaften wider, sodass eine vollkommene Harmonisierung dieser Indikatoren zwischen Eurogebiet, Vereinigten Staaten und Japan unter Umständen einen Verlust relevanter Informationen beinhalten könnte.

I EINLEITUNG

Der Vergleich makroökonomischer Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet mit den entsprechenden Indikatoren für die Vereinigten Staaten und Japan ist ein wesentlicher Bestandteil der monetären, wirtschaftlichen und strukturellen Analysen. Länderübergreifende Vergleiche geben eine Messgröße der relativen Wirtschaftslage dieser Länder an die Hand und ermöglichen es darüber hinaus, die Auswirkungen unterschiedlicher institutioneller Merkmale auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu analysieren.

Eine exakte vergleichende Analyse zwischen Euro-Währungsgebiet, Vereinigten Staaten und Japan wird durch vergleichbare statistische Daten erheblich erleichtert. Von grundlegender Bedeutung ist es daher, die Unterschiede zwischen den einzelnen Indikatoren zu erläutern und zusätzliche Indikatoren bzw. Schätzungen, die internationale Vergleiche erlauben, zur Verfügung zu stellen.

Die internationale Harmonisierung makroökonomischer Statistiken ist im vergangenen Jahrzehnt dank der Verfeinerung und Umsetzung internationaler Standards in verschiedenen Statistikbereichen weit vorangeschritten. Tabelle 1 gibt einen Überblick über die wichtigsten methodischen Entwicklungen der letzten Zeit. Ungeachtet dieser Verbesserungen ist der interna-

tionale Vergleich von Wirtschaftsindikatoren nach wie vor eine komplexe Angelegenheit. Analysen deuten darauf hin, dass Unterschiede in den Konzepten sowie bei der Abdeckung, den Bilanzierungsregeln und den Methoden zur Datenerstellung die Hauptursachen für eine eingeschränkte Vergleichbarkeit der Statistiken sind. Darüber hinaus setzt die Nutzung gleicher statistischer Messgrößen für Marktwirtschaften mit unterschiedlichen institutionellen Rahmenbedingungen eine sorgfältige Analyse voraus. So kann beispielsweise die Sparquote der privaten Haushalte, die in Übereinstimmung mit den Konzepten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen gemessen wird, je nach dem für die Altersvorsorgesysteme geltenden institutionellen Rahmen recht unterschiedlich ausfallen.¹

Der vorliegende Aufsatz befasst sich schwerpunktmäßig mit der statistischen Vergleichbarkeit ausgewählter Schlüsselindikatoren für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan, ohne auf Fragen der Vergleichbarkeit im Zusammenhang mit den institutionellen Rahmenbedingungen einzugehen. Dabei werden insbesondere solche Indikatoren herangezogen, die von der EZB bei der Durchführung der Geldpolitik sorgfältig beobachtet werden.²

1 Siehe „Comparison of household saving ratios: euro area/ United States/Japan“, EZB/OECD, 9. Juni 2004.

2 Die monetären Aggregate werden in diesem Aufsatz nicht behandelt, da ihre Abgrenzung und Ermittlung von institutionellen Eigenschaften abhängt.

Tabelle I Die wichtigsten internationalen methodisch-statistischen Entwicklungen der letzten Zeit

Statistikbereich	Bezeichnung	Veröffentlichungsdatum ¹⁾	Maßgebende internationale Organisation(en)
Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen	System of National Accounts 1993 (SNA 93)	1993	Statistikabteilung der Vereinten Nationen (United Nations Statistical Division – UNSD), IWF, Weltbank, Europäische Kommission (Eurostat), OECD
Arbeitsmarktstatistiken	Internationale Empfehlungen zu Arbeitsmarktstatistiken ²⁾	1919–2004	Internationale Arbeitsorganisation (IAO)
Monetäre und Finanzstatistiken	Monetary and Financial Statistics Manual Compilation Guide on Financial Soundness Indicators	2000 2003	IWF IWF
Statistiken zu den öffentlichen Finanzen	Government Finance Statistics Manual 2001	2001	IWF
Zahlungsbilanzstatistiken	Balance of Payments Manual	1993	IWF
Statistiken zur Auslandsverschuldung	External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users	2003	IWF, BIZ, Eurostat, OECD, Weltbank
Währungsreserven	Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity (Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität)	1999	IWF
Außenhandelsstatistiken	International Merchandise Trade Statistics: Compilers Manual	2003	UNSD, Welthandelsorganisation (WTO), Weltzollorganisation (WZO), IWF, OECD, Eurostat
Nomenklatur der Produkte	Standard International Trade Classification (Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel), 3. Überarbeitung (SITC, Rev. 3)	1986	UNSD
Nomenklatur der Wirtschaftszweige	International Standard Industrial Classification of All Economic Activities (Internationale Standardklassifikation der Wirtschaftszweige) (ISIC Rev. 3.1)	2002	UNSD
Verbraucherpreisindex	Consumer Price Index Manual: Theory and Practice	2004	IAO, IWF, OECD, Eurostat, Wirtschaftskommission der Vereinten Nationen für Europa (UNECE), Weltbank
Erzeugerpreisindex	Producer Price Index Manual: Theory and Practice	2004	IAO, IWF, OECD, UNECE, Weltbank
Ausfuhr- und Einfuhrpreisindex	IMF Export and Import Price Index Manual	2004	IWF, IAO, OECD, UNECE, Weltbank

Anmerkung: Nähere Einzelheiten zu den methodischen Arbeiten auf dem Gebiet der Statistik finden sich auf der Website der UNSD: <http://unstats.un.org/unsd/progwork/>.

1) Datum der ersten Veröffentlichung.
2) Arbeitsmarktstatistiken werden auch von den SNA-93-Standards abgedeckt.

Der Aufsatz ist wie folgt gegliedert: Abschnitt 2 enthält einen Überblick über die Faktoren, die die Vergleichbarkeit beeinträchtigen, sowie eine zusammenfassende Würdigung der Schlüsselindikatoren. In Abschnitt 3 wird die Vergleichbarkeit einiger dieser maßgeblichen

Wirtschaftsindikatoren, nämlich der Inflationsraten, des BIP, der Lohnstückkosten, Bankkreditaggregate, Verschuldungsindikatoren und des Finanzierungssaldos des Staates, näher untersucht. Im Hinblick auf ihre internationale bzw. mangelnde Vergleichbarkeit sind

diese Statistiken von besonderem Interesse. Wo immer möglich werden die Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet einem gründlichen Vergleich mit den entsprechenden US-amerikanischen und japanischen Statistiken unterzogen. Aufgrund von Datenrestriktionen ist eine systematische Analyse der Vergleichbarkeit japanischer Statistiken nicht immer möglich. Abschnitt 4 enthält die Schlussbemerkungen.

2 EINFLUSSFAKTOREN AUF DIE VERGLEICHBARKEIT VON STATISTIKEN

Im Wesentlichen sind vier Faktoren feststellbar, die sich auf die Vergleichbarkeit von Statistiken auswirken, und zwar: 1) Unterschiede in den statistischen Konzepten und den damit zusammenhängenden detaillierten Definitionen, 2) Unterschiede in der Datenabdeckung, 3) unterschiedliche Praktiken in Bezug auf die Bilanzierungsregeln und 4) unterschiedliche Methoden zur Datenerstellung.

Erstens kann die Verwendung unterschiedlicher Konzepte und damit zusammenhängender detaillierter Abgrenzungen Auswirkungen auf die Vergleichbarkeit haben. So orientieren sich beispielsweise mehrere Euro-Länder beim statistischen Ausweis ihrer Arbeitslosenzahlen an administrativen Definitionen (d. h. sie weisen die bei staatlichen Arbeitsämtern gemeldeten Personen aus), die aber von der standardisierten Definition der Arbeitslosigkeit abweichen. Vergleichbare Arbeitslosenstatistiken werden unter Zugrundelegung der Definitionen der Internationalen Arbeitsorganisation (IAO) erstellt. Danach sind Arbeitslose definiert als Personen im erwerbsfähigen Alter, die im Referenzzeitraum ohne Arbeit sind, dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen und Schritte unternommen haben, um eine Tätigkeit zu finden. In allen drei Wirtschaftsregionen werden die vergleichbaren statistischen Daten zur Arbeitslosigkeit im Rahmen einer Stichprobe bei privaten Haushalten³ nach Maßgabe der IAO-Richtlinien erhoben. Einige geringfügige Divergenzen –

beispielsweise bezüglich der Festlegung der Altersabgrenzung – bestehen aber weiter fort.

Zweitens kann die Abdeckung der nationalen Daten hinsichtlich der räumlichen Erfassung im Wirtschaftsgebiet, des Berichtskreises oder der Wirtschaftszweige voneinander abweichen. So beziehen sich die US-Statistiken zu den Lohnstückkosten beispielsweise nur auf den gewerblichen Bereich ohne Landwirtschaft, während der entsprechende Headline-Indikator für das Eurogebiet die gesamte Wirtschaft einbezieht.

Drittens ergeben sich Unterschiede bei den Praktiken hinsichtlich der auf die Ursprungsdaten angewandten Bilanzierungsregeln. Beeinflusst wird die Datenvergleichbarkeit insbesondere durch die Anwendung unterschiedlicher Bewertungsmethoden, wie beispielsweise Marktwerte versus Nominalwerte, oder unterschiedlicher Erfassungszeiträume. Den Statistiken über die öffentlichen Finanzen liegen unterschiedliche Erfassungsperioden zugrunde. Im Euro-Währungsgebiet werden sie kalenderjährlich veröffentlicht, in den Vereinigten Staaten und Japan werden sie dagegen auf der Grundlage des Fiskaljahres (das wiederum in beiden Ländern verschieden ist⁴) erstellt.

Viertens kann die Vergleichbarkeit auch durch die Anwendung unterschiedlicher Verfahren zur Erstellung der aggregierten Zahlen eingeschränkt sein. So veröffentlicht das Euro-Währungsgebiet beispielsweise konsolidierte Daten zur Verschuldung der öffentlichen Haushalte, während in den Vereinigten Staaten und Japan eine nicht konsolidierte Präsentation der Daten zur Staatsverschuldung üblich ist.

Tabelle 2 gibt einen Überblick über die Vergleichbarkeit ausgewählter Statistiken. Die im

3 Die Erhebung von statistischen Daten zur Arbeitslosigkeit erfolgt im Rahmen der sog. Arbeitskräfteerhebungen.

4 Als Fiskaljahr gilt in den Vereinigten Staaten der Zeitraum von Oktober bis September des Folgejahres, in Japan der Zeitraum von April bis März.

Tabelle 2 Übersicht über die Vergleichbarkeit ausgewählter Indikatoren

Headline-Indikatoren des Euro-Währungsgebiets	Zu vergleichen mit	Beurteilung	
		Vereinigte Staaten	Japan
HVPI	VPI ohne unterstellte Mieten	Vergleichbar (Produkterfassung ähnlich wie HVPI-Definitionen)	Vergleichbar (Produkterfassung ähnlich wie HVPI-Definitionen)
BIP	Headline	Nahezu vergleichbar (nominales BIP: leichte Abweichungen bei der Behandlung von Softwareausgaben, Schattenwirtschaft, Militärausgaben, FISIM; Veränderung des BIP-Volumens: leichte Abweichungen bei der Behandlung von Qualitätsänderungen, Output des Nichtmarktsektors und der gewählten Messzahl)	Vergleichbar
Konsumausgaben	Headline	Vergleichbar	Vergleichbar
Investitionen	Headline bereinigt (USA)	Besser vergleichbar (nach Bereinigung um erfassungsbedingte Differenzen bei den Kriegswaffen, aber keine Bereinigung um erfassungsbedingte Differenzen bei der Kapitalisierung von Software)	Vergleichbar
Lohnstückkosten	Headline bereinigt (USA)	Vergleichbar (nach Bereinigung um Veränderungen des BIP-Volumens; Ausdehnung des Nichtagrarsektors auf die Gesamtwirtschaft und Verwendung der Zahl der Erwerbstätigen anstelle der geleisteten Arbeitsstunden für die Beschäftigungsdefinition)	Informationen nicht verfügbar
Arbeitskostenindex	– (kein Vergleich möglich)	Nicht vergleichbar (unterschiedliche Definition: Indikator des Eurogebiets bezieht sich auf Veränderungen der Arbeitskosten pro Stunde auf der Basis aktueller Industrie- und Ländergewichte, während der US-Indikator Veränderungen der Arbeitgeberkosten für einen vorgegebenen Korb des Faktors Arbeit beschreibt und Änderungen in der Zusammensetzung ausschaltet)	Informationen nicht verfügbar
Arbeitslosigkeit	Headline	Nahezu vergleichbar (Arbeitslosenstatistiken abgeleitet aus einer Erhebung bei privaten Haushalten gemäß den IAO-Richtlinien, aber Unterschiede bei Referenzzeitraum, Zielberichts-kreis, Behandlung von vorübergehenden Entlassungen und Altersabgrenzungen)	Nahezu vergleichbar (Arbeitslosenstatistiken abgeleitet aus einer Erhebung bei privaten Haushalten gemäß den IAO-Richtlinien, aber Unterschiede bei Referenzzeitraum, Zielberichts-kreis und Altersabgrenzung)
Beschäftigung	Beschäftigung laut Arbeitskräfteerhebung (USA) Headline (Japan)	Besser vergleichbar (Beschäftigungsdefinition auf der Basis der Zahl der Erwerbstätigen, aber nicht um Erfassungsunterschiede bezüglich Schattenwirtschaft bereinigt)	Nahezu vergleichbar (aber nicht um Erfassungsunterschiede bezüglich Schattenwirtschaft bereinigt)
Bankkredite	Headline bereinigt (USA)	Vergleichbar (nach Bereinigung um Unterschiede in der Erfassung des Bankensektors)	Nicht vergleichbar (keine Bereinigung möglich)
Schuldverschreibungen	– (kein Vergleich möglich)	Nicht vergleichbar (unterschiedliche Bewertung, unterschiedliche Abdeckung der Sektoren und Instrumente)	Informationen nicht verfügbar
Zinssätze der MFIs für Wohnungsbaukredite an private Haushalte	– (kein Vergleich möglich)	Nicht vergleichbar (unterschiedliche Definition, Erfassung des Bankensektors und Berechnungsverfahren)	Nicht vergleichbar (unterschiedliche Definition)

Tabelle 2 Übersicht über die Vergleichbarkeit ausgewählter Indikatoren (Fortsetzung)

Headline-Indikatoren des Euro-Währungsgebiets	Zu vergleichen mit	Beurteilung	
		Vereinigte Staaten	Japan
Verschuldung der privaten Haushalte	Headline bereinigt (USA) Headline (Japan)	Besser vergleichbar (nach Korrektur der verfügbaren Bruttoeinkommen der privaten Haushalte, aber keine Bereinigung um die Ausgliederung von Einzelunternehmen und der meisten Personengesellschaften ohne eigene Rechtspersönlichkeit aus dem Sektor der privaten Haushalte)	Vergleichbar
Verschuldung der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften	Headline (USA) Headline bereinigt (Japan)	Nahezu vergleichbar (keine Bereinigung um die Einbeziehung von Einzelunternehmen und der meisten Personengesellschaften ohne eigene Rechtspersönlichkeit und um die unterschiedliche Bewertung von Schuldverschreibungen (Nennwert, bereinigt um aufgelaufene Zinsen statt um Marktkurse wie im Euro-Währungsgebiet)	Vergleichbar (nach Subtraktion der Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)
Finanzierungs-saldo des Staates	Headline bereinigt	Besser vergleichbar nach Vornahme von Korrekturen zur Umstellung auf Kalenderjahr und sektoraler Erfassung der öffentlichen Haushalte, aber zeitlicher Erfassungsunterschied nicht bereinigt (einige Transaktionen auf Istsystembasis statt auf Periodenabgrenzungsbasis wie im Euro-Währungsgebiet)	Besser vergleichbar nach Vornahme von Korrekturen zur Umstellung auf Kalenderjahr, aber zeitlicher Erfassungsunterschied nicht bereinigt (einige Transaktionen auf Istsystembasis statt auf Periodenabgrenzungsbasis wie im Euro-Währungsgebiet)
Staatsverschuldung	Headline bereinigt	Besser vergleichbar (nach Vornahme von Korrekturen zur Umstellung auf Kalenderjahr und sektoraler Erfassung der öffentlichen Haushalte, aber Bewertungsunterschiede (Nennwert einschließlich aufgelaufener Zinsen statt Nennwert wie im Euro-Währungsgebiet) und Erfassungsunterschiede bei den Instrumenten nicht bereinigt)	Besser vergleichbar (nach Vornahme von Korrekturen zur Umstellung auf Kalenderjahr, aber Bewertungsunterschiede (Marktwert statt Nennwert wie im Euro-Währungsgebiet) und Erfassungsunterschiede bei den Instrumenten nicht bereinigt)
Zahlungsbilanz	Headline	Nahezu vergleichbar, wenn auch Präsentation in traditionellerer Form; hoher Erfassungsgrad der reinvestierten Gewinne, besonders in Bezug auf indirekte Beziehungen ausländischer Niederlassungen; Wertpapieranlagen (Forderungen und Verbindlichkeiten) gegenüber dem Urheber der Transaktion (kann vom Emittenten des Wertpapiers oder dem Endanleger abweichen); einige Geldmarktpapiere unter „übriger Kapitalverkehr“ erfasst	Im Allgemeinen vergleichbar; Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen gegenüber dem Urheber der Transaktion

Anmerkung: Die Unterschiede bei den US-amerikanischen und japanischen Indikatoren werden anhand der für die Indikatoren des Euro-Währungsgebiet verwendeten Definition beurteilt. „Nahezu vergleichbar“ bedeutet, dass kleinere Einschränkungen bestehen, die nicht auszuschalten sind; „besser vergleichbar“ bedeutet, dass sich die Vergleichbarkeit nach Vornahme von Bereinigungen etwas verbessert hat.

Eurogebiet und Japan für BIP, Konsumausgaben, Investitionen und Zahlungsbilanz ausgewiesenen Werte gelten als generell miteinander vergleichbar. Die leichten Unterschiede bei den US-Indikatoren lassen sich auf Abweichungen im Konzept der internationalen Systematik der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen – dem System of National Accounts

1993 (SNA 93) – für die Komponenten des BIP und auf unterschiedliche Erstellungsmethoden zurückführen. Die Indikatoren der Arbeitslosigkeit für die drei Wirtschaftsräume sind trotz der oben erwähnten geringen Abweichungen fast vollständig miteinander vergleichbar.

Bei nahezu allen anderen Schlüsselindikatoren lassen sich die konzeptionellen und definitionsbedingten Unterschiede teilweise durch Bereinigungen oder den Rückgriff auf die von den Statistikämtern ermittelten und veröffentlichten alternativen Indikatoren überwinden. In manchen Fällen müssen aber auch diese alternativen Indikatoren bereinigt werden, um aussagefähige Vergleiche mit den Indikatoren des Eurogebiets – wie beispielsweise den Beschäftigungsquoten oder Inflationsraten – zu ermöglichen. In anderen Fällen können Bereinigungen an den statistisch gemessenen Zahlen vorgenommen werden, um eine Vergleichsmöglichkeit (z. B. bei Lohnstückkosten, Verschuldung oder staatlichen Statistiken) herzustellen. Bei den Kreditstatistiken konnte ein vergleichbarer Indikator für die Vereinigten Staaten durch Anpassung des Erfassungsbereichs des Bankensektors konstruiert werden. Für Japan ist dies bislang noch nicht möglich. Keine Entsprechung gibt es dagegen für eine Reihe anderer im Eurogebiet verwendeter Indikatoren, wie den Index der Arbeitskosten pro Stunde in der Gesamtwirtschaft, die Zinssätze der MFIs für Wohnungsbaukredite an private Haushalte und die Emission von Schuldverschreibungen.

3 VERGLEICHBARKEIT VON AUSGEWÄHLTEN STATISTISCHEN INDIKATOREN

INDIKATOREN DER VERBRAUCHERPREISE

Vorrangiges Ziel der EZB ist die Gewährleistung von Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet. Der von Eurostat veröffentlichte harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) gilt als Referenzindikator für das Euro-Währungsgebiet zur Darstellung der Verbraucherpreisentwicklung. Für die Vereinigten Staaten ist der nationale Verbraucherpreisindex (VPI), den die US-Notenbank Federal Reserve System neben anderen Preisindizes in ihren Analysen verwendet, am ehesten mit dem HVPI vergleichbar. Außerdem wird der US-VPI für Indexierungszwecke als Approximation der Veränderung der Lebenshaltungskosten herange-

zogen. Allerdings greift das Federal Reserve System auf eine Reihe alternativer Messgrößen der Verbraucherpreisindex zurück, unter denen der Kernrate des Deflators für die privaten Konsumausgaben ohne Nahrungsmittel und Energie die prominenteste Rolle zukommt. Für Japan ist der nationale VPI der am ehesten mit dem HVPI des Eurogebiets vergleichbare Indikator, während die Bank von Japan ihre Analysen und Projektionen auf den Gesamt-VPI ohne frische Nahrungsmittel fokussiert. Die unterschiedliche Produkterfassung im HVPI des Eurogebiets und den US-amerikanischen und japanischen Verbraucherpreisindizes ist der signifikanteste Faktor, der die Vergleichbarkeit der Indikatoren einschränkt.

Während der HVPI des Eurogebiets und der japanische VPI darauf abgestellt sind, die zwischen dem aktuellen Zeitraum und der Basisperiode eingetretenen reinen Preisveränderungen im selben Konsumkorb zu messen (Warenpreisindex), handelt es sich beim US-VPI um die Approximation eines Lebenshaltungskostenindex, der die Mindestkosten der Aufrechterhaltung einer konstanten Versorgung im Zeitverlauf misst. Obwohl beide Ansätze von der Theorie her verschieden sind, weisen sie in praktischer Anwendung viele gemeinsame Merkmale auf.

Die bedeutendste statistische Differenz, die die Vergleichbarkeit der Indikatoren beeinträchtigt, bezieht sich auf die Behandlung von selbst genutztem Wohneigentum. Während diese Komponente vom HVPI noch nicht abgedeckt ist, wird sie im VPI für die Vereinigten Staaten wie auch für Japan durch die Annahme berücksichtigt, dass sich die Preise für Wohneigentum im Gleichschritt mit den (unterstellten) Mieten entwickeln.⁵ Diese Einbeziehung in die Gesamtinflationsrate schlägt sich für den US-VPI in der Zeit von 1999 bis 2004 schätzungsweise

⁵ Die Einbeziehung selbst genutzten Wohneigentums in den HVPI wird gegenwärtig von Eurostat geprüft. Es wurde entschieden, den Ansatz des Nettoerwerbs (anstelle der unterstellten Mieten) anzuwenden, d. h. die Veränderungen der tatsächlichen Preise der durch private Haushalte von anderen Wirtschaftssektoren erworbenen Wohnbauten abzubilden.

mit 0,2 Prozentpunkten in der durchschnittlichen Jahreswachstumsrate nieder. Darüber hinaus bestehen mehrere andere Unterschiede, deren Effekt sich schwieriger beziffern lässt. Der Unterschied bei den Gepflogenheiten hinsichtlich der Aktualisierung der Ausgabengewichte spielt auf aggregierter Ebene keine nennenswerte Rolle. Die Auswirkungen, die die Unterschiede bei den Stichprobenverfahren und der Abgrenzung der Berichtskreise⁶ haben, sind schwer abzuschätzen. Des Weiteren weichen die Methoden, die zur Bereinigung um Qualitätsveränderungen von Waren und Dienstleistungen verwendet werden, leicht voneinander ab. Insbesondere der US-VPI macht regen Gebrauch von den so genannten hedonischen Methoden⁷ zur Qualitätsbereinigung, die im HVPI des Eurogebiets nur selten zur Anwendung kommen.

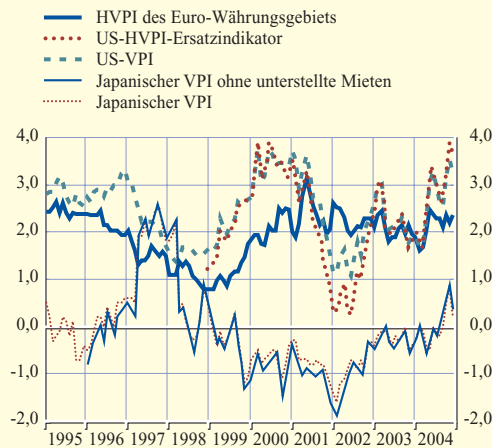
Da die gemessenen Teuerungsraten für das Eurogebiet, die Vereinigten Staaten und Japan nur bedingt miteinander vergleichbar sind, sollten für internationale Vergleiche alternative Indikatoren benutzt werden. Für die Vereinigten Staaten steht ein in etwa dem HVPI des Eurogebiets entsprechender Indikator zur Verfügung, den das US-amerikanische Bureau of Labor Statistics (BLS) erstellt, indem es die verfügbaren US-VPI-Daten durch Ausklammerung der unterstellten Mieten neu berechnet und sie gemäß der HVPI-Methodik aggregiert. Für Japan kann man den VPI ohne unterstellte Mieten als Approximation verwenden (siehe Abbildung 1).

Der Unterschied zwischen den ausgewiesenen Teuerungsraten und dem alternativen Indikator blieb im Betrachtungszeitraum im Falle Japans relativ konstant. Für die Vereinigten Staaten schwankte er allerdings und war in den Jahren 2001 und 2002 – nicht zuletzt im Zusammenhang mit dem kräftigen Anstieg der Komponente für selbst genutztes Wohneigentum in diesem Zeitraum – am größten.

Die mangelnde Vergleichbarkeit zwischen dem HVPI des Eurogebiets und dem US-Deflator der privaten Konsumausgaben (PKA) ist

Abbildung 1 Schlüsselindikatoren der Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, BLS und japanisches Statistkamt.

auf konzeptionelle Unterschiede zurückzuführen. Bei dem PKA-Deflator handelt es sich um einen Deflator der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, der den durchschnittlichen Anstieg der Preise für den gesamten privaten Konsum Gebietsansässiger widerspiegelt. Der HVPI misst die durchschnittliche Veränderung der Preise für einen repräsentativen Waren- und Dienstleistungskorb. Die Veränderungen im PKA-Deflator fallen aufgrund der angewandten Erstellungsmethoden normalerweise geringer aus als die Veränderungen der Verbraucherpreisindizes.⁸ Die Monatswer-

6 Alle privaten Konsumausgaben innerhalb des Euro-Währungsgebiets (einschließlich Ausgaben von Besuchern) werden vom HVPI erfasst, während der US-amerikanische und japanische VPI lediglich die Ausgaben gebietsansässiger privater Haushalte (einschließlich deren Ausgaben im Ausland) abdecken. Zudem bezieht der US-VPI nur die Stadtbevölkerung ein, die rund 87 % der gesamten Bevölkerung repräsentiert.

7 Hedonische Methoden sind Deflationsverfahren, bei denen der Preis für die Produkte in einem Warenkorb regressionsanalytisch durch bestimmte Qualitätsmerkmale oder Eigenschaften dieser Produkte erklärt wird.

8 Der PKA-Deflator wird als ein Fisher-Index erstellt, d. h. als geometrisches Mittel aus einem Laspeyres- und einem Paasche-Index mit Bezug auf das Konsumverhalten in zwei benachbarten Zeiträumen. Dagegen handelt es sich beim HVPI um eine Art Laspeyres-Index, d. h. er ist ein Maß für die durchschnittlichen Preisveränderungen eines repräsentativen Korbs aus Konsumgütern und Dienstleistungen, die innerhalb eines Kalenderjahrs konstant gehalten und jeweils zu Beginn des Berichtsjahrs aktualisiert werden.

te des PKA-Deflators werden außerdem regelmäßig erst sehr viel später revidiert und endgültig erst mit der Veröffentlichung der Jahreswerte verfügbar. Seit letztem Jahr wird ein so genannter marktbasierter PKA-Deflator veröffentlicht, der einen ähnlichen Erfassungsbereich wie der VPI aufweist, aber nach der Aggregationsformel des PKA-Deflators berechnet wird.

BRUTTOINLANDSPRODUKT

Das BIP und seine Komponenten werden intensiv zur Betrachtung der Wirtschaftsleistung genutzt. Wegen der Anwendung internationaler Standards wie des SNA 93 gibt es offenbar nur geringe Unterschiede in den Konzepten und Definitionen für das (nominale) BIP und nur wenige Fragen im Zusammenhang mit der Ermittlung des volumenmäßigen BIP-Wachstums (d. h. des realen BIP-Wachstums).

Bei einer vergleichenden Betrachtung von BIP-Daten ist festzustellen, dass das Euro-Währungsgebiet und Japan sich an sehr ähnlichen Konzepten und Definitionen orientieren, von denen aber der US-Rahmen in mancher Hinsicht abweicht. Das Euro-Währungsgebiet richtet sich nach dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 95), der in vollem Umfang kompatiblen EU-Version des SNA 93, und auch Japan hält die Vorgaben des SNA 93 ein. Die US-Daten basieren dagegen auf der Systematik der nationalen Einkommens- und Produktionskonten (National Income and Product Accounts – NIPA).

Die Hauptunterschiede zwischen dem SNA 93 und den NIPA – in Bezug auf die Vergleichbarkeit des BIP – bestehen in der statistischen Behandlung der Ausgaben für Software, der (statistisch nicht erfassten) Schattenwirtschaft, der Militärausgaben und der als „Finanzserviceleistung, indirekte Messung, FISIM“ bezeichneten unterstellten Bankgebühr.

Im Hinblick auf die Behandlung der Ausgaben für Software ist anzumerken, dass der Anteil

der kapitalisierten Softwareausgaben an den gesamten Softwareausgaben (Investitionsquote) in den Vereinigten Staaten größer als im Euro-Währungsgebiet ist. Japan erfasst Eigeninvestitionen in Software nicht. Simulationsrechnungen der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD)⁹ zufolge hätte die Berücksichtigung einer höheren Investitionsquote im Eurogebiet in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre zu einem um bis zu 0,3 Prozentpunkte höheren jährlichen Wachstum des realen BIP im Euroraum führen können. Die Auswirkung auf die Wachstumsraten dürfte nach 1999/2000 geringer ausfallen, da sich die Ausgaben für Software in etwa zu dieser Zeit stabilisiert hatten.

Außerdem gibt es Unterschiede in der Art und Weise, wie die Daten um die Schattenwirtschaft bereinigt werden. So nehmen insbesondere die Vereinigten Staaten hier keine Bereinigung in ihren Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen vor, so dass diese möglicherweise etwas weniger umfassend sind. Nach Einschätzung der OECD dürfte allerdings der Effekt, den die Bereinigung um die Schattenwirtschaft auf die BIP-Wachstumsraten hätte, eher gering sein.¹⁰

Unterschiede bestehen auch in der Erfassung der Militärausgaben, und zwar werden in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen der USA mehr Militärausgaben als Investitionen erfasst als im Eurogebiet. Während das SNA 93 und das ESGV 95 festlegen, dass Militärausgaben nur dann zu kapitalisieren sind, wenn die betreffenden Positionen auch für zivile Zwecke nutzbar sind, ordnen die Vereinigten Staaten alle Verteidigungs-ausrüstungen den Investitionen zu. Laut Schätzungen der OECD hatte dies in den Neunzigerjahren vor allem aufgrund der rückläufigen Militärausgaben in diesem Zeitraum mit -0,03 Prozentpunkten eine äußerst geringe Auswirkung auf das jährliche BIP-Wachstum der Vereinigten Staaten.⁹

⁹ Siehe „Comparing labour productivity growth in the OECD area: the role of measurement“, OECD Statistics Directorate Working Paper 2003/5.

¹⁰ Siehe „Measuring the non-observed economy“, OECD, Statistics Brief Nr. 5, November 2002.

Was die FISIM betrifft, so wird diese in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung der USA auf die Vorleistungen des gewerblichen Sektors und private Konsumausgaben aufgeteilt, während in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen des Eurogebiets und Japans derzeit alle unterstellten Bankgebühren als Vorleistungen erfasst werden. Dies kann zwar das BIP-Niveau in der US-VGR erhöhen (um rund 1 % des BIP), doch haben Simulationen gezeigt, dass sich dies kaum auf die Wachstumsraten des BIP auswirkt (weniger als 0,1 Prozentpunkte pro Jahr mit im Zeitverlauf wechselndem Vorzeichen).⁹ Diese Unterschiede gegenüber den Vereinigten Staaten werden sowohl bei Japan als auch beim Euro-Währungsgebiet weitgehend wegfallen, im letzteren Fall wegen Revisionen der europäischen VGR-Daten im Jahr 2005.¹¹

Bezüglich der Veränderung des BIP-Volumens gibt es drei weitere Schlüsselfragen im Zusammenhang mit ihrer Vergleichbarkeit zwischen verschiedenen Volkswirtschaften. Diese Faktoren können zu Abweichungen sowohl nach oben als auch nach unten führen. Außerdem betreffen sie in erster Linie die Vergleichbarkeit der Verteilung des Wirtschaftswachstums auf die verschiedenen Ausgabenkategorien und Aktivitäten und wirken sich weniger auf die Vergleichbarkeit des Wachstums des gesamten BIP-Volumens aus.

Der erste Unterschied betrifft die Bereinigung um Qualitätsveränderungen mittels hedonischer Methoden, insbesondere bei Produkten der Informations- und Kommunikationstechnologie. Die raschen technischen Verbesserungen und die Preisentwicklung dieser Produkte wird durch solche Verfahren möglicherweise besser abgebildet als durch traditionellere Qualitätsbereinigungsmethoden. Der Effekt dieser Bereinigung ist besonders stark in Zeiten, in denen IKT-Investitionen beschleunigt zunehmen. Die Hedonik findet in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung der USA breite Verwendung, in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen des Euro-Währungsgebiets und Japans ist ihre Nutzung jedoch weniger verbreitet.

Ein zweites Problem ist die unterschiedliche Messung von Volumenänderungen bei vielen Dienstleistungen, vor allem nicht marktbestimmten Dienstleistungen. Für diese Aktivitäten gibt es keinen Marktpreis und somit keinen Deflator außer den Kosten. So werden etwa Volumenänderungen bei Gesundheits- und Bildungsdienstleistungen üblicherweise als Summe der deflationierten Kosten gemessen (so genannte „input-based method“). Die Folge ist, dass Quantität und Qualität der Produktion dieser Dienstleistungen nicht korrekt wiedergegeben werden. Zurzeit wird in der EU daran gearbeitet, diese Schätzungen durch die Verwendung direkter Volumenmaße zu verbessern.¹² Dies soll die Genauigkeit der europäischen Schätzungen erhöhen, könnte aber die internationale Vergleichbarkeit mit den Vereinigten Staaten behindern, die weiterhin die input-basierte Methode verwenden.

Ein letztes Problem schließlich bereitet die Wahl von Indexformeln zur Berechnung des Wachstums des BIP-Volumens. Die bisherigen Formeln verwenden unterschiedliche relative Preisstrukturen zur Aggregation der BIP-Komponenten. Gegenwärtig benutzen die Euro-Länder hauptsächlich eine Festpreisbasis, die im Abstand von fünf Jahren aktualisiert wird, während die Vereinigten Staaten – und seit kurzem auch Japan – ihre Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen auf Vorjahrespreisbasis umgestellt haben. Wie die jüngsten Erfahrungen zeigen, führt die Verwendung von häufig wechselnden Gewichten tendenziell zu niedrigeren Wachstumsraten des BIP-Volumens. Der Grund hierfür liegt darin, dass die Preise in rasch wachsenden Produktgruppen zumeist unterdurchschnittlich steigen oder sogar sinken. Wenn das BIP-Volumen

¹¹ Gemäß Verordnung (EG) Nr. 1889/2002 der Kommission vom 23. Oktober 2002 sind Bankdienstleistungen gegen unterstelltes Entgelt ab 1. Januar 2005 von allen EU-Mitgliedstaaten gemäß SNA 93 zu behandeln.

¹² Entscheidung der Kommission vom 17. Dezember 2002 zur weiteren Klarstellung von Anhang A der Verordnung (EG) Nr. 2223/96 des Rates im Hinblick auf die Grundsätze zur Preis- und Volumenmessung in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (bekannt gegeben unter Aktenzeichen K(2002) 5054) (Text von Bedeutung für den EWR) (2002/990/EG).

unter Verwendung aktuellerer Gewichte berechnet wird, erhalten die Produktgruppen mit kräftigem Produktionswachstum daher ein geringeres Gewicht, sodass sich ein schwächeres Wachstum des BIP-Volumens ergibt. Dies gilt insbesondere für IKT-Erzeugnisse. Vorliegende Simulationen¹³ zeigen, dass die Einführung der Vorjahrespreisbasis in den Jahren 2005 und 2006 die Jahreswachstumsrate des BIP-Volumens des Euroraums um rund 0,1 Prozentpunkte senken könnte, wobei dieser Effekt allerdings bei einzelnen BIP-Komponenten ausgeprägter sein könnte.

Insgesamt legt die Analyse den Schluss nahe, dass beim Vergleich von BIP-Daten des Euro-Währungsgebiets, Japans und der Vereinigten Staaten Messprobleme auftauchen, die im Ergebnis einen leichten Aufwärtseffekt auf das ausgewiesene Volumenwachstum des US-BIP ausüben. Insgesamt könnte sich dieser auf einige Zehntelprozentpunkte pro Jahr belaufen. Ferner ist hervorzuheben, dass Maßnahmen zur Lösung verschiedener aktueller Messprobleme geplant sind. Die Harmonisierung der Erfassung von Software und Investitionen ist zurzeit im Gange. Ab 2005 werden von allen EU-Ländern und den Vereinigten Staaten Kettenindizes zur Deflationierung verwendet, und die Behandlung von Finanzdienstleistungen wird zwischen der EU und den USA besser vergleichbar. Diese anstehenden Verbesserungen dürften somit die internationale Vergleichbarkeit von BIP-Daten erhöhen.

LOHNSTÜCKKOSTEN

Veränderungen der Arbeitskosten spielen eine bedeutende Rolle bei der Analyse der Inflations- und Arbeitsmarktentwicklung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten. Für Japan steht dagegen keine amtliche Schätzung der Lohnstückkosten zur Verfügung.¹⁴ Für das Euro-Währungsgebiet sind die Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft (auf Basis der gemäß ESVG 95 berechneten Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen) der maßgebliche vierteljährliche Indikator, während in den USA die vom Bureau of Labor Statistics (BLS) veröffentlichten Lohn-

stückkosten im gewerblichen Bereich (ohne Landwirtschaft) im Vordergrund stehen. In den EZB- und BLS-Publikationen werden ähnliche Definitionen für die aggregierte Lohnstückkostenstatistik verwendet. Die Vergleichbarkeit der Statistiken wird aber durch einige methodische Unterschiede zwischen den Lohnstückkostenkomponenten eingeschränkt.

Die EZB verwendet Lohnstückkosten, die als Quotient aus dem gesamten Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem BIP je Erwerbstätigen in konstanten Preisen definiert sind.¹⁵ Das Arbeitnehmerentgelt wird in den Vereinigten Staaten und dem Euro-Währungsgebiet weitgehend gleich in Übereinstimmung mit den Bezugsrahmen des SNA 93 und des ESVG 95 definiert. Ein Punkt, in dem die US-Indikatoren und die Indikatoren für das Eurogebiet voneinander abweichen, ist die Behandlung von Mitarbeiteroptionen. Diese sind in den US-Zahlen enthalten, während sie im Euroraum weitgehend unberücksichtigt bleiben.

Der Grad der Vergleichbarkeit der Messgrößen des nominalen und realen BIP-Wachstums wurde bereits erörtert und ist bei der Beurteilung der Lohnstückkosten zu berücksichtigen.

Das bevorzugte Maß für den Arbeitseinsatz ist die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden. Es wird in den Vereinigten Staaten verwendet, während die Daten für den Euroraum auf der Zahl der Beschäftigten basieren, weil zeitnahe Angaben zu den geleisteten Arbeitsstunden mit höherer Periodizität noch nicht verfügbar sind. Dies wirkt sich auf das Niveau der Lohnstückkosten aus, doch ist der Einfluss auf die Wachstumsraten der Lohnstückkosten sehr gering, solange sich die durchschnittliche Ar-

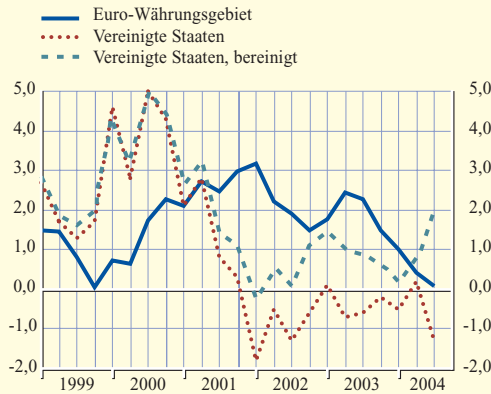
13 Siehe Comparing labour productivity growth in the OECD area: the role of measurement, OECD Statistics Directorate Working Paper 2003/5.

14 Für Japan sind nur Angaben zu den Lohnstückkosten für das verarbeitende Gewerbe vorhanden.

15 Lohnstückkosten = $\frac{\text{Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer}}{\text{Arbeitsproduktivität}} = \frac{\text{Arbeitnehmerentgelt/Zahl der Beschäftigten}}{\text{BIP zu konstanten Preisen/Gesamtbeschäftigung}}$

Abbildung 2 Lohnstückkosten im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen und BLS.

beitszeit von Selbstständigen und Arbeitnehmern nahezu gleich entwickelt.¹⁶

Deshalb werden für die vergleichende internationale Betrachtung der kurzfristigen Lohnstückkostenindikatoren gegenwärtig für das Euro-Währungsgebiet und die Vereinigten Staaten bereinigte US-Daten benutzt. Zur approximativen Bereinigung werden a) das reale BIP-Wachstum wie im vorhergehenden Abschnitt beschrieben um die geschätzten Messdifferenzen korrigiert, b) die Zahl der Beschäftigten statt der geleisteten Arbeitsstunden als Messgröße für den Arbeitseinsatz verwendet und c) der Erfassungsgrad der US-Daten auf die Gesamtwirtschaft erweitert (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2 zeigt, dass diese Angleichungen in den letzten Jahren meist zu einer höheren Wachstumsrate der US-amerikanischen Lohnstückkosten führten.

BANKKREDITAGGREGATE

Die Kreditvergabe der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet wird von der EZB im Zusammenhang mit der monetären Analyse als Gegenposten von M3 und wegen ihres Informationsgehalts über die Wirtschaftslage laufend überwacht. In ihrer regelmäßigen mone-

tären Analyse legt die EZB besonderes Augenmerk auf die Entwicklung der Buchkredite an den privaten Sektor (die rund 90 % der Kredite an den privaten Sektor ausmachen).¹⁷ Das Federal Reserve System und die Bank von Japan stellen stattdessen auf den Zusammenhang zwischen Kreditvergabe und Wirtschaftsaktivität ab. Vergleicht man die MFI-Kredite an den privaten Sektor und den Staat mit den entsprechenden Statistiken für die Vereinigten Staaten und Japan, so liegt der wichtigste statistische Unterschied in der Abgrenzung des finanzierenden Sektors.

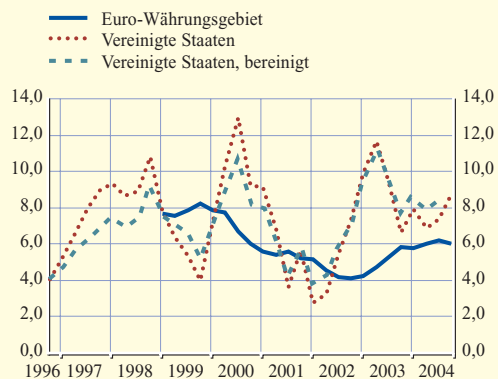
Die Angaben zu Bankkrediten, die in den Vereinigten Staaten wöchentlich veröffentlicht werden, beziehen sich lediglich auf Geschäftsbanken und decken rund 70 % der Kredite aller MFIs (nach der Definition der EZB) ab. Die Kreditforderungen des Federal Reserve System (ebenfalls wöchentlich, aber gesondert veröffentlicht) und des US-Sparkassen- und Genossenschaftssektors (Sparkassen, Bausparkassen und Kreditgenossenschaften) sind darin nicht enthalten. Außerdem werden die US-amerikanischen Kreditzahlen aus den Ergebnissen von Umfragen bei den größten inländischen Banken und einem kleinen Kreis von Filialen inländischer und ausländischer Banken abgeleitet. Die Zahlen für das Eurogebiet stammen dagegen aus einer Vollerhebung bei allen Kategorien von MFIs. In Japan veröffentlicht die Notenbank Angaben zu Krediten aus zwei verschiedenen Quellen. Vorläufige monatliche Daten liefert eine Erhebung, die sich auf eine nur begrenzte Anzahl von Forderungen und Verbindlichkeiten und eine Auswahl von Banken erstreckt. Die endgültigen Angaben stammen aus einer zweiten Erhebung. Die Zahlen werden als Bestände und Jahreswachstumsraten im Rahmen einer aggregierten Bilanz der Finanzinstitute veröf-

¹⁶ Die im Zeitverlauf unterschiedliche Entwicklung der Zahl der Beschäftigten und der Zahl der geleisteten Arbeitsstunden hat keine größeren Auswirkungen auf die Wachstumsraten der Lohnstückkosten, da sich die davon ausgehenden Effekte in der Formel größtenteils ausgleichen.

¹⁷ Siehe EZB, Gestaltungsrahmen und Instrumentarium der monetären Analyse, Monatsbericht Mai 2001.

Abbildung 3 Gesamtkreditvergabe im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB, Federal Reserve System und EZB-Berechnungen.

fentlicht, die Buchkredite, Diskontkredite¹⁸ und Wertpapiere enthält.

Zur Erstellung von Stromgrößenstatistiken über Bankkredite nehmen die EZB und – bei den vorläufigen Zahlen – die Bank von Japan Neuklassifizierungen, Neubewertungen und Wechselkursberichtigungen vor, während die US-Daten nur um Fusionen und Neuklassifizierungen von Finanzinstrumenten korrigiert werden.

Um einen aussagefähigen Vergleich der Bankkreditaggregate vornehmen zu können, werden die US-Reihen durch die Einbeziehung inländischer Staatspapiere im Bestand des Federal Reserve System und der vom Sparkassen- und Kreditgenossenschaftssektor gewährten Kredite angeglichen (siehe Abbildung 3). Wegen Datenrestriktionen können vergleichbare Kreditaggregate für Japan nicht berechnet werden.

Das Wachstum der bereinigten Zahlen zu den Bankkrediten für die Vereinigten Staaten fällt etwas glatter als bei der ursprünglichen Zeitreihe aus. Die Bereinigung hat aber keine Auswirkung auf die Gesamtentwicklung der US-Kredite.

VERSCHULDUNGSINDIKATOREN

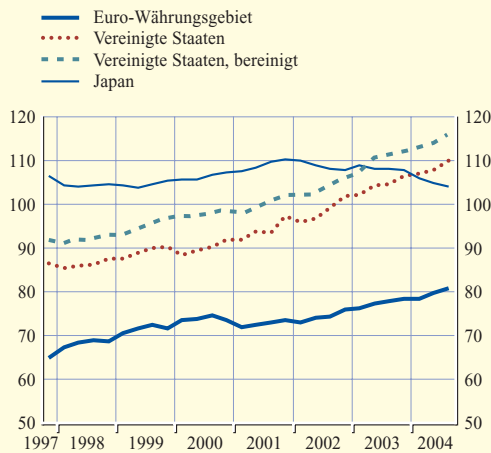
Im Rahmen ihrer monetären und wirtschaftlichen Analyse und ihrer Analyse der Finanzmarktstabilität verfolgen die EZB, das Federal Reserve System und die Bank von Japan aufmerksam die Entwicklung der Verschuldungsindikatoren für private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Die wichtigsten Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet sind die Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum verfügbaren Bruttoeinkommen und die Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Verhältnis zum BIP. Der bedeutendste Faktor, der die Vergleichbarkeit einschränkt, ist die Abgrenzung des Sektors der privaten Haushalte und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften.

Gemäß SNA 93 und ESVG 95 umfasst der Sektor der privaten Haushalte im Eurogebiet und in Japan auch Einzelunternehmen und die meisten Personengesellschaften ohne eigene Rechtspersönlichkeit. Nach der US-Definition werden dagegen alle Produktionstätigkeiten mit und ohne eigene Rechtspersönlichkeit nicht dem Sektor der privaten Haushalte, sondern den Personenunternehmen zugeordnet. Dies gilt auch für Einzelpersonen mit Miet- und Pächterträgen. Es ist unmöglich, die sich daraus ergebende Differenz bei den Schuldverbindlichkeiten der privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den USA zu berichtigen und sie an internationale Standards anzupassen, da individuelle Angaben zu Einzelunternehmen und den meisten Personengesellschaften ohne eigene Rechtspersönlichkeit nicht vorliegen. Die Ausgrenzung dieser Einheiten aus dem Sektor der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten hat keinen Einfluss auf das Einkommen der privaten Haushalte, weil das von diesen Einheiten erzielte Einkommen den privaten Haushalten zugeordnet wird. Eine weitere Besonderheit, die die Vergleichbarkeit von Einkom-

¹⁸ Die Bank von Japan definiert „Diskontkredit“ als „Kredit, bei dem die Banken Kreditnehmern Bargeld zur Verfügung stellen und Tratten (oder Wechsel) als Sicherheit dienen. Da sich der Kreditbetrag errechnet, indem man den Nennwert der Tratten mit den Kreditzinsen diskontiert, werden solche Geldausleihungen als Diskontkredit bezeichnet“.

Abbildung 4 Verschuldung der privaten Haushalte (einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck) im Verhältnis zum verfügbaren Bruttoeinkommen

(in %)



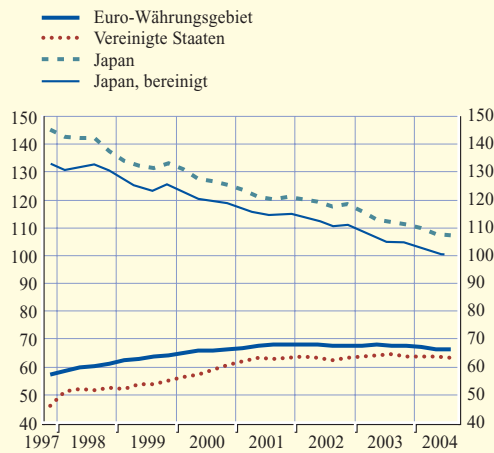
Quellen: EZB, Federal Reserve System, US Bureau of Economic Analysis, Bank von Japan, Japanese Economic and Social Research Institute und EZB-Berechnungen.

mensdaten beeinträchtigt, ist die Tatsache, dass entgegen internationalen Standards das verfügbare Bruttoeinkommen der privaten Haushalte in der amtlichen US-Statistik die effektiven Zinsausgaben und geleisteten laufenden Transfers enthält. Durch diesen Unterschied in der Methodik verringert sich das amtlich ausgewiesene Verschuldungsniveau der US-amerikanischen Haushalte gemessen am verfügbaren Bruttoeinkommen um ungefähr 5 % (siehe Abbildung 4).

Um die Vergleichbarkeit der Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zu erhöhen, müssten die Schuldenindikatoren um Unterschiede bei der Bewertung von Schuldverschreibungen (zu Marktkursen für das Euro-Währungsgebiet und Japan und zum Nennwert bereinigt um die aufgelaufenen Zinsen für die Vereinigten Staaten) berichtigt werden. Hinzu kommt, dass Kredite zwischen verbundenen Unternehmen in den Quartalswerten der USA und des Eurogebiets zur Verschuldung häufig nicht enthalten sind und von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gewährte Kredite in den vierteljährlichen Angaben des Euro-Währungsgebiets nicht erfasst werden.

Abbildung 5 Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Verhältnis zum BIP

(in %)



Quellen: EZB, Federal Reserve System, US Bureau of Economic Analysis, Bank von Japan, Japanese Economic and Social Research Institute und EZB-Berechnungen.

Abbildung 5 zeigt bereinigte und teilweise vergleichbare Angaben für die drei Wirtschaftsräume. Da inländische Kredite an verbundene Unternehmen für den Euroraum und die Vereinigten Staaten nicht geschätzt werden können, werden die japanischen Zahlen zur Verschuldung ohne Kredite zwischen verbundenen Unternehmen geschätzt, indem die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften vergebenen Kredite abgezogen werden. Von Gebietsfremden gewährte Kredite werden für die Angabe der Verschuldung des Eurogebiets anhand von Zahlungsbilanzstatistiken geschätzt. Die abweichende Bewertung von US-Schuldverschreibungen wird nicht korrigiert.

Ogleich die Zeitreihenkorrektur die Schuldenquote der Unternehmen in Relation zum BIP in Japan erheblich (um rund 7 %) senkt, bleiben die Unterschiede zwischen den drei Wirtschaftsgebieten in Bezug auf Verschuldungsniveau und -entwicklung bestehen.

FINANZIERUNGSSALDO DES STAATES

Angaben zum Finanzierungssaldo des Staates spielen bei der finanzpolitischen Analyse eine herausragende Rolle. Die Daten für das Euro-Währungsgebiet werden auf Basis der Metho-

dik des SNA 93 und des ESVG 95 erstellt. Die Vergleichbarkeit finanzpolitischer Indikatoren wird durch unterschiedliche statistische Konzepte, Abdeckung, Bilanzierungsregeln und Aufbereitungsmethoden behindert.

Wie schon erwähnt liegt den vom Federal Reserve System analysierten Daten die NIPA-Methodik zugrunde, die von den Standards des SNA 93 leicht abweicht. Die Indikatoren für Japan werden nach dem SNA 93 (mit gewissen Abweichungen bei bestimmten Transaktionen) ermittelt. Dementsprechend können manche Transaktionen in den US-amerikanischen und japanischen Statistiken auf Istsystembasis erfasst worden sein statt wie im Euro-Währungsgebiet üblich auf Periodenabgrenzungsbasis.

Die Daten zum Finanzierungssaldo des Staates umfassen im Eurogebiet und in Japan alle Teilssektoren des Staates, während der traditionelle US-Indikator des Federal Reserve System den Bundesstaat betrifft (Zentralstaat nach dem Konzept des SNA 93). Außerdem beziehen sich die Zahlen für das Euro-Währungsgebiet auf das Kalenderjahr, die Daten zum Finanzierungssaldo des Staates in den USA und Japan dagegen werden auf der Grundlage des Fiskaljahrs ausgewiesen, was die Berechnung der Relation zum BIP etwas erschwert.

Abbildung 6 zeigt stärker vergleichbare Statistiken, bei denen für die Vereinigten Staaten und Japan die Abweichung aufgrund der Verwendung des Finanz- statt des Kalenderjahrs sowie die abweichende Sektorabgrenzung der US-Zeitreihe bereinigt wurden.

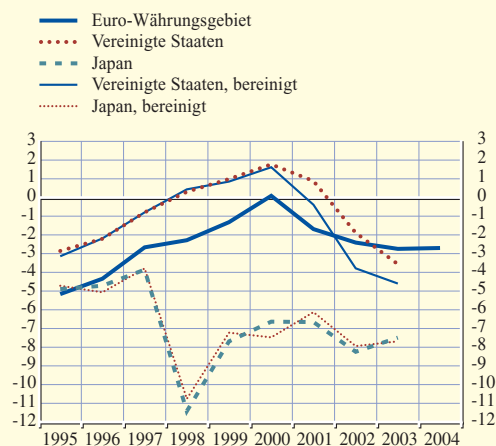
Ab 2001 weist die bereinigte Zeitreihe für die USA ein höheres Staatsdefizit als die amtliche Statistik aus. Bei Japan entsprechen die bereinigten Zahlen weitgehend denen der amtlichen Statistik.

4 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die EZB beobachtet regelmäßig ausgewählte Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet im

Abbildung 6 Finanzierungssaldo des Staates

(in % des BIP)



Quellen: EZB, Federal Reserve System, Japanese Economic and Social Research Institute und EZB-Berechnungen.

Vergleich zu zwei anderen großen Volkswirtschaften, den Vereinigten Staaten und Japan. Die internationale Harmonisierung im Bereich der Statistik ist zwar dank der laufenden Umsetzung internationaler Standards deutlich vorangekommen, doch können die meisten für das Eurogebiet ausgewiesenen Zahlen nicht unmittelbar mit denen der Vereinigten Staaten und Japans verglichen werden. Die Hauptgründe hierfür sind unterschiedliche statistische Konzepte, Erfassungsbereiche, Bilanzierungsregeln und Aufbereitungsmethoden. Für die Zwecke der EZB können diese Unterschiede teilweise dadurch überwunden werden, dass die ausgewiesenen Zahlen europäischen Standards entsprechend bereinigt werden. Eine andere Möglichkeit besteht darin, alternative Indikatoren zu verwenden, denen die gleichen Abgrenzungen und Berechnungsmethoden wie im Eurogebiet zugrunde liegen. Da auch unterschiedliche institutionelle Gegebenheiten bei der wirtschaftlichen Analyse berücksichtigt werden müssen, ist zur vergleichenden Beurteilung der tatsächlichen Wirtschaftsleistung verschiedener Regionen der Welt eine gründliche Kenntnis makroökonomischer Statistiken erforderlich.

DIE STANDARDS DES ESZB/CESR FÜR DAS CLEARING UND DIE ABWICKLUNG VON WERTPAPIEREN IN DER EUROPÄISCHEN UNION

AUFSÄTZE

Die Standards des ESZB/CESR für das Clearing und die Abwicklung von Wertpapieren in der Europäischen Union

Für Zentralbanken und Wertpapieraufsichtsbehörden ist das reibungslose Funktionieren der Infrastruktur für das Clearing und die Abwicklung von Wertpapieren von wesentlicher Bedeutung. Die Beteiligung öffentlicher Stellen an der Wertpapierverrechnung und -abwicklung beinhaltet, dass Maßnahmen für die Risikosteuerung definiert werden, die zur Verringerung potenzieller Systemrisiken beitragen können. Auf internationaler Ebene sind der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme der Zentralbanken der G-10-Länder (CPSS) und die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) für die Festlegung von Standards für die Wertpapierabwicklung zuständig. Im Jahr 2001 veröffentlichten der CPSS und die IOSCO die „Recommendations for Securities Settlement Systems“ (Empfehlungen für Wertpapierabwicklungssysteme). Das ESZB und der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) beschlossen, gemeinsam die Empfehlungen des CPSS und der IOSCO an die Erfordernisse der EU anzupassen. Im Oktober 2004 veröffentlichten sie ihren Bericht „Standards for securities clearing and settlement in the European Union“.¹ Es ist vorgesehen, dass die Standards des ESZB/CESR den zuständigen Stellen (Zentralbanken, Wertpapieraufsichts- und ggf. Bankenaufsichtsbehörden) als gemeinsames Instrument dienen werden. Bei der Erarbeitung der ESZB/CESR-Standards wurde ein risikobasierter funktionaler Ansatz verfolgt. Sie befassen sich mit einer Reihe detaillierter technischer und rechtlicher Aspekte der Wertpapierabwicklung und zielen letztendlich darauf ab, die mit diesen Aktivitäten verbundenen Risiken (Rechts-, Kredit-, Liquiditäts-, Verwahrnisiko und operationelles Risiko) zu mindern. Die Abschnitte 1 und 2 dieses Aufsatzes enthalten eine Übersicht über die Wertpapierabwicklung in der Europäischen Union und legen dar, warum Standards erforderlich sind. In den Abschnitten 3 und 4 werden die allgemeinen Merkmale der ESZB/CESR-Anforderungen beschrieben, wobei die Standards nach den Risiken, die sie verringern sollen, gegliedert sind. In Abschnitt 5 werden die noch zu klärenden Fragen und die erforderlichen Folgearbeiten aufgezeigt.

I WERTPAPIERABWICKLUNG IN DER EUROPÄISCHEN UNION

Im Jahr 2003 wickelten die Zentralverwahrer in der EU auf Euro lautende Wertpapiere in Höhe von über 300 Billionen € ab. Dies entspricht dem 30fachen der Wirtschaftsleistung der EU (gemessen am BIP). Schwachstellen im Clearing- und Abwicklungsprozess können zu systemischen Störungen in Wertpapiermärkten und Zahlungsverkehrssystemen führen. Allein die Höhe der Beträge, um die es hierbei geht, zeigt, dass das reibungslose Funktionieren der Infrastruktur für die Wertpapierverrechnung und -abwicklung wichtig für die Stabilität des Finanzsystems ist.

DEFINITION DER WERTPAPIERABWICKLUNG

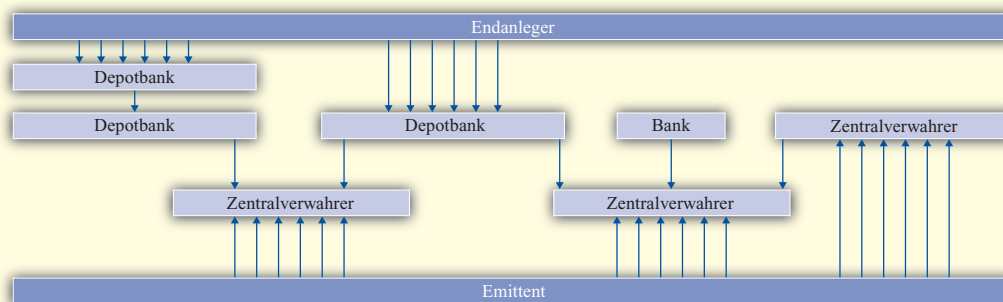
Wertpapiergeschäfte, die an Finanzmärkten abgeschlossen werden, ziehen einen Abwicklungsprozess nach sich. Beim Handel mit

Wertpapieren einigen sich die Geschäftspartner in der Regel darauf, an einem bestimmten Tag und zu einem bestimmten Preis Wertpapiere gegen Geld zu übergeben. Bei der Abwicklung werden die von den Geschäftspartnern eingegangenen Verpflichtungen erfüllt, indem die Wertpapiere vom Verkäufer auf den Käufer übertragen werden und die entsprechende Zahlung des Käufers an den Verkäufer weitergeleitet wird. An einigen Märkten werden die Transaktionen vor der endgültigen Abwicklung gegeneinander aufgerechnet. Für das Clearing und die Abwicklung gibt es spezielle Einrichtungen, um den sicheren und effizienten Ablauf dieses Prozesses zu gewährleisten.

Die Infrastruktur für die Wertpapierabwicklung führt die Emittenten (die sich über die Platzierung von Aktien und Schuldtiteln finanzieren) mit den Anlegern (welche diese

¹ Der Bericht kann unter <http://www.ecb.int> abgerufen werden.

Stilisiertes Diagramm der Infrastruktur für die Wertpapierabwicklung



Anmerkung: Pfeile nach unten bezeichnen das „Unterhalten eines Kontos bei“; Pfeile nach oben stehen für die „Hinterlegung einer Emission bei“.

Finanzinstrumente erwerben und sie gegebenenfalls am Sekundärmarkt weiterverkaufen) zusammen. Um die Liquidität zu maximieren und die Abwicklungsverfahren zu vereinfachen, wird jede Emission eines Finanzinstruments in der Regel bei einem Zentralverwahrer hinterlegt. Die Anleger halten ihre Wertpapiere bei einer Depotbank, die wiederum ein Konto bei einem Zentralverwahrer eröffnet hat. Das Diagramm veranschaulicht verschiedene Kombinationen von (Finanz-)Intermediären, die zwischen dem Emittenten und dem Endanleger stehen können und Wertpapiere bei sich verbuchen.

Anhand des Diagramms wird die Schlüsselrolle der Zentralverwahrer deutlich. Sie üben eine notarielle Funktion aus, indem sie sicherstellen, dass bei jeder einzelnen Emission die Ansprüche der Anleger insgesamt den Verpflichtungen des Emittenten entsprechen. Die endgültige Lieferung der Wertpapiere erfolgt durch Verbuchung beim Zentralverwahrer, es sei denn, Käufer und Verkäufer bedienen sich ein und derselben Depotbank, die das Wertpapiergeschäft über ihre eigenen Bücher abwickelt (dieser Vorgang wird als „Internalisierung der Abwicklung“ bezeichnet). Werden Wertpapiere im Austausch gegen finanzielle Mittel gehandelt, stellen Zentralverwahrer auch die reibungslose Übertragung der entsprechenden Mittel im jeweiligen Zahlungsverkehrssystem sicher.

Häufig wird zwischen inländischen (nationalen) Zentralverwahrern, die in erster Linie einen einzigen Markt/eine einzige Währung bedienen, und internationalen Zentralverwahrern, die mehrere Märkte und Währungen bedienen, unterschieden. Eine ähnliche Unterscheidung erfolgt zwischen lokalen und weltweit tätigen Depotbanken. Lokale Depotbanken bieten Zugang zu ihrem heimischen Markt, während weltweit agierende Depotbanken einen zentralen Zugang zu mehreren Märkten ermöglichen. Weltweit operierende Depotbanken übernehmen für den Markt des Landes, in dem sie ihren Sitz haben, häufig die Rolle einer lokalen Depotbank.

ANBIETER VON WERTPAPIERCLEARING- UND ABWICKLUNGSDIENSTLEISTUNGEN IN DER EU

In der EU werden Wertpapierabwicklungsdienstleistungen von drei möglichen Intermediären erbracht, nämlich inländischen (nationalen) Zentralverwahrern, internationalen Zentralverwahrern und Depotbanken.

Meistens werden Wertpapiere nur bei nationalen oder internationalen Zentralverwahrern emittiert. Inländische Anleihen und Aktien werden bei nationalen Zentralverwahrern, internationale Anleihen bei internationalen Zentralverwahrern begeben. Die Emission einer bestimmten Art von Wertpapieren an einem einzigen Ort hat für die nationalen und internationalen Zentralverwahrer den Vorteil, dass

sowohl die Verwahrung als auch die Abwicklung dieser Wertpapiere aus einer Hand erfolgen kann.

Allerdings findet die Abwicklung nicht immer in dem System statt, in welchem die Wertpapiere emittiert wurden. Bereits in den Siebzigerjahren veranlasste die Forderung, die Abwicklung von in der EU begebenen Wertpapieren über ein einziges Konto (statt unter Verwendung mehrerer Systeme) zu ermöglichen, die internationalen Zentralverwahrer, Kontoverbindungen mit den nationalen Zentralverwahrern einzugehen, bei denen die Wertpapiere begeben wurden. Über diese Kontoverbindungen konnten die internationalen Zentralverwahrer ein bestimmtes Wertpapier von einem nationalen Zentralverwahrer „importieren“ und es in den eigenen Büchern abwickeln, ohne dass auf Ebene des nationalen Zentralverwahrers die Eigentumsübertragung eingetragen zu werden brauchte. Zurzeit wickeln die internationalen Zentralverwahrer bei nationalen Zentralverwahrern emittierte inländische Anleihen in größerem Umfang ab als internationale Anleihen, die bei ihnen selbst begeben wurden. Auch einige große Depotbanken wickeln dem Vernehmen nach wertmäßig mehr Wertpapiere ab als kleinere nationale Zentralverwahrer.

Die verschiedenen Dienstleister stehen somit in Bezug auf das Verwahr- und Abwicklungsgeschäft miteinander im Wettbewerb, wobei sie sich zum Teil auf bestimmte Marktnischen spezialisiert haben. So bedienen die nationalen Zentralverwahrer in erster Linie lokale Akteure, während die internationalen Zentralverwahrer und Depotbanken eher eine internationale Kundschaft haben. Inländische Anleihen werden hauptsächlich bei internationalen und nationalen Zentralverwahrern² abgewickelt, internationale Anleihen bei internationalen Zentralverwahrern und Aktien größtenteils bei inländischen Zentralverwahrern und Depotbanken.

In den letzten Jahren war bei einigen dieser Dienstleister ein Konsolidierungsprozess zu

beobachten. So kam es zum Beispiel zu Fusionen zwischen nationalen und internationalen Zentralverwahrern, aus denen grenzüberschreitende Konzerne entstanden sind. Zahlreiche nationale Zentralverwahrer haben auch Verbindungen untereinander geknüpft, wenngleich diese Verbindungen bisher nur in recht bescheidenem Umfang genutzt werden. Ein internationaler Zentralverwahrer steht im Eigentum von Depotbanken und wird von diesen geleitet. Somit sind nationale und internationale Zentralverwahrer und Depotbanken nicht völlig voneinander unabhängige Wettbewerber, sondern Einrichtungen, zwischen denen oftmals eine Kunden- oder Eigentümerbeziehung besteht.

Das Risiko, das die verschiedenen Dienstleister eingehen, fällt je nachdem, ob sie bei der Abwicklung als Intermediäre fungieren, unterschiedlich hoch aus. Die internationalen Zentralverwahrer und Depotbanken üben Bankfunktionen aus, indem sie Teilnehmern Geldkredite und Möglichkeiten der Wertpapierleihe zur Verfügung stellen, um den Abwicklungsprozess zu erleichtern. Somit gehen sie das Risiko ein, dass ihre Teilnehmer die ausgereichten Kredite nicht zurückzahlen können. Abgesehen von einer einzigen Ausnahme bieten die nationalen Zentralverwahrer keine Kreditfazilitäten an, sodass für sie keinerlei Kreditrisiko besteht.

Ein besonderes Merkmal der Wertpapierabwicklung in der EU ist zweifelsohne die Existenz internationaler Zentralverwahrer. Während eine klare Abgrenzung zwischen den Aktivitäten und Risiken der nationalen Zentralverwahrer einerseits und der Depotbanken andererseits gilt, handelt es sich bei internationalen Zentralverwahrern in gewisser Weise

2 Zum Beispiel werden die Staatsanleihen Deutschlands, der Niederlande, Österreichs, Finnlands, Portugals und Irlands in erster Linie bei einem bestimmten internationalen Zentralverwahrer statt bei dem nationalen Zentralverwahrer, bei dem sie begeben wurden, abgewickelt. Die Staatsanleihen der Tschechischen Republik, Griechenlands, Spaniens, Frankreichs, Italiens, Lettlands, Litauens, Ungarns, Malts, Polens, Sloweniens und der Slowakei werden zumeist bei dem nationalen Zentralverwahrer, bei dem sie emittiert wurden, abgewickelt.

um eine Mischform, denn sie weisen einige Merkmale eines nationalen Zentralverwahrers (die Begebung von Wertpapieren) sowie einige Merkmale einer Depotbank (die Erbringung von Bankdienstleistungen) auf. Auf die internationalen Zentralverwahrer entfallen dem Gesamtwert nach 40 % des von allen Zentralverwahrern im Euro-Währungsgebiet abgewickelten Geschäftsvolumens. Zwar wickeln die internationalen Zentralverwahrer in unterschiedlichen Währungen denominierte Wertpapiere ab, doch lauten 80 % der von ihnen abgewickelten Transaktionen auf Euro.

2 DIE NOTWENDIGKEIT VON STANDARDS

SYSTEMRISIKO BEI DER WERTPAPIER- VERRECHNUNG UND -ABWICKLUNG

Die Wertpapierverrechnung und -abwicklung ist insofern mit einem Systemrisiko behaftet, als ein finanzielles oder operationelles Problem bei einer Einrichtung, die eine kritische Funktion im Abwicklungsprozess ausübt, oder bei einem ihrer Großkunden den anschließenden Ausfall weiterer Teilnehmer nach sich ziehen kann. Das Systemrisiko ist eine Form der negativen Externalität, d. h. einer Situation, in der ein Wirtschaftsakteur nicht alle mit seinen Handlungen verbundenen Kosten vollständig internalisiert, sondern erwartet, dass die zuständigen Behörden eingreifen. Externalitäten ergeben sich in der Regel daraus, dass die Teilnehmer oder Betreiber der Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme die Verluste, die anderen aus ihrem eigenen Ausfall entstehen könnten, nicht ausreichend in Betracht ziehen.

Die Beteiligung öffentlicher Stellen am Clearing und an der Abwicklung von Wertpapieren kann zur Verringerung des Systemrisikos beitragen. Durch die Festlegung von Standards kann der öffentliche Sektor Maßnahmen für die Risikosteuerung vorgeben, mit deren Hilfe die Wahrscheinlichkeit einer Kettenreaktion von Abwicklungsausfällen gesenkt wird.

VERANTWORTLICHKEITEN DER ZENTRAL- BANKEN UND WERTPAPIERAUFSICHTS- BEHÖRDEN UND IHR INTERESSE AN EINER REIBUNGSLOSEN UND EFFIZIENTEN WERTPAPIERABWICKLUNG

Da die Zentralbanken für die Geldpolitik, die Zahlungssysteme und die Finanzmarktstabilität zuständig sind, haben sie ein Interesse am reibungslosen und effizienten Funktionieren der Wertpapierabwicklung. Im Eurosystem müssen alle von diesem an die Geschäftspartner ausgereichten Kredite mit Sicherheiten unterlegt sein. Ob der Kredit im Rahmen eines geldpolitischen Geschäfts (Übernachtungskredit) oder zur Erleichterung des reibungslosen Zahlungsausgleichs in Zahlungsverkehrssystemen (Innertageskredit) gewährt wird, ist dabei unerheblich. Mehr als 95 % der vom Eurosystem hereingenommenen Sicherheiten sind Wertpapiere; dies bedeutet, dass das Eurosystem seine geldpolitischen Geschäfte nicht ordnungsgemäß durchführen und TARGET nicht reibungslos funktionieren kann, wenn es bei den nationalen und internationalen Zentralverwahrern zu Störungen kommt. Doch nicht nur die Zahlungsverkehrssysteme sind von den Zentralverwahrern abhängig: Umgekehrt verhält es sich ebenso, denn Zentralverwahrer können nur dann Wertpapiergeschäfte abwickeln, wenn die entsprechenden Zahlungen in einem Zahlungsverkehrssystem vorgenommen werden. Schließlich ist das reibungslose Funktionieren der Infrastruktur im Bereich der Verrechnung und Abwicklung von Wertpapieren auch für die Finanzsystemstabilität von Bedeutung, da sehr hohe Beträge bewegt werden und die Finanzmärkte von dieser Infrastruktur abhängig sind.

Viele Wertpapieraufsichtsbehörden in der EU sind gesetzlich ausdrücklich verpflichtet, Zentralverwahrer zu regulieren und zu überwachen. Die drei Hauptziele der Wertpapieraufsicht sind dabei der Anlegerschutz, die Gewährleistung fairer, effizienter und transparenter Märkte sowie die Verringerung des Systemrisikos. Handelt es sich bei einem Zentralverwahrer um eine Bank, sind hier auch die Bankenaufsichtsbehörden gefragt.

DIE CPSS/IOSCO-STANDARDS

Im öffentlichen Sektor sind der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme der Zentralbanken der Zehnergruppe (CPSS) und die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) für die Festlegung von international geltenden Standards zuständig. Der CPSS und die IOSCO veröffentlichten im November 2001 ihre „Recommendations for Securities Settlement Systems (SSSs)“ (Empfehlungen für Wertpapierabwicklungssysteme) und im Anschluss daran eine Beurteilungsmethodik („Assessment Methodology“) im November 2002. Die Empfehlungen geben eine weit gefasste Definition von Wertpapierabwicklungssystemen und halten die Zentralbanken, Wertpapieraufsichtsbehörden und ggf. Bankenaufsichtsbehörden auf nationaler Ebene zur Zusammenarbeit an, um den angemessenen Anwendungsbereich der Empfehlungen zu ermitteln und einen Aktionsplan für deren Umsetzung zu erarbeiten. Die Empfehlungen gehören zu einer Gesamtheit von zwölf Standards, die das Forum für Finanzmarktstabilität (Financial Stability Forum – FSF) als für die Stabilität der Finanzsysteme bedeutsam erachtet und deren vorrangige Durchsetzung es empfiehlt. Diese zwölf wichtigen Standards sind allgemein als Mindestanforderungen für solide Geschäftspraktiken anerkannt.

Die Regulierungs- und Überwachungsinstanzen in der EU befanden sich seinerzeit in einer Ausgangssituation, in der die Marktstrukturen und rechtlichen Rahmenbedingungen noch nicht EU-weit harmonisiert waren. Das ESZB und der CESR kamen daher überein, gemeinsam die Empfehlungen des CPSS und der IOSCO an die Erfordernisse der EU anzupassen. Diese Zusammenarbeit mündete in den Bericht „Standards for securities clearing and settlement in the European Union“, der vom EZB-Rat und dem CESR im Oktober 2004 gebilligt wurde. Bei diesem gemeinsamen Projekt – welches noch nicht abgeschlossen ist – handelt es sich um das erste gemeinsame Vorhaben von Zentralbanken und Wertpapieraufsichtsbehörden auf EU-Ebene.

3 ALLGEMEINE MERKMALE DER ESZB/CESR-STANDARDS

WESEN DER ESZB/CESR-STANDARDS

Derzeit sind weder die Marktstruktur noch der Rechtsrahmen für die nachbörslichen Aktivitäten im Wertpapierhandel vollständig auf EU-Ebene harmonisiert. Die erforderliche Harmonisierung lässt sich wohl nur durch eine EU-Richtlinie erreichen. Da es noch keine derartige Rechtsgrundlage gab, als das ESZB und der CESR ihre Arbeit aufnahmen, beschlossen diese, anhand der Empfehlungen von CPSS und IOSCO für Wertpapierabwicklungssysteme technische Standards zu entwickeln, da es im Interesse aller Beteiligten liegt, dass die Wertpapierabwicklung reibungslos, sicher und effizient abläuft. Vor diesem Hintergrund zielen die ESZB/CESR-Standards darauf ab, den zuständigen Stellen (Überwachungs-, Regulierungs- und Aufsichtsbehörden) ein Instrument an die Hand zu geben, mit dem sie die Sicherheit und Effizienz der Wertpapierverrechnung und -abwicklung in der EU vorantreiben und vor allem sicherstellen können, dass den Risiken, die mit derartigen Tätigkeiten einhergehen, ungeachtet des Status der leistungserbringenden Einrichtung ausreichend begegnet wird.

Die ESZB/CESR-Standards haben keinen rechtsverbindlichen Charakter im Sinne des Gemeinschaftsrechts und sollen einer etwaigen künftigen Rechtsetzung auf EU-Ebene nicht vorgreifen.

ANWENDUNG DER ESZB/CESR-STANDARDS

Wie bereits angeführt, sollen die ESZB/CESR-Standards als ein Instrument zur Unterstützung der zuständigen Behörden bei der Förderung einer sicheren und effizienten Wertpapierverrechnung und -abwicklung in der EU dienen. Dank dieser Standards können die zuständigen Stellen bei ihren Regulierungs-, Überwachungs- bzw. Aufsichtsaktivitäten einen gemeinhin akzeptierten Ansatz verfolgen. Werden die Standards angewandt, dienen sie als wirkungsvoller Maßstab, der ein international anerkanntes Gütesiegel liefert,

da die Standards auf den CPSS/IOSCO-Empfehlungen für Wertpapierabwicklungssysteme beruhen und mit diesen in Einklang stehen. Die Einhaltung der ESZB/CESR-Standards würde automatisch auch die Einhaltung der CPSS/IOSCO-Empfehlungen bedeuten.

Jede Regulierungs-, Aufsichts- und Überwachungsstelle wird dieselben Standards anwenden. Von der möglichst einheitlichen Anwendung der Standards in der EU wird erwartet, dass sie zu Wettbewerbsgleichheit, einer größeren Sicherheit für die der Regulierung unterliegenden Einrichtungen, erhöhter Effizienz und gestärktem Vertrauen in den Binnenmarkt führt. Die Behörden der EU werden sich über den Grad der Einhaltung der Standards in ihren jeweiligen Ländern austauschen und auf diese Weise ihre einheitliche Durchsetzung vorantreiben. Allerdings schließen die ESZB/CESR-Standards nicht zwangsläufig aus, dass die nationalen Behörden weitere Maßnahmen in ihrem jeweiligen Zuständigkeitsbereich umsetzen (z. B. Regeln für die Aufsicht und das Funktionieren des Marktes), um so spezifischen nationalen Marktgegebenheiten Rechnung zu tragen, die sich auf die Stabilität und Effizienz des Finanzsystems auswirken können. Es ist jedoch davon auszugehen, dass derartige Maßnahmen auf ein Minimum beschränkt bleiben.

Entgegen einer Reihe von Bedenken außen stehender Beobachter stellen die ESZB/CESR-Standards nur unter drei eindeutig gerechtfertigten Umständen Bedingungen auf, die weiter reichen als die in den Empfehlungen des CPSS und der IOSCO enthaltenen Anforderungen. Erstens geht die gegenwärtig in der EU verfolgte Praxis bereits in mehreren Fällen über die Anforderungen der Empfehlungen des CPSS und der IOSCO hinaus. In den betreffenden Fällen mögen die ESZB/CESR-Standards strikter erscheinen, doch schlägt sich in ihnen lediglich ein höherer Grad an Sicherheit der europäischen Wertpapierabwicklungssysteme nieder. Zweitens weisen die europäischen Märkte zuweilen besondere (rechtliche) Merkmale auf, die es zu

berücksichtigen gilt, wenn das sichere und reibungslose Funktionieren der Wertpapierabwicklung gewährleistet werden soll. Dabei hat die gewonnene Sicherheit Vorrang vor den mit ihrer Erreichung verbundenen Kosten. Schließlich wurden in einigen Fällen Anforderungen gestellt, die über jene der CPSS/IOSCO-Empfehlungen hinausgehen, um so die Integration der Finanzmärkte zu fördern.

ANWENDUNGSBEREICH DER ESZB/CESR-STANDARDS

Die ESZB/CESR-Standards wurden auf der Grundlage eines risikobasierten funktionalen Ansatzes entwickelt. Sie sollen mit anderen Worten die Risiken abdecken, die mit allen wichtigen Aufgaben im Wertpapierclearing- und -abwicklungsgeschäft verbunden sind, unabhängig von der Rechtsstellung der Einrichtungen, die diese Risiken eingehen. Die allgemeinen aufsichtlichen Anforderungen, die für die verschiedenen Einrichtungen gelten, hängen von dem Gesamtrisiko ihrer Geschäftstätigkeit ab. So ist die Kreditvergabe durch eine Einrichtung, die eine notarielle Funktion ausübt (d. h. einen Zentralverwahrer), nicht mit der Kreditgewährung durch ein Institut, das sich darauf spezialisiert hat (d. h. eine Bank), gleichzusetzen. Wie bereits erwähnt, wird das gesamte Risikoprofil einer Einrichtung berücksichtigt.

Wenngleich der Titel der Standards vermuten lässt, dass sie sich sowohl auf das Clearing als auch die Abwicklung von Wertpapiergeschäften in der EU beziehen, ergibt sich bei näherem Hinsehen, dass ihr Schwerpunkt auf der Wertpapierabwicklung liegt. Dies entspricht dem Ansatz des CPSS und der IOSCO, bei dem das Clearing in einem separaten Bericht über zentrale Kontrahenten abgehandelt wird.³

ORGANISATORISCHE ASPEKTE

Der Bericht zu den ESZB/CESR-Standards wurde von einer gemeinsamen Arbeitsgruppe,

³ Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme und Technischer Ausschuss der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden, Recommendations for Central Counterparties, November 2004.

die sich aus Vertretern des ESZB und des CESR zusammensetzt, erstellt. Beide Gremien haben jeweils 25 Mitgliedsinstitutionen⁴ (je eine Institution pro Mitgliedstaat). Als die gemeinsame Arbeitsgruppe ihre Arbeit im Oktober 2001 aufnahm, bestand sie zunächst aus 32 Institutionen (15 nationalen Zentralbanken, 15 Wertpapieraufsichtsbehörden, der EZB und der Europäischen Kommission). Im Zuge der EU-Erweiterung wuchs die Mitgliederzahl der Gruppe dann auf mehr als 50 an.

Bislang hat die Arbeitsgruppe zwei formelle öffentliche Konsultationsverfahren, zwei offene Anhörungen am Sitz des CESR und eine Ad-hoc-Konsultation einer Gruppe betroffener Marktteilnehmer durchgeführt. Die Tätigkeit der Arbeitsgruppe von ESZB und CESR wurde in Zusammenarbeit mit der Europäischen Kommission, aber auch mit dem Ausschuss für Bankenaufsicht und dem kürzlich eingerichteten Ausschuss der europäischen Bankenaufsichtsbehörden (Committee of European Banking Supervisors – CEBS) ausgeführt.

4 GEGENSTAND DER ESZB/CESR-STANDARDS

Ebenso wie die CPSS/IOSCO-Empfehlungen für Wertpapierabwicklungssysteme befassen sich die Standards des ESZB/CESR ausführlich mit vielen technischen und rechtlichen Aspekten der Wertpapierabwicklung und zielen letztendlich darauf ab, die damit verbundenen Risiken zu mindern. Die im Abwicklungsgeschäft bestehenden Risiken werden üblicherweise in die Kategorien Rechts-, Kredit-, Liquiditäts- und Verwahrnisiko sowie operationelles Risiko unterteilt.

Dieser Abschnitt gibt einen groben Überblick über ausgewählte Anforderungen der ESZB/CESR-Standards, gegliedert nach den Risiken, die durch die Anwendung dieser Standards verringert werden sollen.

RECHTSRISIKO

Unter „Rechtsrisiko“ versteht man die Gefahr, dass eine Partei einen Verlust erleidet, weil die Regeln der Wertpapierabwicklungssysteme, die Ausführung der damit verbundenen Abwicklungsvereinbarungen oder die Eigentumsrechte und sonstigen Ansprüche der Abwicklungssysteme rechtlich nicht abgesichert sind. Ein Rechtsrisiko ist auch dann gegeben, wenn die Anwendbarkeit von Rechtsvorschriften nicht eindeutig geregelt ist, d. h., wenn es zum Beispiel einen Konflikt zwischen mehreren Gesetzen gibt und nicht von Anfang an klar ist, welches Gesetz in diesem Fall gilt.

Standard Nr. 1 (Rechtsrahmen) behandelt einige rechtliche Aspekte des Wertpapierclearing- und -abwicklungsgeschäfts. Grundvoraussetzung ist zunächst einmal, dass alle damit zusammenhängenden Rechte und Pflichten ausdrücklich niedergelegt, verständlich formuliert und öffentlich zugänglich sind. Die rechtliche Wirksamkeit und Durchsetzbarkeit sind im Falle von Netting, bei der Sicherheitenverwertung und im Hinblick auf die Ansprüche aus den Wertpapieren von besonderer Bedeutung, insbesondere dann, wenn ein Systemteilnehmer oder -betreiber zahlungsunfähig wird. Im Sinne einer Eindämmung des Systemrisikos sollte überdies die Harmonisierung der Regeln der verschiedenen Wertpapierabwicklungssysteme vorangetrieben werden, damit es zu weniger Diskrepanzen aufgrund unterschiedlicher nationaler Rechtsvorschriften kommt.

Diese Forderungen wurden überwiegend auch schon in den Empfehlungen des CPSS und der IOSCO gestellt. Tatsächlich geht der ESZB/CESR-Standard nur auf zwei Gebieten über diese allgemeine Empfehlung hinaus: Zum einen wird die Notwendigkeit gesehen, die von den Zentralverwahrern betriebenen Systeme gemäß Finalitätsrichtlinie zu designieren und die Regeln in der EU (etwa die Vollrechts-

⁴ Dem CESR gehören noch weitere Mitglieder (mit Beobachterstatus) an, die von den Aufsichtsbehörden der dem Europäischen Wirtschaftsraum angehörenden Nicht-EU-Länder entsandt werden.

übertragung in Bezug auf einen Vermögenswert im Gegensatz zur Bestellung eines (beschränkt dinglichen) Sicherungsrechts an einem Vermögenswert) zu harmonisieren. Zum anderen verlangt er von den Zentralverwahrern, den zentralen Kontrahenten und, soweit erforderlich, von bedeutenden Depotbanken⁵ eine erhöhte Transparenz.

KREDITRISIKO

Das Kreditrisiko bei der Wertpapierabwicklung kann allgemein definiert werden als das Risiko, dass ein Geschäftspartner einer Verpflichtung weder zum Fälligkeitstermin noch zu einem künftigen Zeitpunkt in vollem Umfang nachkommen kann. Zum Kreditrisiko gehören das Eindeckungsrisiko, das Erfüllungsrisiko und das Risiko des Ausfalls der Abwicklungsbank. Unter dem Eindeckungsrisiko versteht man die Gefahr, dass ein Geschäftspartner bei einer ausstehenden Transaktion, die zu einem späteren Zeitpunkt erfüllt werden soll, am Abwicklungstag seinen Pflichten nicht nachkommen kann. Bei einem solchen Ausfall könnte die solvente Partei eine offene Position haben oder die unrealisierten Gewinne aus dieser Position verlieren. Das entstandene Verlustrisiko besteht dann aus den Kosten für den Ersatz des ursprünglichen Geschäfts zu jeweiligen Marktpreisen. Das Erfüllungsrisiko bezeichnet das Risiko, dass der Verkäufer die Wertpapiere liefert, aber keine Zahlung dafür erhält, oder dass der Käufer die Zahlung leistet, ohne jedoch die Wertpapiere zu bekommen. In einem solchen Fall ist der gesamte Kapitalbetrag der übertragenen Wertpapiere bzw. der geleisteten Zahlung in Gefahr. Das Risiko des Ausfalls der Abwicklungsbank besteht darin, dass die Stelle ausfällt, die Konten bei einem Abwicklungsagenten unterhält, über die Zahlungsverpflichtungen aus Wertpapiergeschäften sowohl in eigener als auch in fremder Rechnung beglichen werden.

Diese verschiedenen Facetten des Kreditrisikos werden in einigen ESZB/CESR-Standards, darunter auch Standard Nr. 9 (Kontrolle des Kredit- und Liquiditätsrisikos), aufgegrif-

fen. Eine der offensichtlichsten Ursachen für das Kreditrisiko liegt darin, dass einige Zentralverwahrer gemäß nationalen Rechtsvorschriften Kredite an ihre Kunden vergeben dürfen. In solchen Fällen sollten sich die Zentralverwahrer aus Gründen der Systemstabilität ausschließlich auf Kredite beschränken, die der Wertpapierabwicklung und dem Schuldendienst dienen. Die Kredite (sowohl Intraday- als auch Übernachtskredite) sollten soweit möglich in voller Höhe besichert sein. Ist der Kredit im besonders begründeten Einzelfall unbesichert, sollten die Zentralverwahrer andere empfehlenswerte Risikokontrollmaßnahmen ergreifen. Auch die kreditrisikomindernden Verfahren bedeutender Depotbanken sind mit Blick auf die Eindämmung der Systemrisiken bei der Wertpapierabwicklung daraufhin zu überprüfen, ob sie dem Risiko, das von diesen Banken potenziell für das Finanzsystem ausgeht, gerecht werden.

Die Kreditrisiken im Zusammenhang mit Wertpapierleihgeschäften werden in Standard Nr. 5 (Wertpapierleihe) behandelt. Die Wertpapierleihe wird befürwortet, da sie der Beschleunigung der Wertpapierabwicklung und der Verringerung von Abwicklungsausfällen dienen kann. Zuweilen kann dies jedoch dazu führen, dass der Zentralverwahrer ein zu hohes Risiko eingeht, wenn er als Auftraggeber im Rahmen einer zentralen Wertpapierleihe-Einrichtung auftritt. Er sollte dann geeignete Risikokontrollmaßnahmen gemäß den Anforderungen von Standard Nr. 9 (Kontrolle des Kredit- und Liquiditätsrisikos) ergreifen. Im Gegensatz zur CPSS/IOSCO-Empfehlung zur Wertpapierleihe hebt der Standard des ESZB/CESR die Vorteile zentraler Wertpapierleihe-Einrichtungen zur Verringerung von Abwicklungsausfällen hervor. Gleichzeitig erkennt er an, dass bilaterale Leihgeschäfte ebenfalls zur Reduzierung solcher Ausfälle beitragen können. Ob die Wahl auf eine zentrale Wertpapierleihe-Einrichtung oder bilaterale Leihgeschäfte fällt, sollte von

⁵ Im Rahmen der ESZB/CESR-Standards werden „bedeutende Depotbanken“ provisorisch definiert als Depotbanken, die bedeutende Einrichtungen zur Abwicklung von Wertpapiergeschäften unterhalten.

den jeweiligen Marktbedingungen abhängig gemacht werden, wobei sowohl die Anzahl der Abwicklungsausfälle als auch die Effizienz des Markts für Wertpapierleihgeschäfte zu berücksichtigen sind.

Durch ausgereifte Handelsbestätigungs- und Matchingverfahren können Abwicklungsausfälle – und damit das Kreditrisiko – ebenfalls erheblich verringert werden. Wie in Standard Nr. 2 (Handelsbestätigung und Matching) festgelegt, sollte die Bestätigung von Handelsgeschäften zwischen unmittelbaren Marktteilnehmern so bald wie möglich nach Handelsabschluss, jedoch spätestens am Handelstag (T+0), erfolgen. Das Matching der Abwicklungsanweisungen sollte schnellstmöglich (spätestens am Tag vor dem angegebenen Abwicklungstag) durchgeführt werden. Diese Anforderungen stehen im Einklang mit dem Ansatz des CPSS und der IOSCO.

Mit „Lieferung gegen Zahlung“ oder „Zug um Zug“ wird ein Abwicklungsverfahren bezeichnet, welches sicherstellt, dass die Übertragung von Wertpapieren ausschließlich unter der Bedingung erfolgt, dass im Gegenzug die Zahlung geleistet wird und umgekehrt. Durch ein gut gestaltetes und umgesetztes Zug-um-Zug-Verfahren kann das Erfüllungsrisiko beseitigt werden. Standard Nr. 7 (Lieferung gegen Zahlung) verlangt, dass der technische, rechtliche und vertragliche Rahmen eines Wertpapierabwicklungssystems die Zug-um-Zug-Abwicklung gewährleistet. Die Zeitspanne zwischen der Sperrung der Wertpapiere (und/oder der Zahlung) und dem Moment, in dem die Lieferungen endgültig sind, sollte minimiert werden. Anders als die CPSS/IOSCO-Empfehlung betont der Standard die Notwendigkeit einer effizienten und verlässlichen Zug-um-Zug-Abwicklung auf EU-Ebene. Darüber hinaus legt er den bedeutenden Depotbanken die Einführung von Abwicklungsverfahren nahe, mit denen das Erfüllungsrisiko so weit wie möglich verringert wird.

Eine weitere Ursache für das Kreditrisiko könnte im Ausfall der Abwicklungsbank

(des Zahlungsausgleichsagenten) bestehen. Als Abwicklungsbank wird die Stelle bezeichnet, die Konten bei einem Abwicklungsagenten unterhält, über die ihre Zahlungsverpflichtungen aus Wertpapiergeschäften in eigener und fremder Rechnung beglichen werden. Der sicherste Weg der Zahlungsabwicklung besteht laut Standard Nr. 10 (Für den Zahlungsausgleich verwendete Aktiva) in der Abwicklung über die Konten bei der jeweiligen Zentralbank. Ist die Verwendung von Zentralbankgeld jedoch nicht praktikabel oder nicht möglich (z. B. wenn die Geschäfte nicht in der Währung des Landes durchgeführt werden, in dem die Abwicklung stattfindet), können auch Geschäftsbanken in Anspruch genommen werden. Dabei müssen allerdings angemessene Risikokontrollmaßnahmen ergriffen werden, um die Teilnehmer vor potenziellen Verlusten und Liquiditätsengpässen zu schützen, die sich aus dem Ausfall des Zahlungsausgleichsagenten ergeben könnten. Diese Anforderungen unterscheiden sich kaum von der CPSS/IOSCO-Empfehlung.

Im Allgemeinen sollten Zentralverwahrer das Kreditrisiko (und das Liquiditätsrisiko) gemäß Standard Nr. 6 (Zentralverwahrer) so gering wie möglich halten. Dies ist aufgrund der Sonderstellung der Zentralverwahrer erforderlich, da sie sowohl die endgültige Abwicklung durchführen als auch die Integrität der immobilisierten/dematerialisierten⁶ Wertpapieremissionen für den Emittenten gewährleisten („notarielle Funktion“). Die Arbeitsgruppe stand jedoch vor der Herausforderung, dass es auf EU-Ebene keine einheitliche Definition von Zentralverwahrern gab. Der ESZB/CESR-Standard beschreibt die Aufgaben und die Rolle eines Zentralverwahrers (insbesondere im europäischen Zusammenhang) ausführlich

6 Mit „Immobilisierung“ ist die Hinterlegung von Wertpapieren und Finanzinstrumenten in Form effektiver Stücke bei einem Zentralverwahrer gemeint, sodass anschließende Übertragungen durch reine Kontobuchungen erfolgen können, also zugunsten oder zulasten von Kundenkonten des Zentralverwahrers. Dagegen bezeichnet „Dematerialisierung“ die Abschaffung von effektiven Stücken oder Dokumenten, die Eigentum an Wertpapieren verbrieften, sodass Wertpapiere nur als Bucheinträge existieren.

cher als die Empfehlung von CPSS und IOSCO. Überdies enthält der Standard den Vorschlag, dass die Emissionsintegrität unter anderem durch solide Rechnungslegungsstandards, doppelte Buchführung und eine vollständige Buchungskontrolle gewahrt werden sollte.

Teilweise wurden Verbindungen zwischen Zentralverwahrern aufgebaut, die in erster Linie der Abwicklung grenzüberschreitender Geschäfte dienen. Es handelt sich dabei um rechtliche und technische Vereinbarungen und Verfahren, die die stückelose Wertpapierübertragung zwischen zwei oder mehreren Zentralverwahrern ermöglichen. Die bei der Abwicklung über solche Verbindungen bestehenden Kreditrisiken werden durch die in Standard Nr. 19 (Risiken bei systemübergreifenden Verbindungen) vorgeschlagenen Maßnahmen gemindert. So sollten bei der Einrichtung einer Verbindung der Abwicklungszyklus nicht verlängert und die endgültige Zug-um-Zug-Abwicklung auf Innertagesbasis nicht gefährdet werden, keine vorläufigen Übertragungen erlaubt sein, und es sollte sichergestellt werden, dass alle zwischen Zentralverwahrern gewährten Kredite in vollem Umfang besichert und mit Limiten versehen sind. Im Gegensatz zur CPSS/IOSCO-Empfehlung schreibt der ESZB/CESR-Standard vor, dass diese Verbindungen den Teilnehmern die Zug-um-Zug-Abwicklung auf Innertagesbasis ermöglichen sollen. Der Standard enthält auch spezielle Anforderungen für von Zentralverwahrern eingerichtete indirekte Verbindungen (Relayed Links)⁷.

LIQUIDITÄTSRISIKO

Unter dem Liquiditätsrisiko versteht man im Allgemeinen die Gefahr, dass ein Geschäftspartner eine Verpflichtung zum Fälligkeitstermin zwar nicht vollständig begleicht, dies jedoch zu einem nicht bestimmten späteren Zeitpunkt nachholt.

Liquiditätsengpässe können unter anderem durch unzureichende Vorkehrungen zur Gewährleistung der Innertagesfinalität der Ab-

wicklung entstehen. Die Standards Nr. 8 (Zeitpunkt der Finalität der Abwicklung) und Nr. 10 (Für den Zahlungsausgleich verwendete Aktiva) fordern, dass die Finalität klar definiert ist und – je nach Marktbedürfnissen – entweder in Echtzeit und/oder durch mehrfache Stapelverarbeitung im Laufe des Abwicklungstags erzielt wird. Um die Erreichung der Innertagesfinalität in einem bestimmten System nicht zu gefährden, sollten die Zentralbanken und andere Zahlungsausgleichsagenten effiziente Zahlungsverfahren entwickeln, die eine finale Innertagesabwicklung ermöglichen. Verglichen mit der CPSS/IOSCO-Empfehlung ist diese Forderung strenger. Der ESZB/CESR-Standard Nr. 8 (Zeitpunkt der Finalität der Abwicklung) verlangt die Erreichung der Finalität im Laufe des Tages, während die CPSS/IOSCO-Empfehlung diese erst zum Tagesschluss vorschreibt. Die Innertagesfinalität in Europa ist wichtig, damit Interoperabilität erreicht werden kann und gewährleistet wird, dass die zwischen den Systemen übertragenen Wertpapiere noch am Abwicklungstag selbst weiterverwendet werden können. Ein weiteres durch diesen Standard eingeführtes Element betrifft die Anbindung an die Zahlungsverkehrssysteme. Bei der Festlegung des Zeitpunkts der nachmittags durchzuführenden Stapelverarbeitung sollte die TARGET-Schlusszeit berücksichtigt werden, damit die Teilnehmer in der Lage sind, die ihrem Liquiditätsbedarf entsprechenden Dispositionen zu treffen.

VERWAHRRISIKO

Als Verwahrrisiko wird die Gefahr bezeichnet, dass infolge von Zahlungsunfähigkeit, Sorgfaltsverletzung, missbräuchlicher Verwendung von Vermögenswerten, Betrug, Missmanagement oder unzureichender Buchführung der Depotbank Wertpapierverluste bei der Verwahrung auftreten.

⁷ Unter einer indirekten Verbindung ist eine vertragliche und technische Regelung zu verstehen, die es zwei nicht direkt miteinander verbundenen Zentralverwahrern ermöglicht, Wertpapiergeschäfte oder Übertragungen von Wertpapieren über einen oder mehrere weitere Zentralverwahrer, die als Intermediäre fungieren, abzuwickeln.

Standard Nr. 12 (Schutz der Wertpapierbestände der Kunden) befasst sich explizit mit dieser Risikoart. Ein Wertpapierverwahrer sollte solide Rechnungslegungsverfahren und -standards anwenden und die Wertpapiere der Kunden in seinen Büchern getrennt von seinen eigenen Papieren führen, um sicherzustellen, dass die Wertpapiere der Kunden insbesondere vor Ansprüchen seiner eigenen Gläubiger geschützt sind. Die separate Wertpapierverwahrung für die Kunden lässt sich durch die Eröffnung von Treuhandkonten oder, wenn dies aufgrund nationaler Rechtsvorschriften nicht möglich ist, durch andere Buchführungsmethoden erreichen. Ferner enthält der Standard ein striktes Verbot von „Sollsalden auf Wertpapierkonten“ und der „Wertpapierschöpfung“⁸ durch die Verwahrer. Anders als die Empfehlung des CPSS und der IOSCO fordert der Standard des ESZB/CESR den zwischengeschalteten Verwahrer dazu auf, das ausdrückliche Einverständnis der Kunden einzuholen, bevor er dessen Wertpapiere für seine eigenen Geschäfte verwendet (z. B. für Wertpapierleihgeschäfte oder als Absicherung eigener Kreditrisiken).

OPERATIONELLES RISIKO

Unter dem operationellen Risiko versteht man die Gefahr, dass unzulängliche Informationssysteme oder interne Kontrollmechanismen, menschliches Versagen oder Managementversagen zu unerwarteten Verlusten führen.

Gemäß Standard Nr. 11 (Operationelle Zuverlässigkeit) sollten die Maßnahmen und Verfahren im Bereich des operationellen Risikos eindeutig definiert sein und regelmäßig überprüft, aktualisiert und getestet werden, um ihre Aktualität zu gewährleisten. Insbesondere sollten Notfallpläne und Back-up-Einrichtungen vorhanden sein. So kann nach einer Störung sichergestellt werden, dass das System sobald wie möglich, spätestens jedoch nach zwei Stunden, die Geschäftsaktivitäten mit hinreichender Sicherheit, einem hohen Maß an Integrität und ausreichender Leistungsfähigkeit wieder aufnehmen kann. Der Standard ergänzt die CPSS/IOSCO-Empfehlung durch

eine weitere Erläuterung zur Auslagerung von Clearing- und Abwicklungsaufgaben. So sollten beispielsweise Zentralverwahrer und zentrale Kontrahenten Tätigkeiten oder Aufgaben nur dann an Dritte übertragen, wenn sie zuvor die Genehmigung der zuständigen Behörden eingeholt haben. Die auslagernde Stelle bleibt gegenüber diesen Behörden nach Maßgabe der jeweiligen nationalen Rechtsvorschriften verantwortlich. Sie hat ihre Kunden von der Auslagerung in Kenntnis zu setzen.

Ein operationelles Risiko kann außerdem von ineffizienten – zum Beispiel manuell aufwendigen – Verfahren ausgehen. Daher empfiehlt Standard Nr. 16 (Kommunikationsverfahren, Nachrichtenstandards und durchgängig automatisierte Abwicklung) die Verwendung internationaler Kommunikationsverfahren und -standards für Nachrichten im Wertpapierverkehr, Wertpapieridentifikationsverfahren und die Identifikation der Geschäftspartner. Im Sinne einer besseren Interoperabilität der Systeme sollten die Wertpapierdienstleister ferner eine durchgängige Abwicklungsautomatisierung anstreben, damit sich die Marktteilnehmer rasch und unkompliziert zwischen den Systemen hin und her bewegen können. Der ESZB/CESR-Standard geht über die CPSS/IOSCO-Empfehlung hinaus, indem er die Marktteilnehmer auffordert, effiziente Maßnahmen zur Förderung der Interoperabilität der Märkte und zur Erreichung einer durchgängig automatisierten Verarbeitung zu ergreifen.

Ein weiteres Problem hinsichtlich der Effizienz der Abwicklung steht mit der Dematerialisierung der Wertpapiere in Zusammenhang. Laut Standard Nr. 6 (Zentralverwahrer) sollten die Wertpapiere soweit möglich immobilisiert oder dematerialisiert und vom Zentralverwahrer buchmäßig übertragen werden. Durch die stückelose Verwahrung von Wert-

⁸ Mit „Wertpapierschöpfung“ wird ein Rechnungslegungs- oder Buchführungsvorgang bei Zentralverwahrern bezeichnet, der dazu führt, dass der Gesamtwert aller Bestände einer bestimmten Wertpapierart auf den beim Zentralverwahrer geführten Kundenkonten den Gesamtwert der ursprünglichen Emission dieses Wertpapiers übersteigt.

papieren werden Bedenken hinsichtlich der physischen Sicherheit abgeschwächt und die Wahrscheinlichkeit menschlichen Versagens verringert.

Managementversagen, welches die operationelle Zuverlässigkeit ebenfalls beeinträchtigen kann, lässt sich am besten durch die Umsetzung angemessener Regeln der Unternehmensführung verhindern. Dies geht aus Standard Nr. 13 (Führungs- und Verwaltungsstruktur) hervor.

WEITERE ANFORDERUNGEN

Zusätzlich zu den oben beschriebenen besonderen Risiken befassen sich die ESZB/CESR-Standards auch mit Fragen der Effizienz. Beispielsweise tragen durchdachte und vollständig umgesetzte Regeln der Unternehmensführung (siehe Standard Nr. 13 – Führungs- und Verwaltungsstruktur) zum sicheren und effizienten Funktionieren eines Abwicklungssystems oder einer Abwicklungsvereinbarung bei. Anders als die Empfehlung des CPSS und der IOSCO geht der Standard auf mögliche Interessenkonflikte zwischen dem Systembetreiber und den Systemteilnehmern sowie bei den Zentralverwahrern und den zentralen Kontrahenten ein und verlangt, dass diese Konflikte festgestellt und behoben werden.

Mit Fragen der Wirtschaftlichkeit befasst sich auch Standard Nr. 15 (Effizienz). Wenn ein Marktteilnehmer seine Handelsgeschäfte rasch und effizient abwickeln und ohne unnötige Verzögerung Zugang zu seinen Geldern und Wertpapieren erhalten kann, dürfte sich dies effizienzsteigernd auf seine Geschäftstätigkeit auswirken.

Überdies können die Marktakteure fundierte Entscheidungen treffen und ihr Risiko besser einschätzen, wenn sie über die Informationen verfügen, die zur Beurteilung der Risiken sowie der Preise und Gebühren der Zentralverwahrer, der zentralen Kontrahenten und ggf. der Clearing- und Abwicklungsdienste bedeutender Depotbanken erforderlich sind (siehe Standard Nr. 17 – Transparenz).

Es ist außerdem davon auszugehen, dass eine bessere Interoperabilität zu einer Effizienzsteigerung an den EU-Märkten führt. Diese Interoperabilität soll durch eine Harmonisierung der technischen Aspekte der Wertpapierverarbeitung und der Geschäftspraktiken erreicht werden (siehe Standard Nr. 15 – Effizienz). Im Gegensatz zur CPSS/IOSCO-Empfehlung betont der ESZB/CESR-Standard, dass Wirtschaftlichkeit nicht nur auf nationaler Ebene, sondern auch im Kontext der europäischen Integration von Bedeutung ist. Die systemübergreifende Interoperabilität würde es den Systemen ermöglichen, ohne Mehrarbeit für die Marktteilnehmer untereinander zu kommunizieren und Wertpapiergeschäfte abzuwickeln.

Ein konkretes Beispiel für die Standardisierung von Geschäftspraktiken ist die weitere Harmonisierung und/oder Verkürzung der Abwicklungszyklen (siehe Standard Nr. 3 – Abwicklungszyklen und Betriebszeiten). Hier wird empfohlen, dass die Zentralverwahrer und ggf. auch die zentralen Kontrahenten ihre Geschäftstage und -zeiten aufeinander abstimmen und mindestens während der TARGET-Betriebszeiten für Geschäfte in Euro geöffnet haben sollten. Für das reibungslose Funktionieren der europäischen Finanzmärkte ist es zudem wichtig, dass die Geschäftstage der Abwicklungssysteme mit den TARGET-Geschäftstagen übereinstimmen (siehe Standard Nr. 8 – Zeitpunkt der Finalität der Abwicklung). Die Automatisierung und Interoperabilität der Handelsbestätigungs- und Matchingsysteme wird in Standard Nr. 2 (Handelsbestätigung und Matching) gefordert.

Die gesamte EU-weite Wertpapierabwicklung würde außerdem von einer besseren nationalen und länderübergreifenden Zusammenarbeit der zuständigen Behörden profitieren. Standard Nr. 18 (Regulierung, Aufsicht und Überwachung) richtet sich daher an die Zentralbanken sowie die Wertpapierregulierungs- und Bankenaufsichtsbehörden. Einrichtungen, die Clearing- und Abwicklungsdienste anbieten, sollten einer transparenten, wirksamen und einheitlichen Regulierung und Aufsicht

unterliegen. Clearing- und Abwicklungssysteme hingegen sollten einer entsprechend transparenten, wirksamen und einheitlichen Überwachung durch die Zentralbanken unterworfen sein. Anders als die CPSS/IOSCO-Empfehlung erkennt der Standard des ESZB/CESR die in anderen Bereichen der europäischen Finanzmarktregulierung abgeschlossenen Koordinationsvereinbarungen in der EU an, die auf dem Prinzip der gegenseitigen Anerkennung beruhen. Auf den nicht vom Europarecht erfassten Gebieten werden die zuständigen Behörden Verhandlungen über die Koordination dieser Tätigkeiten aufnehmen, die auf die Vereinbarung offizieller Memoranda of Understanding (MoUs) abzielen.

Die ESZB/CESR-Standards befassen sich des Weiteren mit dem Problem der Gleichbehandlung aller an Wertpapierclearing und -abwicklung Beteiligten. Dies kommt unter anderem in den Anforderungen von Standard Nr. 14 (Zugang) zum Ausdruck. Im Gegensatz zur CPSS/IOSCO-Empfehlung fordert der ESZB/CESR-Standard ein generelles Verbot von Zugangsbeschränkungen, sofern diese nicht durch Risiken für die Zentralverwahrer oder zentralen Kontrahenten gerechtfertigt sind. Sowohl die Kriterien für die Teilnahme als auch für die Beendigung der Teilnahme sollten eindeutig formuliert und öffentlich zugänglich sein.

5 ZU KLÄRENDE FRAGEN UND FOLGEARBEITEN

Die derzeitigen Standards sollen in Kraft treten, sobald die Beurteilungsmethodik entwickelt und die Auswirkungen der Standards analysiert worden sind.

Bei der Ausarbeitung der Standards stieß die Arbeitsgruppe des ESZB/CESR auf eine Reihe noch zu klärender Fragen, die sie im Zuge der Entwicklung der Beurteilungsmethodik eingehend untersuchen wird. So wird der Zusammenhang zwischen den Regelungen für die Bankenaufsicht und den kreditrisikobezoge-

nen Standards analysiert. Ein weiteres Thema, mit dem sich die Arbeitsgruppe derzeit näher befasst, ist die Organisation der Zusammenarbeit der zuständigen (nationalen) Behörden in der Praxis. Eine vollständige Übersicht der offenen Fragen ist in Abschnitt 27 der Einleitung des im Oktober 2004 veröffentlichten ESZB/CESR-Berichts enthalten.

Diese Fragen werden in enger Zusammenarbeit mit den verschiedenen Marktteilnehmern (Zentralverwahrer, zentrale Kontrahenten, Depotbanken, Sparkassen und Genossenschaftsbanken und öffentlich-rechtliche Kreditinstitute) untersucht. Kommuniziert wird dabei über unterschiedliche Kanäle und in unterschiedlichen Foren – beispielsweise in bilateralen Gesprächen, in kleinen Gruppen, in gesonderten Besprechungen mit den am stärksten betroffenen Marktteilnehmern, bei offenen Anhörungen aller interessierten Parteien und selbstverständlich durch regelmäßige schriftliche Konsultationen.

Wie bereits ausgeführt, hat die Arbeitsgruppe eng mit anderen zuständigen Stellen wie der Europäischen Kommission, dem Ausschuss der europäischen Bankenaufsichtsbehörden und dem Ausschuss für Bankenaufsicht zusammengearbeitet. Auch zum zuständigen Ausschuss des Europäischen Parlaments wurden geeignete Kommunikationskanäle eingerichtet.

Sobald die offenen Fragen untersucht wurden, wird die Arbeitsgruppe die Beurteilungsmethodik entwerfen, die vom Inhalt her mit jener von CPSS und IOSCO vergleichbar sein wird.⁹ Ferner wird ein besonderer Schwerpunkt auf jenen Aspekten des Clearings (durch zentrale Kontrahenten) liegen, die in den gegenwärtigen Standards noch nicht ausreichend berücksichtigt wurden. Der endgültige Bericht dürfte gegen Ende des Jahres 2005 veröffentlicht werden.

⁹ Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme und Technischer Ausschuss der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden, Assessment methodology for „Recommendations for Securities Settlement Systems“, November 2002.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Bericht des ESZB und des CESR eine Reihe heikler Fragen abdeckt. Der Standardisierungsdruck rührt von der Verpflichtung der EU her, auf internationaler Ebene Harmonisierungen vorzunehmen, um im Falle von Finanzkrisen Ansteckungseffekte zu verhindern. Die Wertpapierabwicklung wird dabei vom Forum für Finanzmarktstabilität als einer der zwölf wichtigsten Bereiche eingestuft, in denen die einschlägigen internationalen Standards (d. h. die Empfehlungen des CPSS und der IOSCO) vorrangig umzusetzen sind. Da es gegenwärtig noch keine EU-weit gültigen Rechtsvorschriften gibt, wurde die Entscheidung über einzelne Gesichtspunkte wie etwa den Anwendungsbereich der Standards den nationalen Stellen (in diesem Fall: Zentralbanken und Wertpapieraufsichtsbehörden in der EU) überlassen. In der Praxis hat sich gezeigt, dass Themen dieser Art zu den heikelsten Fragen gehören. Darüber hinaus wird erwartet, dass die Verabschiedung allgemein gültiger Standards die Integration der EU-Finanzmärkte vorantreiben wird.

In diesem Zusammenhang sei ausdrücklich betont, dass die Standards nicht einer möglichen Richtlinie oder sonstigen Maßnahme in Bezug auf die Wertpapierverrechnung und -abwicklung auf EU-Ebene vorgreifen möchten oder an ihre Stelle treten sollen. Sollte es eine Änderung der gegenwärtigen europäischen Rechtsvorschriften geben, würde sie entsprechend in die Standards eingearbeitet werden. Letztendlich könnte eine Arbeitsgruppe, die zwei Gremien wie das ESZB und den CESR umfasst und dadurch zahlreiche nationale Behörden zusammenführt, auch als eine wegweisende Initiative angesehen werden, an der sich die zukünftige Zusammenarbeit im Bereich der Finanzmärkte orientieren könnte.

STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS



INHALT¹

ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Übersicht über volkswirtschaftliche Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet

S5

I MONETÄRE STATISTIK

1.1 Konsolidierter Ausweis des Eurosystems

S6

1.2 Schlüsselzinssätze der EZB

S7

1.3 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren)

S8

1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik

S9

2 MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

2.1 Aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet

S10

2.2 Konsolidierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet

S11

2.3 Monetäre Statistik

S12

2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung

S14

2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung

S17

2.6 Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung

S20

2.7 Neubewertung ausgewählter Bilanzpositionen der MFIs

S21

2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen

S22

2.9 Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet

S24

2.10 Aktiva der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen

S25

3 FINANZKONTEN UND NICHTFINANZIELLE KONTEN

3.1 Wichtige Forderungen der nichtfinanziellen Sektoren

S26

3.2 Wichtige Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren

S27

3.3 Wichtige Forderungen und Verbindlichkeiten von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

S28

3.4 Jährliche Ersparnis, Investitionen und Finanzierung

S29

4 FINANZMÄRKTE

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

S30

4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten

S31

4.3 Jahreswachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien

S33

4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet

S35

4.5 Zinssätze der MFIs für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet

S37

4.6 Geldmarktsätze

S39

4.7 Renditen von Staatsanleihen

S40

4.8 Börsenindizes

S41

5 PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

S42

5.2 Produktion und Nachfrage

S45

5.3 Arbeitsmärkte

S49

¹ Weitere Informationen sind unter statistics@ecb.int erhältlich. Detailliertere und längere Zeiträume erfassende Datenreihen finden sich auf der Website der EZB (www.ecb.int).

6	ÖFFENTLICHE FINANZEN	
6.1	Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo	S50
6.2	Verschuldung	S51
6.3	Veränderung der Verschuldung	S52
6.4	Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis	S53
7	AUSSENWIRTSCHAFT	
7.1	Zahlungsbilanz	S54
7.2	Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz	S59
7.3	Geographische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus	S60
7.4	Auslandsvermögensstatus (einschließlich Währungsreserven)	S62
7.5	Warenhandel	S64
8	WECHSELKURSE	
8.1	Effektive Wechselkurse	S66
8.2	Bilaterale Wechselkurse	S67
9	ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS	
9.1	In anderen EU-Mitgliedstaaten	S68
9.2	In den Vereinigten Staaten und Japan	S69
	ABBILDUNGEN	S71
	TECHNISCHER HINWEIS	S73
	ERLÄUTERUNGEN	S77

In den Tabellen verwendete Abkürzungen und Zeichen

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



ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

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

1. Monetäre Entwicklung und Zinssätze

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1),2)}	Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3 ^{1),2)}	Kredite der MFIs an Ansässige im Euro-Währungs- gebiet (ohne MFIs und öffent- liche Haushalte) ¹⁾	Von nicht- finanziellen und nichtmonetären finanziellen Kapital- gesellschaften begebene Wert- papiere ohne Aktien in Euro ¹⁾	Dreimonats- zinssatz (EURIBOR, in % p.a., Durchschnitts- werte der Berichtszeit- räume)	Rendite von Staatsanleihen im Zehnjahres- bereich (in % p.a., Durch- schnittswerte der Berichts- zeiträume)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	19,6	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,0	11,0	2,11	4,14
2004 Q2	10,2	6,0	5,4	-	5,6	10,2	2,08	4,36
Q3	9,6	5,8	5,6	-	6,2	10,0	2,12	4,21
Q4	9,3	6,4	6,0	-	6,8	8,9	2,16	3,84
2005 Q1	.	.	.	.	.	.	2,14	3,67
2004 Okt.	9,0	6,3	5,8	6,0	6,7	8,5	2,15	3,98
Nov.	9,8	6,5	6,0	6,1	6,9	9,4	2,17	3,87
Dez.	8,4	6,5	6,4	6,3	7,0	9,1	2,17	3,69
2005 Jan.	9,3	6,9	6,6	6,5	7,3	10,1	2,15	3,63
Febr.	9,9	7,1	6,4	.	7,2	.	2,14	3,62
März	.	.	.	.	.	.	2,14	3,76

2. Preise, Produktion, Nachfrage und Arbeitsmärkte

	Harmonisierter Verbraucher- preisindex (HVPI)	Industrielle Erzeugerpreise	Arbeitskosten pro Stunde	Bruttoinlands- produkt (BIP) in konstanten Preisen	Industrie- produktion (ohne Baugewerbe)	Kapazitäts- auslastung im verarbeitenden Gewerbe (in %)	Erwerbstätige	Arbeitslose (in % der Erwerbs- personen)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	2,1	1,4	2,7	0,5	0,3	81,1	0,2	8,7
2004	2,1	2,3	2,3	2,0	2,0	81,7	0,5	8,8
2004 Q2	2,3	2,0	2,1	2,2	3,1	81,6	0,4	8,8
Q3	2,2	3,1	1,8	1,9	2,8	82,1	0,5	8,8
Q4	2,3	3,8	2,2	1,6	1,0	82,1	0,8	8,8
2005 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 Okt.	2,4	4,1	-	-	1,2	82,1	-	8,9
Nov.	2,2	3,7	-	-	0,7	-	-	8,8
Dez.	2,4	3,5	-	-	1,1	-	-	8,8
2005 Jan.	1,9	3,9	-	-	2,2	82,0	-	8,8
Febr.	2,1	4,2	-	-	-	-	-	8,9
März	2,1	.	-	-	-	-	-	.

3. Zahlungsbilanz, Währungsreserven und Wechselkurse

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €)

	Zahlungsbilanz (Nettotransaktionen)				Währungs- reserven (Stand am Ende des Berichts- zeitraums)	Effektiver Wechselkurs des Euro: EWK-23 ³⁾ (Index, 1999 Q1 = 100)		EUR/USD- Wechselkurs
	Leistungsbilanz und Vermögens- übertragungen	Warenhandel	Direkt- investitionen	Wertpapier- anlagen		Nominal	Real (VPI)	
2003	35,0	105,3	-3,4	41,7	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	58,1	105,8	-37,9	55,8	279,6	103,8	105,8	1,2439
2004 Q2	9,9	31,5	-12,9	21,7	301,4	102,1	104,1	1,2046
Q3	14,0	24,6	5,3	3,6	298,2	102,8	104,9	1,2220
Q4	17,0	21,1	-6,7	33,5	279,6	105,7	107,7	1,2977
2005 Q1	.	.	.	.	.	105,7	107,7	1,3113
2004 Okt.	1,8	7,7	-11,6	6,2	294,2	104,2	106,3	1,2490
Nov.	5,4	5,9	-0,8	-10,8	291,6	105,6	107,6	1,2991
Dez.	9,8	7,6	5,8	38,2	279,6	107,1	109,3	1,3408
2005 Jan.	-6,9	0,4	-13,1	-18,2	289,0	105,8	107,9	1,3119
Febr.	.	.	.	.	283,2	105,1	107,2	1,3014
März	.	.	.	.	.	106,0	108,1	1,3201

Quellen: EZB, Europäische Kommission (Eurostat) und Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) und Reuters.

Anmerkung: Nähere Informationen zu den ausgewiesenen Daten finden sich in den entsprechenden Tabellen dieses Abschnitts.

- Bei Monatsangaben beziehen sich die prozentualen Veränderungen gegenüber dem Vorjahr auf das Monatsende, bei Quartals- und Jahresangaben auf die jährliche Veränderung der Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Einzelheiten hierzu finden sich im „Technischen Hinweis“.
- Die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestände an Geldmarktfondsanteilen und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind aus der Geldmenge M3 und ihren Komponenten herausgerechnet.
- Die Abgrenzung der Handelspartnergruppen und weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.



MONETÄRE STATISTIK

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

1. Aktiva

	11. März 2005	18. März 2005	25. März 2005	1. April 2005
Gold und Goldforderungen	125 071	124 977	124 901	128 058
Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	151 867	151 751	150 113	155 910
Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	18 281	19 316	18 834	19 125
Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	7 578	8 138	8 889	9 304
Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	357 500	361 545	376 079	366 751
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	272 500	276 500	291 000	275 999
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	84 999	84 999	84 999	90 002
Feinsteuersoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0	31	79	743
Forderungen aus Margenausgleich	1	15	1	7
Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	3 206	3 488	2 918	2 710
Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	77 716	78 797	79 736	79 717
Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte	41 279	41 279	41 279	41 172
Sonstige Aktiva	122 877	123 369	123 685	124 407
Aktiva insgesamt	905 375	912 660	926 434	927 154

2. Passiva

	11. März 2005	18. März 2005	25. März 2005	1. April 2005
Banknotenumlauf	494 643	495 450	501 710	500 861
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	144 562	147 124	143 999	142 201
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	144 501	146 733	143 968	142 146
Einlagefazilität	35	391	31	55
Termineinlagen	0	0	0	0
Feinsteuersoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	0	0	0	0
Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	26	0	0	0
Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen	125	125	140	140
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	0	0	0	0
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	67 597	69 773	81 934	75 145
Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	8 222	8 398	9 010	8 948
Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	385	400	363	173
Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte	9 806	11 234	9 217	9 820
Sonstige Passiva	5 573	5 573	5 573	5 701
Ausgleichsposten aus Neubewertung	51 267	51 609	51 511	54 001
Kapital und Rücklagen	64 842	64 842	64 842	71 961
Passiva insgesamt	58 353	58 132	58 135	58 203
Passiva insgesamt	905 375	912 660	926 434	927 154

Quelle: EZB.

1.2 Schlüsselzinssätze der EZB
(Zinssätze in % p.a.; Veränderung in Prozentpunkten)

Mit Wirkung vom ¹⁾	Einlagefazilität		Hauptrefinanzierungsgeschäfte			Spitzenrefinanzierungsfazilität	
	Stand	Veränderung	Mengentender	Zinstender	Veränderung	Stand	Veränderung
			Festzinssatz	Mindestbietungssatz			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1. Jan.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4. ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22.	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9. April	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5. Nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4. Febr.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17. März	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28. April	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9. Juni	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28. ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1. Sept.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6. Okt.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11. Mai	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31. Aug.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18. Sept.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9. Nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6. Dez.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7. März	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6. Juni	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50

Quelle: EZB.

- 1) Im Zeitraum vom 1. Januar 1999 bis zum 9. März 2004 bezieht sich das Datum auf die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität. Änderungen des Zinssatzes für Hauptrefinanzierungsgeschäfte sind, soweit nicht anders angegeben, ab dem ersten auf das angegebene Datum folgenden Geschäft wirksam. Die Änderung vom 18. September 2001 wurde am selben Tag wirksam. Seit dem 10. März 2004 bezieht sich das Datum, soweit nicht anders angegeben, auf die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität sowie auf die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (Änderungen sind ab dem Hauptrefinanzierungsgeschäft, das auf die Beratungen des EZB-Rats folgt, wirksam).
- 2) Am 22. Dezember 1998 kündigte die EZB an, dass zwischen dem 4. und dem 21. Januar 1999 ausnahmsweise ein enger Korridor von 50 Basispunkten zwischen den Zinssätzen für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität angewandt werde. Damit sollte den Marktteilnehmern der Übergang zu dem neuen System erleichtert werden.
- 3) Am 8. Juni 2000 kündigte die EZB an, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft als Zinstender durchgeführt würden. Der Mindestbietungssatz bezieht sich auf den Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können.

1.3 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren) ^{1), 2)}

(in Mio €; Zinssätze in % p.a.)

1. Hauptrefinanzierungsgeschäfte und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte ³⁾

Abwicklungstag	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Zinstender			Laufzeit (Tage)
				Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungssatz ⁴⁾	Gewichteter Durchschnittssatz	
1	2	3	4	5	6	7	
Hauptrefinanzierungsgeschäfte							
2004 8. Dez.	329 144	298	282 000	2,00	2,05	2,06	7
15.	354 121	339	276 000	2,00	2,07	2,08	7
22.	350 812	340	283 500	2,00	2,07	2,08	8
30.	284 027	355	270 000	2,00	2,09	2,17	6
2005 5. Jan.	324 154	321	259 000	2,00	2,06	2,07	7
12.	343 644	332	265 000	2,00	2,06	2,07	7
19.	362 771	364	279 500	2,00	2,06	2,07	7
26.	368 794	358	273 000	2,00	2,06	2,07	7
2. Febr.	332 198	329	277 500	2,00	2,06	2,06	6
8.	327 172	305	275 500	2,00	2,06	2,06	8
16.	352 917	341	276 500	2,00	2,05	2,06	7
23.	349 248	352	284 500	2,00	2,05	2,06	7
2. März	329 036	325	275 000	2,00	2,05	2,06	7
9.	320 545	335	272 500	2,00	2,05	2,05	7
16.	317 574	350	276 500	2,00	2,05	2,05	7
23.	346 871	370	291 000	2,00	2,05	2,05	7
30.	312 429	337	276 000	2,00	2,05	2,06	7
6. April	292 103	350	275 000	2,00	2,05	2,05	7
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte							
2004 1. April	44 153	141	25 000	-	1,85	1,90	91
29.	54 243	180	25 000	-	2,01	2,03	91
27. Mai	45 594	178	25 000	-	2,04	2,05	91
1. Juli	37 698	147	25 000	-	2,06	2,08	91
29.	40 354	167	25 000	-	2,07	2,08	91
26. Aug.	37 957	152	25 000	-	2,06	2,08	91
30. Sept.	37 414	138	25 000	-	2,06	2,08	84
28. Okt.	46 646	187	25 000	-	2,10	2,11	91
25. Nov.	51 095	174	25 000	-	2,13	2,14	91
23. Dez.	34 466	155	25 000	-	2,12	2,14	98
2005 27. Jan.	58 133	164	30 000	-	2,09	2,10	91
24. Febr.	40 340	145	30 000	-	2,08	2,09	91
31. März	38 462	148	30 000	-	2,09	2,10	91

2. Sonstige Tendergeschäfte

Abwicklungstag	Art des Geschäfts	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Mengtender	Zinstender			Laufzeit (Tage)
						Festzinssatz	Mindest- bietungs- satz	Marginaler Zuteilungs- satz ⁴⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2000 5. Jan. ⁵⁾	Hereinnahme von Termineinlagen	14 420	43	14 420	-	-	3,00	3,00	7
21. Juni	Befristete Transaktion	18 845	38	7 000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30. April	Befristete Transaktion	105 377	329	73 000	-	4,75	4,77	4,79	7
12. Sept.	Befristete Transaktion	69 281	63	69 281	4,25	-	-	-	1
13.	Befristete Transaktion	40 495	45	40 495	4,25	-	-	-	1
28. Nov.	Befristete Transaktion	73 096	166	53 000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4. Jan.	Befristete Transaktion	57 644	61	25 000	-	3,25	3,30	3,32	3
10.	Befristete Transaktion	59 377	63	40 000	-	3,25	3,28	3,30	1
18. Dez.	Befristete Transaktion	28 480	50	10 000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23. Mai	Hereinnahme von Termineinlagen	3 850	12	3 850	2,50	-	-	-	3
2004 11. Mai	Hereinnahme von Termineinlagen	16 200	24	13 000	2,00	-	-	-	1
8. Nov.	Befristete Transaktion	33 175	42	6 500	-	2,00	2,06	2,07	1
7. Dez.	Hereinnahme von Termineinlagen	18 185	16	15 000	2,00	-	-	-	1
2005 18. Jan.	Befristete Transaktion	33 065	28	8 000	-	2,00	2,05	2,05	1
7. Febr.	Befristete Transaktion	17 715	24	2 500	-	2,00	2,05	2,05	1
8. März	Hereinnahme von Termineinlagen	4 300	5	3 500	2,00	-	-	-	1

Quelle: EZB.

- Geringfügige Abweichungen von den in Abschnitt 1.1 ausgewiesenen Beträgen sind aufgrund von zugeteilten, jedoch nicht abgewickelten Geschäften möglich.
- Mit Wirkung vom April 2002 werden Ausgleichstender, d.h. Operationen mit einer Laufzeit von einer Woche, die parallel zu einem Hauptrefinanzierungsgeschäft als Standardtender durchgeführt werden, als Hauptrefinanzierungsgeschäfte klassifiziert. Angaben zu vor diesem Monat durchgeführten Ausgleichstendern sind in Tabelle 2 in Abschnitt 1.3 enthalten.
- Am 8. Juni 2000 kündigte die EZB an, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft als Zinstender durchgeführt würden. Der Mindestbietungssatz bezieht sich auf den Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können.
- Bei liquiditätszuführenden (-abschöpfenden) Geschäften bezieht sich der marginale Zuteilungssatz auf den niedrigsten (höchsten) Zinssatz, zu dem Gebote angenommen wurden.
- Dieses Geschäft wurde zu einem Höchstatz von 3,00 % durchgeführt.

1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik

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

1. Mindestreservebasis der reservepflichtigen Kreditinstitute

Reservebasis per 1);	Insgesamt	Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 2 %		Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 0 %		
		Einlagen (täglich fällig, mit vereinbarter Laufzeit und Kündigungsfrist von bis zu 2 Jahren)	Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen (mit vereinbarter Laufzeit und Kündigungsfrist von mehr als 2 Jahren)	Repogeschäfte	Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren
	1	2	3	4	5	6
2002	11 116,8	6 139,9	409,2	1 381,9	725,5	2 460,3
2003	11 538,7	6 283,8	412,9	1 459,1	759,5	2 623,5
2004 Q1	11 926,7	6 404,7	442,5	1 483,2	867,7	2 728,6
Q2	12 148,5	6 524,1	439,1	1 515,1	859,0	2 811,2
Q3	12 209,6	6 488,0	435,3	1 535,3	880,8	2 870,3
2004 Okt.	12 262,1	6 496,9	448,2	1 546,5	888,8	2 881,7
Nov.	12 371,7	6 535,7	452,7	1 551,1	946,6	2 885,6
Dez.	12 415,9	6 593,7	458,1	1 565,2	913,7	2 885,3
2005 Jan.	12 595,8	6 696,4	460,2	1 577,7	943,2	2 918,3

2. Mindestreserve-Erfüllung

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode:	Reserve-Soll	Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Überschussreserven	Unterschreitungen des Reserve-Solls	Verzinsung der Mindestreserven
	1	2	3	4	5
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 Q1	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
Q2	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
Q3	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
Q4	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005 18. Jan.	138,4	139,1	0,7	0,0	2,07
7. Febr.	139,3	140,0	0,8	0,0	2,06
8. März	140,5	141,3	0,8	0,0	2,05
12. April	142,6	.	.	.	.

3. Liquidität

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode:	Liquiditätszuführende Faktoren					Liquiditätsabschöpfende Faktoren					Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Basisgeld
	Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems					Banknoten-umlauf	Einlagen von Zentralstaaten beim Eurosystem	Sonstige Faktoren (netto)	11	12		
	Nettoaktiva des Eurosystems in Gold und Devisen	Hauptrefinanzierungsgeschäfte	Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	Spitzenrefinanzierungsfazilität	Sonstige liquiditätszuführende Faktoren								Einlagefazilität	Sonstige liquiditätsabschöpfende Faktoren	10
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004 Q1	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3
Q2	311,3	224,7	75,0	0,1	0,0	0,5	0,0	442,5	52,2	-21,1	137,1	580,1
Q3	299,4	251,6	75,0	0,1	0,0	0,2	0,0	462,8	56,3	-32,4	139,3	602,3
2004 11. Okt.	298,8	256,4	75,0	0,3	0,0	0,0	0,0	465,1	58,2	-32,1	139,3	604,4
8. Nov.	298,3	257,9	75,0	0,1	0,2	0,3	0,0	469,7	55,1	-32,1	138,4	608,4
7. Dez.	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005 18. Jan.	290,3	272,9	75,0	0,2	0,2	0,1	0,0	496,0	45,3	-41,9	139,1	635,2
7. Febr.	280,6	276,6	78,0	0,1	0,1	0,1	0,0	487,1	63,8	-55,5	140,0	627,2
8. März	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9

Quelle: EZB.

1) Stand am Ende des Berichtszeitraums.



MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

2.1 Aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet (in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

1. Aktiva

	Ins- gesamt	Kredite an Ansässige im Euro-Währungsgebiet				Wertpapiere ohne Aktien von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet				Geld- markt- fonds- anteile ¹⁾	Aktien und sonstige Dividenden- werte von Be- teiligten an Ansässigen im Euro- Währungs- gebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sach- anlagen	Sonstige Aktiv- posi- tionen
		Zu- sammen	Öffent- liche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro- Währungs- gebiet	MFIs	Zu- sammen	Öffent- liche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro- Währungs- gebiet	MFIs					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosysteem														
2002	1 042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,6	86,0	1,0	7,6	-	13,2	374,2	11,9	132,7
2003	1 086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004 Q1	1 102,7	467,6	22,6	0,7	444,3	143,4	128,9	1,5	13,0	-	13,1	320,7	14,0	143,9
Q2	1 200,0	560,9	22,2	0,6	538,0	147,8	133,5	1,9	12,3	-	13,3	311,3	14,1	152,7
Q3	1 193,5	544,3	22,2	0,6	521,5	150,7	135,2	1,9	13,6	-	13,5	309,2	14,2	161,7
2004 Okt.	1 224,8	572,6	22,2	0,6	549,8	152,9	137,3	1,7	13,9	-	13,8	307,5	14,2	163,9
Nov.	1 206,6	550,5	22,2	0,6	527,6	156,6	141,7	1,3	13,5	-	14,1	305,5	14,3	165,7
Dez.	1 197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	291,6	14,0	176,2
2005 Jan.	1 240,7	581,9	21,5	0,6	559,8	159,3	143,6	1,7	14,0	-	13,8	298,2	14,7	172,8
Febr. (p)	1 275,4	614,6	21,5	0,6	592,5	162,6	146,6	1,6	14,4	-	13,9	294,1	12,5	177,7
MFIs ohne Eurosysteem														
2002	18 857,9	11 611,4	813,0	6 780,6	4 017,8	2 671,5	1 135,0	366,2	1 170,4	62,4	827,6	2 465,5	167,6	1 051,8
2003	19 800,8	12 114,7	819,1	7 101,8	4 193,8	2 944,0	1 242,6	427,7	1 273,6	67,3	895,1	2 569,9	161,8	1 048,2
2004 Q1	20 395,6	12 218,0	823,3	7 170,1	4 224,6	3 077,6	1 301,6	434,2	1 341,8	78,0	926,4	2 836,1	160,0	1 099,5
Q2	20 757,5	12 434,3	818,3	7 319,9	4 296,2	3 153,6	1 347,0	447,1	1 359,4	76,8	948,7	2 874,0	159,7	1 110,4
Q3	20 984,2	12 569,9	812,2	7 401,3	4 356,4	3 179,2	1 345,9	447,5	1 385,9	77,5	920,6	2 907,3	161,0	1 168,7
2004 Okt.	21 158,9	12 675,6	812,2	7 447,4	4 416,0	3 200,1	1 343,3	450,4	1 406,4	77,9	925,0	2 913,7	161,7	1 204,8
Nov.	21 346,1	12 717,6	808,2	7 510,7	4 398,7	3 217,1	1 346,0	456,1	1 414,9	78,3	944,7	2 978,5	161,2	1 248,6
Dez.	21 325,5	12 803,6	814,7	7 549,8	4 439,1	3 185,4	1 295,8	465,3	1 424,3	72,5	945,5	2 943,1	160,3	1 215,1
2005 Jan.	21 643,8	12 886,7	818,5	7 591,9	4 476,3	3 235,6	1 336,7	468,7	1 430,2	75,7	962,8	3 078,4	158,1	1 246,4
Febr. (p)	21 819,4	12 946,4	809,2	7 617,2	4 520,0	3 285,0	1 363,8	478,1	1 443,0	75,5	966,9	3 131,6	158,2	1 255,9

2. Passiva

	Ins- gesamt	Barg- geld- umlauf	Einlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet				Geldmarkt- fonds- anteile ²⁾	Begebene Schuld- verschrei- bungen ³⁾	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sonstige Passiv- posi- tionen
			Zusammen	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte/ sonstige Ansässige im Euro-Währungs- gebiet	MFIs					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosysteem											
2002	1 042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003	1 086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004 Q1	1 102,7	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,3
Q2	1 200,0	465,1	413,2	67,1	18,4	327,6	-	1,6	145,5	23,5	151,1
Q3	1 193,5	480,6	380,4	57,8	16,3	306,3	-	1,6	148,5	23,6	158,8
2004 Okt.	1 224,8	487,0	401,4	64,1	18,2	319,2	-	1,6	147,5	24,2	163,2
Nov.	1 206,6	491,9	379,2	53,0	17,9	308,3	-	0,5	145,7	24,9	164,3
Dez.	1 197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 Jan.	1 240,7	502,4	402,0	57,6	16,0	328,4	-	0,5	145,7	25,8	164,1
Febr. (p)	1 275,4	504,9	435,7	71,4	18,4	345,9	-	0,5	145,8	21,8	166,6
MFIs ohne Eurosysteem											
2002	18 857,9	0,0	10 197,8	106,9	5 954,3	4 136,6	533,4	2 993,5	1 108,7	2 592,8	1 431,7
2003	19 800,8	0,0	10 774,7	132,3	6 277,6	4 364,9	648,8	3 161,4	1 151,0	2 606,5	1 458,5
2004 Q1	20 395,6	0,0	10 863,5	140,7	6 310,3	4 412,5	680,6	3 304,6	1 160,4	2 832,6	1 553,9
Q2	20 757,5	0,0	11 087,9	156,6	6 408,5	4 522,8	686,0	3 370,5	1 177,6	2 870,3	1 565,2
Q3	20 984,2	0,0	11 174,2	146,3	6 441,3	4 586,6	687,0	3 447,8	1 187,2	2 838,0	1 650,0
2004 Okt.	21 158,9	0,0	11 291,2	133,4	6 491,6	4 666,2	695,0	3 477,8	1 191,2	2 823,3	1 680,4
Nov.	21 346,1	0,0	11 319,3	129,8	6 528,3	4 661,2	691,8	3 489,0	1 208,8	2 880,2	1 757,1
Dez.	21 325,5	0,0	11 458,3	138,9	6 638,4	4 681,0	676,3	3 498,8	1 203,1	2 814,7	1 674,3
2005 Jan.	21 643,8	0,0	11 504,4	122,9	6 652,5	4 729,0	692,4	3 528,9	1 203,9	2 968,8	1 745,3
Febr. (p)	21 819,4	0,0	11 580,0	138,7	6 657,7	4 783,7	691,0	3 576,9	1 208,5	3 012,1	1 750,9

Quelle: EZB.

- 1) Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Bestände. Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begebene Bestände sind in den Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets enthalten.
- 2) Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gehaltene Bestände.
- 3) Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltene Bestände mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in den Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets enthalten.

2.2 Konsolidierte Bilanz der MFI's im Euro-Währungsgebiet
(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

1. Aktiva

	Ins- gesamt	Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Wertpapiere ohne Aktien von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Aktien und sonstige Divi- dendenwerte von sowie Beteiligungen an sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sachanlagen	Sonstige Aktiv- positionen
		Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro- Währungs- gebiet	Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro- Währungs- gebiet				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Bestände											
2002	13 931,2	7 618,5	837,2	6 781,2	1 588,1	1 221,0	367,1	572,7	2 839,7	179,5	1 132,7
2003	14 557,4	7 944,2	841,7	7 102,5	1 793,1	1 364,1	429,0	623,8	2 887,8	174,1	1 134,4
2004 Q1	15 066,3	8 016,8	846,0	7 170,8	1 866,2	1 430,5	435,7	649,4	3 156,8	173,9	1 203,1
Q2	15 333,6	8 161,0	840,5	7 320,5	1 929,6	1 480,5	449,0	662,9	3 185,3	173,8	1 221,1
Q3	15 489,3	8 236,4	834,5	7 401,9	1 930,4	1 481,1	449,3	643,1	3 216,5	175,2	1 287,8
2004 Okt.	15 585,4	8 282,5	834,5	7 448,1	1 932,7	1 480,6	452,1	647,0	3 221,2	175,9	1 326,1
Nov.	15 777,8	8 341,8	830,4	7 511,3	1 945,2	1 487,8	457,4	660,2	3 284,0	175,5	1 371,2
Dez.	15 707,0	8 386,6	836,2	7 550,4	1 902,8	1 435,8	467,0	666,0	3 234,8	174,3	1 342,5
2005 Jan.	15 988,1	8 432,5	840,0	7 592,5	1 950,7	1 480,2	470,5	678,8	3 376,6	172,8	1 376,7
Febr. ^(p)	16 109,4	8 448,5	830,8	7 617,8	1 990,2	1 510,4	479,8	682,0	3 425,7	170,7	1 392,2
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2002	602,8	299,2	-9,4	308,6	72,2	43,4	28,8	7,7	245,2	-1,3	-20,1
2003	767,3	385,9	13,7	372,2	170,4	116,2	54,1	19,4	221,9	-3,6	-26,8
2004 Q1	430,7	84,6	5,8	78,8	56,6	52,8	3,8	24,6	214,4	-0,4	51,0
Q2	269,4	150,3	-7,1	157,4	64,7	50,3	14,3	8,3	33,1	1,6	11,4
Q3	190,6	87,6	-5,7	93,3	-4,0	-1,8	-2,2	-19,6	60,8	1,6	64,2
2004 Okt.	122,8	49,5	0,2	49,4	1,8	-1,1	2,9	2,9	30,7	0,7	37,2
Nov.	239,1	65,2	-3,9	69,0	12,4	6,9	5,5	12,2	106,1	-0,4	43,8
Dez.	-2,7	55,8	5,5	50,3	-41,6	-52,3	10,7	5,6	-11,6	0,4	-11,3
2005 Jan.	209,4	44,8	4,9	39,9	41,3	38,2	3,2	11,9	84,5	-1,4	28,2
Febr. ^(p)	141,1	16,8	-9,2	25,9	41,4	31,7	9,7	1,4	67,2	-2,1	16,3

2. Passiva

	Insgesamt	Bargeld- umlauf	Einlagen von Zentralstaaten	Einlagen von sonstigen öffentlichen Haushalten/ sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Geldmarkt- fonds- anteile ¹⁾	Begebene Schuld- verschrei- bungen ²⁾	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sonstige Passiv- positionen	Überschuss der Inter- MFI-Ver- bindlich- keiten
Bestände										
2002	13 931,2	341,2	136,4	5 969,9	471,0	1 819,0	1 006,4	2 625,6	1 550,9	10,8
2003	14 557,4	397,9	153,6	6 294,4	581,5	1 878,5	1 010,7	2 634,0	1 597,9	8,9
2004 Q1	15 066,3	399,6	183,8	6 326,1	602,6	1 951,5	1 025,8	2 856,2	1 699,3	21,4
Q2	15 333,6	423,0	223,7	6 427,0	609,2	2 000,4	1 024,1	2 893,8	1 716,3	16,1
Q3	15 489,3	438,0	204,1	6 457,6	609,5	2 049,9	1 044,7	2 861,6	1 808,8	15,0
2004 Okt.	15 585,4	444,4	197,4	6 509,8	617,1	2 059,1	1 047,0	2 847,4	1 843,6	19,6
Nov.	15 777,8	448,7	182,8	6 546,2	613,5	2 061,1	1 055,8	2 905,1	1 921,4	43,2
Dez.	15 707,0	468,4	163,6	6 653,4	603,8	2 062,0	1 047,7	2 842,0	1 841,7	24,4
2005 Jan.	15 988,1	459,9	180,5	6 668,5	616,7	2 085,2	1 051,9	2 994,6	1 909,4	21,3
Febr. ^(p)	16 109,4	463,6	210,1	6 676,1	615,5	2 120,0	1 055,5	3 033,9	1 917,5	17,2
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2002	602,8	101,4	-5,8	222,0	70,6	106,1	39,7	74,6	-92,3	86,5
2003	767,3	79,0	12,9	315,8	56,7	133,4	40,1	130,8	-61,1	59,8
2004 Q1	430,7	1,7	30,2	25,2	22,4	61,3	8,2	174,7	117,8	-10,7
Q2	269,4	23,4	39,4	102,4	2,2	48,7	10,0	32,3	13,2	-2,3
Q3	190,6	15,1	-19,7	35,6	1,6	54,8	19,2	-3,7	79,4	8,3
2004 Okt.	122,8	6,4	-6,7	55,3	7,4	14,1	1,8	10,4	22,8	11,4
Nov.	239,1	4,4	-14,6	41,8	-3,1	11,1	5,9	96,0	63,4	34,3
Dez.	-2,7	19,7	-19,2	111,3	-9,2	8,9	-0,3	-34,4	-66,4	-13,1
2005 Jan.	209,4	-8,5	16,9	8,7	13,8	5,0	0,8	105,3	79,4	-12,0
Febr. ^(p)	141,1	3,7	29,5	6,2	-2,1	39,5	5,0	55,9	3,0	0,3

Quelle: EZB.

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

2.3 Monetäre Statistik

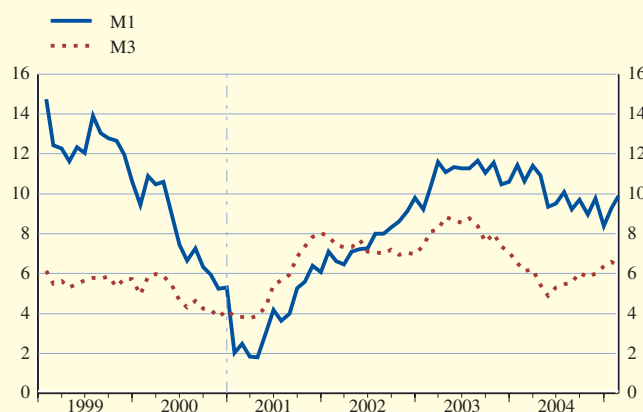
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

1. Geldmengenaggregate¹⁾ und Gegenposten

	M1		M2		M3	Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3	Länger- fristige finanzielle Verbind- lichkeiten	Kredite an öffentliche Haushalte	Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	Buchkredite	Nettoforde- rungen gegenüber Ansässiger außerhalb des Euro- Währungs- gebiets ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Bestände										
2002	2 441,7	2 475,9	4 917,6	854,0	5 771,7	-	3 989,2	2 072,2	7 723,3	6 778,9	189,9
2003	2 676,0	2 559,7	5 235,7	912,4	6 148,1	-	4 142,6	2 222,3	8 158,0	7 100,9	231,3
2004 Q1	2 769,0	2 552,4	5 321,4	905,9	6 227,2	-	4 240,8	2 259,5	8 241,7	7 165,0	316,9
Q2	2 790,0	2 582,2	5 372,2	931,8	6 304,0	-	4 307,3	2 306,9	8 403,2	7 293,3	290,2
Q3	2 868,6	2 621,4	5 490,0	941,3	6 431,3	-	4 395,1	2 324,9	8 523,4	7 415,2	344,8
2004 Okt.	2 881,4	2 642,8	5 524,2	946,2	6 470,3	-	4 416,0	2 326,6	8 577,3	7 465,0	355,9
Nov.	2 907,0	2 637,9	5 544,9	945,7	6 490,6	-	4 443,4	2 316,7	8 646,2	7 518,0	355,5
Dez.	2 892,3	2 672,3	5 564,6	963,8	6 528,4	-	4 457,2	2 289,9	8 686,1	7 548,9	372,4
2005 Jan.	2 957,3	2 664,1	5 621,3	948,4	6 569,7	-	4 490,8	2 323,2	8 748,7	7 598,8	379,8
Febr. (p)	2 983,4	2 662,7	5 646,1	943,3	6 589,4	-	4 525,7	2 340,1	8 787,9	7 629,5	396,6
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2002	217,3	89,3	306,5	69,4	375,9	-	189,1	35,1	347,2	311,9	173,6
2003	258,0	114,7	372,7	34,2	406,9	-	238,6	132,3	446,1	373,0	92,9
2004 Q1	92,2	-13,2	79,1	-1,6	77,4	-	76,0	25,0	90,2	74,5	78,4
Q2	20,6	31,8	52,4	22,8	75,2	-	76,9	46,1	165,1	136,1	-16,7
Q3	80,6	40,7	121,3	9,0	130,3	-	94,7	16,1	129,8	133,9	55,7
2004 Okt.	14,0	22,9	36,9	4,2	41,1	-	26,2	1,2	56,3	53,0	12,5
Nov.	28,5	-2,5	26,0	-0,2	25,8	-	34,1	-10,0	73,7	58,7	4,4
Dez.	-11,2	35,2	23,9	18,3	42,3	-	29,6	-27,5	52,1	42,2	25,8
2005 Jan.	62,4	-11,1	51,3	-15,1	36,2	-	11,6	28,1	59,2	47,7	-2,5
Febr. (p)	27,2	-4,1	23,0	-11,7	11,3	-	47,1	18,5	38,6	31,4	18,2
Wachstumsraten											
2002 Dez.	9,8	3,7	6,6	8,8	7,0	7,1	4,9	1,7	4,7	4,8	173,6
2003 Dez.	10,6	4,7	7,6	4,0	7,1	7,0	6,0	6,3	5,8	5,5	92,9
2004 März	11,4	2,1	6,7	3,1	6,2	5,9	7,0	6,6	5,7	5,3	92,5
Juni	9,5	1,7	5,6	3,5	5,3	5,2	7,7	7,4	6,1	6,0	0,6
Sept.	9,7	2,7	6,3	4,7	6,0	5,8	7,9	5,2	6,3	6,5	124,2
2004 Okt.	9,0	3,6	6,3	3,0	5,8	6,0	7,8	4,2	6,5	6,7	132,2
Nov.	9,8	3,2	6,5	3,1	6,0	6,1	7,7	3,3	6,7	6,9	125,8
Dez.	8,4	4,5	6,5	5,8	6,4	6,3	8,1	2,3	7,0	7,0	160,3
2005 Jan.	9,3	4,4	6,9	4,7	6,6	6,5	7,9	3,5	7,3	7,3	113,5
Febr. (p)	9,9	4,1	7,1	2,2	6,4	.	8,6	3,9	7,3	7,2	116,2

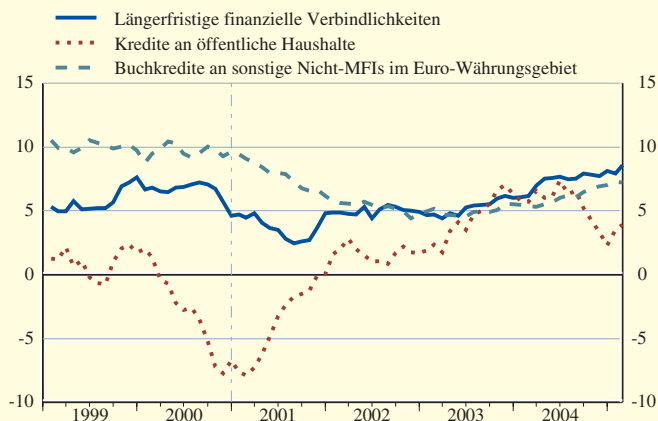
A1 Geldmengenaggregate

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



A2 Gegenposten

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

- Die Geldmengenaggregate umfassen die monetären Verbindlichkeiten der MFIs und der Zentralstaaten (Post, Schatzämter) gegenüber im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs (ohne Zentralstaaten) (M1, M2 und M3: siehe Glossar).
- Die unter „Wachstumsraten“ ausgewiesenen Werte stellen die Summe der transaktionsbedingten Veränderungen während der zwölf Monate, die im angegebenen Zeitraum enden, dar.

2.3 Monetäre Statistik

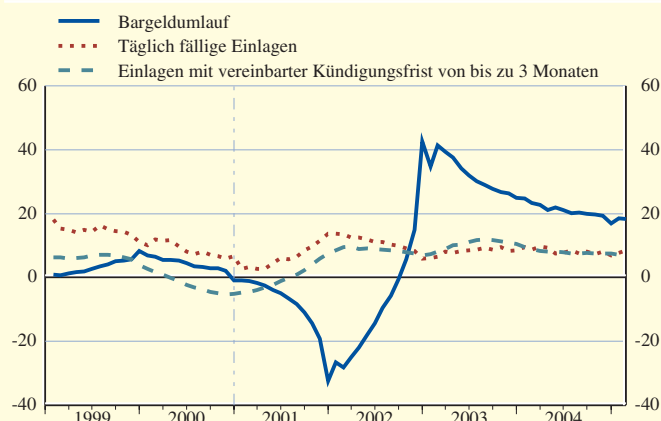
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

2. Komponenten der Geldmengenaggregate und längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten

	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo- geschäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschreibungen bis zu 2 Jahren	Schuld- verschreibungen von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Bestände											
2002	332,3	2 109,4	1 077,0	1 399,0	240,5	485,0	128,5	1 694,0	103,8	1 186,6	1 004,8
2003	387,6	2 288,4	1 037,2	1 522,6	222,5	597,2	92,7	1 790,2	90,6	1 253,1	1 008,7
2004 Q1	406,2	2 362,8	1 004,1	1 548,3	214,3	597,1	94,5	1 855,8	90,1	1 268,3	1 026,6
Q2	420,5	2 369,5	995,5	1 586,7	220,2	611,5	100,1	1 899,0	89,1	1 298,6	1 020,6
Q3	439,9	2 428,8	1 002,8	1 618,5	225,3	615,6	100,4	1 947,2	88,4	1 318,7	1 040,8
2004 Okt.	446,3	2 435,0	1 020,4	1 622,4	224,5	622,7	99,0	1 953,5	89,4	1 327,8	1 045,3
Nov.	453,3	2 453,7	1 007,0	1 630,9	225,3	617,3	103,1	1 949,7	89,7	1 343,4	1 060,5
Dez.	453,3	2 439,0	1 037,4	1 634,9	243,2	619,4	101,2	1 964,7	89,5	1 357,7	1 045,3
2005 Jan.	468,2	2 489,1	1 030,3	1 633,7	229,8	618,9	99,8	1 990,0	90,0	1 363,9	1 046,9
Febr. ^(p)	471,9	2 511,4	1 022,4	1 640,4	219,1	611,5	112,7	2 010,1	90,5	1 369,2	1 055,9
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2002	99,3	118,0	-1,1	90,3	10,7	71,1	-12,5	118,7	-10,0	41,0	39,4
2003	77,8	180,2	-28,7	143,4	-8,8	58,1	-15,1	149,4	-13,2	62,7	39,7
2004 Q1	18,6	73,6	-38,7	25,5	-7,2	1,1	4,5	51,2	-0,5	14,4	10,9
Q2	14,4	6,2	-6,6	38,5	5,5	10,0	7,3	41,3	-1,0	30,7	5,9
Q3	19,3	61,3	8,8	32,0	5,1	5,3	-1,5	55,2	-0,7	21,5	18,7
2004 Okt.	6,5	7,5	19,0	3,9	-0,7	6,9	-2,0	11,8	1,0	9,4	4,0
Nov.	7,0	21,5	-11,1	8,6	0,9	-4,8	3,7	5,7	0,3	15,7	12,3
Dez.	0,0	-11,2	31,1	4,1	18,0	2,5	-2,2	23,3	-0,2	13,9	-7,4
2005 Jan.	14,9	47,6	-9,8	-1,3	-13,6	0,4	-1,9	7,5	0,5	5,4	-1,8
Febr. ^(p)	3,7	23,4	-10,8	6,7	-10,5	-8,2	7,0	30,6	0,5	5,6	10,4
Wachstumsraten											
2002 Dez.	42,6	5,9	-0,1	6,9	4,7	17,2	-9,0	7,4	-8,8	3,5	4,0
2003 Dez.	24,9	8,5	-2,7	10,4	-3,9	11,1	-14,9	8,9	-12,7	5,3	4,0
2004 März	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,2	6,8	-7,3	10,5	-9,9	5,4	4,6
Juni	21,1	7,7	-6,8	8,0	2,0	4,6	0,5	10,4	-7,1	7,0	5,2
Sept.	19,9	8,1	-4,2	7,6	3,2	4,2	11,7	10,9	-3,0	7,2	4,5
2004 Okt.	19,6	7,2	-2,0	7,4	1,9	4,4	-3,0	10,5	-2,1	7,4	4,5
Nov.	19,2	8,2	-3,1	7,5	0,2	4,7	0,5	9,9	-1,4	7,9	4,6
Dez.	17,0	6,9	0,2	7,4	9,8	3,5	10,7	10,5	-1,2	8,4	4,4
2005 Jan.	18,5	7,7	0,6	7,0	6,3	4,3	3,3	9,8	-0,4	8,6	4,4
Febr. ^(p)	18,3	8,5	0,3	6,7	-1,3	2,6	8,0	11,1	0,4	8,5	4,9

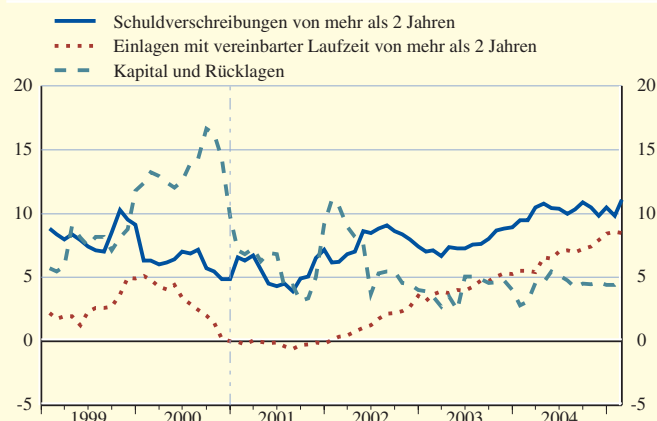
A3 Komponenten der Geldmengenaggregate

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



A4 Komponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

2.4 Kredite der MFI, Aufschlüsselung ¹⁾

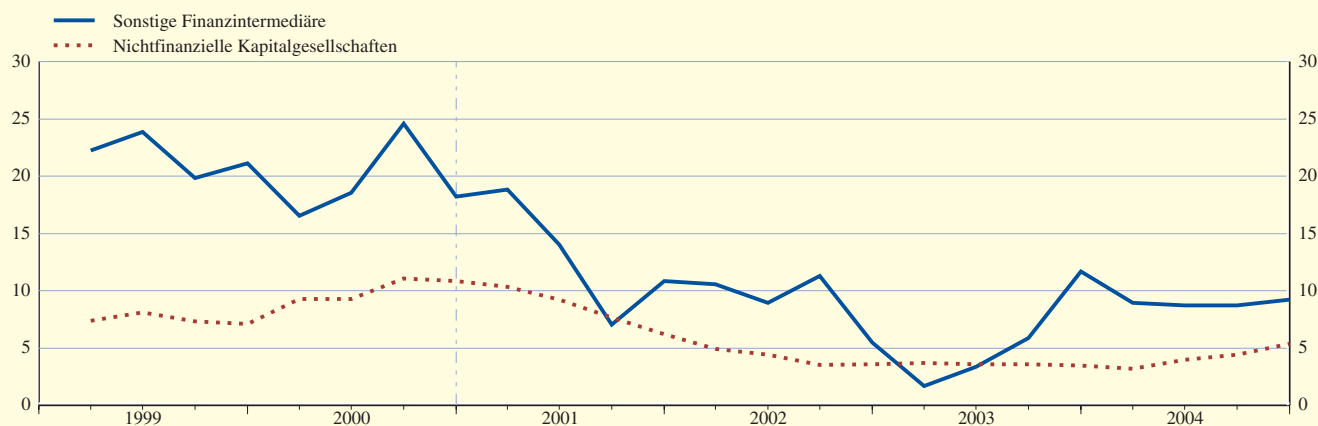
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

1. Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen		Sonstige Finanzintermediäre ²⁾		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			
	Insgesamt		Insgesamt		Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4				
Bestände								
2002	32,9	19,6	455,5	289,3	2 965,1	980,2	514,8	1 470,1
2003	35,4	22,1	512,1	322,4	3 033,7	958,3	527,0	1 548,5
2004 Q1	46,3	32,2	504,8	304,5	3 054,4	954,3	526,2	1 573,8
Q2	53,7	39,8	511,0	306,8	3 092,0	965,2	537,3	1 589,5
Q3	52,5	37,6	509,9	302,6	3 102,7	951,2	545,9	1 605,5
2004 Okt.	54,8	39,1	513,6	306,6	3 121,4	959,7	546,8	1 614,9
Nov.	54,0	37,8	536,3	329,8	3 141,0	974,1	549,1	1 617,8
Dez.	48,7	30,9	542,2	332,8	3 154,3	973,9	548,6	1 631,8
2005 Jan.	55,6	38,7	543,4	337,8	3 172,5	981,6	559,1	1 631,8
Febr. ^(p)	59,1	41,3	547,2	342,0	3 173,6	982,3	554,6	1 636,8
Transaktionsbedingte Veränderungen								
2002	-4,1	-8,0	23,9	14,2	103,7	-26,6	31,8	98,5
2003	4,2	2,2	53,9	26,1	102,3	-8,0	15,5	94,8
2004 Q1	10,8	10,0	-2,4	-11,3	22,1	-3,9	4,0	22,0
Q2	7,0	7,3	9,0	4,9	59,5	15,7	11,7	32,0
Q3	-1,1	-2,2	2,7	-0,6	16,1	-12,2	9,5	18,8
2004 Okt.	2,4	1,6	5,3	4,6	20,1	9,1	1,2	9,8
Nov.	-0,7	-1,3	24,1	24,2	23,1	15,4	2,8	4,9
Dez.	-5,2	-6,9	7,6	2,9	22,0	-0,8	3,4	19,5
2005 Jan.	6,6	7,6	-0,7	3,7	16,3	6,1	10,3	-0,1
Febr. ^(p)	3,6	2,7	4,4	4,7	1,6	-1,9	-4,2	7,7
Wachstumsraten								
2002 Dez.	-10,3	-28,4	5,5	5,1	3,6	-2,6	6,5	7,1
2003 Dez.	11,8	11,6	11,7	8,8	3,5	-0,8	3,0	6,5
2004 Juni	18,8	25,6	8,7	3,3	4,0	-2,1	6,4	7,2
Sept.	17,5	31,5	8,7	5,9	4,5	-0,6	6,1	7,2
2004 Okt.	9,4	14,7	9,5	7,9	5,0	1,4	5,6	7,1
Nov.	10,0	14,0	10,4	8,8	5,2	2,5	5,5	6,7
Dez.	37,1	39,1	9,3	8,1	5,4	2,5	6,2	6,9
2005 Jan.	16,5	12,0	9,7	10,6	5,7	2,9	7,9	6,7
Febr. ^(p)	25,5	23,5	8,9	10,0	5,7	3,4	6,9	6,7

A5 Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2) Hierzu gehören auch Investmentfonds.

2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung ¹⁾

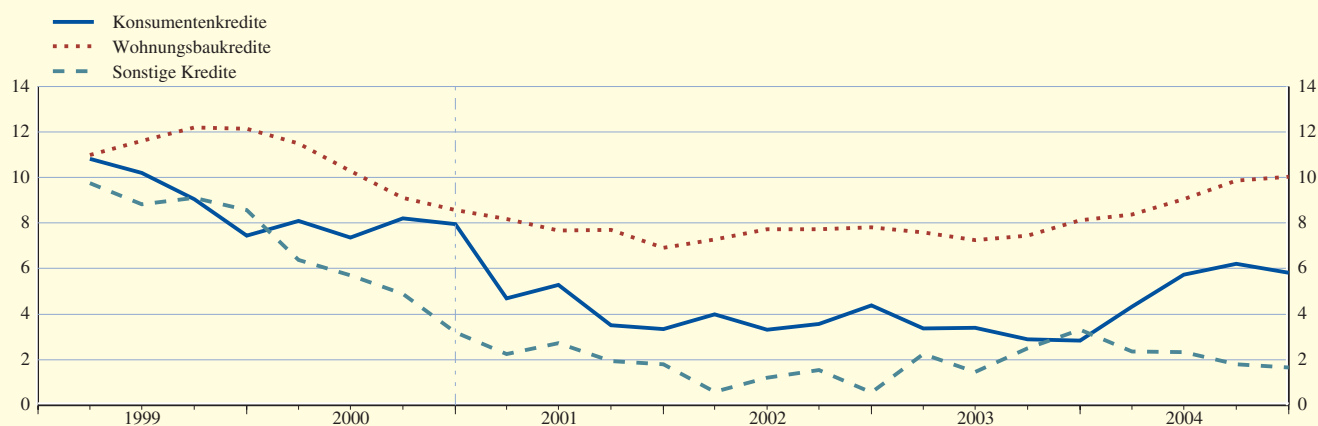
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

2. Kredite an private Haushalte ²⁾

	Konsumentenkredite				Wohnungsbaukredite				Sonstige Kredite				
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2002	3 327,0	518,9	105,9	178,3	234,7	2 188,5	22,3	65,1	2 101,1	619,6	153,9	99,7	366,0
2003	3 520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2 360,4	14,4	63,3	2 282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004 Q1	3 564,7	484,5	109,9	182,3	192,3	2 400,2	14,2	61,6	2 324,4	679,9	141,8	95,1	443,0
Q2	3 663,2	502,2	115,1	187,1	199,9	2 463,7	15,2	64,7	2 383,8	697,2	147,5	99,2	450,5
Q3	3 736,3	507,5	115,2	188,4	203,9	2 534,1	14,9	65,8	2 453,4	694,7	144,6	99,0	451,0
2004 Okt.	3 757,6	509,4	114,9	189,5	205,0	2 553,5	15,5	66,5	2 471,5	694,8	143,6	99,7	451,5
Nov.	3 779,4	509,9	114,8	189,7	205,4	2 571,9	15,3	65,7	2 491,0	697,6	146,5	99,4	451,7
Dez.	3 804,5	513,8	117,3	191,0	205,5	2 592,3	15,5	65,8	2 511,0	698,4	144,5	99,7	454,3
2005 Jan.	3 820,4	514,0	118,3	190,0	205,7	2 606,7	15,0	65,5	2 526,2	699,6	143,8	99,0	456,8
Febr. ^(p)	3 837,1	513,7	118,1	189,5	206,1	2 620,8	14,9	65,6	2 540,3	702,7	144,0	98,9	459,7
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2002	183,2	21,9	7,1	5,3	9,4	157,9	-0,4	2,3	156,0	3,5	-3,1	2,2	4,4
2003	211,8	13,3	8,4	6,3	-1,4	177,4	-5,9	1,7	181,5	21,1	-6,3	-4,9	32,3
2004 Q1	48,2	2,1	-1,6	1,8	2,0	44,9	-0,1	-0,8	45,7	1,3	-2,3	0,4	3,2
Q2	82,0	13,6	4,8	3,7	5,1	59,9	0,9	2,6	56,5	8,5	3,1	1,0	4,5
Q3	75,6	5,4	0,2	1,3	3,9	71,4	-0,2	1,2	70,4	-1,1	-2,7	-0,4	2,0
2004 Okt.	21,6	1,7	-0,3	0,7	1,2	19,9	0,5	0,3	19,1	0,0	-0,9	0,9	0,0
Nov.	22,5	0,8	-0,1	0,3	0,7	18,7	-0,4	-0,6	19,7	3,0	3,2	-0,2	-0,1
Dez.	25,9	4,5	2,8	1,5	0,2	21,7	0,3	0,2	21,2	-0,3	-1,2	0,4	0,5
2005 Jan.	17,8	0,5	0,5	-0,7	0,7	14,8	-0,4	-0,3	15,5	2,5	-0,2	-0,7	3,4
Febr. ^(p)	16,3	0,1	0,0	-0,6	0,7	14,6	-0,1	0,1	14,6	1,6	0,1	0,2	1,3
Wachstumsraten													
2002 Dez.	5,8	4,4	6,9	3,1	4,2	7,8	-1,8	3,7	8,1	0,6	-2,0	2,2	1,2
2003 Dez.	6,4	2,8	8,1	3,6	-0,2	8,1	-26,2	2,6	8,7	3,3	-4,2	-5,0	8,5
2004 März	6,6	4,3	-0,1	6,1	5,3	8,4	4,6	-3,3	8,8	2,4	-1,0	-1,8	4,4
Juni	7,3	5,7	3,3	5,8	7,0	9,0	9,0	1,0	9,3	2,3	-1,4	1,7	3,8
Sept.	7,8	6,2	4,4	5,4	8,0	9,8	4,2	0,6	10,2	1,8	-0,1	-0,1	2,8
2004 Okt.	7,8	5,9	3,7	5,2	7,9	9,8	9,0	-0,2	10,2	2,1	1,0	1,1	2,6
Nov.	7,9	6,5	7,0	4,6	8,1	10,0	6,1	-0,9	10,3	1,9	1,2	1,2	2,3
Dez.	7,8	5,8	5,2	5,1	6,8	10,0	6,6	4,6	10,2	1,7	-0,5	2,2	2,3
2005 Jan.	8,1	6,5	7,0	5,6	7,0	10,1	5,8	5,8	10,2	2,4	0,7	2,3	3,0
Febr. ^(p)	8,1	6,4	7,9	4,7	7,1	10,1	5,8	6,1	10,2	2,3	2,0	2,2	2,5

A6 Kredite an private Haushalte

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung ¹⁾

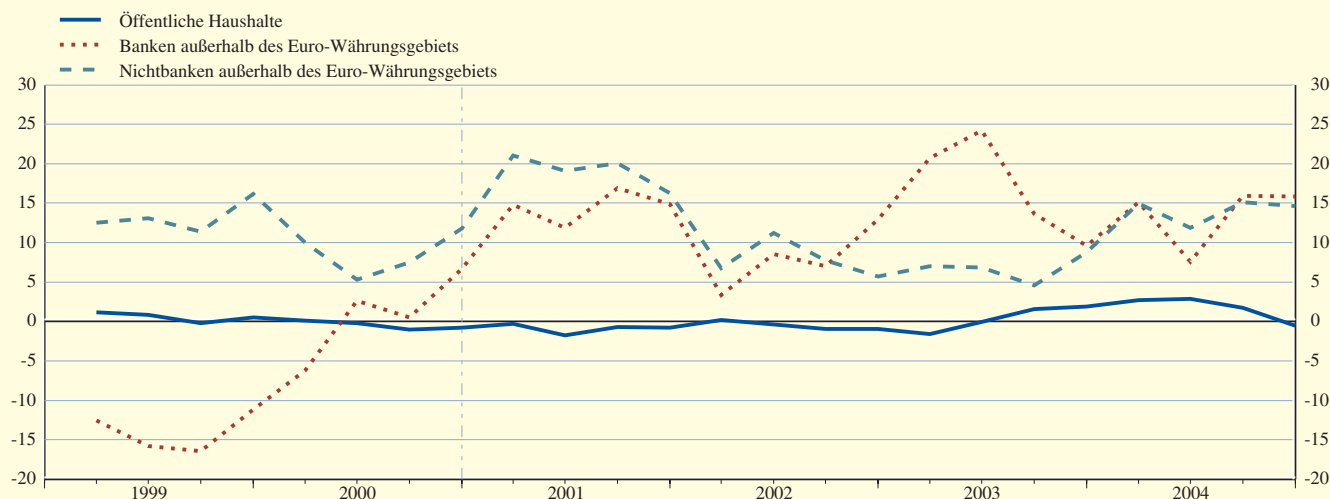
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

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

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken ²⁾	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1 730,1	1 146,2	583,9	64,6	519,3
2003	819,1	130,0	265,1	388,9	35,0	1 762,7	1 182,2	580,6	59,3	521,2
2004 Q1	823,3	134,6	261,3	388,5	38,9	1 955,5	1 308,6	646,9	61,1	585,8
Q2	818,3	129,7	253,4	391,4	43,7	1 965,3	1 322,7	642,6	60,8	581,8
Q3	812,2	126,5	252,3	394,6	38,8	1 965,9	1 317,3	648,6	60,9	587,7
Q4 ^(p)	814,7	129,5	252,3	395,6	37,3	1 978,4	1 336,6	641,8	61,5	580,4
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,2	34,5	-1,2	35,7
2003	15,3	-4,3	-12,2	16,6	15,3	159,6	109,2	50,3	-5,0	55,3
2004 Q1	5,8	5,7	-3,9	0,1	3,9	164,1	107,4	56,6	1,8	54,8
Q2	-6,7	-5,9	-8,5	2,9	4,8	6,2	11,4	-5,3	-0,5	-4,8
Q3	-5,7	-3,0	-1,0	3,2	-5,0	22,5	7,7	14,8	0,1	14,7
Q4 ^(p)	2,5	3,5	-0,5	1,1	-1,5	80,9	61,4	19,4	0,6	18,8
Wachstumsraten										
2002 Dez.	-1,0	-7,8	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 Dez.	1,9	-3,2	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	10,9
2004 März	2,7	0,9	-2,2	3,0	63,2	15,1	15,1	15,0	4,0	16,3
Juni	2,9	2,0	-4,0	4,2	54,4	9,0	7,6	11,9	2,9	12,9
Sept.	1,8	-1,4	-4,1	4,9	26,9	15,7	16,0	15,1	1,9	16,6
Dez. ^(p)	-0,5	0,2	-5,2	1,9	6,4	15,5	15,8	14,7	3,3	16,0

A7 Kredite an öffentliche Haushalte und Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2) Der Begriff „Banken“ bezeichnet in dieser Tabelle MFI-ähnliche Institute, die außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässig sind.

2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung ¹⁾

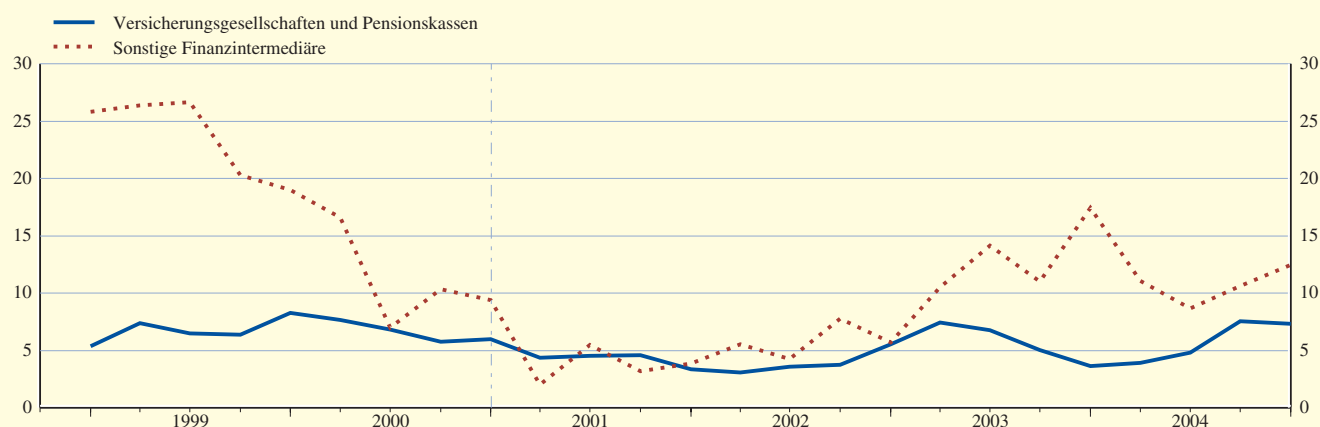
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

1. Einlagen von Finanzintermediären

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen							Sonstige Finanzintermediäre ²⁾						
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Bestände														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,8	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	567,7	183,0	130,8	143,3	6,1	0,1	104,4
2004 Q1	557,3	64,7	42,2	426,2	1,3	1,0	22,0	586,9	197,3	119,9	145,7	7,8	0,1	116,1
Q2	565,4	59,9	42,1	439,8	1,3	1,0	21,2	596,5	194,5	122,6	153,7	8,3	0,1	117,2
Q3	573,6	61,5	47,3	442,5	1,2	1,0	20,0	598,5	190,2	120,5	164,9	8,1	0,1	114,8
2004 Okt.	579,1	58,6	49,1	446,1	1,3	1,3	22,8	621,3	187,6	133,8	166,9	8,4	0,1	124,5
Nov.	584,4	63,2	47,7	450,0	1,3	1,3	20,8	632,3	197,7	126,6	177,0	9,7	0,1	121,3
Dez.	583,1	59,0	51,3	449,5	1,2	1,3	20,8	635,1	180,7	138,8	186,9	10,1	0,1	118,6
2005 Jan.	595,3	66,9	50,8	451,3	1,4	1,3	23,6	660,2	208,5	130,0	186,0	11,6	0,1	124,1
Febr. ^(p)	589,7	60,2	48,6	456,1	1,3	1,3	22,3	672,5	213,1	132,7	188,4	11,5	0,1	126,7
Transaktionsbedingte Veränderungen														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,6	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	19,0	1,6	-3,1	18,8	0,3	0,4	1,1	85,0	27,4	-0,5	38,9	3,2	0,0	16,0
2004 Q1	14,6	5,7	0,3	5,6	0,0	0,2	2,8	15,5	14,3	-14,6	1,4	1,6	0,0	12,7
Q2	7,2	-4,9	0,0	13,7	0,0	-0,6	-0,9	12,2	-1,4	3,9	8,3	0,6	0,0	0,8
Q3	8,2	1,6	5,3	2,6	-0,1	0,0	-1,1	2,6	-4,0	-2,3	11,4	-0,2	0,0	-2,4
2004 Okt.	5,4	-2,9	1,9	3,3	0,0	0,3	2,8	23,8	-2,2	13,6	2,2	0,4	0,0	9,8
Nov.	5,5	5,1	-1,2	3,5	0,1	0,0	-2,0	12,9	10,9	-6,7	10,5	1,3	0,0	-3,2
Dez.	-1,2	-4,1	4,1	-0,9	-0,1	0,0	-0,1	3,8	-15,5	11,7	9,7	0,5	0,0	-2,6
2005 Jan.	11,9	7,8	-0,7	1,8	0,2	0,0	2,8	22,1	27,0	-9,4	-2,4	1,4	0,0	5,4
Febr. ^(p)	-5,6	-6,8	-2,1	4,8	-0,1	0,0	-1,3	9,2	4,9	-0,9	2,6	-0,1	0,0	2,6
Wachstumsraten														
2002 Dez.	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 Dez.	3,6	2,8	-6,7	4,7	40,9	60,8	6,0	17,5	17,7	-0,5	36,8	70,6	-	17,1
2004 März	3,9	5,1	9,9	2,4	40,8	52,8	18,6	11,1	17,2	-13,0	22,3	47,6	-	17,8
Juni	4,8	-6,4	12,7	6,4	40,0	-44,0	-6,3	8,7	7,9	-10,0	18,6	44,5	-	20,5
Sept.	7,6	6,9	46,4	4,8	13,6	-52,5	6,9	10,6	7,6	-6,0	28,3	63,5	-	11,7
2004 Okt.	8,3	10,3	32,9	5,1	3,3	38,3	24,2	11,3	7,7	1,8	27,0	48,4	-	7,8
Nov.	9,4	22,7	33,3	5,9	3,8	-37,9	7,2	11,9	12,9	-4,0	29,4	73,6	-	4,9
Dez.	7,3	1,0	24,4	6,6	-8,2	-43,1	8,0	12,4	1,1	4,1	30,4	67,6	-	14,6
2005 Jan.	7,2	2,9	18,7	6,6	5,0	36,2	8,2	16,1	16,9	-1,1	31,9	69,0	-	12,0
Febr. ^(p)	5,7	-3,6	16,1	7,2	-2,9	-51,5	-11,6	16,3	17,9	5,3	31,7	38,2	-	5,5

A8 Einlagen von Finanzintermediären

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2) Hierzu gehören auch Investmentfonds.

2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung ¹⁾

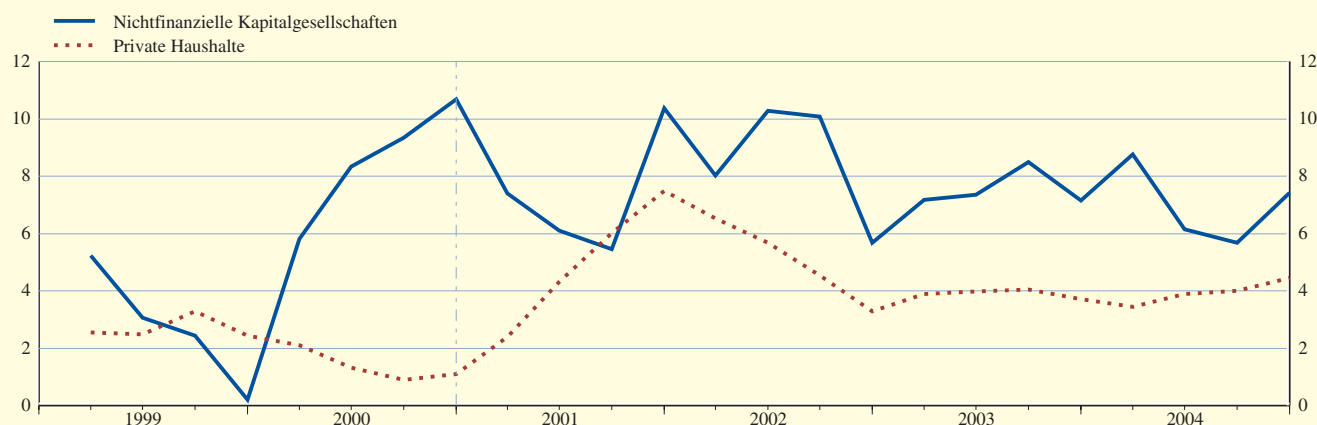
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

2. Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften							Private Haushalte ²⁾						
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Bestände														
2002	990,0	595,6	-	-	-	-	34,7	3 806,3	1 173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1 050,1	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3 978,5	1 311,8	544,0	600,8	1 379,2	89,9	52,9
2004 Q1	1 036,2	623,7	275,9	69,9	39,9	1,0	25,8	3 997,9	1 320,7	527,4	608,6	1 401,2	88,2	51,9
Q2	1 053,4	650,1	265,6	70,3	41,0	1,0	25,5	4 055,5	1 367,5	517,0	612,4	1 422,3	85,8	50,4
Q3	1 066,5	657,0	269,7	70,6	42,6	1,1	25,6	4 060,8	1 363,2	511,4	615,0	1 431,9	85,5	53,7
2004 Okt.	1 071,1	648,1	283,9	69,6	42,5	1,1	25,9	4 078,5	1 376,9	509,1	617,6	1 434,4	86,0	54,4
Nov.	1 077,3	660,0	279,7	69,7	41,2	1,1	25,5	4 089,8	1 381,0	509,1	618,7	1 439,8	86,8	54,4
Dez.	1 115,6	674,1	295,0	72,0	43,7	1,1	29,8	4 160,0	1 402,7	514,3	632,9	1 466,5	88,0	55,6
2005 Jan.	1 079,7	658,3	279,0	73,9	42,5	1,1	24,9	4 166,5	1 400,2	514,6	634,6	1 477,2	87,7	52,2
Febr. ^(p)	1 072,4	655,5	275,3	74,0	43,7	1,1	22,9	4 175,1	1 406,2	515,9	634,6	1 478,5	88,3	51,6
Transaktionsbedingte Veränderungen														
2002	54,3	28,9	-	-	-	-	-1,3	120,5	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	70,4	40,8	53,5	-29,8	10,2	0,0	-4,2	141,8	95,2	-71,2	35,9	117,4	-13,7	-21,8
2004 Q1	-15,0	-9,9	-5,3	2,6	1,9	0,0	-4,2	18,0	8,5	-17,4	7,7	21,9	-1,7	-1,0
Q2	21,1	27,7	-8,9	0,9	1,1	0,6	-0,3	53,5	43,8	-11,0	3,3	21,1	-2,4	-1,5
Q3	15,5	7,9	5,4	0,4	1,6	0,0	0,2	6,0	-3,7	-5,3	2,4	9,6	-0,3	3,3
2004 Okt.	6,0	-8,3	14,7	-0,7	0,0	0,0	0,3	18,4	13,9	-1,8	2,7	2,5	0,5	0,7
Nov.	10,8	13,1	-3,2	0,1	1,2	0,0	-0,4	9,9	4,4	0,7	1,1	3,0	0,8	0,0
Dez.	39,0	14,8	15,8	1,7	2,5	0,0	4,2	71,2	22,9	5,4	13,7	26,7	1,2	1,3
2005 Jan.	-37,5	-16,9	-17,1	2,5	-1,2	0,0	-4,8	5,1	-2,9	-0,5	1,7	10,5	-0,3	-3,5
Febr. ^(p)	-6,3	-2,3	-3,4	0,1	1,2	0,0	-2,1	9,2	6,2	1,6	0,0	1,4	0,6	-0,6
Wachstumsraten														
2002 Dez.	5,7	5,1	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 Dez.	7,2	6,7	23,0	-30,7	41,5	-3,5	-12,4	3,7	7,9	-11,5	6,4	9,3	-13,2	-29,2
2004 März	8,8	11,8	3,1	13,2	23,1	-3,9	-19,1	3,5	7,7	-8,7	3,7	7,4	-10,5	-26,5
Juni	6,1	10,0	-3,5	14,8	17,1	52,2	-13,5	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
Sept.	5,7	9,7	-2,7	7,1	18,8	64,7	-16,0	4,0	7,1	-7,7	4,8	6,4	-3,5	-4,5
2004 Okt.	5,6	8,6	-0,2	7,4	17,3	21,3	-17,6	4,4	7,9	-7,4	5,1	6,3	-3,0	-2,9
Nov.	5,0	8,0	-1,3	4,7	18,1	73,8	-12,8	4,0	6,3	-6,7	5,3	6,2	-2,4	-2,1
Dez.	7,4	7,2	6,7	7,3	21,8	72,2	-0,8	4,4	6,8	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Jan.	7,9	8,4	6,0	10,1	15,4	14,4	-1,9	4,2	6,3	-4,6	4,8	5,9	-1,2	-3,5
Febr. ^(p)	6,8	9,3	0,6	9,0	18,0	71,1	-12,2	4,4	6,6	-2,9	4,4	5,6	-0,1	-4,7

A9 Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

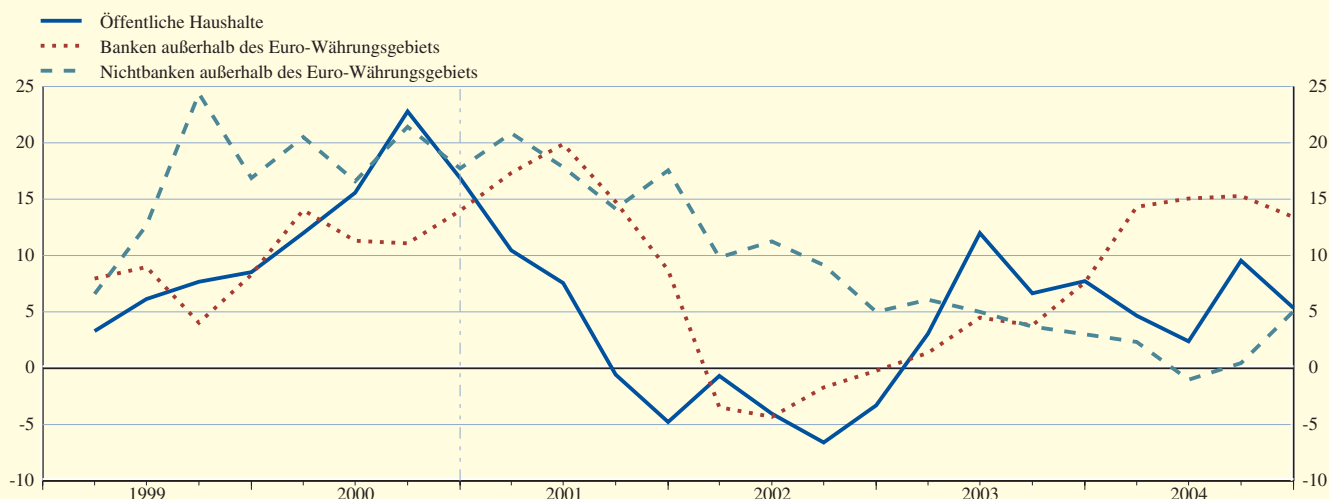
2.5 Einlagen bei MFI, Aufschlüsselung ¹⁾

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

3. Einlagen von öffentlichen Haushalten und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken ²⁾	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozial- versicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2 271,0	1 585,3	685,7	97,4	588,3
2003	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2 245,1	1 580,9	664,3	96,1	568,2
2004 Q1	272,7	140,7	30,0	62,4	39,6	2 444,2	1 742,7	701,5	100,8	600,7
Q2	294,4	156,6	31,6	64,5	41,7	2 471,5	1 788,9	682,6	102,0	580,6
Q3	288,2	146,3	33,0	66,3	42,6	2 452,1	1 764,8	687,4	105,1	582,3
Q4 ^(p)	283,4	138,9	30,6	69,6	44,4	2 429,6	1 747,4	682,3	103,8	578,5
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003	19,3	21,1	-0,5	-2,3	1,0	138,7	117,6	21,1	-1,3	22,4
2004 Q1	1,5	8,4	-1,1	-4,5	-1,3	155,3	129,6	25,8	4,8	21,0
Q2	21,2	15,4	1,6	2,1	2,1	21,3	41,3	-20,1	1,2	-21,3
Q3	-4,9	-10,3	2,3	1,9	1,2	6,9	-4,6	11,5	3,1	8,4
Q4 ^(p)	-3,4	-7,4	-1,0	3,2	1,8	63,0	46,4	16,4	-1,7	18,1
Wachstumsraten										
2002 Dez.	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 Dez.	7,7	19,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 März	4,7	14,4	-6,2	-4,7	-1,4	10,6	14,3	2,3	3,1	2,2
Juni	2,4	7,9	-7,6	-0,1	-4,4	10,1	15,0	-1,0	7,9	-2,4
Sept.	9,5	13,2	5,1	3,3	11,4	10,7	15,3	0,4	12,5	-1,5
Dez. ^(p)	5,3	4,6	5,7	4,0	9,3	10,9	13,4	5,0	7,6	4,6

A10 Einlagen von öffentlichen Haushalten und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets
(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2) Der Begriff „Banken“ bezeichnet in dieser Tabelle MFI-ähnliche Institute, die außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässig sind.

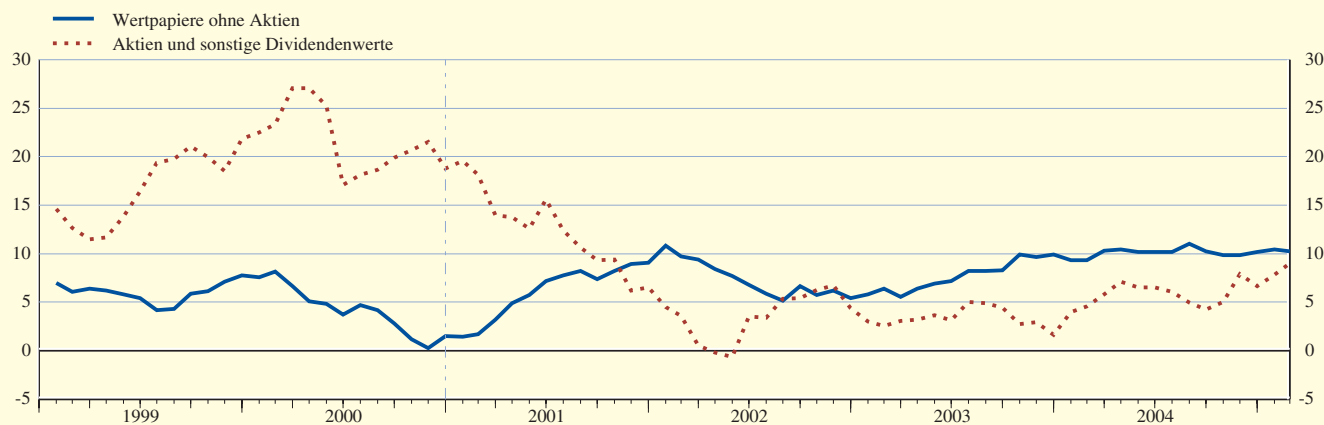
2.6 Wertpapierbestände der MFls, Aufschlüsselung ¹⁾

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

	Wertpapiere ohne Aktien							Aktien und sonstige Dividendenwerte				
	Insgesamt	MFls		Öffentliche Haushalte		Sonstige Nicht-MFls im Euro-Währungsgebiet		Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Insgesamt	MFls	Nicht-MFls	Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets
		Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2002	3 228,2	1 122,2	48,2	1 119,5	15,5	349,5	16,7	556,6	1 004,9	263,3	564,3	177,3
2003	3 576,3	1 216,2	57,4	1 227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1 068,7	279,7	615,4	173,7
2004 Q1	3 767,6	1 280,9	60,9	1 283,8	17,8	416,2	18,0	690,0	1 115,8	285,7	640,7	189,5
Q2	3 854,7	1 296,7	62,8	1 329,5	17,6	429,0	18,1	701,2	1 154,8	294,7	654,0	206,0
Q3	3 912,6	1 323,0	62,9	1 330,0	15,9	430,0	17,5	733,4	1 127,2	286,6	634,0	206,6
2004 Okt.	3 941,0	1 344,2	62,2	1 323,0	20,3	432,8	17,6	740,9	1 134,8	287,4	637,6	209,8
Nov.	3 970,1	1 353,6	61,3	1 327,6	18,4	438,9	17,2	753,0	1 176,2	294,2	650,5	231,5
Dez.	3 935,2	1 364,8	59,5	1 280,0	15,8	449,0	16,3	749,8	1 159,2	289,3	656,2	213,8
2005 Jan.	4 033,1	1 364,8	65,4	1 317,7	18,9	452,2	16,5	797,5	1 193,4	293,4	669,5	230,6
Febr. ^(p)	4 069,7	1 378,6	64,5	1 345,9	18,0	462,1	16,0	784,7	1 216,1	294,4	672,5	249,2
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2002	167,0	47,2	-0,5	38,6	-0,8	25,9	3,2	53,4	42,7	14,0	7,0	21,8
2003	324,6	90,9	4,1	78,9	0,8	52,3	1,7	95,8	16,1	7,2	19,5	-10,5
2004 Q1	156,7	61,3	1,3	45,1	1,4	4,8	-1,1	43,9	44,7	6,1	24,6	14,0
Q2	89,4	15,2	1,7	44,2	0,0	13,9	0,1	14,3	26,1	6,3	8,3	11,5
Q3	67,7	30,8	1,5	-1,0	-1,2	-1,9	-0,2	39,8	-26,3	-7,9	-19,7	1,4
2004 Okt.	35,7	20,9	0,2	-7,4	4,7	2,7	0,3	14,3	5,6	0,4	2,8	2,5
Nov.	41,6	9,1	0,4	4,3	-1,4	5,7	0,2	23,2	38,7	5,9	12,1	20,8
Dez.	-25,3	11,4	-0,6	-48,3	-2,2	10,8	-0,5	4,2	-17,8	-5,4	5,8	-18,2
2005 Jan.	79,7	3,8	4,1	33,3	2,5	3,5	-0,4	32,8	31,5	3,5	12,5	15,5
Febr. ^(p)	43,2	13,4	-0,4	28,7	-0,7	10,2	-0,3	-7,7	19,8	0,3	1,4	18,2
Wachstumsraten												
2002 Dez.	5,4	4,4	-1,8	3,7	-4,3	8,1	21,9	10,1	4,4	5,5	1,3	13,6
2003 Dez.	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,6	2,7	3,5	-5,7
2004 März	10,3	9,6	5,3	7,2	5,1	10,8	3,8	18,8	5,8	6,3	7,5	-0,2
Juni	10,1	9,5	6,6	8,5	9,7	10,2	1,5	15,3	6,5	6,4	5,3	11,1
Sept.	10,3	10,7	12,5	6,1	-0,4	8,1	-4,2	19,6	4,2	2,7	3,2	9,8
2004 Okt.	9,9	11,4	11,1	4,1	33,2	6,7	-2,7	20,2	5,0	2,2	4,4	11,1
Nov.	9,9	11,5	9,9	3,5	21,5	6,8	-3,2	21,7	7,9	4,6	4,8	23,4
Dez.	10,2	12,2	7,6	3,0	8,0	8,7	-7,0	21,9	6,6	1,9	5,5	18,2
2005 Jan.	10,4	11,3	10,5	4,4	24,0	9,6	-2,8	20,9	7,8	1,8	6,3	22,6
Febr. ^(p)	10,3	10,5	16,0	5,1	19,2	11,0	-6,8	18,9	9,0	1,9	6,2	29,3

All Wertpapierbestände der MFls

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2.7 Neubewertung ausgewählter Bilanzpositionen der MFIs¹⁾
(in Mrd €)

1. Abschreibungen/Wertberichtigungen von Krediten an private Haushalte²⁾

	Konsumentenkredite				Wohnungsbaukredite				Sonstige Kredite			
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,9	-	-	-	-1,0	-	-	-	-5,3	-	-	-
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,1	-3,2	-0,3	-0,1	-2,8	-7,4	-2,8	-0,3	-4,3
2004 Q1	-1,3	-0,5	-0,2	-0,6	-1,3	-0,1	0,0	-1,1	-2,5	-1,0	-0,1	-1,4
Q2	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-1,0	-0,4	0,0	-0,7
Q3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,2	0,0	-0,6
2004 Okt.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
Nov.	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
Dez.	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,8	-0,1	0,0	-0,7	-1,5	-0,6	-0,1	-0,8
2005 Jan.	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,5	-1,2	-0,5	-0,1	-0,6
Febr. ^(p)	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,4	0,0	-0,4

2. Abschreibungen/Wertberichtigungen von Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften				Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets		
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr
	1	2	3	4	5	6	7
2002	-9,7	-2,1	-2,7	-4,9	-7,2	-	-
2003	-17,7	-8,8	-1,3	-7,6	-1,1	-0,3	-0,7
2004 Q1	-6,2	-3,3	-0,6	-2,3	-1,0	-0,4	-0,6
Q2	-2,9	-2,0	0,2	-1,1	-0,1	0,0	-0,1
Q3	-1,7	-0,9	-0,2	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1
2004 Okt.	-0,6	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Nov.	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	-0,2
Dez.	-3,8	-1,9	-0,2	-1,7	-0,2	0,0	-0,2
2005 Jan.	-2,6	-1,3	-0,3	-1,0	-0,2	0,0	-0,1
Febr. ^(p)	-1,2	-0,6	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1

3. Neubewertung von Wertpapieren der MFIs

	Wertpapiere ohne Aktien							Aktien und sonstige Dividendenwerte				
	Insgesamt	MFIs		Öffentliche Haushalte		Sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet		Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Insgesamt	MFIs	Nicht-MFIs	Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets
		Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	39,6	9,9	0,6	13,2	-0,1	5,8	0,2	9,9	-12,3	-5,0	-1,5	-5,8
2003	-1,2	-0,9	-0,3	3,0	0,0	-1,2	-0,1	-1,8	19,4	8,0	5,0	6,4
2004 Q1	16,6	2,5	0,3	11,1	0,1	1,5	0,0	1,0	2,3	-0,3	1,0	1,7
Q2	-8,5	-0,8	0,0	-5,0	-0,1	-0,8	0,0	-2,0	0,1	-0,7	0,1	0,7
Q3	2,2	-0,6	-0,1	1,5	0,0	0,7	0,0	0,6	-1,5	-0,1	-0,5	-0,9
2004 Okt.	0,5	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	0,0	2,2	0,7	0,8	0,7
Nov.	0,7	0,5	-0,1	0,5	-0,1	0,4	-0,1	-0,5	2,7	1,0	0,8	0,9
Dez.	0,3	0,0	-0,1	1,4	-0,1	-1,2	0,0	0,3	2,4	0,6	1,4	0,5
2005 Jan.	5,7	0,0	0,1	4,4	0,1	-0,2	0,1	1,3	3,2	0,5	1,3	1,4
Febr. ^(p)	-1,7	0,5	0,0	-1,4	0,0	-0,2	0,0	-0,4	2,8	0,7	1,7	0,4

Quelle: EZB.

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

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen ¹⁾

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

1. Einlagen

	MFIs ²⁾							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen					
			Insgesamt						Insgesamt					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet														
2002	4 136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6 061,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003	4 364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6 409,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 Q1	4 412,5	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6 451,0	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
Q2	4 522,8	90,3	9,7	5,7	0,5	1,5	1,3	6 565,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
Q3	4 586,6	90,5	9,5	5,7	0,5	1,5	1,3	6 587,6	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
Q4 ^(p)	4 681,0	91,4	8,6	5,2	0,4	1,4	1,1	6 777,3	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets														
2002	1 585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003	1 580,9	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	664,3	51,0	49,0	32,1	2,1	2,2	9,6
2004 Q1	1 742,7	46,3	53,7	35,1	2,0	3,3	10,4	701,5	53,2	46,8	30,0	2,1	1,8	9,7
Q2	1 788,9	45,1	54,9	36,8	1,7	3,3	10,4	682,6	52,5	47,5	30,5	1,9	2,0	9,9
Q3	1 764,8	46,7	53,3	35,5	1,8	3,1	9,7	687,4	53,1	46,9	29,8	1,8	2,0	9,8
Q4 ^(p)	1 747,4	46,8	53,2	35,3	2,0	3,3	9,8	682,3	55,1	44,9	29,1	1,5	2,1	9,4

2. Schuldverschreibungen der MFIs im Euro-Währungsgebiet

	Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen				
			Insgesamt				
			USD	JPY	CHF	GBP	
1	2	3	4	5	6	7	
2002	3 138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003	3 304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 Q1	3 458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0	2,6
Q2	3 533,8	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,6
Q3	3 597,2	84,2	15,8	8,0	1,8	2,0	2,6
Q4 ^(p)	3 654,9	84,6	15,4	7,8	1,6	1,9	2,6

Quelle: EZB.

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

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

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

2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen ¹⁾
(in % der Gesamtsumme; Bestände in Mrd €; Stand am Ende des Berichtszeitraums)

3. Kredite

	MFIs ²⁾							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen					
			Insgesamt						Insgesamt					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
An Ansässige im Euro-Währungsgebiet														
2002	4 017,8	-	-	-	-	-	7 593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003	4 193,8	-	-	-	-	-	7 920,9	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004 Q1	4 224,6	-	-	-	-	-	7 993,4	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4	
Q2	4 296,2	-	-	-	-	-	8 138,1	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
Q3	4 356,4	-	-	-	-	-	8 213,5	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
Q4 ⁴⁾	4 439,1	-	-	-	-	-	8 364,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
An Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets														
2002	1 146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,1	583,9	36,2	63,8	47,6	2,3	4,7	5,6
2003	1 182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 Q1	1 308,6	49,1	50,9	30,4	4,7	2,7	9,4	646,9	40,0	60,0	41,9	2,5	4,4	8,0
Q2	1 322,7	49,2	50,8	30,9	4,7	2,4	9,2	642,6	38,6	61,4	42,6	2,4	4,4	8,8
Q3	1 317,3	51,2	48,8	30,0	3,7	2,2	9,0	648,6	40,2	59,8	42,2	2,5	4,4	7,4
Q4 ⁴⁾	1 336,6	51,3	48,7	30,1	3,6	2,2	8,6	641,8	42,2	57,8	40,5	2,5	4,3	7,0

4. Wertpapiere ohne Aktien

	Von MFIs ²⁾ begeben							Von Nicht-MFIs begeben						
	Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro ³⁾	Andere Währungen					
			Insgesamt						Insgesamt					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet														
2002	1 170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1 501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003	1 273,6	95,5	4,5	1,7	0,3	0,9	1,3	1 670,3	98,0	2,0	1,0	0,5	0,3	0,2
2004 Q1	1 341,8	95,5	4,5	1,6	0,3	0,9	1,4	1 735,8	97,9	2,1	1,0	0,5	0,2	0,2
Q2	1 359,4	95,4	4,6	2,2	0,4	0,4	1,4	1 794,1	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
Q3	1 385,9	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,3	1 793,3	98,1	1,9	1,0	0,5	0,1	0,2
Q4 ⁴⁾	1 424,3	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1 761,1	98,2	1,8	0,9	0,4	0,1	0,3
Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets														
2002	239,6	36,9	63,1	45,5	1,7	0,6	13,2	317,1	41,5	58,5	42,0	5,8	0,9	5,6
2003	276,9	45,1	54,9	30,6	1,2	4,9	15,4	355,5	45,8	54,2	31,1	5,8	5,8	6,4
2004 Q1	309,2	44,7	55,3	29,6	1,2	5,0	16,6	380,8	44,4	55,6	31,1	6,1	5,4	7,1
Q2	312,7	46,3	53,7	32,8	1,1	0,6	16,8	388,4	45,2	54,8	33,6	6,7	1,0	7,4
Q3	322,3	47,7	52,3	32,2	1,0	0,5	16,2	411,1	44,2	55,8	32,3	7,6	0,8	8,4
Q4 ⁴⁾	344,1	49,9	50,1	28,9	1,0	0,6	17,1	405,7	44,9	55,1	30,5	8,1	0,8	9,3

Quelle: EZB.

- 1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.
- 2) Bei Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets bezieht sich der Begriff „MFIs“ auf Institute, die den MFIs im Euro-Währungsgebiet ähnlich sind.
- 3) Einschließlich in den nationalen Währungseinheiten des Euro angegebener Positionen.

2.9 Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet ¹⁾

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

1. Aktiva

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien			Aktien, sonstige Dividenden- werte und Beteiligungen 6	Investment- fondsanteile 7	Sachanlagen 8	Sonstige Aktiva 9
			Zusammen 3	Bis zu 1 Jahr 4	Mehr als 1 Jahr 5				
2003 Q2	2 959,5	232,6	1 382,7	67,1	1 315,6	880,9	224,5	120,7	118,1
Q3	3 085,6	248,3	1 405,3	65,3	1 340,0	932,3	234,6	126,3	138,8
Q4	3 175,0	235,2	1 389,4	67,4	1 322,0	1 033,7	243,9	133,7	139,1
2004 Q1	3 353,6	266,5	1 433,9	70,3	1 363,6	1 102,8	262,6	136,7	151,2
Q2	3 366,1	244,8	1 429,4	69,2	1 360,2	1 117,1	277,1	139,7	157,9
Q3 ^(p)	3 385,2	246,4	1 471,6	71,7	1 399,8	1 090,6	280,4	143,5	152,7

2. Passiva

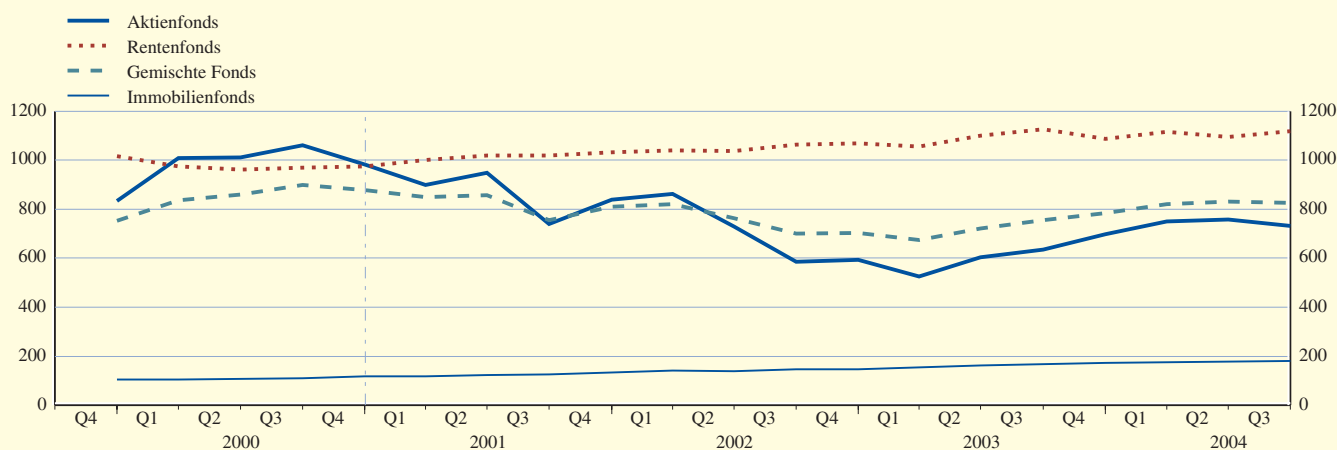
	Insgesamt 1	Einlagen und aufgenommene Kredite 2	Investmentfondsanteile 3	Sonstige Passiva 4
2003 Q2	2 959,5	41,8	2 825,8	91,9
Q3	3 085,6	43,2	2 917,7	124,8
Q4	3 175,0	44,2	3 011,7	119,1
2004 Q1	3 353,6	49,6	3 171,2	132,8
Q2	3 366,1	50,3	3 189,0	126,7
Q3 ^(p)	3 385,2	48,7	3 209,0	127,4

3. Aktiva/Passiva nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen

	Insgesamt 1	Fonds nach Anlageschwerpunkten					Fonds nach Anlegergruppen	
		Aktienfonds 2	Rentenfonds 3	Gemischte Fonds 4	Immobilien- fonds 5	Sonstige Fonds 6	Publikumsfonds 7	Spezialfonds 8
2003 Q2	2 959,5	603,3	1 099,6	720,8	161,4	374,4	2 140,5	819,0
Q3	3 085,6	635,4	1 127,0	754,2	167,7	401,4	2 249,1	836,5
Q4	3 175,0	697,8	1 086,6	783,4	171,7	435,6	2 318,4	856,6
2004 Q1	3 353,6	750,5	1 116,6	821,2	175,9	489,5	2 470,4	883,2
Q2	3 366,1	756,5	1 094,4	830,2	179,1	505,8	2 479,1	887,0
Q3 ^(p)	3 385,2	732,3	1 117,2	825,5	181,5	528,7	2 484,6	900,6

A12 Gesamtaktiva der Investmentfonds

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Ohne Geldmarktfonds. Die Daten beziehen sich auf die Euro-Länder ohne Irland. Weitere Einzelheiten sind den „Erläuterungen“ zu entnehmen.

2.10 Aktiva der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen
(in Mrd €: Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

1. Fonds nach Anlageschwerpunkten

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien			Aktien, sonstige Dividenden- werte und Beteiligungen 6	Investment- fondsanteile 7	Sachanlagen 8	Sonstige Aktiva 9
			Zusammen 3	Bis zu 1 Jahr 4	Mehr als 1 Jahr 5				
Aktienfonds									
2003 Q2	603,3	27,9	31,6	2,9	28,7	506,5	18,5	-	18,8
Q3	635,4	29,5	27,8	2,4	25,4	536,4	19,5	-	22,1
Q4	697,8	29,3	31,3	2,9	28,4	593,6	21,1	-	22,5
2004 Q1	750,5	32,8	32,2	3,0	29,2	635,7	23,4	-	26,5
Q2	756,5	31,5	31,6	3,2	28,3	642,8	25,3	-	25,3
Q3 ^(p)	732,3	31,5	32,8	3,5	29,3	618,7	24,4	-	25,0
Rentenfonds									
2003 Q2	1 099,6	82,4	927,9	33,0	894,9	31,1	20,9	-	37,3
Q3	1 127,0	93,6	934,7	30,7	904,1	29,1	21,7	-	47,9
Q4	1 086,6	82,5	905,9	31,6	874,3	31,0	21,6	-	45,5
2004 Q1	1 116,6	97,3	918,4	35,3	883,1	32,9	21,4	-	46,6
Q2	1 094,4	79,1	910,0	36,3	873,7	33,0	21,8	-	50,5
Q3 ^(p)	1 117,2	80,5	930,9	38,6	892,3	31,9	23,4	-	50,4
Gemischte Fonds									
2003 Q2	720,8	49,4	311,9	20,9	291,0	237,0	91,9	0,3	30,3
Q3	754,2	50,5	324,0	22,2	301,8	248,4	95,4	0,3	35,6
Q4	783,4	49,5	324,0	22,1	301,9	272,5	100,5	0,3	36,7
2004 Q1	821,2	52,9	333,9	21,2	312,6	287,0	107,2	0,3	39,9
Q2	830,2	52,2	340,1	22,3	317,8	279,0	114,9	0,3	43,6
Q3 ^(p)	825,5	52,3	347,7	21,8	325,8	270,6	115,3	0,3	39,4
Immobilienfonds									
2003 Q2	161,4	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3
Q3	167,7	16,1	9,0	0,6	8,4	0,8	9,5	125,3	6,9
Q4	171,7	13,2	9,3	0,6	8,7	0,8	8,5	132,7	7,4
2004 Q1	175,9	14,7	9,1	0,6	8,5	0,8	7,7	135,6	8,0
Q2	179,1	15,0	8,5	0,6	7,9	0,7	7,7	138,6	8,7
Q3 ^(p)	181,5	14,4	8,5	0,6	7,9	0,7	7,5	142,3	8,0

2. Fonds nach Anlegergruppen

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien 3	Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen 4	Investment- fondsanteile 5	Sachanlagen 6	Sonstige Aktiva 7
Publikumsfonds							
2003 Q2	2 140,5	181,6	912,4	691,7	168,3	104,2	82,2
Q3	2 249,1	199,0	927,7	736,5	176,6	108,9	100,4
Q4	2 318,4	191,7	913,6	815,8	183,8	115,5	98,0
2004 Q1	2 470,4	219,3	948,8	878,2	198,8	117,5	107,8
Q2	2 479,1	202,0	945,9	890,3	210,9	119,9	110,1
Q3 ^(p)	2 484,6	205,5	972,6	866,0	212,3	123,1	105,2
Spezialfonds							
2003 Q2	819,0	51,0	470,3	189,2	56,1	16,5	36,0
Q3	836,5	49,3	477,6	195,8	58,0	17,4	38,4
Q4	856,6	43,4	475,8	217,9	60,1	18,3	41,2
2004 Q1	883,2	47,2	485,1	224,6	63,8	19,1	43,3
Q2	887,0	42,7	483,6	226,9	66,2	19,8	47,8
Q3 ^(p)	900,6	40,9	499,0	224,6	68,2	20,4	47,5

Quelle: EZB.



FINANZKONTEN UND NICHTFINANZIELLE KONTEN

3.1 Wichtige Forderungen der nichtfinanziellen Sektoren

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

	Bargeld und Einlagen										Nachrichtlich: Einlagen von Nichtbanken außerhalb des Euro- Währungs- gebiets
	Insgesamt	Zusammen	Bargeld	Einlagen nichtfinanzieller Sektoren (ohne Zentralstaaten) bei MFIs im Euro-Währungsgebiet					Einlagen von Zentralstaaten bei MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Einlagen bei Nicht-MFIs ¹⁾	
				Zusammen	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit	Mit verein- barter Kün- digungsfrist	Repo- geschäfte			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Bestände											
2003 Q2	15 050,0	5 758,1	311,9	5 029,4	1 918,4	1 560,2	1 456,1	94,7	200,3	216,5	329,8
Q3	15 150,6	5 762,9	322,7	5 070,8	1 956,6	1 555,8	1 469,0	89,3	183,9	185,5	345,4
Q4	15 553,7	5 881,9	352,4	5 183,1	2 027,4	1 559,2	1 511,4	85,2	153,6	192,8	348,7
2004 Q1	15 751,2	5 915,3	350,8	5 180,6	2 020,5	1 545,0	1 533,9	81,2	183,8	200,1	395,2
Q2	16 024,8	6 052,4	372,0	5 263,9	2 101,1	1 529,7	1 553,9	79,4	223,7	192,7	396,6
Q3	16 080,4	6 078,0	383,5	5 284,4	2 104,2	1 532,3	1 565,1	82,8	204,1	206,0	388,5
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2003 Q2	206,8	131,4	21,3	85,7	83,8	-8,8	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,3
Q3	129,7	12,4	11,4	12,0	6,8	-3,8	12,9	-3,9	-13,7	2,7	17,2
Q4	150,4	124,6	29,7	117,9	78,9	7,9	36,3	-5,2	-30,3	7,3	10,9
2004 Q1	132,7	30,9	-1,6	-5,0	-7,6	-15,8	22,4	-3,9	30,2	7,3	40,7
Q2	285,9	136,4	21,2	83,1	78,8	-14,5	20,7	-1,9	39,4	-7,4	0,9
Q3	108,5	29,9	11,5	24,8	4,7	5,4	11,3	3,4	-19,7	13,3	0,9
Wachstumsraten											
2003 Q2	4,5	6,4	27,6	4,5	7,6	-1,0	8,9	-19,0	22,3	13,6	22,6
Q3	4,7	6,5	23,9	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	13,3	24,5
Q4	4,4	5,5	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	9,5	9,0	24,5
2004 Q1	4,3	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,7	24,8
Q2	4,6	5,3	19,5	4,1	8,2	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,6	21,1
Q3	4,5	5,6	18,8	4,4	7,9	-1,1	6,2	-8,5	10,7	11,1	15,5

	Wertpapiere ohne Anteilsrechte			Anteilsrechte ²⁾				Versicherungstechnische Rückstellungen			
	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Börsen- notierte Aktien	Investment- zertifikate	Geldmarkt- fondsanteile	Zusammen	Ansprüche privater Haus- halte und Rück- stellungen bei Lebensversiche- rungen und Pensionsein- richtungen	Prämienüber- träge und Rück- stellungen für eingetretene Versicherungs- fälle	
											12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
Bestände											
2003 Q2	1 936,3	165,6	1 770,7	3 587,9	1 751,5	1 836,4	404,6	3 767,7	3 399,5	368,1	
Q3	1 927,6	166,6	1 760,9	3 624,6	1 764,0	1 860,6	408,7	3 835,6	3 464,2	371,4	
Q4	1 900,4	178,6	1 721,8	3 887,2	2 006,9	1 880,2	406,5	3 884,2	3 509,4	374,8	
2004 Q1	1 915,2	179,7	1 735,5	3 976,2	2 047,5	1 928,7	420,8	3 944,5	3 562,0	382,5	
Q2	1 954,7	197,5	1 757,2	4 024,9	2 109,3	1 915,6	423,9	3 992,8	3 607,7	385,1	
Q3	1 958,7	191,9	1 766,8	3 995,0	2 087,6	1 907,4	424,3	4 048,8	3 660,8	388,0	
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2003 Q2	-40,4	-18,3	-22,2	54,9	17,1	37,8	3,8	60,9	57,4	3,5	
Q3	10,1	0,0	10,1	47,7	29,9	17,8	2,7	59,4	57,1	2,3	
Q4	7,1	8,6	-1,5	-24,6	-24,2	-0,4	-10,2	43,3	41,5	1,8	
2004 Q1	11,3	0,7	10,7	22,0	-3,5	25,5	15,0	68,4	60,7	7,7	
Q2	43,8	16,3	27,5	54,6	56,2	-1,6	-0,5	51,1	48,5	2,7	
Q3	0,3	-5,8	6,1	19,1	17,7	1,4	-2,2	59,1	56,2	2,9	
Wachstumsraten											
2003 Q2	-2,5	-15,7	-1,0	3,4	0,5	7,1	13,6	6,3	6,7	2,6	
Q3	-3,5	-25,3	-0,9	4,5	2,0	6,9	9,3	6,4	6,9	2,4	
Q4	-2,4	-16,1	-0,7	4,0	1,1	6,9	8,5	6,6	6,9	3,7	
2004 Q1	-0,6	-4,7	-0,2	3,1	1,3	4,6	2,8	6,3	6,5	4,2	
Q2	3,7	15,4	2,6	2,8	3,3	2,3	1,7	5,9	6,1	3,9	
Q3	3,2	11,9	2,4	2,0	2,6	1,3	0,5	5,8	6,0	4,1	

Quelle: EZB.

- 1) Umfassen Einlagen bei Zentralstaaten (S1311, ESVG 95), sonstigen Finanzinstituten (S123, ESVG 95) sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (S125, ESVG 95) im Euro-Währungsgebiet.
- 2) Ohne nicht börsennotierte Aktien.

3.2 Wichtige Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren

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

	Kredite von MFIs und sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet an												Nachrichtlich: Kredite von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets an Nichtbanken
	Zusammen			Öffentliche Haushalte (Staat)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			Private Haushalte ¹⁾			
		Von MFIs im Euro-Währungsgebiet	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2003 Q2	16 188,4	8 243,6	7 236,1	877,7	70,0	807,7	3 651,8	1 213,2	2 438,6	3 714,1	291,4	3 422,6	253,8
Q3	16 257,4	8 328,4	7 293,7	886,5	71,1	815,4	3 657,6	1 184,8	2 472,9	3 784,2	286,0	3 498,2	275,6
Q4	16 586,2	8 468,7	7 396,6	957,2	81,0	876,2	3 660,2	1 164,3	2 495,9	3 851,2	287,4	3 563,8	266,6
2004 Q1	16 930,1	8 521,4	7 465,7	961,8	85,0	876,8	3 654,7	1 160,7	2 494,0	3 905,0	281,7	3 623,3	305,6
Q2	17 146,7	8 669,2	7 596,3	954,6	90,5	864,1	3 698,2	1 167,8	2 530,4	4 016,4	293,9	3 722,5	304,6
Q3	17 224,7	8 747,4	7 674,0	949,8	89,1	860,7	3 701,0	1 149,5	2 551,4	4 096,6	290,7	3 805,9	298,3
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2003 Q2	238,7	116,3	84,1	-4,6	3,3	-7,9	51,5	24,2	27,3	69,4	5,3	64,2	2,4
Q3	137,4	81,9	58,8	8,9	1,1	7,8	1,9	-25,9	27,8	71,1	-4,7	75,8	22,9
Q4	119,0	112,9	118,4	22,3	9,9	12,4	17,0	-16,1	33,2	73,6	4,6	69,0	-1,4
2004 Q1	199,1	49,9	76,1	6,0	4,0	2,1	-14,0	-6,5	-7,5	57,9	-4,2	62,1	33,6
Q2	264,5	153,2	134,4	-8,8	5,5	-14,3	67,1	13,1	54,0	95,0	8,9	86,1	-1,4
Q3	137,5	82,9	86,1	-4,4	-1,4	-3,0	4,6	-15,6	20,2	82,7	-2,8	85,5	-1,4
Wachstumsraten													
2003 Q2	4,9	4,9	4,0	0,9	34,4	-1,3	4,2	1,4	5,7	6,5	-1,5	7,3	3,6
Q3	5,2	5,4	4,3	2,8	33,1	0,8	4,4	1,0	6,1	7,1	-1,4	7,9	16,1
Q4	4,8	5,0	4,6	3,6	36,4	1,2	3,2	0,1	4,7	7,1	-0,8	7,8	12,9
2004 Q1	4,4	4,4	4,7	3,7	26,5	1,8	1,6	-2,0	3,3	7,5	0,4	8,1	22,4
Q2	4,4	4,8	5,4	3,2	29,1	1,0	2,0	-2,9	4,4	8,0	1,6	8,6	21,2
Q3	4,4	4,8	5,7	1,7	25,1	-0,3	2,0	-2,1	4,0	8,2	2,3	8,6	10,7

	Emission von Wertpapieren (ohne Anteilsrechte) durch							Emission von börsnotierten Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen	Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften
	Zusammen	Öffentliche Haushalte (Staat)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
		Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig			
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
Bestände										
2003 Q2	5 003,8	4 415,4	564,2	3 851,2	588,4	166,4	422,0	2 449,8	205,7	285,6
Q3	4 991,9	4 407,3	558,3	3 849,0	584,6	165,2	419,4	2 473,0	174,3	289,8
Q4	4 919,2	4 328,2	539,7	3 788,5	591,0	164,3	426,7	2 726,3	181,7	290,4
2004 Q1	5 091,1	4 494,8	577,2	3 917,6	596,3	180,7	415,6	2 834,2	189,0	294,4
Q2	5 153,9	4 544,0	594,5	3 949,5	609,9	192,3	417,6	2 843,0	181,9	298,7
Q3	5 216,0	4 602,6	588,4	4 014,1	613,4	188,2	425,2	2 763,5	195,0	302,9
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2003 Q2	103,8	88,0	34,1	53,9	15,9	-0,6	16,5	14,9	-0,6	4,2
Q3	45,0	42,6	-5,7	48,3	2,4	-0,9	3,4	3,9	2,4	4,2
Q4	-5,5	-13,5	-18,3	4,8	8,0	-0,8	8,8	0,0	7,4	4,1
2004 Q1	135,7	136,6	36,1	100,5	-0,8	16,2	-17,0	2,1	7,3	4,0
Q2	109,7	94,4	17,1	77,3	15,3	11,7	3,6	4,5	-7,1	4,3
Q3	31,8	26,2	-5,7	31,9	5,6	-3,9	9,5	5,4	13,1	4,3
Wachstumsraten										
2003 Q2	7,3	6,7	15,6	5,5	11,8	27,7	6,4	0,6	13,4	5,8
Q3	6,7	6,3	14,6	5,2	9,8	20,0	6,2	0,7	13,2	5,8
Q4	6,2	5,7	12,5	4,8	10,4	13,7	9,1	0,8	8,9	6,0
2004 Q1	5,7	5,9	8,7	5,5	4,5	8,3	2,9	1,0	7,5	5,9
Q2	5,7	5,9	5,2	6,0	4,2	15,7	-0,3	0,4	4,8	5,8
Q3	5,4	5,5	5,2	5,6	4,8	14,1	1,2	0,5	11,8	5,8

Quelle: EZB.

1) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

3.3 Wichtige Forderungen und Verbindlichkeiten von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

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

	Wichtige Forderungen											
	Insgesamt	Einlagen bei MFIs im Euro-Währungsgebiet				Kredite			Wertpapiere ohne Anteilsrechte			
		Zusammen	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit	Mit vereinbarter Kündigungsfrist	Repos-geschäfte	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Bestände											
2003 Q2	3 460,3	538,1	63,8	450,5	1,6	22,3	337,5	65,1	272,4	1 398,3	55,8	1 342,4
Q3	3 513,8	533,3	57,5	455,3	1,8	18,7	339,5	65,8	273,6	1 419,8	58,7	1 361,2
Q4	3 623,6	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	328,2	66,7	261,5	1 447,7	59,9	1 387,8
2004 Q1	3 772,7	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	338,3	69,4	268,9	1 516,2	57,7	1 458,5
Q2	3 798,3	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	335,5	71,0	264,5	1 523,3	54,1	1 469,2
Q3	3 860,4	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	338,0	71,7	266,3	1 579,8	62,9	1 516,8
	Transaktionsbedingte Veränderungen											
2003 Q2	43,2	2,3	2,2	-3,9	0,0	3,9	4,4	1,4	3,0	18,9	-2,2	21,1
Q3	34,1	-6,2	-6,4	3,8	0,3	-3,8	2,0	0,7	1,2	22,8	2,8	19,9
Q4	60,5	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-11,3	0,9	-12,2	37,4	1,2	36,2
2004 Q1	95,5	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	10,0	2,7	7,3	44,0	-1,8	45,8
Q2	31,1	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-2,8	1,6	-4,4	25,1	-3,6	28,7
Q3	51,1	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	2,5	0,7	1,8	37,9	8,8	29,1
	Wachstumsraten											
2003 Q2	6,7	6,8	28,9	3,9	-1,6	17,4	-0,6	-11,9	2,6	11,7	40,3	10,8
Q3	6,5	5,0	11,7	3,6	-1,6	28,2	0,8	-11,6	4,4	10,0	21,3	9,6
Q4	6,2	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	-4,0	-4,7	-3,8	10,0	17,4	9,7
2004 Q1	7,0	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	1,5	9,0	-0,2	9,0	0,1	9,4
Q2	6,4	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	-0,6	9,1	-3,0	9,2	-2,5	9,7
Q3	6,8	7,5	6,9	7,7	-12,8	6,7	-0,5	8,9	-2,7	10,2	7,8	10,3

	Wichtige Forderungen					Wichtige Verbindlichkeiten								
	Anteilsrechte ¹⁾				Prämien-überträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungs-fälle	Insgesamt	Kredite von MFIs und sonstigen finanziellen Kapital-gesellschaften im Euro-Währungsgebiet		Wertpapiere ohne Anteilsrechte	Börsen-notierte Aktien	Versicherungstechnische Rückstellungen			
	Zu-sammen	Börsen-notierte Aktien	Investment-zertifikate	Geldmarkt-fonds-anteile			Zusammen	Von MFIs im Euro-Währungs-gebiet			Zusammen	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen für eingetretene Versicherungen und Pensionseinrichtungen	Prämien-überträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungs-fälle	
														13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
	Bestände													
2003 Q2	1 072,7	472,9	599,7	64,4	113,8	3 734,3	60,6	44,8	18,4	163,7	3 491,6	2 970,8	520,8	
Q3	1 106,0	490,4	615,6	60,6	115,2	3 801,7	62,7	44,3	19,0	165,2	3 554,9	3 029,2	525,7	
Q4	1 188,8	542,0	646,8	64,1	116,5	3 863,2	51,9	35,4	20,9	190,5	3 600,0	3 069,7	530,3	
2004 Q1	1 241,1	558,7	682,4	63,5	119,8	3 930,9	61,6	46,3	21,7	191,5	3 656,1	3 115,0	541,1	
Q2	1 253,4	556,4	697,1	63,8	120,7	3 984,2	69,6	53,7	22,1	193,9	3 698,6	3 154,3	544,2	
Q3	1 246,5	547,3	699,2	63,4	122,6	4 025,9	69,5	52,5	20,5	186,4	3 749,5	3 200,9	548,6	
	Transaktionsbedingte Veränderungen													
2003 Q2	15,6	3,9	11,6	4,6	2,1	62,1	-0,3	2,3	0,1	4,5	57,8	51,1	6,6	
Q3	14,1	4,9	9,2	-4,2	1,4	58,2	2,0	-0,5	0,5	0,0	55,7	50,9	4,8	
Q4	22,8	7,0	15,8	4,2	1,5	33,9	-10,8	-8,9	1,8	5,0	37,9	33,9	4,0	
2004 Q1	23,6	2,0	21,7	-0,6	3,2	76,8	9,6	10,8	0,4	0,8	66,0	54,1	11,9	
Q2	0,8	-8,5	9,2	0,1	0,9	54,8	7,6	7,0	0,5	0,1	46,6	42,4	4,2	
Q3	0,6	2,4	-1,7	-0,3	1,9	56,2	-0,1	-1,1	-1,2	2,1	55,4	50,0	5,4	
	Wachstumsraten													
2003 Q2	3,5	-0,5	7,1	23,0	5,8	5,9	0,8	4,5	-0,8	1,5	6,4	6,9	4,0	
Q3	4,9	0,1	8,7	18,1	4,6	6,3	6,7	9,4	2,8	2,8	6,5	7,0	3,6	
Q4	5,8	2,6	8,3	11,6	6,9	6,7	12,9	12,7	12,6	6,2	6,6	6,9	4,9	
2004 Q1	7,8	4,3	10,3	6,5	7,3	6,4	0,9	8,5	15,4	8,3	6,4	6,5	5,3	
Q2	5,7	1,1	9,3	-1,0	6,2	6,0	14,0	18,8	17,6	3,6	5,9	6,1	4,8	
Q3	4,3	0,6	7,3	5,4	6,5	5,8	10,2	17,5	8,1	4,8	5,8	6,0	4,8	

Quelle: EZB.

1) Ohne nicht börsennotierte Aktien.

3.4 Jährliche Ersparnis, Investitionen und Finanzierung
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €)

1. Alle Sektoren im Euro-Währungsgebiet

	Sachvermögensbildung					Geldvermögensbildung								
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Vorratsveränderungen ¹⁾	Nicht produzierte Vermögensgüter	Insgesamt	Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZR)	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Kredite	Anteilsrechte	Versicherungstechnische Rückstellungen	Übrige Geldvermögensbildung (netto) ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
1997	350,5	1 137,7	-797,1	9,9	0,0	1 938,9	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	37,4	
1998	411,5	1 201,7	-823,6	33,2	0,2	2 412,5	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	47,9	
1999	448,6	1 290,5	-863,7	21,6	0,2	3 113,7	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	43,8	
2000	485,7	1 389,6	-913,1	25,9	-16,7	2 911,6	1,3	350,9	264,6	829,9	1 189,1	251,3	24,4	
2001	459,8	1 441,3	-973,6	-10,0	2,0	2 597,0	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-12,9	
2002	389,0	1 428,1	-1 021,9	-18,3	1,1	2 311,3	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	52,1	
2003	391,8	1 440,3	-1 054,6	5,6	0,5	2 423,7	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	40,5	

	Reinvermögensänderung ⁴⁾				Nettozugang an Verbindlichkeiten					
	Insgesamt	Bruttoersparnis	Abschreibungen (-)	Empfangene Vermögens-transfers (netto)	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Kredite	Anteilsrechte	Versicherungstechnische Rückstellungen
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1997	455,7	1 241,8	-797,1	11,0	1 833,7	509,7	318,0	393,1	382,5	230,3
1998	486,5	1 299,1	-823,6	11,1	2 337,4	648,8	323,2	484,6	659,8	221,0
1999	498,0	1 352,0	-863,7	9,7	3 064,3	934,9	503,4	765,2	597,1	263,7
2000	515,1	1 419,4	-913,1	8,8	2 882,2	539,5	416,9	882,9	788,7	254,1
2001	486,0	1 449,4	-973,6	10,2	2 570,8	668,9	489,9	634,3	521,6	256,0
2002	466,5	1 478,6	-1 021,9	9,9	2 233,7	572,9	442,0	618,0	376,2	224,7
2003	422,8	1 472,3	-1 054,6	5,1	2 392,7	676,2	514,0	539,3	420,3	242,8

2. Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

	Sachvermögensbildung			Geldvermögensbildung					Reinvermögensänderung ⁴⁾		Nettozugang an Verbindlichkeiten			
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Kredite	Anteilsrechte	Insgesamt	Bruttoersparnis	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Kredite	Anteilsrechte	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	150,3	591,9	-453,2	272,3	26,0	-12,1	65,8	100,8	104,8	521,3	317,8	12,1	175,9	120,1
1998	193,7	635,1	-470,6	439,8	45,7	-11,5	110,9	204,5	147,6	569,1	485,9	22,8	257,2	194,9
1999	212,0	683,1	-490,7	654,0	24,5	93,6	186,0	336,3	106,7	547,6	759,3	47,5	434,1	261,1
2000	306,1	751,6	-522,4	921,0	74,2	87,4	230,4	511,4	79,9	554,9	1 147,2	61,0	597,1	480,7
2001	215,7	778,9	-558,8	638,2	101,6	44,6	169,2	232,1	91,3	590,5	762,6	99,7	355,5	295,9
2002	172,0	757,6	-580,9	515,7	31,8	-55,7	174,2	253,1	108,7	633,2	579,0	21,0	352,0	190,8
2003	156,7	746,2	-597,5	356,5	69,3	-57,9	107,6	191,3	76,1	645,9	437,1	55,0	174,1	194,9

3. Private Haushalte⁵⁾

	Sachvermögensbildung			Geldvermögensbildung					Reinvermögensänderung ⁴⁾		Nettozugang an Verbindlichkeiten		Nachrichtlich:	
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte ²⁾	Anteilsrechte	Versicherungstechnische Rückstellungen	Insgesamt	Bruttoersparnis	Insgesamt	Kredite	Verfügbares Einkommen	Bruttoersparquote ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	164,9	376,0	-211,5	429,4	69,3	-20,8	192,5	217,6	424,6	615,6	169,7	168,3	3 818,3	16,1
1998	176,8	388,0	-216,2	446,3	92,9	-119,0	287,4	209,3	408,4	593,5	214,6	213,3	3 924,7	15,1
1999	188,1	417,6	-231,5	475,0	122,6	-28,5	195,8	245,2	394,7	580,0	268,4	266,9	4 086,0	14,2
2000	197,9	438,1	-241,6	434,8	66,2	35,3	122,6	245,9	406,2	607,7	226,4	224,7	4 290,6	14,2
2001	184,5	445,7	-259,0	415,6	180,7	82,7	45,4	229,1	423,9	649,7	176,2	174,3	4 576,4	14,2
2002	161,1	454,2	-279,5	482,7	220,6	83,1	-1,0	211,3	430,5	671,8	213,2	211,1	4 712,2	14,3
2003	166,8	461,7	-291,1	531,7	224,2	16,6	83,6	229,8	438,3	695,7	260,2	257,9	4 855,5	14,3

Quelle: EZB.

- 1) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.
- 2) Ohne Finanzderivate.
- 3) Finanzderivate, sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten und statistische Abweichungen.
- 4) Ergibt sich aus der Ersparnis und den empfangenen Vermögens-transfers (netto) nach Abschreibungen (-).
- 5) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
- 6) Bruttoersparnis in Prozent des verfügbaren Einkommens.



FINANZMÄRKTE

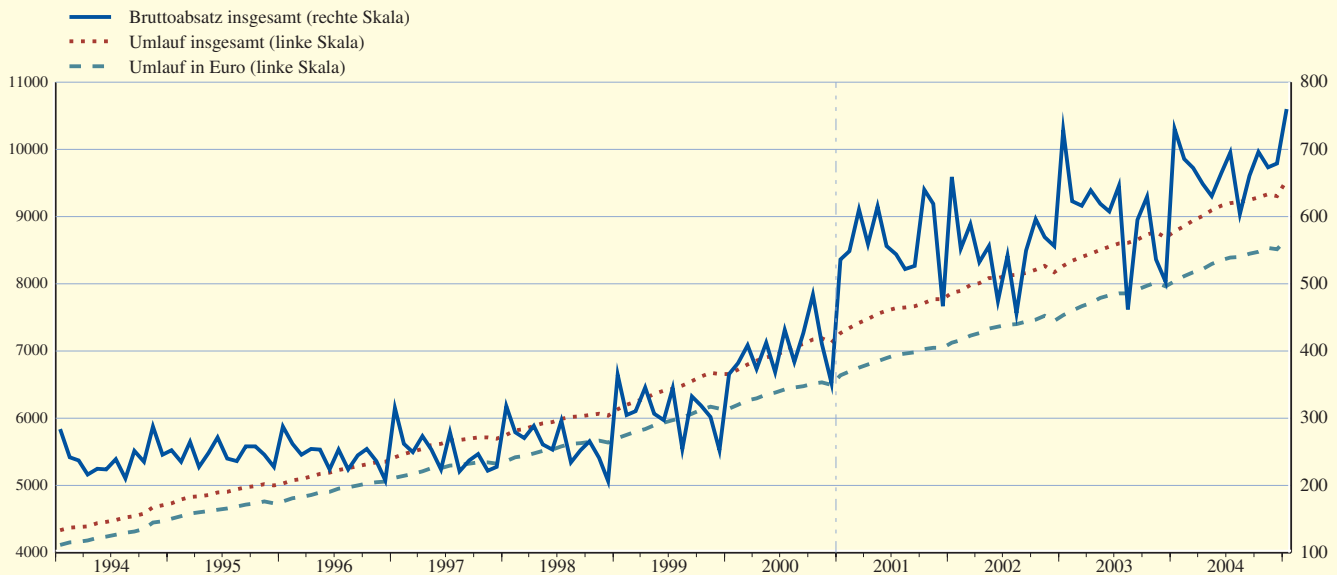
4.1 Wertpapiere ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)

	In Euro insgesamt ^D				Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet							
	Umlauf	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Insgesamt				Darunter in Euro			
					Umlauf	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Umlauf (in %)	Bruttoabsatz (in %)	Tilgungen (in %)	Nettoabsatz
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Insgesamt												
2004 Jan.	9 270,2	738,5	664,5	74,0	8 782,3	730,8	643,8	87,0	91,5	94,2	94,8	78,6
Febr.	9 346,1	698,5	622,8	75,7	8 858,5	685,5	605,7	79,9	91,6	94,6	94,2	77,6
März	9 453,6	717,6	609,9	107,7	8 943,0	672,8	598,2	74,7	91,3	92,7	95,3	53,8
April	9 480,0	649,0	624,5	24,6	9 011,0	648,7	586,8	61,9	91,2	93,3	95,0	47,3
Mai	9 580,2	649,3	549,4	99,9	9 094,0	631,0	543,3	87,6	91,2	93,9	94,9	76,7
Juni	9 689,6	711,0	600,6	110,4	9 162,1	664,5	596,4	68,1	91,2	94,3	94,7	61,6
Juli	9 709,3	707,8	686,3	21,5	9 203,8	695,1	653,9	41,3	91,1	94,1	94,6	35,5
Aug.	9 739,2	619,7	589,8	29,9	9 215,3	603,6	589,5	14,1	91,2	94,7	94,8	13,3
Sept.	9 849,9	724,8	614,2	110,6	9 247,4	660,9	619,3	41,6	91,3	94,9	94,5	42,1
Okt.	9 872,6	711,3	689,9	21,4	9 282,1	695,9	655,8	40,1	91,3	93,7	94,9	29,9
Nov.	9 962,3	702,9	618,1	84,9	9 333,3	673,1	614,8	58,3	91,4	94,3	94,3	55,4
Dez.	9 970,7	706,1	698,1	7,9	9 306,7	679,1	699,0	-19,9	91,5	95,3	95,3	-18,4
2005 Jan.	.	.	.	.	9 541,9	759,6	670,6	89,0	90,8	93,8	95,7	71,1
Langfristig												
2004 Jan.	8 398,5	195,8	136,7	59,1	7 907,8	178,4	138,2	40,2	91,6	92,9	90,9	40,1
Febr.	8 483,8	193,5	109,2	84,2	7 990,5	182,7	98,8	83,9	91,7	92,2	88,0	81,5
März	8 544,7	213,5	152,0	61,6	8 054,9	189,6	133,8	55,8	91,4	86,8	94,1	38,6
April	8 586,3	163,8	123,9	39,8	8 106,0	155,5	110,0	45,5	91,3	88,5	94,7	33,5
Mai	8 688,4	174,7	71,9	102,8	8 190,3	156,5	67,6	88,9	91,3	89,3	90,8	78,3
Juni	8 775,8	204,2	118,8	85,3	8 264,0	181,1	111,1	70,0	91,3	92,9	92,1	65,8
Juli	8 811,5	190,3	153,1	37,2	8 299,4	173,4	139,0	34,4	91,2	91,8	93,7	28,9
Aug.	8 837,7	87,2	61,3	25,8	8 313,9	75,3	59,3	16,0	91,2	86,9	91,6	11,2
Sept.	8 930,4	191,4	100,1	91,4	8 361,6	156,8	102,8	54,0	91,3	91,6	88,9	52,3
Okt.	8 964,6	173,6	139,8	33,8	8 380,0	157,7	131,9	25,9	91,3	88,1	93,7	15,4
Nov.	9 037,8	168,0	97,8	70,2	8 431,0	154,5	95,1	59,4	91,4	89,1	92,2	49,9
Dez.	9 066,7	148,4	120,3	28,2	8 442,1	135,3	116,2	19,2	91,5	91,9	90,4	19,4
2005 Jan.	.	.	.	.	8 602,3	194,4	127,3	67,1	91,1	89,5	94,1	54,3

A13 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien – Umlauf und Bruttoabsatz

(in Mrd €)



Quellen: EZB und BIZ (BIZ: Emissionen von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets).

1) Gesamte auf Euro lautende Wertpapiere ohne Aktien, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben wurden.

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

1. Umlauf

(Stand am Ende des Berichtszeitraums)

	Insgesamt						Darunter in Euro (in %)					
	Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Insgesamt												
2003	8 690	3 288	673	589	3 922	219	91,6	85,5	87,7	88,4	97,7	95,4
2004	9 307	3 592	758	594	4 113	249	91,5	84,9	90,7	87,7	97,7	95,7
2004 Q1	8 943	3 403	676	588	4 045	232	91,3	85,2	87,6	87,7	97,4	95,5
Q2	9 162	3 476	705	604	4 138	239	91,2	84,7	88,5	87,5	97,4	95,5
Q3	9 247	3 533	710	601	4 162	242	91,3	84,7	89,3	87,3	97,6	95,7
Q4	9 307	3 592	758	594	4 113	249	91,5	84,9	90,7	87,7	97,7	95,7
2004 Okt.	9 282	3 565	719	603	4 152	243	91,3	84,6	89,7	87,4	97,6	95,7
Nov.	9 333	3 578	737	604	4 166	249	91,4	84,8	90,3	87,6	97,6	95,7
Dez.	9 307	3 592	758	594	4 113	249	91,5	84,9	90,7	87,7	97,7	95,7
2005 Jan.	9 542	3 747	759	604	4 177	255	90,8	83,6	90,5	87,6	97,6	95,7
Kurzfristig												
2003	831	360	6	94	367	3	91,2	81,8	100,0	94,1	99,6	87,6
2004	865	400	7	90	362	5	91,7	83,8	94,1	95,6	99,5	86,8
2004 Q1	888	374	5	102	403	4	90,7	81,4	100,0	94,7	98,3	83,7
Q2	898	378	5	108	402	5	90,3	80,5	100,0	95,2	98,2	83,2
Q3	886	369	6	100	405	6	91,2	82,1	96,2	95,5	98,5	85,2
Q4	865	400	7	90	362	5	91,7	83,8	94,1	95,6	99,5	86,8
2004 Okt.	902	384	6	99	407	5	91,3	82,5	96,1	95,2	98,6	86,0
Nov.	902	392	6	99	400	6	92,1	84,2	95,2	95,3	99,0	91,4
Dez.	865	400	7	90	362	5	91,7	83,8	94,1	95,6	99,5	86,8
2005 Jan.	940	455	7	100	373	5	88,2	77,4	95,2	96,2	99,1	86,5
Langfristig insgesamt ¹⁾												
2003	7 859	2 927	667	495	3 555	215	91,6	86,0	87,5	87,3	97,5	95,5
2004	8 442	3 192	751	504	3 751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2004 Q1	8 055	3 029	671	486	3 642	228	91,4	85,7	87,5	86,2	97,3	95,7
Q2	8 264	3 098	700	496	3 736	234	91,3	85,2	88,4	85,8	97,3	95,8
Q3	8 362	3 163	704	501	3 757	236	91,3	85,0	89,3	85,7	97,5	95,9
Q4	8 442	3 192	751	504	3 751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2004 Okt.	8 380	3 181	713	504	3 745	238	91,3	84,9	89,6	85,9	97,5	95,9
Nov.	8 431	3 186	730	505	3 766	243	91,4	84,9	90,2	86,1	97,5	95,8
Dez.	8 442	3 192	751	504	3 751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2005 Jan.	8 602	3 292	752	504	3 804	250	91,1	84,5	90,5	85,9	97,4	95,9
Darunter festverzinslich												
2003	6 116	1 885	407	420	3 240	165	91,8	85,4	80,4	86,7	97,4	95,4
2004	6 379	1 929	423	412	3 430	185	91,7	84,0	84,2	85,6	97,5	95,6
2004 Q1	6 246	1 926	412	411	3 324	173	91,5	84,9	80,4	85,6	97,3	95,5
Q2	6 363	1 943	419	416	3 409	177	91,5	84,6	81,3	85,0	97,3	95,6
Q3	6 390	1 950	414	415	3 431	180	91,6	84,1	82,5	85,2	97,4	95,8
Q4	6 379	1 929	423	412	3 430	185	91,7	84,0	84,2	85,6	97,5	95,6
2004 Okt.	6 369	1 944	415	416	3 414	181	91,6	84,1	82,9	85,4	97,4	95,8
Nov.	6 390	1 937	422	416	3 432	184	91,6	83,9	83,7	85,6	97,4	95,6
Dez.	6 379	1 929	423	412	3 430	185	91,7	84,0	84,2	85,6	97,5	95,6
2005 Jan.	6 443	1 943	425	411	3 473	191	91,5	83,6	83,9	85,2	97,4	95,7
Darunter variabel verzinslich												
2003	1 586	959	257	58	261	51	91,3	87,5	98,7	89,5	97,5	95,8
2004	1 881	1 146	325	78	274	59	90,9	86,9	99,1	88,7	97,7	96,6
2004 Q1	1 645	1 008	256	62	264	55	91,2	87,5	98,7	89,2	97,5	96,0
Q2	1 724	1 048	278	65	276	57	90,8	86,7	98,9	89,6	97,5	96,2
Q3	1 782	1 100	287	73	267	56	90,6	86,7	99,0	87,5	97,5	96,3
Q4	1 881	1 146	325	78	274	59	90,9	86,9	99,1	88,7	97,7	96,6
2004 Okt.	1 820	1 123	295	74	271	57	90,6	86,6	99,0	87,8	97,5	96,4
Nov.	1 849	1 135	305	75	275	58	90,8	86,7	99,1	88,2	97,6	96,5
Dez.	1 881	1 146	325	78	274	59	90,9	86,9	99,1	88,7	97,7	96,6
2005 Jan.	1 891	1 149	323	79	281	59	90,7	86,5	99,0	88,7	97,7	96,5

Quelle: EZB.

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

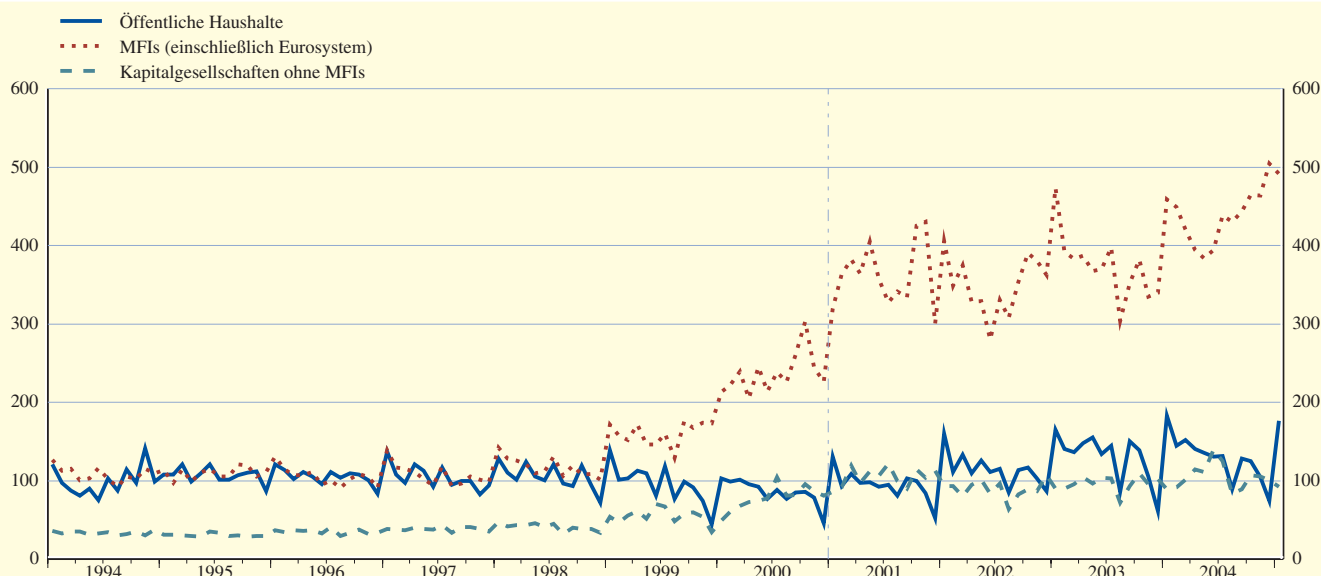
4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten (soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Nominalwerte)

2. Bruttoabsatz

(während des Berichtszeitraums getätigte Transaktionen)

	Insgesamt						Langfristig ¹⁾					
	Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Insgesamt						Festverzinslich					
2003	7 205,3	4 485,6	244,7	909,6	1 478,8	86,5	1 284,8	414,3	113,7	88,9	626,4	41,4
2004	8 041,0	5 247,4	228,7	1 026,8	1 457,1	81,0	1 191,0	406,3	75,5	59,8	614,0	35,3
2004 Q1	2 089,2	1 328,5	38,1	243,4	453,0	26,2	376,8	135,6	16,8	11,7	199,7	13,2
Q2	1 944,1	1 172,8	64,0	300,4	387,5	19,3	307,8	91,3	21,8	19,7	166,8	8,1
Q3	1 959,6	1 313,2	41,7	255,5	333,2	16,0	248,2	86,6	10,3	14,3	130,9	6,1
Q4	2 048,1	1 432,9	84,8	227,5	283,4	19,5	258,2	92,8	26,7	14,2	116,6	8,0
2004 Okt.	695,9	464,4	20,9	85,9	119,1	5,6	93,5	28,0	6,4	8,2	49,0	1,8
Nov.	673,1	463,9	30,5	74,6	95,4	8,8	94,4	33,1	13,4	3,2	40,3	4,3
Dez.	679,1	504,6	33,5	67,0	68,9	5,1	70,3	31,6	6,8	2,7	27,3	1,9
2005 Jan.	759,6	491,4	9,8	82,1	166,2	10,1	141,6	44,2	4,0	3,6	82,9	6,9
	Darunter kurzfristig						Variabel verzinslich					
2003	5 331,9	3 698,2	41,3	796,1	767,6	28,6	507,6	336,7	89,5	11,7	53,3	16,4
2004	6 144,0	4 381,9	43,9	930,5	755,6	32,1	616,1	402,0	109,1	31,7	59,7	13,5
2004 Q1	1 538,4	1 071,9	10,0	224,7	223,7	8,1	146,6	105,5	11,3	6,6	18,4	4,9
Q2	1 451,0	969,0	11,1	271,0	191,3	8,5	159,6	96,9	31,1	7,8	21,1	2,7
Q3	1 554,1	1 118,7	10,8	230,3	185,9	8,4	136,0	95,2	20,6	10,0	8,6	1,6
Q4	1 600,5	1 222,3	12,0	204,4	154,7	7,1	173,9	104,4	46,1	7,4	11,7	4,4
2004 Okt.	538,1	393,6	4,2	75,1	63,1	2,2	59,4	38,7	10,3	1,9	7,0	1,6
Nov.	518,6	393,1	4,3	68,1	50,4	2,7	55,8	34,1	12,7	2,6	4,7	1,7
Dez.	543,8	435,6	3,5	61,3	41,2	2,3	58,7	31,6	23,2	2,9	0,0	1,0
2005 Jan.	565,2	409,2	4,2	77,3	72,1	2,3	44,7	33,5	1,6	1,1	7,5	0,9

A14 Bruttoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien nach Emittentengruppen (in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen; Nominalwerte)



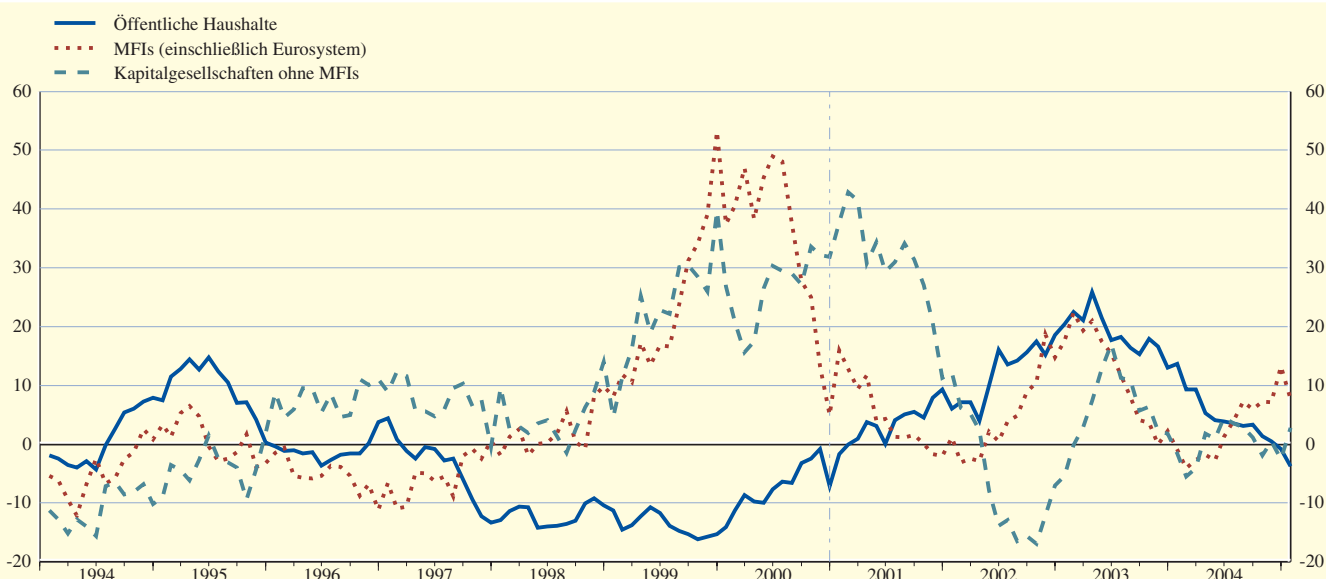
Quelle: EZB.

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

4.3 Jahreswachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien ¹⁾
(Veränderung in %)

	Insgesamt						Kurzfristig					
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Alle Währungen												
2003	6,8	5,1	25,8	8,6	4,5	26,0	14,1	12,1	1,1	5,7	19,2	-2,0
2004	7,0	8,0	15,1	3,7	4,9	17,5	3,2	2,2	-9,6	0,8	4,9	28,7
2004 Q1	6,9	6,3	20,5	6,0	4,8	21,4	3,5	-1,8	-17,9	-1,8	11,4	6,8
Q2	7,0	8,0	15,5	2,3	5,0	18,5	1,7	-1,7	-16,6	2,1	5,2	15,4
Q3	7,3	8,7	13,3	3,6	5,2	16,4	4,0	4,9	-10,7	4,0	3,1	30,6
Q4	6,9	9,0	11,9	3,0	4,6	14,4	3,7	8,0	8,9	-1,3	0,5	66,6
2004 Aug.	7,4	8,9	13,0	3,4	5,4	16,8	4,8	7,3	-8,6	3,6	2,8	35,1
Sept.	7,1	9,1	11,1	3,7	4,9	15,4	4,2	5,9	6,2	0,9	2,8	65,4
Okt.	6,7	8,9	11,1	3,2	4,4	14,2	3,4	7,2	4,5	-2,2	0,9	63,5
Nov.	6,8	8,7	12,4	3,3	4,5	14,3	3,3	7,1	7,7	0,0	-0,2	78,5
Dez.	7,3	9,5	13,2	1,6	4,9	14,1	5,0	13,2	22,3	-4,1	-1,3	50,3
2005 Jan.	7,2	9,0	13,1	3,4	5,0	14,8	1,9	7,6	23,3	1,6	-4,1	30,1
Euro												
2003	6,4	3,9	31,4	9,4	4,4	24,9	15,7	15,8	0,9	4,8	19,3	-8,0
2004	6,7	6,7	18,8	2,9	5,0	17,3	3,1	1,7	-11,1	0,9	4,8	28,1
2004 Q1	6,7	5,3	24,5	6,0	4,9	20,6	4,3	-1,0	-17,9	-2,5	11,3	7,4
Q2	6,6	6,7	19,1	1,5	5,0	18,1	1,5	-2,5	-15,5	1,7	5,0	12,8
Q3	6,9	7,1	17,2	2,4	5,3	16,3	3,0	2,5	-13,3	4,3	3,0	26,6
Q4	6,5	7,7	15,4	1,9	4,6	14,5	3,5	7,9	3,9	-0,1	0,6	72,6
2004 Aug.	7,0	7,2	17,0	2,2	5,5	16,8	3,3	3,9	-11,0	4,2	2,6	30,7
Sept.	6,7	7,8	14,7	2,4	5,0	15,5	3,5	4,2	2,2	2,0	2,8	65,9
Okt.	6,4	7,6	14,4	2,1	4,4	14,4	3,1	6,7	0,3	-1,3	1,1	68,5
Nov.	6,4	7,4	16,1	2,1	4,5	14,2	3,3	7,5	2,6	1,2	-0,1	92,7
Dez.	7,0	8,5	16,6	0,5	4,8	14,4	5,1	15,0	15,1	-2,6	-1,4	48,5
2005 Jan.	6,8	7,6	16,6	2,7	4,8	14,9	2,1	8,8	17,4	3,8	-4,0	26,9

A15 Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen
(Veränderung in %)



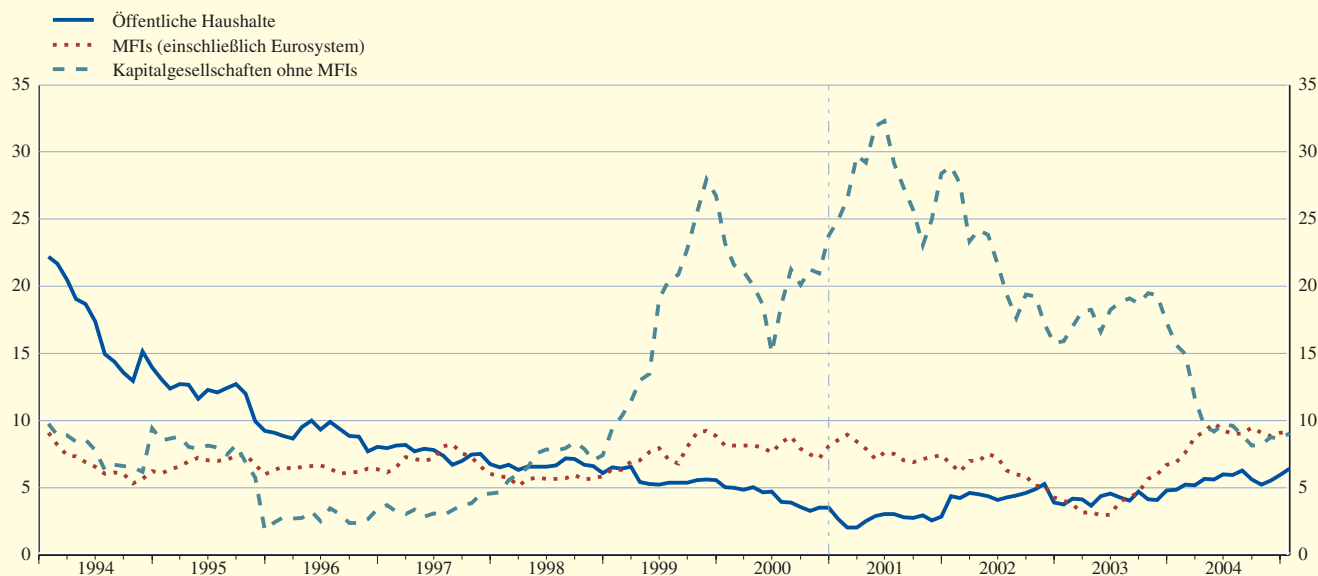
Quelle: EZB.

1) Zur Berechnung der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“.

4.3 Noch: Jahreswachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien ¹⁾ (Veränderung in %)

	Langfristig festverzinslich						Langfristig variabel verzinslich					
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
Alle Währungen												
2003	5,2	2,1	15,3	11,9	4,4	22,6	8,8	8,3	53,4	-13,4	-9,2	43,7
2004	5,0	3,0	7,6	3,2	5,7	14,7	16,5	18,3	29,7	8,2	0,4	26,5
2004 Q1	5,6	3,0	12,6	8,6	5,3	18,4	13,8	15,2	37,7	-8,9	-4,4	33,5
2004 Q2	5,4	3,8	9,5	2,6	5,8	15,2	16,1	18,8	27,9	-2,4	0,8	30,2
2004 Q3	4,9	3,0	4,9	1,2	6,1	13,5	17,9	19,0	29,6	18,3	3,0	25,2
2004 Q4	4,3	2,3	4,2	0,7	5,6	12,1	18,0	20,0	25,0	29,5	2,1	18,8
2004 Aug.	4,8	2,7	4,0	0,7	6,3	14,4	18,5	19,4	30,6	20,2	4,3	23,7
2004 Sept.	4,7	3,2	3,4	1,2	5,7	13,1	17,2	19,6	25,0	24,9	0,3	20,1
2004 Okt.	4,2	2,2	3,5	1,7	5,4	11,9	17,7	20,4	24,3	26,8	0,1	18,7
2004 Nov.	4,1	1,8	4,9	0,4	5,5	11,6	18,6	20,4	25,0	32,5	3,6	19,1
2004 Dez.	4,5	2,6	4,8	-1,1	5,9	12,5	18,4	19,0	26,4	33,6	4,8	17,2
2005 Jan.	4,9	3,0	5,3	-0,5	6,1	14,6	18,4	18,5	25,2	30,5	9,1	14,3
Euro												
2003	4,6	0,1	20,6	12,2	4,2	21,3	8,9	7,7	53,3	-8,9	-9,3	43,7
2004	4,8	1,3	11,9	1,9	5,8	14,7	16,0	17,6	29,8	8,5	0,3	25,4
2004 Q1	5,4	1,6	17,1	8,2	5,4	17,7	13,4	14,4	37,5	-6,1	-4,6	31,9
2004 Q2	5,1	2,0	13,9	1,1	5,8	15,0	15,7	18,2	27,9	-0,4	0,8	28,8
2004 Q3	4,7	1,2	9,2	-0,4	6,2	13,8	17,2	18,1	29,9	15,8	3,1	24,1
2004 Q4	4,0	0,3	8,3	-0,9	5,6	12,4	17,5	19,4	25,4	27,0	2,0	18,2
2004 Aug.	4,7	0,8	8,3	-0,9	6,4	14,8	17,8	18,4	30,9	16,9	4,4	22,6
2004 Sept.	4,4	1,3	7,5	-0,5	5,9	13,6	16,7	19,2	25,2	22,2	0,2	19,0
2004 Okt.	3,9	0,3	7,2	0,3	5,5	12,5	17,0	19,9	24,6	23,9	0,1	17,8
2004 Nov.	3,7	-0,3	9,4	-1,2	5,4	11,7	18,0	19,7	25,4	29,8	3,6	18,2
2004 Dez.	4,2	0,7	8,9	-2,9	5,9	12,7	17,8	18,1	26,7	32,2	4,9	18,0
2005 Jan.	4,4	0,8	9,6	-1,9	5,9	14,7	17,8	17,4	25,6	29,2	9,3	15,0

A16 Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen (Veränderung in %)



Quelle: EZB.

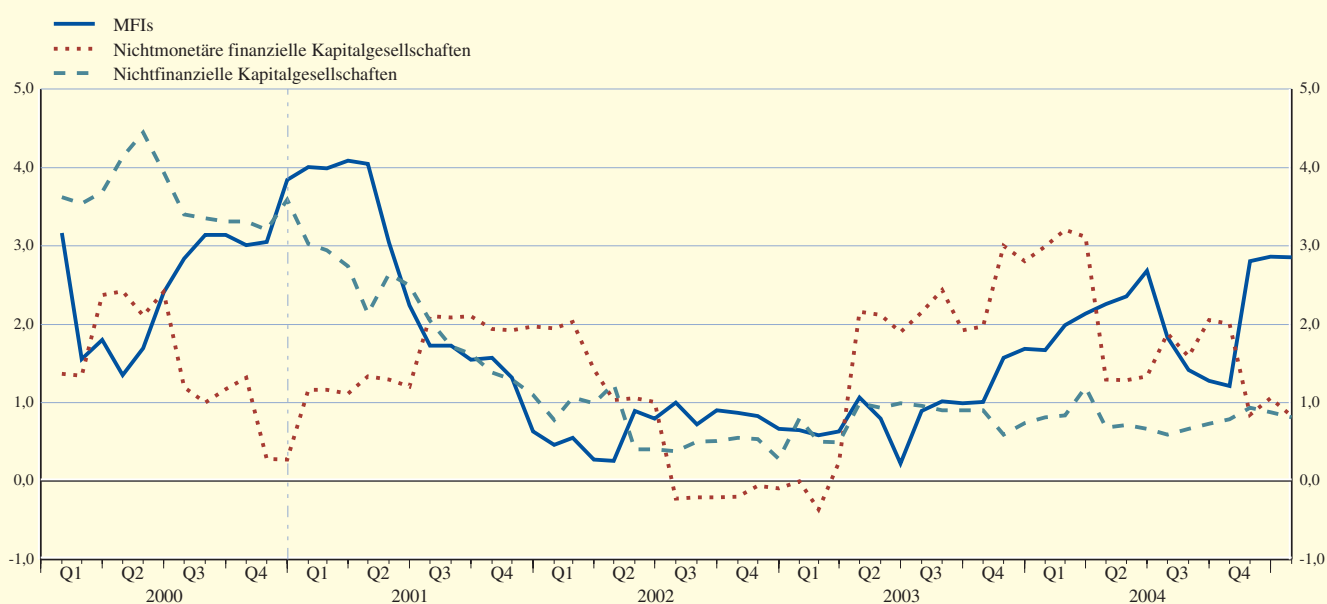
1) Zur Berechnung der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“.

4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet ¹⁾
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €: Marktkurse)

1. Umlauf und Jahreswachstumsraten
(Umlauf am Ende des Berichtszeitraums)

	Insgesamt			MFIs		Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
	Umlauf	Index Dez. 2001 = 100 (in %)	Jahres- wachstums- raten (in %)	Umlauf	Jahres- wachstums- raten (in %)	Umlauf	Jahres- wachstums- raten (in %)	Umlauf	Jahres- wachstums- raten (in %)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 Jan.	2 978,4	100,3	0,7	425,8	0,6	261,1	0,0	2 291,5	0,8
Febr.	2 885,0	100,3	0,4	425,3	0,6	270,8	-0,4	2 189,0	0,5
März	2 763,5	100,3	0,5	413,0	0,6	236,2	0,2	2 114,3	0,5
April	3 113,0	100,9	1,1	471,4	1,1	291,8	2,2	2 349,8	1,0
Mai	3 145,7	100,9	1,0	476,7	0,8	291,3	2,1	2 377,7	0,9
Juni	3 256,2	100,9	0,9	504,2	0,2	300,6	1,9	2 451,4	1,0
Juli	3 366,5	101,1	1,1	528,0	0,9	330,9	2,1	2 507,6	1,0
Aug.	3 413,4	101,1	1,1	506,5	1,0	325,5	2,4	2 581,5	0,9
Sept.	3 276,7	101,1	1,0	494,8	1,0	307,1	1,9	2 474,7	0,9
Okt.	3 484,0	101,2	1,0	535,2	1,0	333,2	2,0	2 615,6	0,9
Nov.	3 546,9	101,3	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	2 659,6	0,6
Dez.	3 647,4	101,4	1,1	569,5	1,7	348,6	2,8	2 729,3	0,7
2004 Jan.	3 788,6	101,4	1,1	584,1	1,7	372,3	3,0	2 832,2	0,8
Febr.	3 852,1	101,5	1,2	587,9	2,0	374,3	3,2	2 889,9	0,8
März	3 766,5	101,8	1,5	571,9	2,1	355,0	3,1	2 839,6	1,2
April	3 748,5	101,9	1,0	579,4	2,3	361,1	1,3	2 808,0	0,7
Mai	3 687,9	101,9	1,0	568,1	2,4	350,6	1,3	2 769,2	0,7
Juni	3 790,1	102,0	1,0	582,5	2,7	362,0	1,3	2 845,7	0,7
Juli	3 679,8	102,0	0,9	562,3	1,8	354,0	1,9	2 763,5	0,6
Aug.	3 621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	353,1	1,6	2 705,6	0,7
Sept.	3 707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	362,3	2,1	2 766,1	0,7
Okt.	3 787,6	102,2	1,0	598,0	1,2	372,6	2,0	2 817,0	0,8
Nov.	3 906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	386,5	0,8	2 896,2	0,9
Dez.	4 034,6	102,6	1,2	643,7	2,9	406,4	1,1	2 984,4	0,9
2005 Jan.	4 135,6	102,6	1,1	662,6	2,9	409,3	0,8	3 063,7	0,8

A17 Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

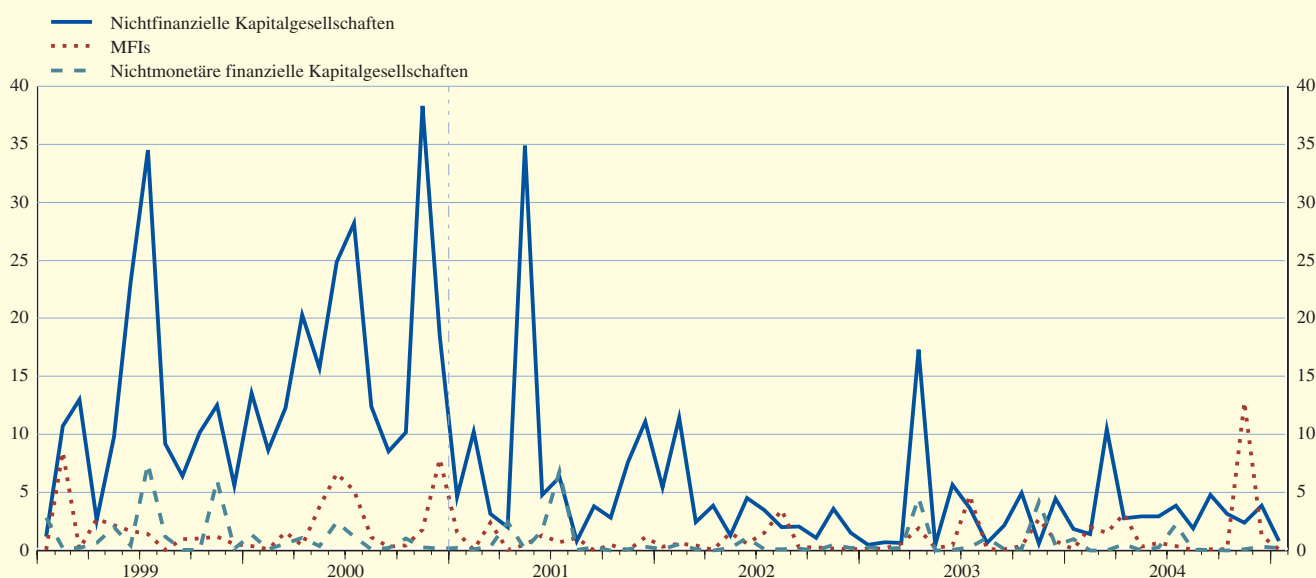
1) Zur Berechnung des Index und der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“.

4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet¹⁾ (in Mrd €; Marktkurse)

2. Während des Monats getätigte Transaktionen

	Insgesamt			MFIs			Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003 Jan.	0,9	1,4	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	1,4	-0,9
Febr.	1,0	1,3	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	-0,7	0,7	0,5	0,2
März	1,4	1,5	-0,1	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,6	1,3	-0,7
April	23,7	4,9	18,8	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,8	12,5
Mai	0,7	2,2	-1,6	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,8	-1,3
Juni	6,1	5,2	0,9	0,4	2,8	-2,3	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,2
Juli	8,6	2,0	6,6	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,8	1,8
Aug.	1,8	1,4	0,4	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,3	-0,7
Sept.	2,3	2,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	1,6	-1,5	2,2	0,4	1,8
Okt.	5,4	3,9	1,6	0,4	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	4,9	3,8	1,1
Nov.	7,5	5,5	2,1	2,7	0,0	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,1	-4,5
Dez.	5,7	1,6	4,0	0,8	0,1	0,8	0,4	0,9	-0,5	4,4	0,6	3,8
2004 Jan.	2,9	1,0	1,9	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,8	1,0	0,8
Febr.	3,5	0,7	2,8	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,5	1,0
März	12,0	1,3	10,7	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,1	9,3
April	6,4	0,6	5,8	3,1	0,1	3,1	0,5	0,1	0,4	2,8	0,5	2,3
Mai	3,3	3,6	-0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	2,9	3,6	-0,6
Juni	3,8	2,2	1,6	0,7	1,6	-1,0	0,3	0,0	0,2	2,9	0,5	2,4
Juli	6,4	3,6	2,8	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,8	3,6	0,2
Aug.	2,0	2,9	-0,9	0,1	2,2	-2,2	0,0	0,0	0,0	1,9	0,7	1,2
Sept.	4,9	2,2	2,7	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
Okt.	3,2	0,4	2,8	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,1	0,3	2,8
Nov.	15,2	3,3	11,9	12,8	0,3	12,4	0,1	0,0	0,1	2,4	3,0	-0,6
Dez.	5,4	1,6	3,9	1,2	0,0	1,2	0,3	0,1	0,2	3,9	1,4	2,4
2005 Jan.	1,1	1,8	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,8	1,8	-1,0

A18 Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen (in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen; Marktkurse)



Quelle: EZB.

1) Zur Berechnung des Index und der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“.

4.5 Zinssätze der MFIs für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet
 (in % p.a.; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; soweit nicht anders angegeben, Neugeschäft als volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

1. Einlagenzinsen (Neugeschäft)

	Einlagen von privaten Haushalten						Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften				Repo- geschäfte
	Täglich fällig ¹⁾	Mit vereinbarter Laufzeit			Mit vereinbarter Kündigungsfrist ^{1), 2)}		Täglich fällig ¹⁾	Mit vereinbarter Laufzeit			
		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2004 Febr.	0,69	1,89	2,16	2,45	2,02	2,63	0,86	1,98	2,22	3,60	1,98
März	0,70	1,91	2,13	2,31	2,00	2,60	0,86	1,96	2,16	3,35	1,98
April	0,70	1,96	2,13	2,41	2,02	2,57	0,85	1,97	2,04	3,46	1,95
Mai	0,70	1,86	2,15	2,43	2,00	2,56	0,86	1,96	2,06	3,74	1,95
Juni	0,70	1,87	2,21	2,42	2,00	2,55	0,87	1,99	2,27	3,76	1,98
Juli	0,70	1,90	2,21	2,54	1,99	2,55	0,86	1,99	2,59	4,00	1,99
Aug.	0,71	1,91	2,18	2,67	2,00	2,53	0,87	1,98	2,36	3,99	1,98
Sept.	0,72	1,90	2,20	2,48	2,00	2,52	0,90	2,00	2,31	3,68	1,99
Okt.	0,72	1,92	2,29	2,48	2,00	2,52	0,89	2,04	2,32	3,56	2,00
Nov.	0,73	1,94	2,20	2,50	2,01	2,51	0,90	2,04	2,22	3,39	2,02
Dez.	0,73	1,95	2,19	2,31	2,00	2,52	0,90	2,08	2,68	3,52	2,02
2005 Jan.	0,73	1,95	2,29	2,54	1,98	2,49	0,92	2,04	2,25	3,25	2,05

2. Zinssätze für Kredite an private Haushalte (Neugeschäft)

	Über- ziehungs- kredite ¹⁾	Konsumentenkredite			Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Wohnungsbaukredite				Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Sonstige Kredite mit anfänglicher Zinsbindung		
		Mit anfänglicher Zinsbindung				Mit anfänglicher Zinsbindung					Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2004 Febr.	9,81	6,89	7,06	8,49	8,11	3,54	4,22	4,96	4,86	4,31	4,13	5,07	5,04
März	9,72	6,91	6,90	8,37	7,97	3,47	4,14	4,87	4,71	4,28	3,96	5,06	4,96
April	9,73	6,92	6,64	8,30	7,77	3,42	4,06	4,77	4,69	4,24	3,89	4,97	4,95
Mai	9,69	6,82	6,77	8,27	7,87	3,40	4,05	4,75	4,61	4,17	4,14	4,87	4,94
Juni	9,56	6,58	6,74	8,42	7,87	3,42	4,12	4,82	4,69	4,17	3,93	4,97	5,01
Juli	9,58	6,63	6,86	8,52	7,97	3,47	4,16	4,81	4,69	4,20	4,04	4,94	5,01
Aug.	9,62	7,07	6,89	8,58	8,15	3,50	4,19	4,87	4,65	4,29	3,91	5,07	5,02
Sept.	9,60	6,91	6,96	8,45	8,07	3,49	4,14	4,82	4,66	4,24	3,90	4,98	5,00
Okt.	9,53	6,79	6,87	8,34	7,87	3,50	4,12	4,77	4,64	4,18	4,08	4,87	4,92
Nov.	9,48	6,88	6,85	8,23	7,85	3,45	4,07	4,66	4,58	4,09	3,96	4,89	4,82
Dez.	9,52	6,73	6,60	7,67	7,59	3,43	3,95	4,49	4,41	4,07	3,82	4,59	4,65
2005 Jan.	9,61	6,98	6,85	8,32	8,06	3,44	3,97	4,43	4,45	4,07	3,86	4,65	4,63

3. Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

	Über- ziehungs- kredite ¹⁾	Sonstige Kredite bis zu 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung			Sonstige Kredite von mehr als 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung			
		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	
		1	2	3	4	5	6	7
2004 Febr.		5,63	4,00	4,93	4,78	3,00	3,19	4,30
März		5,56	3,95	4,81	4,73	2,95	3,28	4,37
April		5,51	3,88	4,75	4,70	3,00	3,28	4,21
Mai		5,46	4,00	4,62	4,59	3,00	3,30	4,21
Juni		5,46	3,97	4,81	4,71	2,99	3,26	4,08
Juli		5,36	4,02	4,85	4,65	3,02	3,28	4,27
Aug.		5,37	4,06	4,89	4,73	2,99	3,12	4,30
Sept.		5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	3,37	4,46
Okt.		5,39	4,02	4,87	4,64	2,98	3,30	4,27
Nov.		5,37	4,02	4,79	4,55	2,95	3,35	4,31
Dez.		5,26	3,97	4,67	4,46	3,05	3,55	4,10
2005 Jan.		5,40	3,97	4,69	4,47	3,02	3,30	4,08

Quelle: EZB.

- Bei dieser Instrumentenkategorie entspricht das Neugeschäft den Beständen. Stand am Ende des Berichtszeitraums.
- Bei dieser Instrumentenkategorie werden private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zusammengefasst und dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet, da die Bestände nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Vergleich zu denen privater Haushalte aggregiert über alle Länder des Euro-Währungsgebiets verschwindend gering sind.
- Der effektive Jahreszinssatz beinhaltet die gesamten Kreditkosten. Diese umfassen sowohl die Zinskomponente als auch andere kreditbezogene Kosten wie z. B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente, Garantien usw.

4.5 Zinssätze der MFIs für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; soweit nicht anders angegeben, Neugeschäft als volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

4. Einlagenzinsen (Bestände)

	Einlagen von privaten Haushalten					Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften			Repo-geschäfte
	Täglich fällig ¹⁾	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist ^{1), 2)}		Täglich fällig ¹⁾	Mit vereinbarter Laufzeit		
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 Febr.	0,69	1,93	3,42	2,02	2,63	0,86	2,08	4,22	1,97
März	0,70	1,92	3,32	2,00	2,60	0,86	2,07	4,17	1,93
April	0,70	1,90	3,35	2,02	2,57	0,85	2,08	4,17	1,92
Mai	0,70	1,89	3,28	2,00	2,56	0,86	2,07	4,15	1,93
Juni	0,70	1,88	3,27	2,00	2,55	0,87	2,08	4,12	1,94
Juli	0,70	1,89	3,25	1,99	2,55	0,86	2,09	4,11	1,96
Aug.	0,71	1,89	3,22	2,00	2,53	0,87	2,12	4,03	1,97
Sept.	0,72	1,90	3,22	2,00	2,52	0,90	2,12	3,97	1,97
Okt.	0,72	1,90	3,27	2,00	2,52	0,89	2,11	3,89	1,98
Nov.	0,73	1,90	3,26	2,01	2,51	0,90	2,12	3,86	2,00
Dez.	0,73	1,92	3,24	2,00	2,52	0,90	2,16	3,78	2,02
2005 Jan.	0,73	1,89	3,23	1,98	2,49	0,92	2,13	3,69	2,01

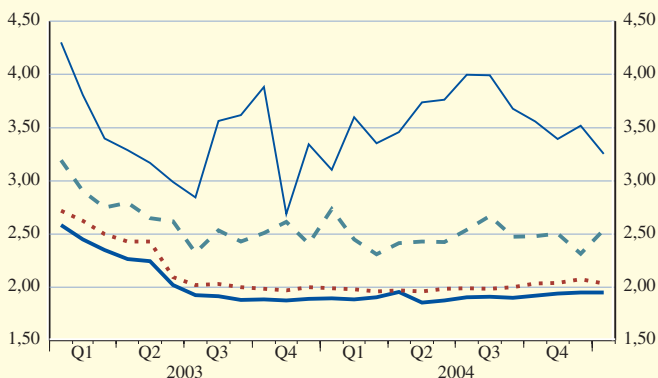
5. Kreditzinsen (Bestände)

	Kredite an private Haushalte						Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
	Wohnungsbaukredite nach Laufzeiten			Konsumentenkredite und sonstige Kredite nach Laufzeiten			Nach Laufzeiten		
	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 Febr.	5,01	4,91	5,11	8,13	7,16	5,95	4,63	4,06	4,58
März	4,98	4,82	5,03	8,05	7,16	5,89	4,57	3,96	4,61
April	4,90	4,75	5,01	8,03	7,08	5,85	4,51	3,91	4,59
Mai	4,89	4,72	4,99	7,98	7,04	5,82	4,50	3,87	4,55
Juni	4,87	4,69	4,97	7,92	6,99	5,80	4,47	3,89	4,53
Juli	4,91	4,63	4,94	7,93	6,98	5,76	4,48	3,88	4,50
Aug.	4,88	4,58	4,91	7,93	6,95	5,77	4,45	3,84	4,48
Sept.	4,82	4,58	4,90	8,05	7,14	5,85	4,46	3,99	4,52
Okt.	4,69	4,53	4,88	8,04	7,08	5,80	4,42	3,97	4,48
Nov.	4,67	4,52	4,86	7,93	6,99	5,82	4,41	3,96	4,48
Dez.	4,72	4,49	4,83	7,94	7,02	5,80	4,35	3,97	4,44
2005 Jan.	4,66	4,45	4,79	8,07	6,98	5,77	4,42	3,90	4,41

A19 Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit

(in % p.a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

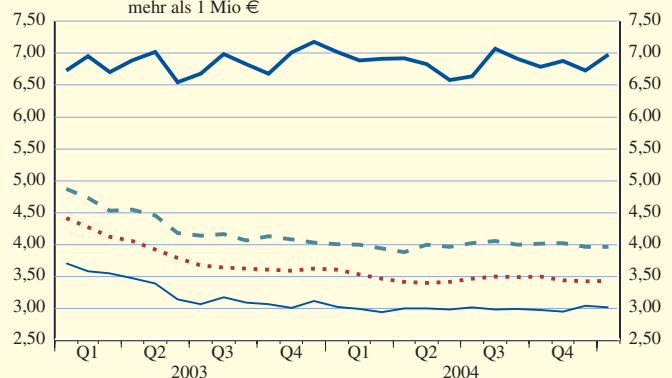
- Von privaten Haushalten, bis zu 1 Jahr
- Von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, bis zu 1 Jahr
- - - Von privaten Haushalten, mehr als 2 Jahre
- Von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, mehr als 2 Jahre



A20 Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr

(in % p.a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

- Konsumentenkredite
- Wohnungsbaukredite an private Haushalte
- - - Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, bis zu 1 Mio €
- Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, mehr als 1 Mio €



Quelle: EZB.

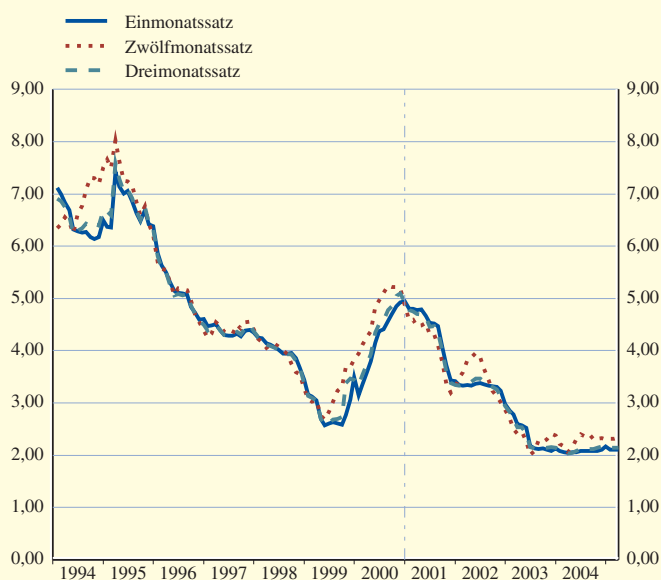
4.6 Geldmarktsätze

(in % p.a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2004 Q1	2,02	2,06	2,06	2,07	2,15	1,12	0,05
Q2	2,04	2,06	2,08	2,13	2,29	1,30	0,05
Q3	2,05	2,08	2,12	2,19	2,35	1,75	0,05
Q4	2,08	2,12	2,16	2,20	2,32	2,30	0,05
2005 Q1	2,06	2,11	2,14	2,19	2,32	2,84	0,05
2004 März	2,01	2,04	2,03	2,02	2,06	1,11	0,05
April	2,08	2,05	2,05	2,06	2,16	1,15	0,05
Mai	2,02	2,06	2,09	2,14	2,30	1,25	0,05
Juni	2,03	2,08	2,11	2,19	2,40	1,50	0,05
Juli	2,07	2,08	2,12	2,19	2,36	1,63	0,05
Aug.	2,04	2,08	2,11	2,17	2,30	1,73	0,05
Sept.	2,05	2,08	2,12	2,20	2,38	1,90	0,05
Okt.	2,11	2,09	2,15	2,19	2,32	2,08	0,05
Nov.	2,09	2,11	2,17	2,22	2,33	2,31	0,05
Dez.	2,05	2,17	2,17	2,21	2,30	2,50	0,05
2005 Jan.	2,08	2,11	2,15	2,19	2,31	2,66	0,05
Febr.	2,06	2,10	2,14	2,18	2,31	2,82	0,05
März	2,06	2,10	2,14	2,19	2,34	3,03	0,05

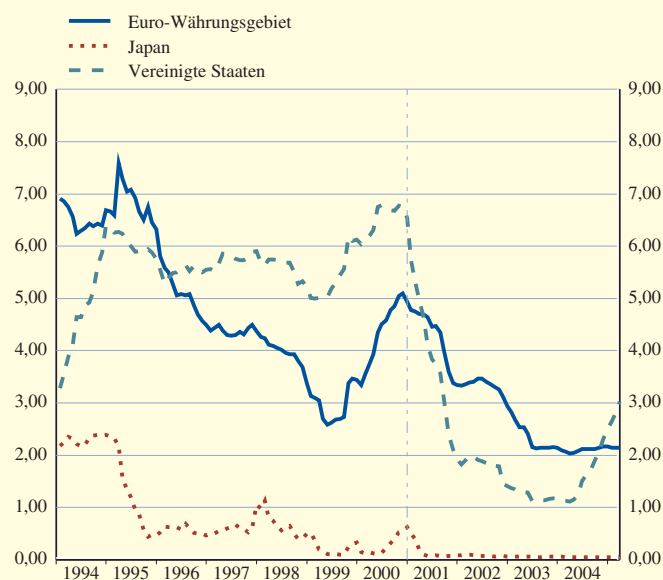
A21 Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet

(monatlich; in % p.a.)



A22 Dreimonats-Geldmarktsätze

(monatlich; in % p.a.)



Quelle: EZB.

1) Für die Zeit vor Januar 1999 wurden synthetische Sätze für das Euro-Währungsgebiet anhand nationaler mit dem BIP gewichteter Sätze berechnet. Weitere Informationen siehe „Erläuterungen“.

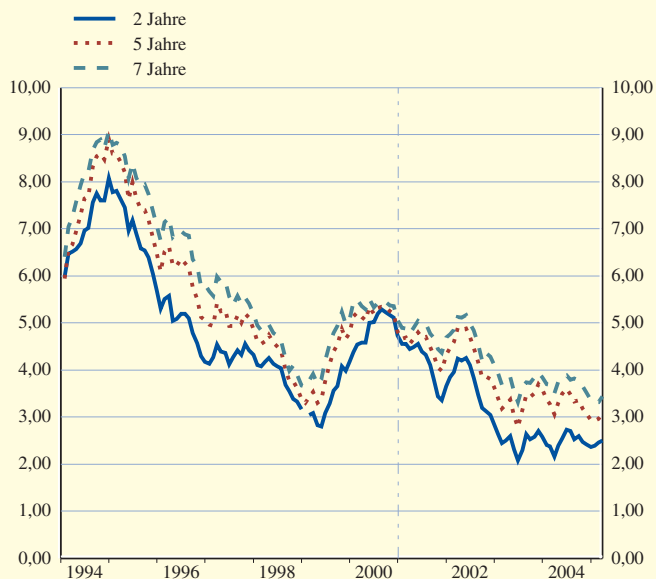
4.7 Renditen von Staatsanleihen

(in % p.a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	2 Jahre 1	3 Jahre 2	5 Jahre 3	7 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre 6	10 Jahre 7
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2004 Q1	2,31	2,63	3,23	3,63	4,15	4,00	1,31
Q2	2,56	2,92	3,47	3,84	4,36	4,58	1,59
Q3	2,61	2,89	3,39	3,80	4,21	4,29	1,64
Q4	2,41	2,62	3,06	3,51	3,84	4,17	1,45
2005 Q1	2,45	2,66	2,99	3,36	3,67	4,30	1,41
2004 März	2,16	2,48	3,06	3,51	4,02	3,81	1,35
April	2,39	2,75	3,31	3,75	4,24	4,32	1,51
Mai	2,55	2,94	3,50	3,87	4,39	4,70	1,49
Juni	2,74	3,06	3,60	3,89	4,44	4,73	1,77
Juli	2,70	2,97	3,49	3,80	4,34	4,48	1,79
Aug.	2,53	2,83	3,33	3,82	4,17	4,27	1,63
Sept.	2,60	2,87	3,35	3,79	4,11	4,13	1,50
Okt.	2,47	2,71	3,18	3,66	3,98	4,08	1,49
Nov.	2,41	2,62	3,08	3,53	3,87	4,19	1,46
Dez.	2,36	2,53	2,93	3,35	3,69	4,23	1,40
2005 Jan.	2,39	2,57	2,92	3,31	3,63	4,21	1,37
Febr.	2,45	2,67	2,97	3,32	3,62	4,16	1,40
März	2,49	2,74	3,08	3,44	3,76	4,49	1,45

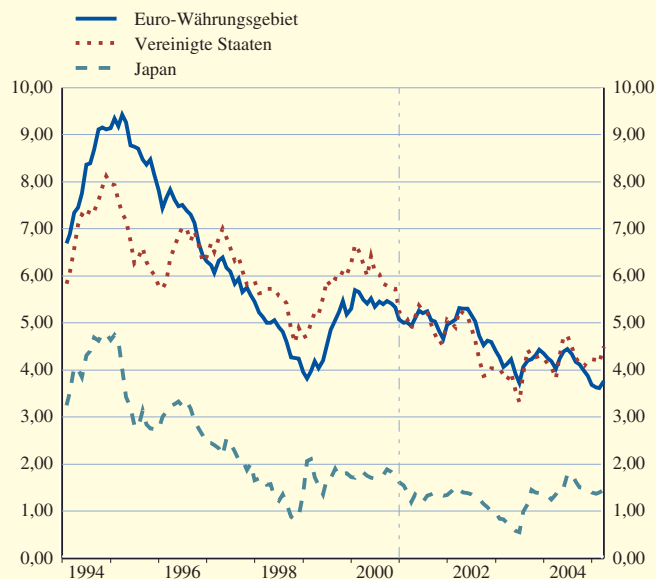
A23 Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet

(monatlich; in % p.a.)



A24 Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich

(monatlich; in % p.a.)



Quelle: EZB.

1) Bis Dezember 1998 wurden die Renditen im Euro-Währungsgebiet anhand harmonisierter, mit dem BIP gewichteter nationaler Staatsanleiherenditen berechnet. Seitdem werden als Gewichte die nominalen Umlaufbeträge der Staatsanleihen im jeweiligen Laufzeitbereich verwendet.

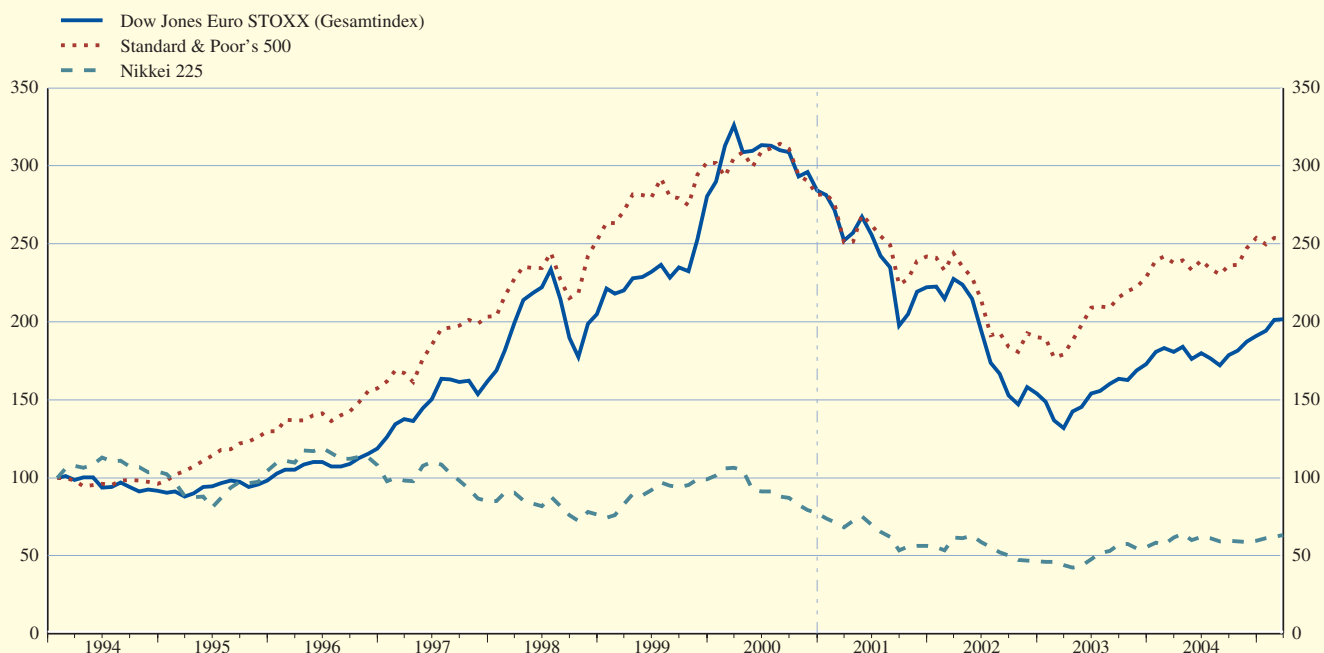
4.8 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen											
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	260,0	3 052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10 119,3
2003	213,3	2 422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9 312,9
2004	251,1	2 804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1 131,1	11 180,9
2004 Q1	251,6	2 846,5	245,0	166,9	222,1	279,9	240,5	257,1	353,0	248,7	405,3	366,6	1 132,7	10 996,9
2004 Q2	249,8	2 794,7	244,7	164,7	226,3	300,9	234,6	256,1	299,4	262,1	388,3	394,9	1 123,6	11 550,8
2004 Q3	244,0	2 708,7	246,8	159,3	216,4	305,0	228,7	253,1	259,9	266,8	379,8	402,6	1 104,4	11 152,3
2004 Q4	259,2	2 869,7	268,9	162,7	215,0	315,7	249,1	268,0	281,8	287,3	423,5	419,1	1 163,7	11 027,1
2005 Q1	276,2	3 025,3	290,4	177,0	227,9	335,8	269,0	290,9	274,8	309,6	446,5	427,0	1 191,7	11 594,1
2004 März	250,5	2 829,0	240,3	166,7	220,9	286,3	236,1	254,1	351,4	254,5	399,3	379,3	1 124,0	11 441,1
2004 April	255,0	2 860,9	247,6	168,3	227,8	300,2	241,0	262,6	321,3	264,7	402,0	389,3	1 133,4	11 962,8
2004 Mai	244,4	2 728,0	240,2	160,8	223,0	297,7	228,7	250,9	284,8	256,6	378,0	395,3	1 103,6	11 141,0
2004 Juni	249,8	2 792,2	246,1	164,9	227,9	304,7	233,9	254,5	291,4	264,9	384,3	400,0	1 132,9	11 527,7
2004 Juli	245,2	2 730,4	245,5	162,1	221,6	302,8	227,8	251,4	272,3	267,5	382,1	397,7	1 106,7	11 390,8
2004 Aug.	238,9	2 646,9	243,7	155,7	212,5	300,2	223,9	248,1	245,3	262,6	372,8	396,4	1 088,9	10 989,3
2004 Sept.	248,0	2 748,6	251,1	160,0	215,1	311,8	234,6	259,9	261,9	270,1	384,4	413,7	1 117,5	11 076,8
2004 Okt.	252,1	2 794,4	259,1	157,4	211,5	315,5	240,4	262,5	273,3	278,8	401,2	415,1	1 118,1	11 028,9
2004 Nov.	260,0	2 882,7	269,5	163,8	215,6	317,3	249,4	267,7	290,3	287,4	421,1	422,3	1 169,5	10 963,5
2004 Dez.	264,8	2 926,0	277,2	166,5	217,7	314,4	256,8	273,2	281,3	295,0	446,2	419,6	1 199,7	11 086,3
2005 Jan.	269,4	2 957,0	277,0	172,0	221,6	318,1	262,8	284,2	270,4	302,9	450,6	423,8	1 181,6	11 401,2
2005 Febr.	279,0	3 050,4	294,2	179,5	230,0	338,5	270,1	295,1	277,4	317,5	453,8	428,7	1 199,7	11 545,7
2005 März	279,8	3 065,8	299,4	179,3	232,0	349,5	273,7	293,5	276,5	308,7	436,3	428,6	1 193,9	11 812,5

A25 Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225

(Januar 1994 = 100; Monatsdurchschnitte)



Quelle: EZB.



PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

1. Harmonisierter Verbraucherpreisindex

	Insgesamt				Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)					
	Index 1996 = 100	Insgesamt	Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen
Gewichte in % ¹⁾	100,0	100,0	59,0	41,0	100,0	12,0	7,6	30,8	8,5	41,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	108,5	2,3	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	115,7	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2003 Q4	114,0	2,0	1,8	2,4	0,5	1,1	0,6	0,2	-0,2	0,6
2004 Q1	114,4	1,7	1,1	2,6	0,5	0,9	-0,5	0,2	1,2	0,7
Q2	115,8	2,3	2,1	2,6	0,8	1,1	-0,1	0,4	3,3	0,6
Q3	115,9	2,2	2,0	2,6	0,5	0,4	-0,3	0,1	1,9	0,7
Q4	116,6	2,3	2,1	2,7	0,5	0,3	0,2	0,2	1,8	0,6
2004 Okt.	116,5	2,4	2,2	2,6	0,3	0,0	-0,1	0,1	2,9	0,2
Nov.	116,4	2,2	2,0	2,7	0,0	-0,1	0,3	0,1	-1,2	0,2
Dez.	116,9	2,4	2,0	2,7	0,1	1,1	0,7	0,0	-1,8	0,3
2005 Jan.	116,2	1,9	1,6	2,4	-0,1	-0,1	-0,7	-0,2	0,3	0,1
Febr.	116,6	2,1	1,8	2,4	0,2	-0,1	0,9	-0,2	1,4	0,2
März ²⁾	.	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und Dienstleistungen aus dem persönlichen Bereich	Sonstige Dienstleistungen	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten
Gewichte in % ¹⁾	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,5	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8	6,6
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2003 Q4	3,7	3,8	3,6	0,9	0,8	1,6	2,3	1,9	2,8	-0,7	2,5	3,3
2004 Q1	3,0	3,5	2,2	0,2	0,7	-1,5	2,3	1,9	2,5	-1,0	2,4	4,9
Q2	2,9	3,9	1,5	1,7	0,9	4,8	2,3	1,8	3,0	-1,9	2,4	4,9
Q3	2,0	3,6	-0,3	2,0	0,8	6,3	2,5	2,0	2,8	-2,6	2,5	5,3
Q4	1,4	2,8	-0,7	2,4	0,8	8,5	2,6	2,1	3,0	-2,6	2,4	5,3
2004 Okt.	1,2	2,8	-1,2	2,7	0,8	9,8	2,6	2,1	2,7	-2,5	2,4	5,2
Nov.	1,0	2,3	-1,0	2,5	0,8	8,7	2,6	2,1	2,8	-2,6	2,4	5,4
Dez.	2,0	3,2	0,0	2,0	0,8	6,9	2,7	2,1	3,3	-2,6	2,4	5,4
2005 Jan.	1,5	2,8	-0,6	1,7	0,5	6,2	2,6	2,1	3,2	-2,4	2,3	3,5
Febr.	1,9	2,6	0,7	1,8	0,2	7,7	2,5	2,0	2,9	-1,8	2,3	3,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Bezogen auf den Indexzeitraum 2005.

2) Die Schätzung basiert auf ersten Daten für Deutschland, Spanien und Italien (und sofern verfügbar für andere Mitgliedstaaten) sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen.

5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

2. Industrielle Erzeugerpreise und Rohstoffpreise

	Industrielle Erzeugerpreise											Weltmarktpreise für Rohstoffe ¹⁾	Ölpreise ²⁾ (in € je Barrel)	
	Industrie ohne Baugewerbe									Baugewerbe ³⁾	Verarbeitendes Gewerbe			Insgesamt
	Insgesamt (Index 2000 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			Insgesamt ohne Energie		
			Zu- sammen	Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsumgüter								
					Zu- sammen	Ge- brauchs- güter	Ver- brauchs- güter							
Gewichte in % ⁴⁾	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		89,5	100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	102,0	2,0	1,7	1,1	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,4	1,2	-8,3	-8,1	27,8
2002	101,9	-0,1	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,8	0,3	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,2	0,9	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	1,9	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,7	2,7	2,5	18,4	10,8	30,5
2004 Q1	103,9	0,2	0,9	1,0	0,3	1,2	0,4	1,3	-2,6	1,8	0,2	-2,5	9,8	25,0
Q2	105,3	2,0	1,7	2,8	0,6	1,5	0,6	1,7	3,7	2,1	2,5	28,8	20,9	29,3
Q3	106,4	3,1	2,4	4,7	0,9	1,4	0,8	1,5	5,9	2,8	3,5	26,9	11,9	33,3
Q4	107,2	3,8	2,7	5,5	1,2	1,2	1,1	1,2	8,1	3,7	4,0	22,9	1,3	34,5
2005 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	22,9	1,9	36,6
2004 Okt.	107,5	4,1	2,7	5,5	1,1	1,1	1,0	1,1	9,8	-	4,4	35,1	3,7	39,4
Nov.	107,3	3,7	2,7	5,6	1,1	1,0	1,2	1,0	8,0	-	3,9	21,0	0,4	34,5
Dez.	107,0	3,5	2,9	5,4	1,3	1,5	1,0	1,6	6,7	-	3,8	12,8	-0,2	30,0
2005 Jan.	107,7	3,9	2,9	5,6	1,5	1,3	1,3	1,3	8,1	-	3,7	20,7	3,1	33,6
Febr.	108,1	4,2	2,8	5,2	1,7	1,3	1,5	1,3	9,7	-	3,8	23,7	3,1	35,2
März	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	24,1	-0,4	40,4

3. Arbeitskosten pro Stunde⁵⁾

	Insgesamt (saison- bereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Nach ausgewählten Wirtschaftszweigen			Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	103,6	3,7	3,8	3,0	3,5	4,0	3,3	2,6
2002	107,1	3,4	3,4	3,4	3,4	3,7	3,2	2,7
2003	110,1	2,7	2,6	3,2	2,6	3,4	2,9	2,4
2004	112,6	2,3	2,3	2,1	2,5	2,4	2,1	2,2
2003 Q4	111,1	2,1	2,0	2,6	1,9	2,4	2,4	2,2
2004 Q1	111,7	3,0	3,1	2,6	3,5	2,8	2,6	2,3
Q2	112,3	2,1	2,2	1,9	2,3	2,0	2,2	2,3
Q3	112,9	1,8	1,9	1,8	1,8	2,3	1,8	2,0
Q4	113,5	2,2	2,2	2,4	2,5	2,4	2,0	2,2

Quellen: Eurostat, HWWA (Spalte 12 und 13), Thomson Financial Datastream (Spalte 14), EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Spalte 6 von Tabelle 2 in Abschnitt 5.1 und Spalte 7 von Tabelle 3 in Abschnitt 5.1) und EZB-Berechnungen (Spalte 8 von Tabelle 3 in Abschnitt 5.1).

- 1) Bezogen auf die in Euro ausgedrückten Preise.
- 2) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).
- 3) Wohngebäude: auf der Grundlage nicht harmonisierter Statistiken.
- 4) Im Jahr 2000.
- 5) Arbeitskosten pro Stunde in der Gesamtwirtschaft ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen. Differenzen in den Summen aufgrund des unterschiedlichen Abdeckungsgrads.

5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

4. Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und Arbeitsproduktivität

	Insgesamt (Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen					Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Handel, Gast- gewerbe, Verkehr und Nachrichten- übermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmens- dienstleister	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Lohnstückkosten¹⁾								
2000	100,0	1,2	1,3	-0,7	1,2	0,1	3,0	1,8
2001	102,5	2,5	3,8	2,4	3,5	0,9	3,6	3,0
2002	104,8	2,2	0,2	0,7	2,3	1,8	3,8	2,4
2003	106,9	2,0	4,2	1,0	4,7	2,1	1,6	2,9
2003 Q3	107,3	2,3	6,3	1,6	4,9	1,7	0,9	3,8
Q4	107,1	1,5	3,0	0,0	4,6	2,1	1,6	2,2
2004 Q1	107,2	0,9	-4,2	0,0	1,7	0,6	1,7	2,3
Q2	107,4	0,4	-5,6	-2,6	1,1	-0,8	1,4	2,9
Q3	107,5	0,1	-5,4	-1,9	2,7	-0,2	2,5	0,7
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer								
2000	100,0	2,7	2,1	3,4	2,6	1,7	2,4	2,8
2001	102,9	2,9	2,0	2,7	3,0	2,8	2,5	3,1
2002	105,5	2,5	2,8	2,5	2,9	2,6	2,1	2,8
2003	108,0	2,4	3,2	3,2	3,3	2,1	1,6	2,3
2003 Q3	108,5	2,5	2,9	3,3	3,5	1,7	1,2	3,2
Q4	108,7	2,2	3,0	3,1	3,3	1,8	1,5	2,1
2004 Q1	109,5	2,2	0,1	3,8	2,7	1,6	0,7	2,4
Q2	110,0	2,2	0,6	2,7	2,0	1,2	0,7	3,4
Q3	110,1	1,5	2,4	2,4	1,8	1,5	1,2	1,1
Arbeitsproduktivität²⁾								
2001	100,3	0,3	-1,8	0,3	-0,5	1,8	-1,1	0,2
2002	100,6	0,3	2,7	1,7	0,6	0,8	-1,6	0,4
2003	101,0	0,4	-1,0	2,2	-1,4	0,0	0,0	-0,5
2004	102,3	1,3	6,6	3,8	0,2	1,6	-1,0	0,4
2003 Q4	101,5	0,7	0,1	3,1	-1,2	-0,3	-0,1	-0,1
2004 Q1	102,2	1,3	4,5	3,8	1,0	1,0	-1,0	0,1
Q2	102,4	1,8	6,5	5,4	0,9	2,0	-0,6	0,5
Q3	102,4	1,3	8,2	4,3	-0,9	1,7	-1,3	0,4
Q4	102,4	0,9	7,2	1,8	-0,1	1,8	-1,0	0,4

5. Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

	Insgesamt (Index 2000 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung			Exporte ³⁾	Importe ³⁾	
			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staats			Bruttoanlage- investitionen
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	102,4	2,4	2,2	2,3	2,4	2,0	1,4	0,8
2002	105,0	2,5	2,2	2,2	2,1	1,8	-0,4	-1,6
2003	107,2	2,1	1,9	2,0	2,2	1,4	-0,6	-1,3
2004	109,2	1,8	2,0	1,8	1,6	2,6	0,8	1,1
2003 Q4	107,9	2,0	1,6	1,9	1,7	1,2	-0,8	-2,0
2004 Q1	108,5	1,9	1,6	1,5	1,7	1,8	-1,1	-2,2
Q2	109,2	2,1	2,2	1,9	2,0	2,5	0,9	1,1
Q3	109,4	1,7	1,9	2,0	0,8	3,0	1,9	2,5
Q4	109,8	1,7	2,2	1,8	2,1	3,1	1,6	3,0

Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten.

1) Quotient aus dem Arbeitnehmerentgelt (in jeweiligen Preisen) je Arbeitnehmer und der Wertschöpfung (in konstanten Preisen) je Arbeitnehmer.

2) Wertschöpfung (in konstanten Preisen) je Arbeitnehmer.

3) Die Deflatoren für die Exporte und Importe beziehen sich auf Waren und Dienstleistungen und umfassen auch den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets.

5.2 Produktion und Nachfrage
1. Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)								
	Insgesamt	Inländische Verwendung					Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staats	Bruttoanlageinvestitionen	Vorratsveränderungen ²⁾	Zusammen	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €; saisonbereinigt)</i>									
2001	6 850,3	6 728,0	3 927,3	1 373,4	1 442,1	-14,8	122,4	2 559,5	2 437,1
2002	7 085,5	6 897,8	4 041,7	1 445,1	1 430,9	-20,0	187,6	2 598,0	2 410,3
2003	7 271,6	7 111,1	4 165,3	1 500,4	1 442,1	3,2	160,5	2 588,4	2 427,8
2004	7 542,8	7 387,3	4 288,4	1 549,0	1 504,4	45,6	155,5	2 756,6	2 601,1
2003 Q4	1 840,6	1 798,1	1 049,9	378,9	365,8	3,4	42,5	654,3	611,8
2004 Q1	1 863,4	1 817,2	1 061,9	382,5	368,6	4,3	46,2	662,8	616,6
Q2	1 883,8	1 839,2	1 067,9	387,4	373,8	10,0	44,6	687,4	642,8
Q3	1 893,1	1 858,5	1 075,2	387,6	378,9	16,8	34,5	701,5	667,0
Q4	1 902,6	1 872,4	1 083,3	391,5	383,1	14,5	30,2	704,9	674,7
<i>In % des BIP</i>									
2004	100,0	97,9	56,9	20,5	19,9	0,6	2,1	-	-
<i>In konstanten Preisen (in Mrd ECU, in Preisen von 1995; saisonbereinigt)</i>									
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>									
2003 Q4	0,4	1,0	0,0	0,5	1,1	-	-	0,1	1,7
2004 Q1	0,7	0,3	0,8	0,2	-0,1	-	-	1,4	0,4
Q2	0,5	0,3	0,0	0,4	0,5	-	-	2,7	2,4
Q3	0,2	0,9	0,1	0,4	0,6	-	-	1,3	3,1
Q4	0,2	0,3	0,5	0,2	0,6	-	-	0,5	1,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>									
2001	1,6	0,9	1,9	2,4	-0,4	-	-	3,3	1,6
2002	0,9	0,3	0,6	3,1	-2,7	-	-	1,9	0,5
2003	0,5	1,2	1,0	1,6	-0,5	-	-	0,2	2,0
2004	2,0	2,0	1,2	1,6	1,3	-	-	6,0	6,3
2003 Q4	0,8	1,5	0,6	1,4	0,2	-	-	0,2	2,0
2004 Q1	1,6	1,2	1,2	1,9	1,2	-	-	3,6	2,8
Q2	2,2	1,7	1,2	1,8	1,9	-	-	7,2	6,0
Q3	1,9	2,6	0,9	1,5	2,1	-	-	5,6	7,8
Q4	1,6	1,9	1,3	1,2	1,6	-	-	6,0	7,1
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>									
2001	1,6	0,9	1,1	0,5	-0,1	-0,5	0,7	-	-
2002	0,9	0,3	0,4	0,6	-0,6	-0,1	0,6	-	-
2003	0,5	1,2	0,5	0,3	-0,1	0,4	-0,6	-	-
2004	2,0	2,0	0,7	0,3	0,3	0,7	0,1	-	-
2003 Q4	0,8	1,5	0,3	0,3	0,0	0,8	-0,6	-	-
2004 Q1	1,6	1,2	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	-	-
Q2	2,2	1,6	0,7	0,4	0,4	0,2	0,6	-	-
Q3	1,9	2,5	0,5	0,3	0,4	1,3	-0,6	-	-
Q4	1,6	1,9	0,8	0,2	0,3	0,5	-0,3	-	-

Quelle: Eurostat.

- 1) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Sie stimmen nicht vollständig mit Tabelle 1 in Abschnitt 7.3 überein.
- 2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

5.2 Produktion und Nachfrage

2. Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)							Unterstellte Bankgebühr ¹⁾	Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleister	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €; saisonbereinigt)</i>								
2001	6 345,3	150,4	1 407,3	351,5	1 349,9	1 721,2	1 365,0	212,2	717,2
2002	6 569,3	147,5	1 432,4	365,5	1 393,4	1 796,4	1 434,1	222,7	739,0
2003	6 734,1	151,1	1 440,1	373,0	1 419,3	1 866,6	1 484,0	231,3	768,8
2004	6 983,1	153,4	1 491,2	394,5	1 464,7	1 950,9	1 528,5	240,9	800,6
2003 Q4	1 703,3	38,7	363,5	94,8	357,9	473,6	374,7	57,9	195,2
2004 Q1	1 724,4	38,7	366,9	96,4	362,9	480,4	379,2	59,2	198,2
Q2	1 746,5	38,7	373,9	98,5	365,8	486,7	383,0	61,0	198,2
Q3	1 751,4	38,0	375,2	98,9	368,1	490,1	381,1	59,9	201,5
Q4	1 760,8	38,0	375,3	100,6	367,9	493,8	385,2	60,8	202,6
	<i>In % der Wertschöpfung</i>								
2004	100,0	2,2	21,4	5,6	21,0	27,9	21,9	-	-
	<i>In konstanten Preisen (in Mrd ECU, in Preisen von 1995; saisonbereinigt)</i>								
	<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>								
2003 Q4	0,4	1,5	0,8	0,1	0,0	0,2	0,5	-0,7	0,4
2004 Q1	0,7	4,1	0,8	0,6	1,2	0,4	0,1	0,8	0,9
Q2	0,7	0,4	1,1	0,5	0,8	0,8	0,3	1,3	-1,7
Q3	0,1	0,9	-0,1	-0,7	0,5	-0,1	0,2	-0,6	1,6
Q4	0,2	0,5	-0,6	0,3	0,2	0,4	0,6	0,9	0,3
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2001	1,9	-2,4	0,5	0,0	3,2	2,9	1,8	4,7	0,4
2002	1,0	0,6	0,2	-0,5	1,2	0,8	2,2	0,7	-0,3
2003	0,5	-3,8	0,1	-0,5	0,5	1,4	0,6	1,5	0,9
2004	2,1	5,2	2,9	0,7	2,7	1,6	1,2	1,6	1,2
2003 Q4	0,7	-2,0	0,9	-1,0	0,4	1,2	0,8	0,2	2,0
2004 Q1	1,4	2,5	1,3	0,8	1,8	1,3	0,9	0,9	3,3
Q2	2,4	4,8	3,6	1,1	2,8	2,0	1,2	2,1	0,3
Q3	1,9	7,0	2,6	0,6	2,5	1,3	1,1	0,9	1,2
Q4	1,7	5,9	1,2	0,8	2,6	1,5	1,2	2,5	1,1
	<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>								
2001	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,7	0,8	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2	0,5	-	-
2003	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	0,1	-	-
2004	2,1	0,1	0,7	0,0	0,6	0,4	0,3	-	-
2003 Q4	0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,2	-	-
2004 Q1	1,4	0,1	0,3	0,0	0,4	0,4	0,2	-	-
Q2	2,4	0,1	0,8	0,1	0,6	0,5	0,2	-	-
Q3	1,9	0,2	0,6	0,0	0,6	0,4	0,2	-	-
Q4	1,7	0,1	0,3	0,0	0,6	0,4	0,3	-	-

Quelle: Eurostat.

1) Die unterstellte Bankgebühr (FISIM) wird unter Vorleistungen erfasst, die nicht den einzelnen Wirtschaftszweigen zugeordnet werden.

5.2 Produktion und Nachfrage
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

3. Industrieproduktion

	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe							Baugewerbe	Verarbeitendes Gewerbe	
	Gewichte in % ¹⁾	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie					Energie			
				Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter					
							Zusammen	Gebrauchsgüter				Verbrauchsgüter
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
2002	-0,3	99,9	-0,5	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,1	0,7	-0,8
2003	0,2	100,2	0,3	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-4,6	0,2	3,0	-0,1	0,0
2004	2,1	102,1	2,0	1,9	1,9	3,0	0,5	-0,1	0,7	2,4	0,2	2,0
2004 Q1	1,4	101,2	1,1	1,0	0,8	0,8	0,6	1,0	0,5	2,1	1,3	1,0
Q2	3,2	102,3	3,1	3,2	2,8	4,8	1,5	3,0	1,3	2,7	-0,1	3,3
Q3	2,9	102,6	2,8	2,9	2,9	5,2	0,4	-0,7	0,5	2,5	-0,2	3,1
Q4	1,0	102,4	1,0	0,5	1,2	1,5	-0,2	-3,6	0,4	2,4	-0,2	0,7
2004 Aug.	3,0	102,1	2,0	2,4	1,8	5,1	0,4	-1,3	0,6	1,4	0,2	2,5
Sept.	3,2	102,9	3,6	3,5	3,2	6,4	0,6	-1,5	1,0	4,5	-0,4	3,7
Okt.	1,2	102,4	1,2	1,1	1,2	4,6	-0,9	-2,7	-0,6	-1,0	-1,6	1,2
Nov.	-0,6	102,1	0,7	-0,1	0,8	0,5	-0,6	-4,3	0,0	3,6	-1,2	0,1
Dez.	2,6	102,5	1,1	0,6	1,6	-0,5	1,0	-3,9	1,8	4,3	2,6	0,8
2005 Jan.	.	103,0	2,2	2,7	3,2	3,0	1,5	-1,6	2,0	0,3	.	2,8
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)												
2004 Aug.	-0,1	-	-0,6	-0,6	-0,8	-0,2	-0,5	-2,9	-0,1	0,6	-1,4	-0,6
Sept.	0,2	-	0,8	0,7	0,4	1,0	0,2	0,6	0,1	0,2	0,4	0,6
Okt.	-0,4	-	-0,5	-0,6	-0,3	0,0	-0,4	-0,5	-0,4	-1,4	-0,8	-0,6
Nov.	-0,7	-	-0,3	-0,5	0,1	-1,8	-0,2	-1,1	0,0	0,6	0,3	-0,5
Dez.	1,7	-	0,4	0,5	0,8	-0,4	1,1	0,1	1,2	1,4	4,0	0,6
2005 Jan.	.	-	0,4	0,9	0,7	1,3	0,3	1,2	0,1	-2,1	.	0,8

4. Auftragseingang und Umsätze in der Industrie, Einzelhandelsumsätze und Pkw-Neuzulassungen

	Auftragseingang in der Industrie		Umsätze in der Industrie		Einzelhandelsumsätze							Pkw-Neuzulassungen	
	Verarbeitendes Gewerbe ²⁾ (in jeweiligen Preisen)		Verarbeitendes Gewerbe (in jeweiligen Preisen)		In jeweiligen Preisen	In konstanten Preisen						Insgesamt (saisonbereinigt) Tsd. ³⁾	Insgesamt
	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nahrungsmittel, Getränke, Tabakwaren	Sonstige Waren				
									Textilien, Bekleidung, Schuhe	Haushaltsausstattung			
Gewichte in % ¹⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2002	98,0	-0,5	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,1	0,9	-0,5	-1,7	-2,0	925	-4,4
2003	98,2	0,3	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,3	1,1	-0,3	-2,7	0,2	911	-1,5
2004	106,2	8,5	105,9	4,9	1,0	102,2	0,1	-0,2	0,2	-0,3	1,7	921	1,0
2004 Q1	101,1	4,1	103,9	2,5	1,0	102,3	0,4	0,4	0,3	-1,9	2,1	912	0,7
Q2	107,4	12,1	106,0	6,3	1,1	102,2	0,0	-0,4	0,2	-0,3	2,4	927	3,0
Q3	105,5	7,6	106,5	5,7	0,9	102,1	0,0	-0,8	0,6	0,8	1,8	904	-3,5
Q4	110,8	10,2	107,1	5,2	0,9	102,2	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,7	942	3,6
2004 Sept.	106,4	7,7	108,1	6,1	0,5	101,7	-0,4	-0,8	0,1	-0,7	1,2	927	-0,6
Okt.	106,7	0,4	104,6	1,6	0,1	102,1	-0,6	-1,0	-0,4	-1,8	0,7	948	3,9
Nov.	108,5	13,4	108,3	8,4	1,3	102,2	0,6	0,3	0,5	2,4	0,8	953	4,8
Dez.	117,3	17,1	108,6	5,7	1,1	102,2	0,5	0,8	0,0	0,4	1,2	925	1,9
2005 Jan.	108,9	6,5	106,1	5,1	0,7	102,5	-0,6	-1,0	0,1	-1,8	-0,7	920	1,6
Febr.	.	.	.	.	2,2	102,8	0,9	2,1	0,5	.	.	906	-2,2
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2004 Sept.	-	1,5	-	2,7	-0,3	-	-0,1	0,2	-0,1	-1,3	0,1	-	6,3
Okt.	-	0,3	-	-3,3	0,2	-	0,4	0,5	0,2	1,1	-0,1	-	2,2
Nov.	-	1,7	-	3,6	0,5	-	0,0	0,5	-0,3	-0,1	-0,6	-	0,5
Dez.	-	8,1	-	0,2	-0,2	-	0,0	0,0	0,2	-0,3	0,6	-	-2,9
2005 Jan.	-	-7,1	-	-2,3	0,5	-	0,3	-0,1	0,8	0,8	0,1	-	-0,6
Febr.	-	.	-	.	0,4	-	0,3	1,0	-0,5	.	.	-	-1,5

Quellen: Eurostat, außer Spalte 12 und 13 von Tabelle 4 in Abschnitt 5.2 (EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Statistiken der ACEA, European Automobile Manufacturers Association).
 1) Im Jahr 2000.
 2) Hierzu zählen Wirtschaftszweige, deren Arbeit im Wesentlichen auftragsbasiert ist; ihr Anteil am gesamten verarbeitenden Gewerbe belief sich im Jahr 2000 auf 62,6 %.
 3) Die Jahres- und Quartalswerte sind Monatsdurchschnitte im betreffenden Zeitraum.

5.2 Produktion und Nachfrage

(soweit nicht anders angegeben, Salden in %¹⁾; saisonbereinigt)

5. Branchen- und Verbraucherumfragen

	Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ²⁾ (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe				Kapazitätsauslastung ⁴⁾ (in %)	Vertrauensindikator für die Verbraucher ³⁾				
		Vertrauensindikator für die Industrie					Insgesamt ⁵⁾	Finanzlage in den nächsten zwölf Monaten	Wirtschaftliche Lage in den nächsten zwölf Monaten	Arbeitslosigkeit in den nächsten zwölf Monaten	Ersparnisse in den nächsten zwölf Monaten
		Insgesamt ⁵⁾	Auftragsbestand	Fertigwarenlager	Produktionserwartungen						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	100,9	-9	-15	13	1	82,8	-5	2	-9	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,3	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,1	-18	-5	-21	38	-9
2004	100,0	-5	-15	8	10	81,7	-14	-4	-14	30	-8
2004 Q1	98,6	-7	-21	10	10	81,1	-14	-4	-13	30	-9
Q2	99,9	-5	-17	8	10	81,6	-14	-3	-15	32	-8
Q3	100,6	-4	-12	7	9	82,1	-14	-4	-14	29	-8
Q4	100,9	-3	-12	8	10	82,1	-13	-3	-13	29	-6
2005 Q1	99,0	-6	-15	10	6	.	-13	-3	-13	29	-8
2004 Okt.	101,5	-3	-11	7	11	82,1	-13	-4	-13	29	-8
Nov.	100,9	-3	-12	8	10	-	-13	-4	-14	29	-5
Dez.	100,2	-4	-12	9	9	-	-13	-3	-13	29	-6
2005 Jan.	100,8	-5	-11	9	7	82,0	-13	-3	-13	28	-7
Febr.	98,8	-6	-15	10	6	-	-13	-2	-13	30	-8
März	97,4	-8	-17	12	5	-	-14	-3	-13	31	-9

	Vertrauensindikator für das Baugewerbe			Vertrauensindikator für den Einzelhandel				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor			
	Insgesamt ⁵⁾	Auftragsbestand	Beschäftigungserwartungen	Insgesamt ⁵⁾	Aktuelle Geschäftslage	Lagerbestand	Erwartete Geschäftslage	Insgesamt ⁵⁾	Geschäftsklima	Nachfrage in den letzten Monaten	Nachfrage in den kommenden Monaten
2001	-10	-16	-4	-8	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-19	-26	-11	-16	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-20	-27	-13	-11	-15	17	-2	2	-6	1	12
2004	-16	-24	-8	-8	-12	14	2	12	7	10	18
2004 Q1	-19	-28	-9	-8	-12	15	1	11	8	6	20
Q2	-16	-23	-9	-8	-10	15	2	11	6	12	17
Q3	-15	-24	-7	-8	-10	14	0	12	8	11	17
Q4	-14	-21	-6	-8	-14	13	3	11	8	9	16
2005 Q1	-13	-18	-9	-8	-12	12	1	10	6	7	18
2004 Okt.	-14	-23	-5	-7	-13	14	7	12	9	12	17
Nov.	-14	-20	-7	-10	-17	12	-1	11	8	8	17
Dez.	-13	-21	-6	-7	-12	12	2	10	8	8	14
2005 Jan.	-13	-19	-7	-6	-8	11	1	13	12	9	18
Febr.	-14	-18	-10	-8	-14	13	2	10	6	5	18
März	-13	-17	-9	-10	-15	13	-1	9	1	7	19

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

- 1) Differenz zwischen den prozentualen Anteilen der Umfrageteilnehmer mit positiver und negativer Einschätzung.
- 2) Der Indikator für die konjunkturelle Einschätzung setzt sich aus den Vertrauensindikatoren für die Industrie, den Dienstleistungssektor, die Verbraucher, das Baugewerbe und den Einzelhandel zusammen; der Vertrauensindikator für die Industrie hat dabei einen Gewichtsanteil von 40 %, der Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor besitzt einen Gewichtsanteil von 30 %, der Vertrauensindikator für die Verbraucher wird mit 20 % und die beiden anderen Indikatoren werden mit jeweils 5 % gewichtet. Werte des Indikators für die konjunkturelle Einschätzung über (unter) 100 zeigen ein überdurchschnittliches (unterdurchschnittliches) Konjunkturvertrauen an, berechnet für den Zeitraum ab Januar 1985.
- 3) Aufgrund von Änderungen im Fragebogen für die französische Umfrage sind die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet ab Januar 2004 nicht vollständig mit früheren Ergebnissen vergleichbar.
- 4) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinander folgenden Umfragen dar. Jahresangaben werden anhand von Quartalsdurchschnitten errechnet.
- 5) Die Vertrauensindikatoren werden als einfaches Mittel der aufgeführten Teilkomponenten berechnet. Die Beurteilung der Lagerbestände (Spalte 4 und 17) und der Arbeitslosigkeit (Spalte 10) geht mit umgekehrten Vorzeichen in die Berechnung der Vertrauensindikatoren ein.

5.3 Arbeitsmärkte ¹⁾

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

1. Beschäftigung

	Gesamtwirtschaft		Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen					
	Mio (saisonbereinigt)		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleister	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen
Gewichte in % ²⁾	100,0	100,0	84,2	15,8	4,5	18,4	7,1	25,2	14,8	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	133,183	1,3	1,6	0,2	-0,5	0,3	0,5	1,4	3,8	1,3
2002	133,960	0,6	0,7	-0,1	-2,0	-1,3	-0,6	0,4	2,5	1,8
2003	134,192	0,2	0,2	0,1	-2,4	-1,9	0,0	0,4	1,3	1,2
2004	134,846	0,5	0,3	1,3	-1,3	-1,6	1,3	0,7	2,6	0,7
2003 Q4	134,134	0,2	0,1	0,4	-1,9	-2,1	0,0	0,9	1,2	0,9
2004 Q1	134,230	0,2	0,1	0,8	-2,0	-2,5	-0,3	0,8	2,6	0,7
Q2	134,575	0,4	0,2	1,5	-1,5	-1,7	0,3	0,8	2,8	0,6
Q3	134,854	0,5	0,3	1,8	-0,9	-1,7	2,4	0,5	2,6	0,7
Q4	135,097	0,8	0,7	1,3	-1,0	-0,7	2,7	0,7	2,5	0,8
<i>Veränderung gegen Vorquartal (saisonbereinigt)</i>										
2003 Q4	0,002	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,6	0,1	0,1	0,4	0,2
2004 Q1	0,096	0,1	0,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,2	0,1	1,0	0,3
Q2	0,345	0,3	0,2	0,8	-0,2	0,2	0,7	0,3	0,4	0,2
Q3	0,279	0,2	0,0	1,3	0,1	-0,5	0,9	0,4	0,7	0,1
Q4	0,243	0,2	0,2	-0,1	-0,5	0,4	-0,5	0,1	0,4	0,3

2. Arbeitslosigkeit

(saisonbereinigt)

	Insgesamt		Nach Alter ³⁾				Nach Geschlecht ⁴⁾			
	Mio	In % der Erwerbspersonen	Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen	
			Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen
Gewichte in % ²⁾	100,0		75,7		24,3		47,8		52,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	10,980	7,8	8,067	6,6	2,913	16,1	5,017	6,3	5,962	9,9
2002	11,656	8,2	8,668	7,0	2,988	16,8	5,467	6,8	6,189	10,1
2003	12,407	8,7	9,326	7,4	3,081	17,6	5,905	7,3	6,502	10,4
2004	12,714	8,8	9,629	7,6	3,084	17,9	6,078	7,5	6,635	10,5
2003 Q4	12,606	8,8	9,456	7,5	3,150	18,1	5,975	7,4	6,632	10,6
2004 Q1	12,719	8,9	9,599	7,6	3,120	18,0	6,062	7,5	6,657	10,6
Q2	12,720	8,8	9,606	7,6	3,114	18,0	6,058	7,5	6,661	10,6
Q3	12,696	8,8	9,621	7,6	3,074	17,9	6,030	7,5	6,665	10,6
Q4	12,716	8,8	9,685	7,6	3,031	17,8	6,182	7,6	6,534	10,3
2004 Sept.	12,660	8,8	9,567	7,5	3,093	18,0	6,056	7,5	6,604	10,5
Okt.	12,832	8,9	9,755	7,7	3,077	18,0	6,259	7,7	6,573	10,4
Nov.	12,645	8,8	9,715	7,6	2,929	17,3	6,238	7,7	6,407	10,2
Dez.	12,672	8,8	9,585	7,5	3,087	18,0	6,050	7,5	6,622	10,5
2005 Jan.	12,715	8,8	9,530	7,5	3,185	18,5	6,117	7,5	6,598	10,4
Febr.	12,793	8,9	9,619	7,6	3,174	18,5	6,020	7,4	6,773	10,7

Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Tabelle 1 in Abschnitt 5.3) und Eurostat (Tabelle 2 in Abschnitt 5.3).

- Die Beschäftigungszahlen beziehen sich auf die Anzahl der Personen und beruhen auf dem ESVG 95. Die Arbeitslosenzahlen beziehen sich auf die Anzahl der Personen und wurden nach den Empfehlungen der IAO berechnet.
- Im Jahr 2004.
- Erwachsene: 25 Jahre und älter; Jugendliche: unter 25 Jahren; gemessen in Prozent der Erwerbspersonen der jeweiligen Altersgruppe.
- Gemessen in Prozent der erwerbstätigen Männer bzw. Frauen.



ÖFFENTLICHE FINANZEN

6.1 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo ¹⁾ (in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – Einnahmen

	Ins- gesamt 1	Laufende Einnahmen									Vermögens- wirksame Einnahmen		Nach- richtlich: Fiskali- sche Be- lastung ²⁾ 14		
		Direkte Steuern			Kapital- gesell- schaften	Indirekte Steuern		Sozial- beiträge			Verkäufe	Vermögens- wirksame Steuern			
		2	3	Private Haushalte		4	5	6	Erhalten von Institutionen der EU	7				8	Arbeits- geber	9	Arbeits- nehmer	10	11	12	13
1995	46,9	46,4	11,5	9,1	2,0	13,3	0,9	17,3	8,4	5,5	2,4	0,4	0,3	42,4	
1996	47,6	47,3	11,9	9,2	2,3	13,4	0,8	17,5	8,7	5,6	2,4	0,4	0,3	43,1	
1997	47,9	47,4	12,1	9,2	2,6	13,6	0,7	17,5	8,7	5,5	2,4	0,5	0,4	43,6	
1998	47,3	47,0	12,4	9,7	2,3	14,2	0,7	16,4	8,5	4,9	2,4	0,3	0,3	43,3	
1999	47,8	47,5	12,8	9,8	2,6	14,4	0,6	16,4	8,4	5,0	2,3	0,3	0,3	43,8	
2000	47,5	47,2	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,6	
2001	46,8	46,6	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,2	0,3	0,3	42,8	
2002	46,3	45,9	12,2	9,6	2,3	13,8	0,4	16,0	8,4	4,7	2,3	0,3	0,3	42,3	
2003	46,3	45,7	11,8	9,3	2,2	13,9	0,4	16,2	8,5	4,8	2,3	0,7	0,5	42,4	

2. Euro-Währungsgebiet – Ausgaben

	Ins- gesamt 1	Laufende Ausgaben							Vermögenswirksame Ausgaben				Nach- richtlich: Primäraus- gaben ³⁾ 14	
		Zusammen	Arbeitsnehmer- entgelte	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Laufende Übertra- gungen	Sozialaus- gaben		Subven- tionen	Investi- tionen	Vermö- gens- transfers	Gezahlt von Institutionen der EU		
							7	8						9
1995	52,0	47,6	11,2	4,8	5,8	25,9	22,7	2,3	0,6	4,4	2,7	1,7	0,1	46,2
1996	52,0	48,1	11,2	4,8	5,8	26,3	23,2	2,3	0,6	3,9	2,6	1,3	0,0	46,2
1997	50,6	46,9	11,1	4,7	5,2	26,0	23,1	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	45,4
1998	49,6	45,8	10,7	4,6	4,8	25,7	22,6	2,1	0,6	3,8	2,5	1,3	0,1	44,8
1999	49,1	45,2	10,7	4,7	4,3	25,6	22,5	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2000	48,5	44,6	10,6	4,7	4,1	25,3	22,2	1,9	0,5	3,9	2,5	1,3	0,1	44,4
2001	48,6	44,6	10,5	4,8	4,0	25,3	22,3	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,0	44,6
2002	48,7	44,9	10,6	4,9	3,7	25,6	22,8	1,9	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	45,0
2003	49,1	45,2	10,7	4,9	3,5	26,0	23,1	1,8	0,5	3,9	2,6	1,3	0,1	45,6

3. Euro-Währungsgebiet – Finanzierungssaldo, Primärsaldo und Konsumausgaben des Staats ⁴⁾

	Finanzierungssaldo					Primär- saldo 6	Konsumausgaben des Staats ⁴⁾					Kollektiv- verbrauch 13	Individual- verbrauch 14	
	Ins- gesamt 1	Zentral- staaten 2	Länder 3	Gemein- den 4	Sozial- ver- siche- rung 5		Ins- gesamt 7	Arbeitsnehmer- entgelte 8	Vorlei- stungen 9	Sachtransfers über Markt- produzenten 10	Abschrei- bungen 11			Verkäufe (minus) 12
1996	-4,3	-3,8	-0,4	0,0	-0,1	1,4	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	2,4	8,6	11,9
1997	-2,7	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,5	20,2	11,1	4,7	5,0	1,8	2,4	8,4	11,8
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,5	19,9	10,7	4,6	5,0	1,8	2,4	8,2	11,7
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,9	19,9	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,2	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,1	19,9	10,6	4,7	5,1	1,8	2,3	8,2	11,7
2001	-1,7	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,1	10,5	4,8	5,2	1,8	2,2	8,2	11,8
2002	-2,4	-2,0	-0,5	-0,2	0,2	1,3	20,4	10,6	4,9	5,3	1,8	2,3	8,3	12,1
2003	-2,7	-2,2	-0,4	-0,1	0,0	0,7	20,7	10,7	4,9	5,4	1,8	2,3	8,4	12,3

4. Länder des Euro-Währungsgebiets – Finanzierungssaldo ⁵⁾

	BE 1	DE 2	GR 3	ES 4	FR 5	IE 6	IT 7	LU 8	NL 9	AT 10	PT 11	FI 12
2001	0,6	-2,8	-3,6	-0,5	-1,5	0,9	-3,0	6,2	-0,1	0,3	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,7	-4,1	-0,3	-3,2	-0,4	-2,6	2,3	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,4	-3,8	-5,2	0,3	-4,2	0,2	-2,9	0,5	-3,2	-1,1	-2,9	2,5
2004	0,1	-3,7	-6,1	-0,3	-3,7	1,3	-3,0	-1,1	-2,5	-1,3	-2,9	2,1

Quellen: Aggregierte Daten für das Euro-Währungsgebiet von der EZB; Angaben zum Finanzierungssaldo der Mitgliedstaaten von der Europäischen Kommission.

- 1) Daten zu Einnahmen, Ausgaben und dem Finanzierungssaldo basieren auf dem ESVG 95. In den Angaben sind jedoch – soweit nicht anders gekennzeichnet – die Erlöse aus dem Verkauf der UMTS-Lizenzen des Jahres 2000 nicht berücksichtigt (der Finanzierungssaldo des Euro-Währungsgebiets einschließlich dieser Erlöse beträgt 0,1 % des BIP). Einschließlich Transaktionen, die den EU-Haushalt betreffen; konsolidierte Angaben. Transaktionen zwischen den Mitgliedstaaten sind nicht konsolidiert.
- 2) Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.
- 3) Umfassen Gesamtausgaben abzüglich Zinsausgaben.
- 4) Entsprechen Konsumausgaben (P 3) der öffentlichen Haushalte im ESVG 95.
- 5) Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen.

6.2 Verschuldung ¹⁾
 (in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldarten und Gläubigergruppen

	Insgesamt	Schuldart				Gläubiger				
		Münzen und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Inländische Gläubiger ²⁾				Sonstige Gläubiger ³⁾
						Zusammen	MFIs	Sonstige finanzielle Kapital- gesellschaften	Sonstige Sektoren	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1994	70,7	2,8	16,2	10,7	41,0	56,3	30,2	9,6	16,5	14,4
1995	74,9	2,8	17,9	10,1	44,1	58,6	32,8	8,7	17,1	16,2
1996	76,1	2,8	17,3	10,2	45,8	59,0	32,7	10,2	16,2	17,1
1997	75,5	2,7	16,3	9,0	47,4	56,7	31,0	11,8	13,9	18,7
1998	73,8	2,7	15,1	7,9	48,1	53,1	28,8	12,7	11,6	20,7
1999	72,8	2,9	14,3	6,8	48,9	48,5	27,1	9,7	11,7	24,4
2000	70,4	2,7	13,2	6,1	48,4	44,2	23,4	9,1	11,7	26,2
2001	69,4	2,7	12,5	6,3	48,0	42,2	22,1	8,3	11,7	27,3
2002	69,4	2,7	11,8	6,6	48,3	39,0	20,5	6,9	11,6	30,4
2003	70,7	2,1	11,8	8,2	48,5	38,8	20,6	7,3	10,8	31,9

2. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldnergruppen, Laufzeiten und Währungen

	Insgesamt	Schuldner ⁴⁾				Ursprungslaufzeit			Restlaufzeit			Währung	
		Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- siche- rung	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabler Zinssatz	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Mitglied- staats ⁵⁾	Sonstige Währun- gen
1994	70,7	58,9	5,3	5,9	0,6	12,3	58,3	7,2	17,8	27,1	25,7	68,3	2,3
1995	74,9	62,6	5,6	5,9	0,8	12,9	62,0	5,6	18,9	26,8	29,2	72,7	2,2
1996	76,1	63,8	6,0	5,7	0,5	12,2	63,9	5,3	20,5	25,8	29,7	74,1	2,0
1997	75,5	63,2	6,2	5,5	0,6	11,1	64,3	4,6	19,8	25,9	29,8	73,5	2,0
1998	73,8	62,0	6,2	5,3	0,4	9,4	64,4	4,8	17,1	26,9	29,8	72,0	1,8
1999	72,8	61,2	6,1	5,2	0,3	9,2	63,6	3,2	15,5	27,7	29,7	70,9	2,0
2000	70,4	59,1	6,0	5,0	0,3	8,2	62,2	2,9	15,3	28,3	26,8	68,6	1,8
2001	69,4	58,1	6,2	4,9	0,3	8,7	60,7	1,6	15,9	26,4	27,1	67,9	1,6
2002	69,4	57,8	6,4	4,8	0,3	9,1	60,3	1,6	16,8	25,3	27,3	68,0	1,4
2003	70,7	58,3	6,7	5,2	0,6	9,2	61,5	1,5	15,6	26,4	28,8	69,7	1,0

3. Länder des Euro-Währungsgebiets

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	108,0	59,4	114,8	57,8	57,0	35,8	110,7	7,2	52,9	67,1	55,9	43,8
2002	105,4	60,9	112,2	55,0	59,0	32,6	108,0	7,5	52,6	66,7	58,5	42,5
2003	100,0	64,2	109,3	51,4	63,9	32,0	106,3	7,1	54,3	65,4	60,1	45,3
2004	95,6	66,0	110,5	48,9	65,6	29,9	105,8	7,5	55,7	65,2	61,9	45,1

Quellen: Aggregierte Daten für das Euro-Währungsgebiet von der EZB; Angaben zur Verschuldung der Mitgliedstaaten von der Europäischen Kommission.

- 1) Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert nach Konsolidierung zwischen den Teilssektoren des Staates. Verbindlichkeiten gegenüber öffentlichen Haushalten gebietsfremder Staaten sind nicht konsolidiert. Daten teilweise geschätzt.
- 2) Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- 3) Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- 4) Konsolidiert um Schuldverhältnisse innerhalb der öffentlichen Haushalte eines Mitgliedstaats.
- 5) Vor 1999 einschließlich Schuldtiteln, die auf ECU, Inlandswährung oder eine der Währungen der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, lauten.

6.3 Veränderung der Verschuldung ¹⁾ (in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – nach Ursachen, Schuldarten und Gläubigergruppen

	Ins- gesamt	Ursache der Veränderung				Schuldarten				Gläubiger			Sonstige Gläubi- ger ⁷⁾
		Nettoneu- verschul- dung ²⁾	Bewer- tungs- effekte ³⁾	Sonstige Volumen- änderun- gen ⁴⁾	Aggre- gations- effekt ⁵⁾	Münzen und Einlagen	Kredite	Kurz- fristige Wert- papiere	Lang- fristige Wert- papiere	Inlän- dische Gläubi- ger ⁶⁾	MFIs	Sonstige finanzielle Kapital- gesell- schaften	
1995	7,7	5,2	0,4	2,4	-0,3	0,1	2,5	0,0	5,1	5,1	4,1	-0,4	2,6
1996	3,9	4,4	-0,2	0,1	-0,4	0,1	0,1	0,4	3,3	2,4	1,0	1,7	1,4
1997	2,3	2,3	0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	3,4	0,0	-0,4	2,0	2,3
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,5	-0,7	2,8	-1,1	-0,9	1,4	2,8
1999	1,9	1,5	0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-0,8	2,7	-2,6	-0,5	-2,6	4,5
2000	1,0	1,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,8	-2,0	-2,4	-0,1	3,0
2001	1,8	1,7	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,4	-0,5	2,1
2002	2,2	2,4	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,3	0,6	1,9	-1,8	-0,9	-1,1	4,0
2003	3,1	2,9	0,3	-0,1	0,0	-0,5	0,3	1,8	1,4	0,8	0,7	0,5	2,3

2. Euro-Währungsgebiet – Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung

Schulden- stands- änderung	Finanzie- rungs- saldo ⁸⁾	Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung ⁹⁾												
		Ins- gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)							Bewer- tungs- effekte	Wechsel- kurseffekte	Sonstige Volumen- änderungen	Sons- tige ¹⁰⁾	
			Zu- sammen	Bargeld und Einlagen	Wert- papiere ¹¹⁾	Kredite	Aktien und sonstige Anteils- rechte	Privati- sierungen	Kapital- erhö- hungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1995	7,7	-5,2	2,5	0,3	0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,4	0,2	0,4	-0,1	2,4	-0,6
1996	3,9	-4,3	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,7	-0,4	-0,4	0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,5	0,2	-0,4	-0,1
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,8	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
1999	1,9	-1,3	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,0	0,4
2000	1,0	0,1	1,1	0,6	0,7	0,1	0,2	-0,5	-0,4	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,4
2001	1,8	-1,7	0,1	-0,5	-0,6	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,4
2002	2,2	-2,4	-0,2	-0,4	0,0	0,1	0,1	-0,5	-0,4	0,2	-0,4	0,0	0,2	0,4
2003	3,1	-2,7	0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-0,2	-0,1	0,4

Quelle: EZB.

- 1) Daten teilweise geschätzt. Jährliche Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert in % des BIP: [Verschuldung (t) – Verschuldung (t-1)] / BIP (t).
- 2) Die Nettoverschuldung entspricht per Definition dem Saldo der Transaktionen in Schuldtiteln.
- 3) Neben den Auswirkungen von Wechselkursschwankungen auch einschließlich der Effekte aus der Bewertung zum Nennwert (z. B. Agios oder Disagios auf emittierte Wertpapiere).
- 4) Umfassen insbesondere den Einfluss von Reklassifizierungen von institutionellen Einheiten und bestimmter Arten von Schuldenübernahmen.
- 5) Die Differenz zwischen der Veränderung der aggregierten Verschuldung und der aggregierten Verschuldungsveränderung der einzelnen Mitgliedsländer beruht auf dem gewählten Verfahren zur Bereinigung um Schwankungen der zur Aggregation verwendeten Wechselkurse zwischen den Währungen des Euro-Währungsgebiets im Zeitraum vor 1999.
- 6) Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- 7) Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- 8) Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen.
- 9) Differenz zwischen der jährlichen Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert und dem Defizit in % des BIP.
- 10) Umfassen hauptsächlich Transaktionen in sonstigen Aktiva und Passiva (Handelskredite, sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten und Finanzderivate).
- 11) Ohne Finanzderivate.

6.4 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis ¹⁾
 (in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Einnahmen

	Insgesamt		Laufende Einnahmen					Vermögenswirksame Einnahmen		Nachrichtlich: Fiskalische Belastung ²⁾
	1	2	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Sozialbeiträge	Verkäufe	Vermögenseinkommen	8	Vermögenswirksame Steuern	
			3	4	5	6	7			
1999 Q1	44,1	43,6	10,8	13,3	16,0	2,0	0,7	0,5	0,3	40,3
1999 Q2	48,3	47,8	13,7	13,6	16,2	2,2	1,3	0,5	0,3	43,7
1999 Q3	45,2	44,7	11,9	13,1	16,1	2,1	0,7	0,5	0,3	41,3
1999 Q4	52,0	51,4	14,5	14,9	17,1	3,1	0,8	0,7	0,3	46,8
2000 Q1	44,0	43,5	11,2	13,2	15,7	1,9	0,7	0,5	0,3	40,4
2000 Q2	48,3	47,7	14,1	13,6	16,0	2,1	1,1	0,6	0,3	44,0
2000 Q3	44,9	44,4	12,1	12,8	16,0	2,0	0,8	0,4	0,3	41,1
2000 Q4	51,3	50,7	14,3	14,5	17,0	3,1	0,9	0,5	0,3	46,1
2001 Q1	43,0	42,5	10,7	12,9	15,5	1,8	0,8	0,4	0,2	39,4
2001 Q2	47,7	47,2	13,8	13,2	15,9	2,0	1,5	0,4	0,2	43,0
2001 Q3	44,4	44,0	11,9	12,5	15,8	1,9	0,8	0,4	0,3	40,6
2001 Q4	50,7	50,1	13,9	14,3	16,8	3,2	0,9	0,5	0,3	45,3
2002 Q1	42,7	42,2	10,4	13,0	15,7	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
2002 Q2	46,4	45,8	12,9	12,9	15,8	2,1	1,4	0,6	0,4	41,9
2002 Q3	44,5	44,0	11,5	13,0	15,8	2,0	0,7	0,4	0,3	40,5
2002 Q4	50,6	50,0	13,8	14,6	16,7	3,2	0,8	0,6	0,3	45,4
2003 Q1	42,7	42,2	10,0	13,1	15,9	1,7	0,7	0,5	0,2	39,2
2003 Q2	47,2	45,5	12,4	12,9	16,1	2,1	1,2	1,7	1,4	42,8
2003 Q3	43,9	43,4	11,1	12,9	15,9	1,9	0,7	0,5	0,3	40,2
2003 Q4	51,0	50,0	13,5	14,8	16,8	3,2	0,8	1,1	0,3	45,3
2004 Q1	42,2	41,7	9,8	13,0	15,7	1,7	0,6	0,5	0,3	38,8
2004 Q2	45,6	45,0	12,4	13,1	15,7	2,1	0,9	0,6	0,4	41,7
2004 Q3	43,5	43,1	11,0	12,8	15,7	2,0	0,7	0,4	0,3	39,9

2. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Ausgaben und vierteljährlicher Finanzierungssaldo

	Insgesamt		Laufende Ausgaben					Vermögenswirksame Ausgaben			Finanzierungssaldo	Primärsaldo	
	1	Zusammen	Arbeitnehmerentgelte	Vorleistungen	Zinsausgaben	Laufende Übertragungen	Sozialleistungen	Subventionen	9	Investitionen			Vermögens-transfers
1999 Q1	47,7	44,5	10,5	4,3	4,7	25,0	21,8	1,3	3,3	1,9	1,3	-3,6	1,0
1999 Q2	47,9	44,3	10,6	4,5	4,3	24,8	21,6	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,7
1999 Q3	47,7	44,1	10,3	4,5	4,2	25,1	21,6	1,6	3,7	2,5	1,1	-2,5	1,6
1999 Q4	51,7	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,9	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,2
2000 Q1	46,6	43,3	10,3	4,4	4,3	24,2	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,6	1,7
2000 Q2	47,1	43,6	10,5	4,6	4,0	24,5	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	1,2	5,2
2000 Q3	43,7	43,4	10,2	4,5	4,1	24,5	21,4	1,5	0,3	2,5	1,1	1,2	5,3
2000 Q4	50,8	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,7	1,6	3,9	3,2	1,5	0,4	4,3
2001 Q1	45,9	42,5	10,2	4,1	4,1	24,1	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,9	1,2
2001 Q2	47,1	43,6	10,5	4,7	4,0	24,5	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	0,6	4,6
2001 Q3	47,1	43,3	10,2	4,6	4,0	24,6	21,5	1,5	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,3
2001 Q4	52,5	47,4	11,3	5,6	3,8	26,7	23,0	1,6	5,1	3,2	1,8	-1,8	1,9
2002 Q1	46,5	43,0	10,5	4,2	3,8	24,6	21,6	1,2	3,4	2,0	1,4	-3,8	0,0
2002 Q2	47,6	44,1	10,5	4,9	3,7	24,9	21,7	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,1	2,6
2002 Q3	47,7	44,0	10,2	4,7	3,7	25,4	21,9	1,4	3,7	2,6	1,1	-3,2	0,5
2002 Q4	52,2	47,7	11,3	5,7	3,5	27,2	23,5	1,5	4,5	2,8	1,6	-1,5	2,0
2003 Q1	47,1	43,6	10,5	4,3	3,7	25,1	22,0	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,5	-0,8
2003 Q2	48,3	44,8	10,7	4,8	3,5	25,8	22,4	1,4	3,5	2,4	1,1	-1,1	2,4
2003 Q3	47,9	44,3	10,4	4,8	3,4	25,6	22,2	1,4	3,6	2,6	1,0	-4,0	-0,5
2003 Q4	52,5	47,7	11,3	5,8	3,3	27,4	23,8	1,5	4,8	3,3	1,5	-1,5	1,8
2004 Q1	46,6	43,3	10,4	4,3	3,4	25,2	21,9	1,1	3,3	2,1	1,3	-4,4	-1,1
2004 Q2	47,4	44,0	10,6	4,8	3,3	25,4	22,1	1,3	3,4	2,4	0,9	-1,8	1,5
2004 Q3	47,0	43,6	10,1	4,6	3,4	25,5	22,1	1,3	3,4	2,5	0,9	-3,4	-0,1

Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten und nationalen Statistiken.

- 1) Daten zu Einnahmen, Ausgaben und dem Finanzierungssaldo basieren auf dem ESVG 95. Ohne Transaktionen zwischen Ländern und dem EU-Haushalt. Eine Berücksichtigung dieser Transaktionen würde zu einem durchschnittlichen Anstieg der Einnahmen und Ausgaben um rund 0,2 % des BIP führen. Ansonsten stimmen die vierteljährlichen Daten abgesehen von Unterschieden im Hinblick auf den Datenstand zum jeweiligen Übermittlungszeitpunkt mit den Jahresdaten überein. Die Daten sind nicht saisonbereinigt.
- 2) Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.



AUSSENWIRTSCHAFT

7.1 Zahlungsbilanz

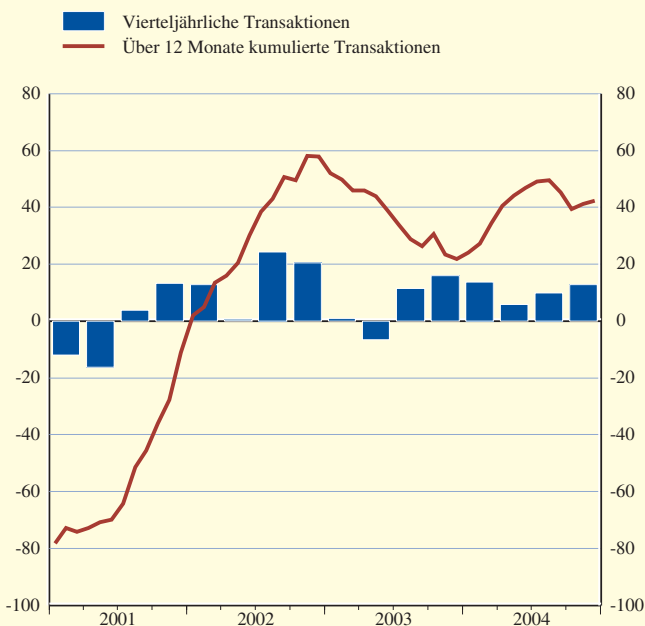
(in Mrd €; Nettotransaktionen)

1. Zahlungsbilanz – Gesamtübersicht

	Leistungsbilanz					Ver- mögens- übertra- gungen	Finanz- ierungssaldo gegenüber der übrigen Welt (Spalte 1+6)	Kapitalbilanz					Rest- posten	
	Insgesamt	Waren- handel	Dienst- leistun- gen	Erwerbs- und Ver- mögens- ein- kommen	Laufende Übertra- gungen			Insgesamt	Direkt- investi- tionen	Wert- papier- anlagen	Finanz- derivate	Übriger Kapital- verkehr		Wäh- rungs- reserven
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	57,8	128,9	16,0	-38,5	-48,6	10,2	68,0	-62,1	2,1	107,3	-10,9	-158,3	-2,3	-5,9
2003	21,8	105,3	17,9	-44,8	-56,5	13,2	35,0	-17,9	-3,4	41,7	-12,4	-73,7	29,9	-17,1
2004	42,3	105,8	21,8	-31,7	-53,7	15,8	58,1	-4,6	-37,9	55,8	-2,7	-32,1	12,4	-53,5
2003 Q4	15,9	29,9	5,0	-6,3	-12,7	7,5	23,4	-7,5	-8,7	9,3	-3,8	-18,0	13,6	-15,9
2004 Q1	13,6	28,6	0,1	-8,0	-7,0	3,6	17,2	-12,2	-23,6	-3,1	6,6	-1,5	9,4	-5,0
Q2	5,8	31,5	9,6	-18,9	-16,4	4,0	9,9	-0,2	-12,9	21,7	-0,4	-5,7	-2,8	-9,7
Q3	9,9	24,6	8,1	-5,1	-17,6	4,1	14,0	-4,1	5,3	3,6	-4,4	-11,9	3,4	-9,9
Q4	12,9	21,1	4,1	0,4	-12,7	4,1	17,0	11,9	-6,7	33,5	-4,4	-13,0	2,4	-28,9
2004 Jan.	-2,7	5,3	-1,0	-8,6	1,7	0,3	-2,4	-18,7	-7,2	-9,1	1,8	-1,1	-3,0	21,1
Febr.	5,4	9,8	0,4	-0,1	-4,7	2,1	7,5	18,2	9,1	13,3	1,3	-14,1	8,6	-25,7
März	11,0	13,6	0,7	0,7	-4,0	1,2	12,2	-11,7	-25,5	-7,2	3,5	13,8	3,7	-0,4
April	-0,2	9,8	1,8	-7,8	-4,0	0,8	0,6	-17,5	-1,9	-7,6	-1,1	-4,3	-2,7	17,0
Mai	1,6	10,2	4,0	-6,6	-5,8	2,3	4,0	11,4	0,0	-0,5	-0,8	12,1	0,7	-15,4
Juni	4,4	11,6	3,8	-4,4	-6,5	0,9	5,3	6,0	-11,0	29,8	1,5	-13,5	-0,8	-11,3
Juli	4,6	13,8	3,0	-6,0	-6,2	1,4	6,0	-18,1	-4,5	-41,4	-0,8	28,5	0,2	12,1
Aug.	3,8	5,8	2,2	1,0	-5,2	1,6	5,4	5,1	7,3	1,1	-6,4	-0,6	3,7	-10,5
Sept.	1,5	5,0	2,9	-0,2	-6,2	1,1	2,6	8,9	2,5	43,9	2,8	-39,8	-0,5	-11,5
Okt.	1,2	7,7	2,4	-3,3	-5,6	0,6	1,8	-21,5	-11,6	6,2	-3,3	-13,8	0,9	19,7
Nov.	4,4	5,9	1,0	2,0	-4,5	1,0	5,4	29,3	-0,8	-10,8	1,9	39,2	-0,1	-34,7
Dez.	7,3	7,6	0,7	1,7	-2,7	2,5	9,8	4,1	5,8	38,2	-3,0	-38,5	1,6	-13,9
2005 Jan.	-7,9	0,4	-0,3	-4,7	-3,3	1,0	-6,9	24,3	-13,1	-18,2	-3,9	60,9	-1,5	-17,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>														
2005 Jan.	37,1	101,0	22,5	-27,8	-58,7	16,6	53,6	38,4	-43,8	46,8	-8,4	29,9	13,9	-92,0

A26 Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz

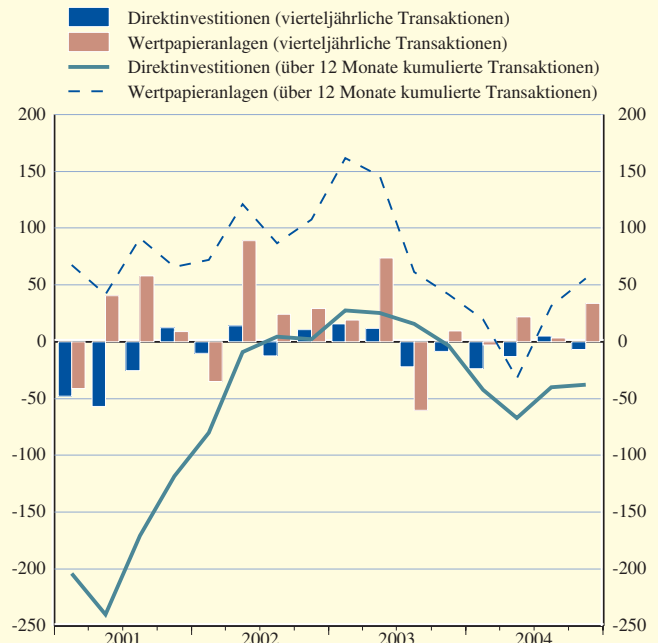
(in Mrd €)



Quelle: EZB.

A27 Zahlungsbilanz – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)

(in Mrd €)

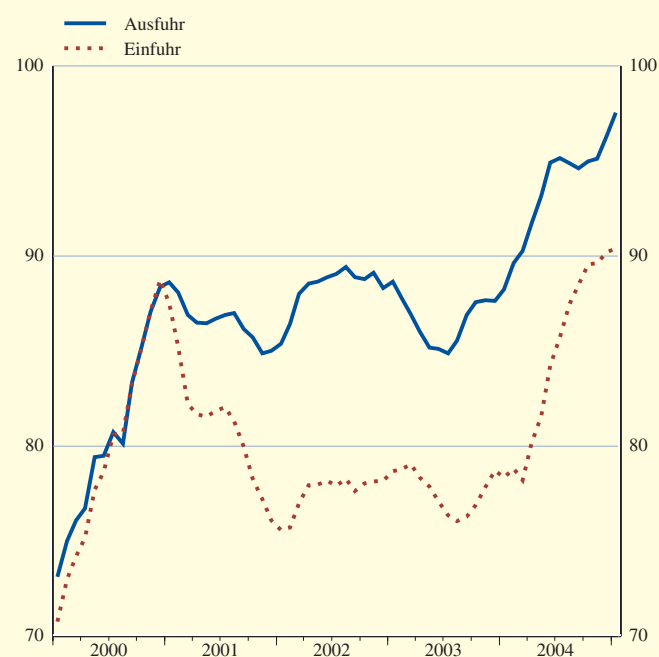


7.1 Zahlungsbilanz
(in Mrd €; Transaktionen)

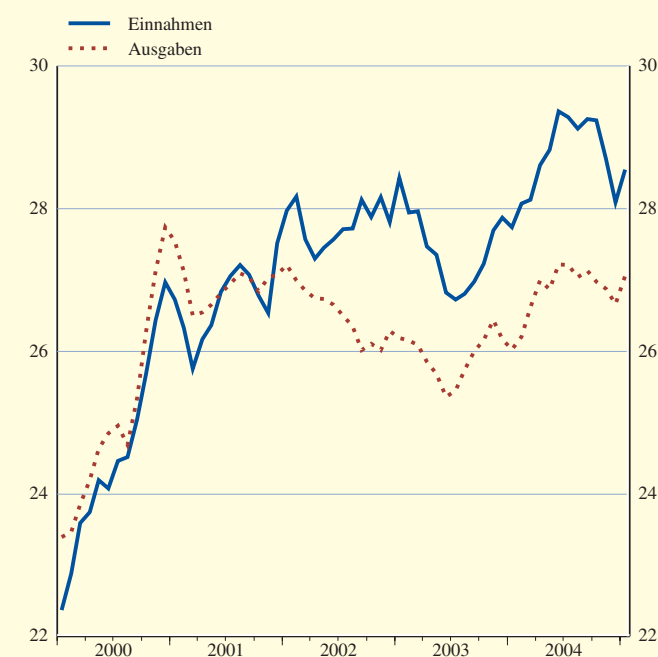
2. Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen

	Leistungsbilanz											Vermögensübertragungen	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Erwerbs- und Vermögenseinkommen		Laufende Übertragungen		Ein- nahmen	Ausgaben
	Ein- nahmen	Ausgaben	Saldo	Ausfuhr	Einfuhr	Ein- nahmen	Ausgaben	Ein- nahmen	Ausgaben	Ein- nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2002	1 721,5	1 663,6	57,8	1 062,9	934,0	333,5	317,5	239,6	278,1	85,4	133,9	19,2	9,0
2003	1 677,5	1 655,7	21,8	1 040,2	934,9	328,8	311,0	227,6	272,5	80,8	137,3	23,3	10,1
2004	1 799,3	1 757,1	42,3	1 130,9	1 025,0	345,1	323,3	242,4	274,0	81,1	134,8	21,7	5,9
2003 Q4	434,3	418,4	15,9	272,1	242,2	85,0	79,9	57,9	64,2	19,3	32,0	9,3	1,9
2004 Q1	430,2	416,5	13,6	265,9	237,3	76,0	75,9	56,6	64,7	31,7	38,7	5,1	1,6
Q2	454,2	448,4	5,8	285,7	254,2	88,8	79,2	64,2	83,1	15,5	31,9	5,3	1,3
Q3	448,8	438,9	9,9	280,5	255,9	94,6	86,5	57,9	63,0	15,9	33,5	5,6	1,5
Q4	466,1	453,2	12,9	298,8	277,6	85,7	81,6	63,7	63,3	18,0	30,7	5,7	1,6
2004 Nov.	152,3	147,9	4,4	101,0	95,1	26,6	25,6	19,3	17,3	5,5	10,0	1,4	0,4
Dez.	161,7	154,4	7,3	97,7	90,1	30,0	29,3	25,6	23,9	8,3	11,0	3,3	0,8
2005 Jan.	149,5	157,4	-7,9	87,3	86,9	25,9	26,3	18,7	23,4	17,6	20,9	1,6	0,6
	Saisonbereinigt												
2003 Q4	423,7	414,5	9,1	263,0	236,2	83,6	78,5	55,8	66,4	21,2	33,5	.	.
2004 Q1	434,8	418,5	16,3	270,8	234,7	84,4	79,8	59,4	68,8	20,2	35,2	.	.
Q2	453,3	438,1	15,2	284,8	252,7	88,1	81,7	59,8	71,4	20,6	32,3	.	.
Q3	452,3	448,6	3,7	283,8	265,5	87,8	81,4	60,7	66,9	20,0	34,8	.	.
Q4	454,8	449,5	5,3	289,0	270,6	84,3	80,0	61,7	66,2	19,9	32,7	.	.
2004 Mai	151,3	146,3	4,9	95,9	84,5	29,9	27,3	18,7	23,1	6,8	11,5	.	.
Juni	151,5	148,9	2,6	94,9	85,8	29,3	27,4	20,1	24,3	7,2	11,4	.	.
Juli	149,6	147,2	2,4	94,6	86,9	28,6	27,0	20,2	21,9	6,1	11,5	.	.
Aug.	151,8	150,0	1,8	95,1	89,7	29,4	26,8	20,1	21,6	7,1	11,9	.	.
Sept.	150,9	151,4	-0,5	94,1	88,9	29,7	27,7	20,3	23,4	6,7	11,4	.	.
Okt.	151,7	150,4	1,2	95,8	90,1	28,6	26,5	20,8	23,0	6,5	10,8	.	.
Nov.	150,5	149,3	1,2	95,5	89,9	27,8	26,5	20,8	22,0	6,4	10,9	.	.
Dez.	152,6	149,8	2,8	97,8	90,6	27,9	27,0	20,1	21,2	6,9	11,0	.	.
2005 Jan.	157,5	154,3	3,2	99,4	90,7	30,0	27,7	21,1	21,0	7,0	14,9	.	.

A28 Zahlungsbilanz – Warenhandel
(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



A29 Zahlungsbilanz – Dienstleistungen
(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

7.1 Zahlungsbilanz (in Mrd €)

3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen

(Transaktionen)

	Erwerbseinkommen		Vermögenseinkommen											
	Einnahmen	Ausgaben	Zusammen		Direktinvestitionen				Wertpapieranlagen				Übrige Vermögenseinkommen	
			Einnahmen	Ausgaben	Beteiligungskapital		Kredite		Dividendenwerte		Schuldverschreibungen		Einnahmen	Ausgaben
					Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	14,7	6,0	256,0	297,3	43,4	38,8	10,4	10,1	18,0	45,1	67,1	72,0	117,1	131,5
2002	14,8	6,2	224,8	271,9	47,2	48,7	8,2	7,1	19,8	52,3	66,2	70,4	83,4	93,4
2003	14,7	6,2	212,9	266,2	48,9	53,4	10,6	9,7	19,0	49,8	64,7	77,4	69,8	76,0
2003 Q3	3,7	1,7	51,6	63,6	11,7	14,4	2,4	1,8	4,6	10,3	16,7	20,5	16,1	16,6
Q4	3,9	1,6	54,1	62,6	13,7	13,0	3,1	3,2	4,7	9,7	16,8	17,2	15,8	19,6
2004 Q1	3,7	1,3	53,0	63,3	12,0	12,6	3,1	2,4	4,7	9,4	16,9	21,4	16,2	17,6
Q2	3,7	1,6	60,5	81,5	18,0	17,4	3,0	2,5	8,5	26,5	15,9	17,7	15,1	17,3
Q3	3,8	1,8	54,1	61,3	14,1	13,1	2,6	2,3	6,8	12,8	16,0	17,0	14,5	16,1

4. Direktinvestitionen

(Netto-transaktionen)

	Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets							Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet						
	Insgesamt	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)			Insgesamt	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)		
		Zusammen	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs		Zusammen	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs
2002	-175,1	-173,7	-19,8	-153,9	-1,5	0,0	-1,5	177,2	122,1	2,4	119,7	55,1	0,5	54,7
2003	-130,3	-106,9	2,2	-109,1	-23,4	-0,2	-23,2	126,9	109,6	2,8	106,8	17,3	0,1	17,2
2004	-104,9	-103,4	-17,7	-85,7	-1,5	0,0	-1,5	67,0	57,5	2,0	55,5	9,6	1,3	8,3
2003 Q4	-31,6	-19,3	1,6	-20,9	-12,3	0,2	-12,4	22,9	34,1	0,6	33,5	-11,2	0,5	-11,7
2004 Q1	-27,8	-21,3	-5,8	-15,5	-6,5	-0,1	-6,4	4,2	13,7	-0,6	14,3	-9,5	-0,3	-9,2
Q2	-28,6	-24,9	-3,6	-21,3	-3,7	0,0	-3,7	15,6	11,1	0,6	10,5	4,5	0,8	3,8
Q3	-12,2	-22,4	-1,1	-21,3	10,1	0,0	10,1	17,5	15,8	1,5	14,3	1,7	0,4	1,3
Q4	-36,4	-34,9	-7,2	-27,7	-1,5	0,1	-1,5	29,7	16,9	0,5	16,3	12,8	0,4	12,4
2004 Jan.	-9,4	-4,3	0,3	-4,6	-5,1	0,0	-5,1	2,2	7,8	0,2	7,5	-5,6	-0,1	-5,5
Febr.	-5,8	-3,2	-1,2	-2,0	-2,6	0,0	-2,6	14,9	4,7	0,3	4,4	10,3	-0,1	10,3
März	-12,6	-13,8	-4,9	-8,9	1,2	-0,1	1,3	-12,9	1,2	-1,2	2,4	-14,2	-0,1	-14,1
April	-15,1	-7,3	-0,4	-6,9	-7,8	0,1	-7,9	13,2	8,3	0,2	8,1	4,9	0,0	4,8
Mai	-2,3	-5,7	0,0	-5,7	3,5	0,0	3,5	2,2	3,4	0,3	3,1	-1,2	0,3	-1,5
Juni	-11,2	-11,9	-3,2	-8,7	0,7	0,0	0,7	0,2	-0,7	0,0	-0,7	0,8	0,4	0,5
Juli	-17,5	-14,7	0,1	-14,8	-2,8	0,0	-2,8	13,0	11,2	0,2	11,1	1,7	-0,1	1,8
Aug.	10,4	-5,9	0,2	-6,1	16,3	0,0	16,2	-3,0	-2,2	0,4	-2,5	-0,9	0,0	-0,9
Sept.	-5,1	-1,8	-1,3	-0,5	-3,3	0,0	-3,3	7,5	6,7	1,0	5,7	0,9	0,5	0,4
Okt.	-25,5	-15,6	0,2	-15,7	-9,9	0,0	-9,9	13,9	4,9	0,2	4,7	9,0	0,0	9,0
Nov.	-15,8	-13,6	-13,0	-0,6	-2,2	0,1	-2,3	15,0	5,8	0,1	5,7	9,2	0,4	8,8
Dez.	4,9	-5,7	5,6	-11,4	10,7	0,0	10,7	0,8	6,3	0,3	6,0	-5,4	0,0	-5,5
2005 Jan.	-10,9	-6,9	-0,9	-6,1	-3,9	0,0	-3,9	-2,2	3,0	0,2	2,9	-5,2	0,0	-5,3

Quelle: EZB.

7.1 Zahlungsbilanz
(in Mrd €; Transaktionen)

5. Wertpapieranlagen nach Instrumenten und Anlegergruppen

	Dividendenwerte				Schuldverschreibungen										
	Aktiva			Passiva	Anleihen				Geldmarktpapiere						
	Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs		Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs	Passiva	Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs	Passiva			
				Staat									Staat	Staat	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2002	-0,4	-7,6	-31,0	-4,4	85,5	-0,7	-17,4	-71,0	-0,9	157,2	2,0	-31,9	-19,5	-1,1	41,9
2003	-0,3	-12,9	-54,4	-2,6	117,5	-2,4	-45,1	-132,0	-0,2	188,7	0,2	-41,3	11,2	0,4	12,4
2004	0,0	-22,9	-42,5	.	127,3	1,4	-85,7	-68,8	.	200,5	-0,2	-40,9	-14,3	.	1,9
2003 Q4	0,0	-3,6	-21,9	-0,4	45,5	-0,4	-7,3	-18,9	-0,4	33,4	-0,2	-13,1	1,3	1,3	-5,6
2004 Q1	0,0	-6,0	-24,8	-0,9	24,5	-0,5	-26,3	-20,2	-0,6	42,1	-0,2	-10,6	-3,8	-1,1	22,7
Q2	0,0	-12,4	-3,6	-0,7	-4,8	0,3	-10,7	-17,8	-0,2	80,2	0,1	-5,0	-3,4	-2,4	-1,0
Q3	0,0	-2,5	-3,0	-0,6	38,9	0,7	-23,0	-15,2	-0,2	33,5	0,0	-14,7	-3,5	-0,6	-7,4
Q4	0,0	-2,0	-11,0	.	68,8	0,8	-25,7	-15,6	.	44,8	-0,1	-10,6	-3,5	.	-12,4
2004 Jan.	0,0	-3,4	-6,8	-	1,5	0,0	-13,0	-6,3	-	25,8	0,1	-15,5	-2,3	-	10,7
Febr.	0,1	-3,1	-6,7	-	20,5	0,0	-1,6	-1,4	-	11,0	-0,2	-5,5	-0,4	-	0,8
März	0,0	0,5	-11,4	-	2,5	-0,4	-11,6	-12,5	-	5,3	0,0	10,4	-1,1	-	11,2
April	0,0	-1,0	2,6	-	-20,1	0,2	-2,8	-5,8	-	38,0	0,0	-15,3	-3,9	-	0,5
Mai	0,0	-1,8	0,5	-	0,8	0,1	-7,3	-7,4	-	15,3	-0,2	2,6	0,7	-	-3,8
Juni	0,0	-9,7	-6,8	-	14,4	0,0	-0,5	-4,6	-	26,9	0,3	7,6	-0,3	-	2,3
Juli	0,0	-8,9	0,2	-	10,6	-0,3	-12,9	0,8	-	-11,3	0,3	-19,1	2,0	-	-2,7
Aug.	0,0	-4,2	-7,3	-	15,7	0,4	-12,0	-0,4	-	6,2	-0,2	-3,5	-0,9	-	7,3
Sept.	0,0	10,6	4,0	-	12,6	0,6	1,9	-15,6	-	38,5	-0,1	7,9	-4,6	-	-12,0
Okt.	0,0	-2,9	-3,3	-	16,3	0,3	-13,6	-5,1	-	15,6	-0,1	1,2	-3,9	-	1,8
Nov.	0,0	-10,8	-7,1	-	23,6	0,4	-9,9	-5,1	-	16,9	0,2	-13,2	0,8	-	-6,5
Dez.	0,0	11,8	-0,6	-	28,9	0,2	-2,2	-5,3	-	12,3	-0,2	1,5	-0,4	-	-7,7
2005 Jan.	0,0	-7,1	-8,9	-	10,5	-0,4	-26,0	-2,7	-	4,4	0,2	-3,1	-6,3	-	21,2

6. Übriger Kapitalverkehr nach Sektoren

	Insgesamt		Eurosistem		Staat		MFIs (ohne Eurosistem)						Übrige Sektoren				
	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Zusammen		Langfristig		Kurzfristig		Aktiva	Passiva			
							Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva					
	1	2	3	4	5	Bargeld und Einlagen	6	7	8	9	10	11	12	13	14	Bargeld und Einlagen	15	16
2002	-224,6	66,3	-0,9	19,3	0,1	-	-8,2	-168,0	25,8	-34,4	52,3	-133,6	-26,4	-55,8	-	29,3	
2003	-241,8	168,0	-0,8	10,2	-0,4	-	-3,8	-154,7	137,6	-59,8	66,0	-94,8	71,6	-85,9	-	24,0	
2004	-299,7	267,5	-0,4	7,0	-1,6	-1,5	-6,1	-260,7	245,5	-24,3	1,8	-236,5	243,7	-36,9	-18,9	21,2	
2003 Q4	-79,0	61,0	-0,7	-0,6	3,2	-	-4,6	-71,3	53,8	-16,5	18,1	-54,8	35,7	-10,1	-	12,4	
2004 Q1	-182,0	180,5	-0,6	-1,2	-0,6	-0,5	-6,4	-156,1	158,5	-10,5	0,4	-145,6	158,1	-24,7	-20,0	29,6	
Q2	-23,8	18,1	0,9	1,6	-4,8	-4,7	3,1	-5,5	22,3	-2,4	6,8	-3,1	15,5	-14,4	4,5	-8,8	
Q3	-19,9	7,9	-1,5	3,2	0,4	-0,2	2,2	-24,1	6,6	-7,8	-5,7	-16,3	12,3	5,4	-10,3	-4,1	
Q4	-73,9	60,9	0,8	3,4	3,4	3,9	-5,0	-75,0	58,0	-3,6	0,3	-71,5	57,8	-3,1	6,9	4,5	
2004 Jan.	-68,9	67,8	-0,5	2,6	-0,3	-0,3	-4,6	-62,6	76,4	-1,3	4,3	-61,3	72,1	-5,5	-4,1	-6,7	
Febr.	-28,8	14,6	-0,4	-4,3	0,4	0,3	-0,2	-23,8	16,6	-5,5	-0,6	-18,3	17,2	-5,1	-5,0	2,6	
März	-84,3	98,1	0,2	0,5	-0,7	-0,5	-1,5	-69,7	65,5	-3,7	-3,2	-66,0	68,7	-14,1	-10,8	33,7	
April	-52,5	48,3	0,6	0,6	-1,4	-1,2	-0,3	-50,5	54,3	-6,3	0,4	-44,1	53,9	-1,2	3,0	-6,4	
Mai	10,3	1,8	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,5	17,6	10,4	3,6	3,6	14,0	6,8	-7,0	4,5	-8,8	
Juni	18,5	-32,0	0,5	1,3	-3,2	-3,5	2,9	27,4	-42,5	0,4	2,7	27,0	-45,2	-6,2	-3,1	6,4	
Juli	55,7	-27,3	-0,3	1,5	-0,3	-0,5	-0,4	46,0	-12,7	3,1	-7,8	42,9	-4,9	10,3	1,7	-15,7	
Aug.	-32,2	31,6	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,1	-31,4	18,9	-5,8	2,4	-25,6	16,5	-0,4	-2,3	12,5	
Sept.	-43,4	3,7	-1,0	1,5	0,9	0,7	2,6	-38,7	0,4	-5,2	-0,2	-33,5	0,6	-4,6	-9,7	-0,9	
Okt.	-15,2	1,4	0,1	1,1	2,0	2,3	0,3	-9,9	-0,8	7,4	5,5	-17,3	-6,3	-7,4	-1,8	0,8	
Nov.	-68,7	107,9	0,5	1,9	-1,1	-0,7	-0,4	-60,3	96,9	-0,9	2,9	-59,4	94,0	-7,7	-1,0	9,4	
Dez.	10,0	-48,4	0,3	0,3	2,5	2,3	-4,9	-4,8	-38,2	-10,1	-8,2	5,3	-30,0	12,0	9,7	-5,7	
2005 Jan.	-50,2	111,1	0,7	3,9	-1,5	-1,2	2,6	-33,9	97,7	-15,1	16,6	-18,8	81,1	-15,5	-12,5	6,9	

Quelle: EZB.

7.1 Zahlungsbilanz

(in Mrd €; Transaktionen)

7. Übriger Kapitalverkehr nach Sektoren und Instrumenten

	Eurosystem				Staat							
	Aktiva		Passiva		Aktiva					Passiva		
	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva	Handels- kredite	Finanzkredite/Bargeld und Einlagen			Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva
						Zusammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	0,2	0,0	4,5	0,0	-0,1	4,4	-	-	-1,3	0,0	-0,5	0,1
2002	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-7,9	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,2	0,0	-0,1	0,6	-	-	-0,9	0,0	-4,1	0,3
2003 Q3	0,3	0,0	5,8	0,0	0,0	-0,1	-	-	-0,2	0,0	4,8	0,5
Q4	-0,7	0,0	-0,6	0,0	0,0	3,1	-	-	0,1	0,0	-4,1	-0,4
2004 Q1	-0,6	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,2	0,7	-0,5	-0,8	0,0	-6,1	-0,3
Q2	0,9	0,0	1,5	0,1	0,0	-4,4	0,4	-4,7	-0,5	0,0	2,8	0,2
Q3	-1,5	0,0	3,3	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,1	0,0	2,1	0,1

	MFIs (ohne Eurosystem)				Übrige Sektoren							
	Aktiva		Passiva		Aktiva					Passiva		
	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva	Handels- kredite	Finanzkredite/Bargeld und Einlagen			Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva
						Zusammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2001	-215,2	-14,0	222,8	10,2	-3,3	-30,2	-	-	-8,9	1,2	14,7	5,2
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-2,1	-50,1	-	-	-3,6	-3,6	26,3	6,6
2003	-154,1	-0,5	137,7	-0,1	0,2	-83,6	-	-	-2,5	3,3	21,4	-0,7
2003 Q3	88,4	-0,2	-6,9	-1,0	-0,1	-1,3	-	-	3,8	-1,5	-15,1	-4,8
Q4	-70,7	-0,6	53,6	0,2	-1,0	-8,6	-	-	-0,5	2,5	11,0	-1,1
2004 Q1	-153,6	-2,6	157,0	1,6	-2,5	-20,6	-0,6	-20,0	-1,7	4,8	24,6	0,3
Q2	-4,8	-0,6	22,3	0,0	-3,2	-10,3	-14,7	4,5	-0,9	1,6	-8,4	-2,0
Q3	-22,4	-1,7	5,1	1,5	1,8	4,4	14,7	-10,3	-0,8	0,0	-6,6	2,5

8. Währungsreserven

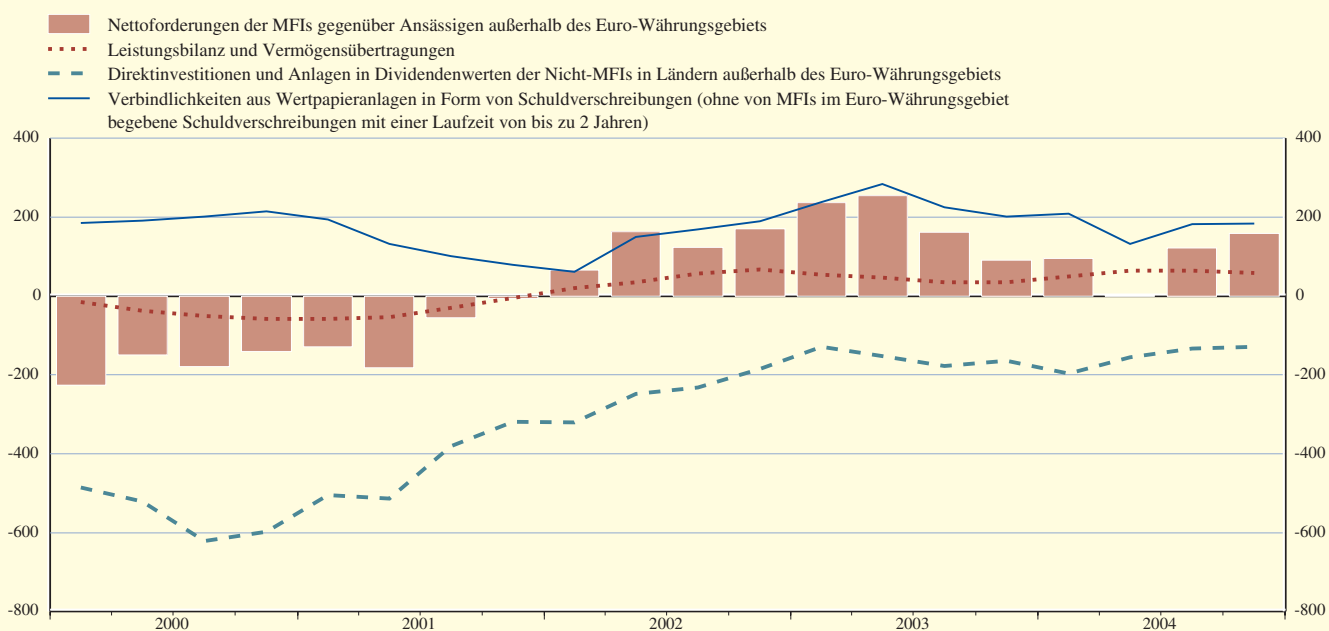
	Insgesamt	Monetäre Gold- reserven	Sonder- ziehungs- rechte	Reserve- position im IWF	Devisenreserven							Sonstige Reserven
					Zusammen	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere			Finanz- derivate	
						Bei Währungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Dividen- denwerte	Anleihen	Geldmarkt- papiere		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	17,8	0,6	-1,0	-4,2	22,5	10,0	-5,3	-1,1	20,4	-1,6	0,0	0,0
2002	-2,3	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,1	8,5	-0,2	0,0
2003	29,9	1,7	0,0	-1,6	29,8	-1,8	1,6	0,0	23,1	6,9	0,1	0,0
2003 Q3	2,0	0,1	0,0	-0,7	2,6	-1,1	4,1	0,0	-4,5	4,1	0,0	0,0
Q4	13,6	0,6	0,0	1,8	11,2	-1,0	-1,9	0,0	13,0	1,1	0,0	0,0
2004 Q1	9,4	-0,1	-0,1	0,7	8,7	0,8	1,8	0,5	8,1	-2,4	0,0	0,0
Q2	-2,8	0,5	0,1	0,6	-4,0	-3,3	2,2	0,0	5,4	-8,4	0,1	0,0
Q3	3,4	0,0	-0,1	1,5	2,0	2,6	-3,6	0,0	1,0	2,1	0,0	0,0

Quelle: EZB.

7.2 Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz
(in Mrd €; Transaktionen)

	Zahlungsbilanzposten zum Ausgleich der transaktionsbedingten Veränderungen des externen Gegenpostens zu M3											Nachrichtlich: Transaktionsbedingte Veränderungen des Auslandsgegenpostens zu M3
	Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen	Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen			Übriger Kapitalverkehr		Finanzderivate	Restposten	Gesamtsumme der Spalten 1 bis 10	
		Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets (Nicht-MFIs)	Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet	Aktiva Nicht-MFIs	Passiva		Aktiva Nicht-MFIs	Passiva Nicht-MFIs				
					Dividendenwerte ¹⁾	Schuldverschreibungen ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	68,0	-155,4	176,8	-121,5	49,2	189,4	-55,7	21,1	-10,9	-5,9	155,2	170,7
2003	35,0	-132,4	126,8	-175,2	121,8	201,4	-86,3	20,2	-12,4	-17,1	81,9	91,1
2004	58,1	-87,2	65,7	-125,6	117,3	183,4	-38,5	15,1	-2,7	-53,5	132,0	158,2
2003 Q4	23,4	-33,3	22,4	-39,5	41,9	19,2	-7,0	7,8	-3,8	-15,9	15,3	17,6
2004 Q1	17,2	-21,9	4,5	-48,8	8,1	57,6	-25,3	23,3	6,6	-5,0	16,3	39,7
Q2	9,9	-25,0	14,9	-24,8	-5,0	68,2	-19,3	-5,8	-0,4	-9,7	2,9	0,8
Q3	14,0	-11,2	17,1	-21,8	37,9	37,6	5,8	-1,9	-4,4	-9,9	63,2	64,5
Q4	17,0	-29,2	29,3	-30,2	76,2	20,0	0,2	-0,5	-4,4	-28,9	49,6	53,2
2004 Jan.	-2,4	-9,7	2,3	-15,4	-6,5	33,7	-5,8	-11,3	1,8	21,1	7,8	23,5
Febr.	7,5	-4,6	15,0	-8,5	20,5	7,5	-4,6	2,4	1,3	-25,7	10,7	9,0
März	12,2	-7,6	-12,8	-25,0	-5,8	16,4	-14,8	32,2	3,5	-0,4	-2,2	7,2
April	0,6	-14,7	13,1	-7,0	-22,9	31,3	-2,6	-6,7	-1,1	17,0	6,9	7,0
Mai	4,0	-2,2	1,9	-6,2	4,1	8,7	-7,2	-8,4	-0,8	-15,4	-21,5	-20,7
Juni	5,3	-8,0	-0,2	-11,6	13,8	28,2	-9,4	9,2	1,5	-11,3	17,6	14,5
Juli	6,0	-17,6	13,1	2,9	6,3	-12,7	10,0	-16,1	-0,8	12,1	3,1	-0,7
Aug.	5,4	10,2	-3,0	-8,5	15,5	14,7	-0,6	12,5	-6,4	-10,5	29,2	30,3
Sept.	2,6	-3,8	7,0	-16,2	16,2	35,7	-3,7	1,7	2,8	-11,5	30,9	34,9
Okt.	1,8	-25,6	13,9	-12,4	14,9	14,7	-5,4	1,1	-3,3	19,7	19,4	20,4
Nov.	5,4	-2,9	14,6	-11,5	27,6	7,7	-8,9	9,0	1,9	-34,7	8,3	10,0
Dez.	9,8	-0,7	0,8	-6,3	33,7	-2,4	14,5	-10,6	-3,0	-13,9	21,9	22,8
2005 Jan.	-6,9	-10,0	-2,3	-17,9	7,5	20,5	-17,0	9,5	-3,9	-17,4	-37,7	-20,7
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2005 Jan.	53,6	-87,5	61,2	-128,1	131,4	170,2	-49,7	35,9	-8,4	-92,0	86,5	114,0

A30 Wichtige Zahlungsbilanztransaktionen und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets (in Mrd €; über 12 Monate kumulierte Transaktionen)



Quelle: EZB.

1) Ohne Geldmarktfondsanteile.

2) Ohne von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren.

7.3 Geographische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus (in Mrd €)

1. Zahlungsbilanz: Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen

(kumulierte Transaktionen)

	Insgesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Andere
		Insgesamt	Dänemark	Schweden	Vereinigtes Königreich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Institutionen					
2003 Q4 bis 2004 Q3	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Einnahmen												
Leistungsbilanz	1 767,5	654,5	35,3	57,3	354,5	148,9	58,5	23,2	46,9	121,0	298,9	623,1
Warenhandel	1 104,1	383,6	24,3	39,7	197,2	122,2	0,2	14,1	32,5	62,1	167,3	444,5
Dienstleistungen	344,4	126,3	6,9	9,8	89,7	15,7	4,3	4,2	9,9	34,4	69,7	99,8
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	236,7	83,9	3,8	7,3	58,2	9,8	4,8	4,4	4,1	18,9	54,8	70,5
Darunter:												
Vermögenseinkommen	221,6	79,3	3,7	7,2	56,9	9,7	1,8	4,3	4,1	12,7	53,0	68,3
Laufende Übertragungen	82,3	60,6	0,4	0,5	9,4	1,2	49,2	0,4	0,3	5,6	7,1	8,3
Vermögensübertragungen	25,3	22,8	0,0	0,0	0,6	0,1	22,1	0,0	0,0	0,4	1,2	0,9
Ausgaben												
Leistungsbilanz	1 722,3	584,2	33,3	54,4	287,9	126,8	81,7	18,2	81,2	115,6	255,0	668,1
Warenhandel	989,6	301,4	23,5	37,3	137,9	102,7	0,0	8,5	50,3	50,2	107,2	472,0
Dienstleistungen	321,6	99,4	6,1	7,7	66,9	18,5	0,2	4,6	7,0	28,3	74,0	108,4
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	275,0	94,9	3,4	8,7	75,2	4,0	3,6	3,6	23,6	32,2	64,2	56,5
Darunter:												
Vermögenseinkommen	268,7	91,7	3,4	8,6	74,3	2,0	3,6	3,5	23,5	31,7	63,4	55,0
Laufende Übertragungen	136,1	88,5	0,3	0,7	7,9	1,5	78,0	1,5	0,3	5,0	9,6	31,2
Vermögensübertragungen	6,2	1,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2	0,4	4,5
Saldo												
Leistungsbilanz	45,3	70,3	2,0	2,9	66,5	22,2	-23,2	5,0	-34,4	5,4	43,9	-45,0
Warenhandel	114,6	82,2	0,8	2,4	59,3	19,5	0,2	5,7	-17,8	11,8	60,1	-27,4
Dienstleistungen	22,8	26,9	0,8	2,0	22,8	-2,8	4,1	-0,4	2,9	6,1	-4,2	-8,6
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-38,3	-10,9	0,4	-1,3	-17,0	5,8	1,2	0,8	-19,5	-13,3	-9,4	13,9
Darunter:												
Vermögenseinkommen	-47,1	-12,5	0,3	-1,4	-17,4	7,7	-1,7	0,9	-19,4	-19,0	-10,3	13,3
Laufende Übertragungen	-53,8	-27,9	0,0	-0,2	1,4	-0,3	-28,8	-1,1	-0,1	0,6	-2,5	-22,8
Vermögensübertragungen	19,2	21,8	0,0	0,0	0,3	-0,1	21,7	0,0	0,0	0,2	0,8	-3,6

2. Zahlungsbilanz: Direktinvestitionen

(kumulierte Transaktionen)

	Insgesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Andere
		Insgesamt	Dänemark	Schweden	Vereinigtes Königreich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Institutionen						
2003 Q4 bis 2004 Q3	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Direktinvestitionen	-39,9	-31,4	0,9	-1,9	-29,0	-1,5	0,1	4,7	-6,4	14,8	10,4	-5,7	-26,3
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-100,2	-48,3	-0,7	-5,8	-38,8	-3,1	0,0	1,2	-9,1	4,0	-0,5	-19,6	-28,0
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-87,8	-38,2	-2,1	-6,2	-22,6	-7,3	0,0	0,8	-5,2	3,1	-18,7	-12,9	-16,7
Sonstige Anlagen	-12,3	-10,1	1,5	0,4	-16,2	4,2	0,0	0,4	-3,8	1,0	18,2	-6,7	-11,3
Im Euro-Währungsgebiet	60,2	16,9	1,6	3,9	9,8	1,6	0,1	3,4	2,7	10,8	10,9	13,9	1,7
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	74,6	37,0	1,5	1,9	33,2	0,3	0,1	2,8	1,9	9,6	13,1	10,6	-0,4
Sonstige Anlagen	-14,4	-20,0	0,1	2,0	-23,4	1,3	0,0	0,6	0,7	1,2	-2,2	3,3	2,1

Quelle: EZB.

7.3 Geographische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus
(in Mrd €)

3. Zahlungsbilanz: Wertpapieranlagen (Aktiva) nach Instrumenten

(kumulierte Transaktionen)

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörnd)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Andere
		Ins- gesamt	Däne- mark	Schwe- den	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Insti- tutionen						
2003 Q4 bis 2004 Q3	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Wertpapieranlagen (Aktiva)	-270,3	-102,4	-0,4	-9,8	-73,8	-12,9	-5,5	-7,1	-36,1	-0,3	-60,3	-20,2	-44,0
Dividendenwerte	-77,9	-8,5	2,1	-1,4	-7,8	-1,1	-0,1	-2,4	-17,7	0,6	-16,6	-13,0	-20,4
Schuldverschreibungen	-192,4	-93,9	-2,5	-8,4	-66,0	-11,8	-5,3	-4,7	-18,4	-0,9	-43,6	-7,2	-23,6
Anleihen	-139,2	-69,1	-0,3	-5,6	-48,1	-9,3	-5,7	-4,4	-7,6	-0,8	-38,4	2,5	-21,5
Geldmarktpapiere	-53,2	-24,9	-2,1	-2,8	-17,8	-2,4	0,3	-0,1	-10,8	-0,1	-5,3	-9,6	-2,1

4. Zahlungsbilanz: Übriger Kapitalverkehr nach Sektoren

(kumulierte Transaktionen)

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörnd)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Inter- nationale Organi- sationen	Andere
		Ins- gesamt	Däne- mark	Schwe- den	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Insti- tutionen							
2003 Q4 bis 2004 Q3	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Übriger Kapitalverkehr	-37,1	-76,5	-0,3	-15,6	-69,2	-0,6	9,2	0,6	8,5	2,6	36,3	-43,8	2,2	33,0
Aktiva	-304,7	-239,4	-7,8	-17,4	-202,2	-12,3	0,3	-0,9	-1,1	-2,3	-18,4	-36,5	-4,0	-2,1
Staat	-1,9	-2,5	0,0	0,0	-2,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	-1,6	1,7
MFIs	-259,0	-199,7	-5,8	-13,7	-168,5	-12,2	0,4	-0,2	-2,6	-0,6	-29,7	-19,3	-2,2	-4,5
Übrige Sektoren	-43,9	-37,2	-2,0	-3,7	-31,1	-0,3	-0,1	-0,6	1,5	-1,8	10,8	-17,1	-0,1	0,7
Passiva	267,6	162,9	7,5	1,8	133,0	11,7	8,9	1,5	9,6	4,9	54,7	-7,3	6,2	35,1
Staat	-5,7	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,0	0,0	-0,7	-0,5	0,7	0,0	0,2	0,7
MFIs	244,2	158,1	7,4	0,5	129,5	9,8	11,0	1,1	7,1	1,0	40,3	-6,2	6,2	36,5
Übrige Sektoren	29,1	10,8	0,1	1,2	3,5	1,9	4,0	0,4	3,2	4,5	13,7	-1,2	-0,2	-2,1

5. Auslandsvermögensstatus

(Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörnd)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Inter- nationale Organi- sationen	Andere
		Ins- gesamt	Däne- mark	Schwe- den	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Insti- tutionen							
2003	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Direktinvestitionen	79,7	-250,1	1,8	-11,1	-346,3	105,6	-0,1	33,0	5,0	71,2	-3,3	-40,2	-0,1	264,2
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	2 110,4	683,3	25,9	63,5	485,0	108,8	0,0	73,0	53,6	231,6	492,8	218,5	0,0	357,6
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	1 647,3	524,9	22,6	40,3	377,0	85,0	0,0	59,5	45,4	171,4	350,5	206,0	0,0	289,5
Sonstige Anlagen	463,1	158,3	3,4	23,2	107,9	23,8	0,0	13,5	8,2	60,1	142,3	12,5	0,0	68,0
Im Euro-Währungsgebiet	2 030,7	933,4	24,2	74,6	831,2	3,2	0,1	39,9	48,7	160,4	496,2	258,7	0,1	93,4
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	1 474,4	732,2	18,9	60,2	650,8	2,3	0,0	37,5	38,4	109,7	347,0	135,1	0,1	74,2
Sonstige Anlagen	556,4	201,1	5,2	14,4	180,5	1,0	0,1	2,4	10,2	50,7	149,1	123,6	0,0	19,1
Wertpapieranlagen (Aktiva)	2 607,4	799,4	48,3	91,7	568,3	45,0	46,1	57,0	117,5	84,7	960,3	284,5	27,8	276,2
Dividendenwerte	1 054,6	267,4	8,3	26,0	223,5	9,6	0,0	6,8	80,7	75,7	441,6	74,9	0,5	107,0
Schuldverschreibungen	1 552,8	532,0	40,0	65,7	344,8	35,5	46,1	50,2	36,8	9,0	518,7	209,6	27,3	169,2
Anleihen	1 317,0	433,8	37,5	53,6	262,3	34,9	45,5	49,0	35,2	7,9	423,6	197,0	26,2	144,2
Geldmarktpapiere	235,8	98,2	2,5	12,0	82,4	0,6	0,6	1,2	1,6	1,2	95,0	12,5	1,1	25,0
Übrige Anlagen	-314,8	-76,5	33,5	18,1	23,4	12,2	-163,8	2,1	14,1	-52,5	-71,8	-239,6	-6,8	116,1
Aktiva	2 587,3	1 240,7	49,9	49,1	1 064,8	72,5	4,5	14,2	86,4	170,6	368,4	229,7	38,9	438,4
Staat	92,7	9,4	0,0	0,0	4,2	2,4	2,8	0,0	0,3	0,1	2,8	1,1	33,2	45,8
MFIs	1 768,1	961,8	42,2	33,1	834,2	51,7	0,7	6,8	70,3	109,0	233,9	153,0	5,1	228,1
Übrige Sektoren	726,4	269,5	7,7	16,0	226,4	18,4	1,0	7,3	15,8	61,5	131,7	75,6	0,5	164,5
Passiva	2 902,1	1 317,2	16,3	31,0	1 041,4	60,3	168,2	12,1	72,3	223,1	440,1	469,3	45,6	322,3
Staat	43,5	25,6	0,0	0,1	4,1	0,2	21,1	0,0	1,6	0,3	5,2	0,3	3,0	7,6
MFIs	2 333,1	1 012,1	13,2	15,5	816,6	48,3	118,5	6,7	50,6	192,0	350,7	436,2	41,3	243,5
Übrige Sektoren	525,5	279,5	3,2	15,3	220,7	11,8	28,6	5,4	20,1	30,8	84,3	32,8	1,4	71,2

Quelle: EZB.

7.4 Auslandsvermögensstatus (einschließlich Währungsreserven) (soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

1. Auslandsvermögensstatus – Gesamtübersicht

	Insgesamt 1	Insgesamt in % des BIP 2	Direkt- investitionen 3	Wertpapier- anlagen 4	Finanzderivate 5	Übrige Anlagen 6	Währungs- reserven 7
Netto-Auslandsvermögensstatus							
2000	-506,9	-7,7	369,9	-832,7	2,0	-437,3	391,2
2001	-398,8	-5,8	410,2	-820,8	2,5	-383,4	392,7
2002	-618,0	-8,7	204,2	-879,0	-12,0	-297,2	366,1
2003	-759,6	-10,5	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
Aktiva							
2000	6 763,5	102,8	1 632,4	2 327,7	105,8	2 306,4	391,2
2001	7 628,1	111,4	1 951,4	2 515,0	129,9	2 639,2	392,7
2002	7 260,6	102,5	1 877,4	2 302,6	135,9	2 578,6	366,1
2003	7 768,2	106,9	2 110,4	2 607,4	156,6	2 587,3	306,5
In % der Aktiva insgesamt							
2003	100,0	-	27,2	33,6	2,0	33,3	3,9
Passiva							
2000	7 270,3	110,5	1 262,5	3 160,4	103,8	2 743,7	-
2001	8 026,9	117,2	1 541,2	3 335,8	127,4	3 022,6	-
2002	7 878,6	111,3	1 673,2	3 181,6	147,9	2 875,9	-
2003	8 527,8	117,4	2 030,7	3 430,9	164,1	2 902,1	-
In % der Passiva insgesamt							
2003	100,0	-	23,8	40,2	1,9	34,0	-

2. Direktinvestitionen

	Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets						Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet					
	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)			Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)		
	Zusammen 1	MFIs ohne Eurosystem 2	Nicht-MFIs 3	Zusammen 4	MFIs ohne Eurosystem 5	Nicht-MFIs 6	Zusammen 7	MFIs ohne Eurosystem 8	Nicht-MFIs 9	Zusammen 10	MFIs ohne Eurosystem 11	Nicht-MFIs 12
2000	1 284,7	115,2	1 169,5	347,7	1,7	346,0	976,6	32,1	944,4	285,9	1,8	284,2
2001	1 555,8	124,6	1 431,2	395,6	0,8	394,8	1 175,1	32,5	1 142,6	366,1	2,8	363,3
2002	1 544,1	127,7	1 416,4	333,3	0,3	333,0	1 264,6	37,1	1 227,5	408,6	2,9	405,7
2003	1 647,3	114,8	1 532,5	463,1	0,4	462,7	1 474,4	47,6	1 426,8	556,4	2,9	553,5

3. Wertpapieranlagen (Aktiva) nach Instrumenten und Anlegergruppen

	Dividendenwerte					Schuldverschreibungen										
	Aktiva				Passiva 5	Anleihen				Passiva 10	Geldmarktpapiere					
	Euro- system 1	MFIs ohne Euro- system 2	Nicht-MFIs			Euro- system 6	MFIs ohne Euro- system 7	Nicht-MFIs			Euro- system 11	MFIs ohne Euro- system 12	Nicht-MFIs		Passiva 15	
			Staat 3	Übrige Sektoren 4				Staat 8	Übrige Sektoren 9				Staat 13	Übrige Sektoren 14		
2000	0,5	43,6	5,7	1 105,2	1 620,1	3,1	335,3	5,7	704,4	1 372,7	0,5	87,5	0,1	36,2	167,5	
2001	0,6	38,5	6,7	1 070,9	1 640,5	2,0	424,8	8,2	783,6	1 514,8	2,8	135,1	0,2	41,6	180,5	
2002	0,7	43,8	8,3	800,5	1 366,1	6,4	404,8	8,0	787,2	1 628,8	1,2	193,8	1,3	46,7	186,7	
2003	1,8	52,6	11,5	988,8	1 516,2	8,3	463,7	8,0	837,1	1 701,3	1,1	184,8	0,6	49,2	213,4	

Quelle: EZB.

7.4 Auslandsvermögensstatus (einschließlich Währungsreserven)
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

4. Übrige Anlagen nach Instrumenten

	Eurosistem				Staat							
	Aktiva		Passiva		Aktiva				Passiva			
	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva	Handels- kredite	Finanzkredite/Bargeld und Einlagen			Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanzkredite	Sonstige Passiva
						Zu- sammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2000	2,9	0,1	41,8	0,3	2,8	77,5	-	-	53,5	0,2	47,2	12,1
2001	3,0	0,1	40,5	0,2	3,1	68,6	-	-	55,8	0,2	44,8	12,3
2002	3,4	0,1	57,2	0,2	1,3	58,7	-	-	54,4	0,1	42,8	13,5
2003	4,2	0,6	65,3	0,2	1,4	53,2	49,1	4,1	38,1	0,0	39,7	3,8

	MFIs (ohne Eurosistem)				Übrige Sektoren							
	Aktiva		Passiva		Aktiva				Passiva			
	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva	Handels- kredite	Finanzkredite/Bargeld und Einlagen			Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanzkredite	Sonstige Passiva
						Zu- sammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2000	1 422,4	37,1	2 128,1	42,2	173,5	435,7	-	-	100,9	109,2	322,8	39,8
2001	1 666,6	48,8	2 364,6	49,3	176,3	515,8	-	-	101,2	109,6	360,2	40,9
2002	1 631,3	55,3	2 197,7	42,9	183,6	496,7	-	-	93,9	102,6	369,3	49,6
2003	1 731,1	32,3	2 238,8	28,8	176,4	470,4	148,7	321,6	79,6	103,0	377,6	44,9

5. Währungsreserven

	Währungsreserven													Nachrichtlich		
	Ins- gesamt	Monetäre Goldreserven		Sonder- zie- hungs- rechte	Re- serve- posi- tion im IWF	Devisenreserven							Sons- tige Reser- ven	Forde- rungen in Fremd- währung an Ansässige im Euro- Wäh- rungs- gebiet	Feststehende kurzfristige Netto- abflüsse in Fremd- währung	
		In Mrd €	Feinunzen (in Mio)			Zu- sammen	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere			Finanz- derivate				
							Bei Wäh- rungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Zu- sammen	Divi- denden- werte	Anlei- hen					Geld- markt- papiere
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Eurosistem															
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	0,9	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 Q2	301,4	127,8	392,324	4,6	22,4	146,7	11,4	27,6	107,1	-	-	-	0,6	0,0	18,3	-10,2
2004 Q3	298,2	131,4	392,200	4,6	20,5	141,8	8,0	31,2	102,5	-	-	-	0,1	0,0	19,1	-8,5
2004 Dez.	279,6	125,4	389,998	3,9	18,6	131,6	11,5	25,5	94,6	-	-	-	0,1	0,0	19,1	-12,8
2005 Jan.	289,0	126,1	389,435	4,0	18,8	140,1	10,2	30,1	99,8	-	-	-	0,0	0,0	19,9	-14,4
2005 Febr.	283,2	127,6	388,411	4,0	18,3	133,4	9,2	26,7	97,4	-	-	-	0,0	0,0	20,5	-11,5
	Darunter im Bestand der Europäischen Zentralbank															
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004 Q2	37,4	8,0	24,656	0,2	0,0	29,2	1,5	3,7	24,0	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-0,5
2004 Q3	38,0	8,3	24,656	0,2	0,0	29,6	0,9	6,8	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,0	-1,0
2004 Dez.	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005 Jan.	36,3	8,0	24,656	0,2	0,0	28,2	2,0	4,8	21,5	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-1,3
2005 Febr.	34,9	8,1	24,656	0,2	0,0	26,6	1,6	3,7	21,3	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4

Quelle: EZB.

7.5 Warenhandel

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

1. Werte, Volumen und Durchschnittswerte nach Warengruppen

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)						
	Ausfuhren	Einfuhren	Zusammen			Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:				
			Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter		Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)														
2001	6,1	-0,7	1 062,6	506,0	234,9	289,2	932,5	1 014,6	579,1	179,0	228,5	741,0	107,7	
2002	2,0	-3,0	1 083,9	512,6	227,9	309,6	949,4	984,8	559,5	163,3	234,2	717,5	105,2	
2003	-2,2	0,5	1 058,7	501,1	222,8	300,4	924,9	988,0	554,2	164,1	240,9	715,5	109,1	
2004	8,4	8,6	1 144,7	538,6	241,7	309,6	987,3	1 071,6	594,2	177,3	252,0	759,1	127,5	
2003 Q3	-2,2	-1,0	265,4	125,8	56,5	75,4	232,9	243,1	135,4	39,6	60,3	176,5	26,8	
Q4	-0,4	1,5	269,6	125,9	57,6	76,4	233,4	249,9	139,0	42,2	61,6	180,8	27,0	
2004 Q1	4,6	-0,2	277,4	130,4	58,7	75,7	241,0	251,1	137,6	41,8	62,2	182,1	26,2	
Q2	11,8	8,8	286,5	134,7	59,6	78,8	245,8	263,4	145,6	44,4	62,2	186,0	29,3	
Q3	8,7	14,3	288,8	137,0	61,2	78,5	249,6	277,0	156,2	44,8	64,0	194,0	36,1	
Q4	8,5	12,0	291,8	136,5	62,2	76,7	250,8	280,2	154,9	46,3	63,5	197,0	35,8	
2004 Aug.	12,5	20,5	96,2	46,1	20,3	26,0	82,7	93,3	53,2	15,3	21,7	64,9	12,4	
Sept.	6,3	14,2	96,3	45,3	20,4	26,1	83,4	92,4	52,1	15,1	21,2	64,9	12,8	
Okt.	3,0	7,1	96,2	45,3	20,8	25,4	82,4	93,5	50,9	15,3	21,4	65,0	12,9	
Nov.	14,3	18,1	98,1	45,9	20,7	26,0	84,3	94,1	52,7	15,8	21,3	66,6	12,1	
Dez.	9,0	11,2	97,6	45,3	20,8	25,2	84,2	92,6	51,3	15,2	20,8	65,3	10,7	
2005 Jan.	7,7	12,7	97,8	46,2	20,7	26,7	85,7	94,3	50,4	15,5	21,5	66,7	11,0	
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)														
2001	5,1	-0,8	105,0	102,1	108,4	107,9	105,5	98,8	99,3	96,4	100,6	98,0	99,3	
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	115,1	108,3	98,3	98,8	89,7	104,1	96,5	101,4	
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,0	114,9	109,3	101,7	100,5	95,2	110,4	100,1	104,9	
2004	8,3	5,9	117,8	113,5	118,2	118,5	117,1	107,5	102,1	104,5	116,6	106,0	104,2	
2003 Q3	0,8	2,4	109,7	106,8	110,4	115,7	110,5	101,0	99,7	92,4	110,9	99,4	109,4	
Q4	3,0	5,5	112,0	107,3	112,2	117,5	111,4	103,9	102,0	98,3	113,7	102,1	106,5	
2004 Q1	7,5	4,6	115,7	111,8	115,6	116,9	115,5	105,2	101,1	99,1	116,1	103,3	101,3	
Q2	11,2	5,7	117,8	113,7	116,2	120,0	116,5	106,6	101,6	104,0	115,3	104,0	100,3	
Q3	7,3	8,1	117,8	114,5	118,9	119,6	117,6	108,8	104,1	104,6	117,3	107,1	113,0	
Q4	7,4	5,4	120,0	114,1	121,9	117,6	119,0	109,6	101,6	110,3	117,7	109,6	102,1	
2004 Aug.	10,3	13,9	117,3	115,2	117,2	119,4	116,8	109,8	105,9	107,6	119,5	107,8	113,4	
Sept.	5,4	8,5	118,1	113,7	119,0	119,5	118,0	108,8	103,9	107,0	117,4	107,9	118,1	
Okt.	2,0	-0,2	118,5	113,7	121,6	117,1	117,2	109,1	99,1	108,8	119,2	108,4	106,4	
Nov.	12,2	10,8	120,1	114,1	121,5	118,9	119,3	109,8	102,9	112,6	118,3	111,0	101,0	
Dez.	8,5	6,0	121,2	114,5	122,6	116,7	120,3	109,8	102,8	109,6	115,5	109,5	99,0	
2005 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Durchschnittswertindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)														
2001	1,1	0,3	101,0	100,7	100,1	102,1	100,9	100,2	98,7	101,5	102,9	101,7	88,6	
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,8	99,6	101,9	100,0	84,6	
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0	
2004	0,0	2,5	96,9	96,3	94,5	99,5	96,2	97,2	98,5	92,8	97,9	96,2	99,4	
2003 Q3	-3,0	-3,3	96,5	95,7	94,6	99,2	96,2	94,0	92,0	93,6	98,4	95,5	79,9	
Q4	-3,2	-3,7	96,1	95,3	94,9	99,1	95,7	93,9	92,2	93,8	98,1	95,2	82,5	
2004 Q1	-2,7	-4,6	95,7	94,8	93,8	98,7	95,3	93,2	92,1	92,2	97,1	94,8	84,3	
Q2	0,4	3,0	97,1	96,2	94,8	100,0	96,4	96,5	97,0	93,3	97,8	96,1	95,1	
Q3	1,3	5,8	97,8	97,2	95,2	99,9	96,9	99,4	101,5	93,7	98,8	97,4	104,2	
Q4	1,1	6,3	97,1	97,2	94,3	99,3	96,3	99,8	103,2	91,8	97,8	96,6	114,1	
2004 Aug.	2,1	5,8	98,2	97,6	95,9	99,7	97,1	99,5	102,1	93,0	98,6	97,1	106,7	
Sept.	0,8	5,2	97,6	97,0	95,2	99,8	96,9	99,5	101,9	92,8	98,2	97,0	105,7	
Okt.	0,9	7,3	97,2	97,1	94,8	99,2	96,3	100,4	104,3	92,2	97,5	96,7	118,7	
Nov.	1,9	6,6	97,8	98,1	94,3	99,8	96,8	100,3	103,9	92,2	98,0	96,9	117,6	
Dez.	0,4	4,9	96,4	96,3	93,8	98,9	95,9	98,8	101,4	91,1	97,8	96,2	105,9	
2005 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Volumenindizes und Saisonbereinigung der Durchschnittswertindizes).

7.5 Warenhandel

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; saisonbereinigt)

2. Geographische Aufschlüsselung

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)				Russland	Schweiz	Türkei	Ver- einigte Staaten	Asien			Afrika	Latein- amerika	Andere Staaten
		Däne- mark	Schwe- den	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Staaten					China	Japan	Andere asiatische Staaten			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<i>Ausfuhren (fob)</i>															
2001	1 062,6	24,4	37,0	202,5	105,9	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,3	60,5	49,9	93,3
2002	1 083,9	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,6	43,4	100,5
2003	1 058,7	24,9	38,7	194,9	117,7	29,2	63,4	24,9	166,4	35,3	31,3	135,4	59,6	37,9	99,2
2004	1 144,7	25,4	41,6	202,6	126,3	35,5	66,0	31,8	173,5	40,2	33,0	149,5	63,4	40,1	115,7
2003 Q3	265,4	6,3	9,7	48,2	30,5	7,6	15,3	6,5	41,6	9,2	7,8	34,2	15,1	9,1	24,4
2003 Q4	269,6	6,1	9,8	49,7	29,7	7,4	15,9	6,8	41,5	9,0	8,1	34,2	15,1	8,9	27,5
2004 Q1	277,4	6,1	10,1	49,1	31,1	8,0	15,5	7,9	42,4	9,8	8,4	36,8	15,2	9,6	27,6
2004 Q2	286,5	6,3	10,4	50,3	31,6	9,1	16,3	8,2	43,9	10,4	8,0	36,8	15,7	9,9	29,8
2004 Q3	288,8	6,4	10,5	51,7	31,1	9,3	17,2	8,0	43,3	9,9	8,4	38,6	16,7	10,3	27,4
2004 Q4	291,8	6,6	10,7	51,5	32,6	9,1	17,1	7,7	43,9	10,1	8,1	37,3	15,8	10,4	30,9
2004 Aug.	96,2	2,2	3,5	17,0	10,5	3,1	5,6	2,6	14,5	3,1	2,8	12,8	5,5	3,4	9,6
2004 Sept.	96,3	2,2	3,5	17,3	10,6	3,1	5,7	2,7	14,3	3,3	2,8	12,4	5,5	3,5	9,4
2004 Okt.	96,2	2,2	3,6	17,3	11,0	2,9	5,5	2,6	14,3	3,4	2,6	12,3	5,4	3,3	9,7
2004 Nov.	98,1	2,2	3,6	17,7	10,9	3,1	5,7	2,5	14,7	3,3	2,7	12,3	5,1	3,7	10,6
2004 Dez.	97,6	2,2	3,6	16,5	10,7	3,1	5,8	2,6	14,9	3,4	2,8	12,6	5,3	3,4	10,6
2005 Jan.	97,8	2,2	3,5	17,8	11,1	3,2	6,0	2,7	15,0	3,4	2,8	13,7	5,5	3,7	7,4
<i>In % der Ausfuhren insgesamt</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,7	11,0	3,1	5,8	2,8	15,2	3,5	2,9	13,1	5,5	3,5	10,1
<i>Einfuhren (cif)</i>															
2001	1 014,6	22,0	35,6	154,6	88,9	42,8	52,9	16,7	138,7	57,5	58,6	150,5	74,0	41,0	80,7
2002	984,8	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,8	52,7	142,8	67,9	39,4	81,0
2003	988,0	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,4	74,3	52,2	141,5	68,9	39,8	82,1
2004	1 071,6	24,2	39,2	141,3	107,3	56,1	53,4	22,7	113,4	91,6	53,4	162,8	71,9	44,7	89,4
2003 Q3	243,1	5,8	9,1	33,8	25,4	11,7	12,3	4,8	27,3	18,6	12,6	34,5	17,0	9,7	20,5
2003 Q4	249,9	5,9	9,4	34,5	27,0	11,9	12,4	5,0	26,6	20,0	13,0	36,1	16,5	10,6	21,1
2004 Q1	251,1	6,0	9,4	33,6	26,8	12,3	12,7	5,1	26,1	20,7	13,4	35,2	16,5	10,7	22,7
2004 Q2	263,4	5,8	9,8	34,4	26,3	13,6	13,2	5,5	29,9	22,1	12,8	41,0	17,0	10,8	21,0
2004 Q3	277,0	6,2	10,0	37,4	26,7	14,3	13,7	6,0	28,9	23,7	13,7	43,3	18,9	11,5	22,5
2004 Q4	280,2	6,2	10,0	35,9	27,5	15,9	13,8	6,1	28,6	25,1	13,4	43,3	19,5	11,7	23,1
2004 Aug.	93,3	2,1	3,4	12,8	9,0	4,7	4,5	2,0	9,7	7,9	4,6	15,0	6,4	3,9	7,3
2004 Sept.	92,4	2,1	3,3	12,2	9,1	5,2	4,6	2,1	9,5	8,0	4,5	14,3	6,3	3,9	7,3
2004 Okt.	93,5	2,2	3,3	12,3	9,1	5,1	4,6	2,0	9,5	8,2	4,3	13,1	6,6	3,8	9,4
2004 Nov.	94,1	2,2	3,4	12,3	9,2	5,5	4,6	2,0	9,5	8,5	4,6	14,8	6,8	3,9	6,6
2004 Dez.	92,6	1,8	3,3	11,2	9,2	5,3	4,6	2,1	9,6	8,4	4,5	15,4	6,1	4,0	7,1
2005 Jan.	94,3	2,3	3,3	13,0	9,5	4,6	4,6	2,1	9,6	8,6	4,5	12,7	6,5	4,1	9,0
<i>In % der Einfuhren insgesamt</i>															
2004	100,0	2,3	3,7	13,2	10,0	5,2	5,0	2,1	10,6	8,5	5,0	15,2	6,7	4,2	8,4
<i>Saldo</i>															
2001	48,0	2,3	1,4	47,9	17,0	-18,1	13,5	1,2	41,5	-32,3	-24,0	-10,2	-13,6	8,9	12,5
2002	99,1	2,3	1,5	56,1	18,6	-15,0	12,0	3,8	58,5	-31,9	-19,7	-2,3	-8,3	4,0	19,5
2003	70,7	1,1	1,8	56,0	15,6	-18,2	13,0	5,5	56,1	-39,1	-20,9	-6,1	-9,4	-1,8	17,1
2004	73,1	1,1	2,4	61,3	19,0	-20,6	12,6	9,0	60,1	-51,4	-20,4	-13,3	-8,5	-4,6	26,3
2003 Q3	22,3	0,5	0,6	14,4	5,1	-4,0	2,9	1,7	14,3	-9,5	-4,8	-0,2	-1,9	-0,6	3,9
2003 Q4	19,7	0,2	0,5	15,2	2,6	-4,6	3,5	1,8	14,9	-11,0	-4,9	-1,8	-1,4	-1,6	6,3
2004 Q1	26,3	0,2	0,7	15,5	4,3	-4,2	2,8	2,8	16,3	-10,9	-5,0	1,6	-1,3	-1,1	4,8
2004 Q2	23,2	0,5	0,6	15,9	5,3	-4,6	3,0	2,7	14,0	-11,8	-4,8	-4,2	-1,2	-1,0	8,8
2004 Q3	11,9	0,2	0,4	14,3	4,4	-5,0	3,5	2,0	14,4	-13,8	-5,3	-4,7	-2,2	-1,3	4,9
2004 Q4	11,7	0,3	0,7	15,6	5,1	-6,8	3,2	1,6	15,3	-15,0	-5,3	-6,1	-3,7	-1,3	7,8
2004 Aug.	2,9	0,1	0,1	4,2	1,5	-1,6	1,1	0,6	4,8	-4,8	-1,8	-2,2	-0,9	-0,5	2,3
2004 Sept.	3,9	0,1	0,2	5,0	1,5	-2,1	1,0	0,6	4,8	-4,6	-1,7	-1,9	-0,8	-0,4	2,1
2004 Okt.	2,7	0,0	0,2	5,0	1,9	-2,2	1,0	0,6	4,8	-4,8	-1,7	-0,7	-1,2	-0,5	0,3
2004 Nov.	4,0	0,0	0,2	5,4	1,7	-2,4	1,1	0,4	5,2	-5,2	-1,9	-2,5	-1,6	-0,2	4,0
2004 Dez.	4,9	0,4	0,3	5,2	1,5	-2,1	1,2	0,6	5,3	-4,9	-1,7	-2,8	-0,8	-0,6	3,5
2005 Jan.	3,5	-0,1	0,2	4,8	1,5	-1,4	1,3	0,6	5,4	-5,1	-1,8	1,0	-1,0	-0,4	-1,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Saldo und Spalte 5, 12 und 15).



WECHSELKURSE

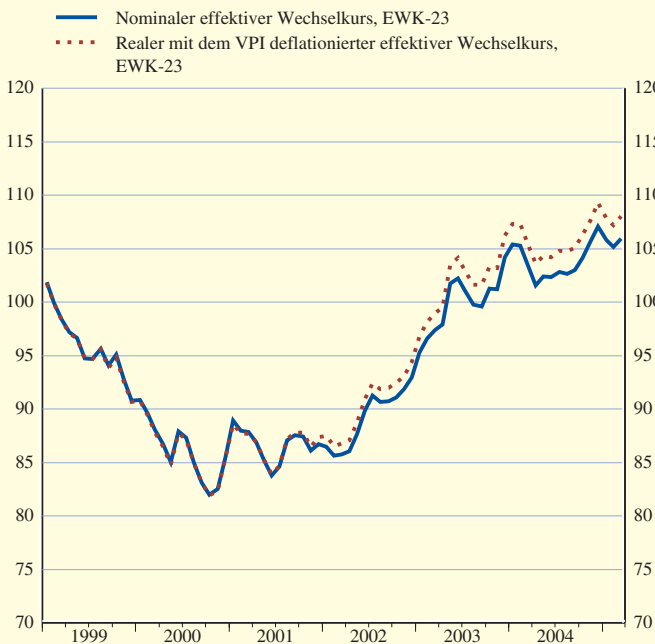
8.1 Effektive Wechselkurse¹⁾

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Index 1999 Q1 = 100)

	EWK-23						EWK-42		
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8	
2002	89,2	90,3	91,9	90,3	87,9	88,4	94,8	90,8	
2003	99,9	101,7	102,2	101,5	99,1	99,5	106,6	101,6	
2004	103,8	105,8	105,3	105,9	102,8	102,9	111,0	105,4	
2004 Q1	104,7	106,7	106,4	106,5	104,3	104,3	111,6	106,1	
Q2	102,1	104,1	103,6	104,3	101,3	101,3	109,2	103,7	
Q3	102,8	104,9	104,4	104,9	101,6	101,7	110,1	104,5	
Q4	105,7	107,7	106,8	107,7	104,2	104,2	113,0	107,1	
2005 Q1	105,7	107,7	107,2	.	.	.	112,6	106,5	
2004 März	103,4	105,4	105,2	-	-	-	110,2	104,7	
April	101,6	103,6	103,3	-	-	-	108,3	103,0	
Mai	102,4	104,4	103,9	-	-	-	109,5	104,1	
Juni	102,3	104,2	103,7	-	-	-	109,6	104,0	
Juli	102,8	104,8	104,4	-	-	-	110,1	104,5	
Aug.	102,7	104,7	104,3	-	-	-	109,9	104,4	
Sept.	103,0	105,1	104,5	-	-	-	110,3	104,7	
Okt.	104,2	106,3	105,4	-	-	-	111,5	105,8	
Nov.	105,6	107,6	106,6	-	-	-	113,1	107,1	
Dez.	107,1	109,3	108,4	-	-	-	114,4	108,4	
2005 Jan.	105,8	107,9	107,2	-	-	-	112,9	106,8	
Febr.	105,1	107,2	106,6	-	-	-	111,9	105,8	
März	106,0	108,1	107,6	-	-	-	112,9	106,7	
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2005 März	0,8	0,8	0,9	-	-	-	0,8	0,8	
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2005 März	2,5	2,5	2,2	-	-	-	2,5	1,9	

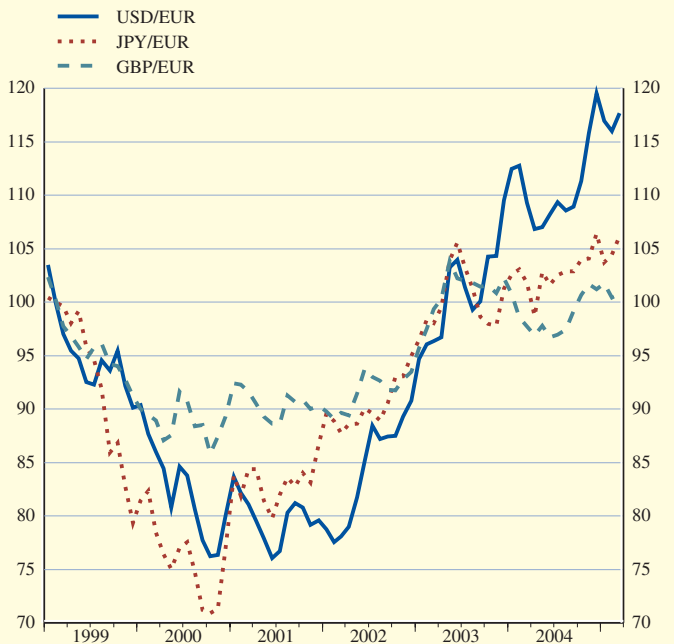
A31 Effektive Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index 1999 Q1 = 100)



A32 Bilaterale Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

1) Die Abgrenzung der Handelspartnergruppen und weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

8.2 Bilaterale Wechselkurse

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Einheiten der nationalen Währungen pro Euro)

	US-Dollar	Pfund Sterling	Japanischer Yen	Schweizer Franken	Schwedische Krone	(Süd-)Koreanischer Won	Hongkong-Dollar	Dänische Krone	Singapur-Dollar	Kanadischer Dollar	Norwegische Krone	Australischer Dollar	Isländische Krone	Neuseeländischer Dollar	Südafrikanischer Rand
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2002	0,9456	0,62883	118,06	1,4670	9,1611	1 175,50	7,3750	7,4305	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376	86,18	2,0366	9,9072
2003	1,1312	0,69199	130,97	1,5212	9,1242	1 346,90	8,8079	7,4307	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379	86,65	1,9438	8,5317
2004	1,2439	0,67866	134,44	1,5438	9,1243	1 422,62	9,6881	7,4399	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905	87,14	1,8731	8,0092
2004 Q1	1,2497	0,67987	133,97	1,5686	9,1843	1 464,18	9,7201	7,4495	2,1179	1,6482	8,6310	1,6337	87,22	1,8532	8,4768
Q2	1,2046	0,66704	132,20	1,5374	9,1450	1 400,41	9,3925	7,4393	2,0518	1,6374	8,2634	1,6907	87,70	1,9180	7,9465
Q3	1,2220	0,67216	134,38	1,5363	9,1581	1 411,03	9,5310	7,4367	2,0867	1,5998	8,3890	1,7226	87,48	1,8701	7,7869
Q4	1,2977	0,69507	137,11	1,5335	9,0128	1 415,11	10,0964	7,4343	2,1481	1,5835	8,1987	1,7132	86,19	1,8526	7,8379
2005 Q1	1,3113	0,69362	137,01	1,5488	9,0736	1 340,74	10,2257	7,4433	2,1452	1,6083	8,2388	1,6878	80,67	1,8299	7,8793
2004 März	1,2262	0,67124	133,13	1,5670	9,2346	1 429,40	9,5547	7,4493	2,0838	1,6314	8,5407	1,6370	87,23	1,8566	8,1326
April	1,1985	0,66533	129,08	1,5547	9,1653	1 381,58	9,3451	7,4436	2,0193	1,6068	8,2976	1,6142	87,59	1,8727	7,8890
Mai	1,2007	0,67157	134,48	1,5400	9,1277	1 412,29	9,3618	7,4405	2,0541	1,6541	8,2074	1,7033	87,97	1,9484	8,1432
Juni	1,2138	0,66428	132,86	1,5192	9,1430	1 406,18	9,4648	7,4342	2,0791	1,6492	8,2856	1,7483	87,55	1,9301	7,8110
Juli	1,2266	0,66576	134,08	1,5270	9,1962	1 420,66	9,5672	7,4355	2,0995	1,6220	8,4751	1,7135	87,71	1,8961	7,5137
Aug.	1,2176	0,66942	134,54	1,5387	9,1861	1 409,37	9,4968	7,4365	2,0886	1,6007	8,3315	1,7147	87,08	1,8604	7,8527
Sept.	1,2218	0,68130	134,51	1,5431	9,0920	1 403,06	9,5290	7,4381	2,0719	1,5767	8,3604	1,7396	87,65	1,8538	7,9943
Okt.	1,2490	0,69144	135,97	1,5426	9,0620	1 426,19	9,7284	7,4379	2,0947	1,5600	8,2349	1,7049	87,58	1,8280	7,9861
Nov.	1,2991	0,69862	136,09	1,5216	8,9981	1 411,15	10,1028	7,4313	2,1446	1,5540	8,1412	1,6867	87,15	1,8540	7,8566
Dez.	1,3408	0,69500	139,14	1,5364	8,9819	1 408,77	10,4264	7,4338	2,2002	1,6333	8,2207	1,7462	83,99	1,8299	7,6847
2005 Jan.	1,3119	0,69867	135,63	1,5469	9,0476	1 362,01	10,2269	7,4405	2,1501	1,6060	8,2125	1,7147	82,12	1,8620	7,8386
Febr.	1,3014	0,68968	136,55	1,5501	9,0852	1 330,26	10,1507	7,4427	2,1327	1,6128	8,3199	1,6670	80,74	1,8192	7,8337
März	1,3201	0,69233	138,83	1,5494	9,0884	1 329,44	10,2960	7,4466	2,1522	1,6064	8,1880	1,6806	79,15	1,8081	7,9635
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>														
2005 März	1,4	0,4	1,7	0,0	0,0	-0,1	1,4	0,1	0,9	-0,4	-1,6	0,8	-2,0	-0,6	1,7
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>														
2005 März	7,7	3,1	4,3	-1,1	-1,6	-7,0	7,8	0,0	3,3	-1,5	-4,1	2,7	-9,3	-2,6	-2,1
	Zypernpfund	Tschechische Krone	Estnische Krone	Ungarischer Forint	Litauischer Litas	Lettischer Lats	Maltesische Lira	Polnischer Zloty	Slowenischer Tolar	Slowakische Krone	Bulgarischer Lew	Rumänischer Leu	Neue Türkische Lira ¹⁾		
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28		
2002	0,57530	30,804	15,6466	242,96	3,4594	0,5810	0,4089	3,8574	225,9772	42,694	1,9492	31 270	1 439 680		
2003	0,58409	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37 551	1 694 851		
2004	0,58185	31,891	15,6466	251,66	3,4529	0,6652	0,4280	4,5268	239,0874	40,022	1,9533	40 510	1 777 052		
2004 Q1	0,58615	32,860	15,6466	260,00	3,4530	0,6664	0,4283	4,7763	237,6479	40,556	1,9517	40 550	1 665 395		
Q2	0,58480	32,022	15,6466	252,16	3,4528	0,6542	0,4255	4,6877	238,8648	40,076	1,9493	40 664	1 759 532		
Q3	0,57902	31,593	15,6466	248,80	3,4528	0,6597	0,4266	4,4236	239,9533	40,020	1,9559	40 994	1 807 510		
Q4	0,57769	31,125	15,6466	245,94	3,4528	0,6801	0,4314	4,2342	239,8298	39,454	1,9559	39 839	1 871 592		
2005 Q1	0,58267	30,012	15,6466	245,01	3,4528	0,6962	0,4316	4,0267	239,7361	38,294	1,9559	37 069	1,7412		
2004 April	0,58630	32,519	15,6466	250,41	3,4529	0,6502	0,4251	4,7597	238,4520	40,151	1,9465	40 683	1 637 423		
Mai	0,58589	31,976	15,6466	252,91	3,4528	0,6557	0,4259	4,7209	238,7400	40,164	1,9464	40 554	1 818 487		
Juni	0,58239	31,614	15,6466	253,02	3,4528	0,6565	0,4254	4,5906	239,3591	39,923	1,9547	40 753	1 814 266		
Juli	0,58171	31,545	15,6466	249,89	3,4528	0,6596	0,4259	4,4651	239,9023	39,899	1,9558	40 962	1 784 116		
Aug.	0,57838	31,634	15,6466	248,85	3,4528	0,6586	0,4261	4,4310	239,9900	40,111	1,9559	40 946	1 799 918		
Sept.	0,57696	31,601	15,6466	247,66	3,4528	0,6610	0,4277	4,3748	239,9677	40,049	1,9559	41 075	1 838 497		
Okt.	0,57595	31,491	15,6466	246,69	3,4528	0,6690	0,4297	4,3182	239,9067	39,997	1,9559	41 082	1 860 247		
Nov.	0,57789	31,286	15,6466	245,36	3,4528	0,6803	0,4319	4,2573	239,7891	39,546	1,9559	39 848	1 883 365		
Dez.	0,57909	30,636	15,6466	245,80	3,4528	0,6900	0,4325	4,1354	239,7987	38,872	1,9559	38 696	1 870 690		
2005 Jan.	0,58170	30,304	15,6466	246,48	3,4528	0,6963	0,4322	4,0794	239,7719	38,573	1,9559	38 168	1,7784		
Febr.	0,58315	29,957	15,6466	243,69	3,4528	0,6961	0,4309	3,9867	239,7355	38,044	1,9559	36 733	1,7104		
März	0,58319	29,771	15,6466	244,81	3,4528	0,6961	0,4317	4,0123	239,7010	38,253	1,9559	36 292	1,7333		
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>														
2005 März	0,0	-0,6	0,0	0,5	0,0	0,0	0,2	0,6	0,0	0,5	0,0	-1,2	1,3		
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>														
2005 März	-0,5	-9,7	0,0	-3,4	0,0	5,5	1,2	-15,8	0,7	-5,3	0,5	-9,3	-		

Quelle: EZB.

1) Die Angaben vor Januar 2005 beziehen sich auf die türkische Lira; 1 000 000 türkische Lira entsprechen 1 Neuen türkischen Lira.



ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

9.1 In anderen EU-Mitgliedstaaten

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

1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Tschechische Republik	Dänemark	Estland	Zypern	Lettland	Litauen	Ungarn	Malta	Polen	Slowenien	Slowakei	Schweden	Vereinigtes Königreich
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
HVPI													
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	1,9	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,4	1,0	1,3
2004 Q2	2,5	0,8	3,2	1,2	5,8	0,5	7,4	3,3	3,4	3,8	8,0	1,2	1,4
Q3	3,0	1,0	3,9	2,5	7,4	2,3	7,0	3,0	4,7	3,6	7,2	1,2	1,2
Q4	2,7	1,2	4,4	2,8	7,2	3,0	5,9	2,2	4,5	3,5	6,0	1,1	1,4
2004 Okt.	3,1	1,6	4,0	2,0	7,2	3,1	6,4	2,7	4,6	3,4	6,3	1,4	1,2
Nov.	2,6	1,0	4,4	2,6	7,2	2,9	5,7	1,9	4,5	3,8	6,0	1,1	1,5
Dez.	2,5	1,0	4,8	3,9	7,4	2,8	5,5	1,9	4,4	3,3	5,8	0,9	1,6
2005 Jan.	1,5	0,8	4,2	2,8	6,7	2,8	3,9	1,9	3,8	2,3	3,1	0,5	1,6
Febr.	1,4	1,0	4,6	2,4	7,0	3,2	3,4	2,5	3,5	2,8	2,6	1,2	1,6
Finanzierungssaldo des Staats in % des BIP													
2002	-6,8	1,7	1,4	-4,5	-2,7	-1,5	-8,5	-5,9	-3,6	-2,4	-5,7	-0,3	-1,7
2003	-11,7	1,2	3,1	-6,3	-1,5	-1,9	-6,2	-10,5	-4,5	-2,0	-3,7	0,2	-3,4
2004	-3,0	2,8	1,8	-4,2	-0,8	-2,5	-4,5	-5,2	-4,8	-1,9	-3,3	1,4	-3,2
Bruttoverschuldung des Staats in % des BIP													
2002	30,7	47,2	5,3	65,2	14,1	22,4	55,5	62,7	41,2	29,5	43,3	52,4	38,3
2003	38,3	44,7	5,3	69,8	14,4	21,4	56,9	71,8	45,4	29,4	42,6	52,0	39,7
2004	37,4	42,7	4,9	71,9	14,4	19,7	57,6	75,0	43,6	29,4	43,6	51,2	41,6
Renditen langfristiger Staatsanleihen in % p.a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume													
2004 Sept.	5,02	4,38	-	6,58	4,87	4,56	8,58	4,70	6,96	4,63	5,04	4,37	4,95
Okt.	4,82	4,23	-	6,58	4,63	4,38	8,23	4,71	6,80	4,47	5,08	4,25	4,81
Nov.	4,55	4,09	-	6,45	4,58	4,25	7,64	4,70	6,45	4,31	4,92	4,13	4,74
Dez.	4,05	3,86	-	6,26	4,58	3,95	7,17	4,70	6,00	4,07	4,58	3,90	4,58
2005 Jan.	3,84	3,74	-	6,13	4,29	3,85	7,21	4,71	5,97	3,87	4,04	3,84	4,60
Febr.	3,55	3,64	-	6,06	4,03	3,80	6,84	4,72	5,73	3,92	3,80	3,76	4,66
Zinssatz für Dreimonatsgeld in % p.a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume													
2004 Sept.	2,72	2,21	2,41	5,15	4,14	2,68	-	2,96	7,12	4,07	4,16	2,20	4,95
Okt.	2,67	2,21	2,41	5,15	4,20	2,69	11,09	2,96	6,89	4,10	4,26	2,21	4,90
Nov.	2,61	2,21	2,41	5,13	4,49	2,70	9,57	2,95	6,81	4,06	4,22	2,20	4,88
Dez.	2,57	2,20	2,41	5,16	4,39	2,65	-	2,96	6,72	4,05	3,74	2,18	4,87
2005 Jan.	2,53	2,20	2,40	5,16	3,99	2,62	-	2,97	6,63	4,05	3,66	2,15	4,87
Febr.	2,25	2,19	2,40	5,13	3,97	2,59	8,45	2,97	6,54	4,05	2,90	2,12	4,89
Reales BIP													
2003	3,7	0,4	5,1	2,0	7,5	9,7	3,0	-1,8	3,8	2,5	4,5	1,5	2,2
2004	4,0	2,0	6,2	3,7	8,5	6,7	4,0	1,5	5,3	4,6	5,5	3,5	3,1
2004 Q2	4,0	2,5	5,8	4,4	7,7	7,5	4,1	-0,5	6,1	4,4	5,5	3,3	3,6
Q3	4,0	1,9	5,9	4,1	9,1	6,2	3,9	1,9	4,8	4,5	5,3	3,3	3,1
Q4	4,3	2,1	5,9	3,0	8,6	6,5	3,9	2,3	3,9	3,4	5,8	2,6	2,9
Saldo aus Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen in % des BIP													
2002	-5,7	2,3	-9,9	-4,5	-6,5	-4,8	-6,9	0,5	-2,6	0,7	-7,6	5,3	-1,7
2003	-6,2	3,3	-12,7	-3,3	-7,6	-6,5	-9,0	-5,6	-2,2	-1,0	-0,5	6,4	-1,6
2004 Q1	-2,3	3,0	-11,5	-12,2	-8,5	-8,7	-9,8	-8,4	-1,4	0,6	1,2	7,6	-1,4
Q2	-5,2	3,7	-17,9	-10,9	-16,7	-10,7	-9,0	-4,8	-2,9	-2,6	-7,5	8,3	-2,5
Q3	-7,2	2,5	-7,7	1,0	-10,3	-6,0	-7,6	-4,8	-0,6	0,5	-3,4	8,8	-2,6
Lohnstückkosten													
2003	3,3	2,3	4,6	-	5,2	1,5	7,0	-	-	4,8	3,5	0,6	3,1
2004	.	1,3	4,9	-	8,4	.	.	.	.	.	2,1	.	.
2004 Q2	.	1,0	4,8	-	.	.	.	.	.	.	5,1	.	1,7
Q3	.	1,8	5,2	-	.	.	.	.	.	.	3,5	.	1,1
Q4	.	0,9	4,7	-	.	.	.	.	.	.	5,1	.	.
Standardisierte Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,7	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004	8,3	5,4	9,2	5,0	9,8	10,7	5,9	7,3	18,8	6,0	18,0	6,4	4,6
2004 Q3	8,3	5,3	9,1	5,0	9,7	10,6	5,8	7,1	18,7	5,9	17,8	6,4	4,5
Q4	8,3	5,2	8,4	5,3	9,7	9,6	6,1	7,0	18,4	5,8	17,1	6,4	4,6
2005 Q1	.	.	.	.	.	.	6,3	.	.	.	.	.	.
2004 Nov.	8,3	5,2	8,3	5,2	9,7	9,6	6,1	7,0	18,4	5,8	17,1	6,4	4,6
Dez.	8,3	5,1	8,2	5,5	9,6	9,3	6,2	7,0	18,3	5,8	16,8	6,4	4,6
2005 Jan.	8,3	5,0	8,1	5,6	9,6	9,1	6,3	6,9	18,2	5,8	16,5	6,2	.
Febr.	8,3	.	8,0	5,6	9,6	8,9	6,3	6,8	18,1	5,8	16,2	6,5	.
März	.	.	.	.	.	.	6,3	.	.	.	.	.	.

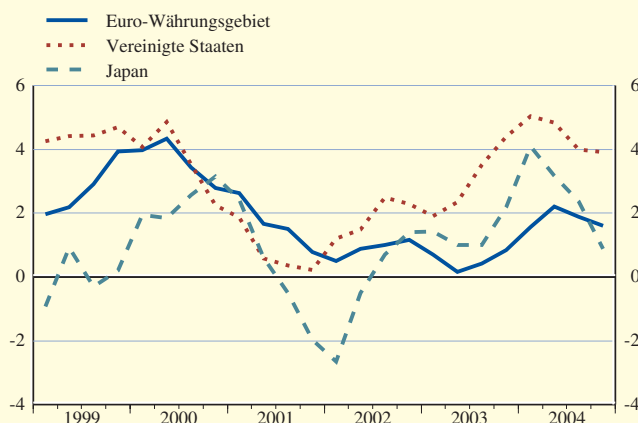
Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen und Eurostat), nationale Statistiken, Reuters und EZB-Berechnungen.

9.2 In den Vereinigten Staaten und Japan
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

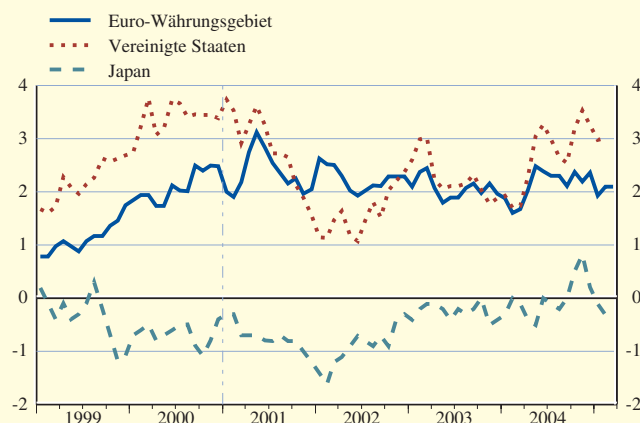
1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Verbraucherpreisindex	Lohnstückkosten ¹⁾ (verarbeitendes Gewerbe)	Reales BIP	Industrieproduktionsindex (verarbeitendes Gewerbe)	Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)	Weit gefasste Geldmenge ²⁾	Bietungssätze für dreimonatige Interbank-einlagen ³⁾ in % p.a.	Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich ³⁾ in % p.a.	Wechselkurs ⁴⁾ in nationaler Währung pro Euro	Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte in % des BIP	Bruttoverschuldung des Staats ⁵⁾ in % des BIP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Vereinigte Staaten											
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,8	1,9	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	3,3	3,0	0,0	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,8
2004	2,7	-0,8	4,4	4,9	5,5	5,2	1,62	4,26	1,2439	-4,3	48,7
2004 Q1	1,8	-0,7	5,0	3,2	5,7	4,6	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,5
Q2	2,9	-1,7	4,8	5,6	5,6	5,7	1,30	4,58	1,2046	-4,4	48,2
Q3	2,7	-0,1	4,0	5,5	5,4	4,8	1,75	4,29	1,2220	-4,4	48,3
Q4	3,3	-0,5	3,9	5,1	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-3,9	48,7
2005 Q1	.	.	.	.	5,3	.	2,84	4,30	1,3113	.	.
2004 Nov.	3,5	-	-	4,5	5,4	5,8	2,31	4,19	1,2991	-	-
Dez.	3,3	-	-	5,1	5,4	6,3	2,50	4,23	1,3408	-	-
2005 Jan.	3,0	-	-	5,2	5,2	6,0	2,66	4,21	1,3119	-	-
Febr.	3,0	-	-	4,8	5,4	5,5	2,82	4,16	1,3014	-	-
März	.	-	-	.	5,2	.	3,03	4,49	1,3201	-	-
Japan											
2001	-0,7	4,4	0,1	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,7
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-7,9	141,5
2003	-0,3	-3,8	1,4	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,7	149,2
2004	0,0	.	2,6	5,6	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2004 Q1	-0,1	-6,5	4,1	6,8	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
Q2	-0,3	-6,7	3,2	7,4	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
Q3	-0,1	-5,9	2,3	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
Q4	0,5	.	0,8	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 Q1	.	.	.	.	.	.	0,05	1,41	137,01	.	.
2004 Nov.	0,8	.	-	4,5	4,5	2,0	0,05	1,46	136,09	-	-
Dez.	0,2	.	-	1,8	4,4	2,0	0,05	1,40	139,14	-	-
2005 Jan.	-0,1	.	-	1,5	4,5	2,0	0,05	1,37	135,63	-	-
Febr.	-0,3	.	-	0,6	4,6	2,0	0,05	1,40	136,55	-	-
März	.	.	-	.	.	.	0,05	1,45	138,83	-	-

A33 Reales Bruttoinlandsprodukt
(Veränderung gegen Vorjahr in %; vierteljährlich)



A34 Verbraucherpreisindizes
(Veränderung gegen Vorjahr in %; monatlich)



Quellen: Nationale Statistiken (Spalte 1, 2 (Vereinigte Staaten), 3, 4, 5 (Vereinigte Staaten), 6, 9 und 10); OECD (Spalte 2 (Japan)); Eurostat (Spalte 5 (Japan), Daten der Abbildungen zum Euro-Währungsgebiet); Reuters (Spalte 7 und 8); EZB-Berechnungen (Spalte 11).

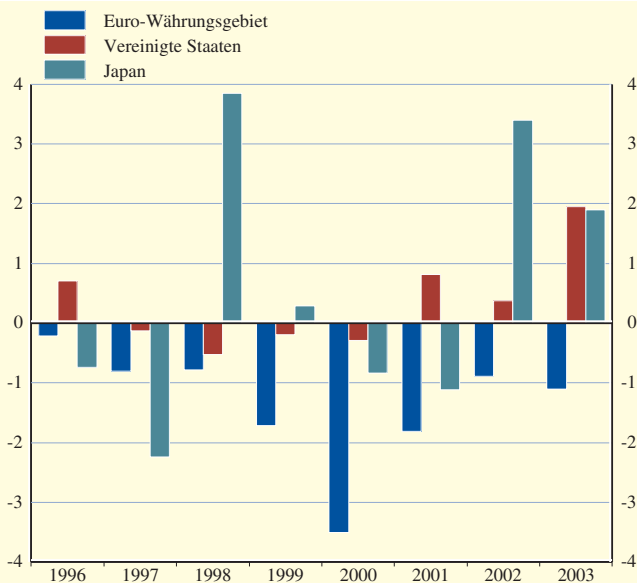
- 1) Vereinigte Staaten: saisonbereinigt.
- 2) Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Vereinigte Staaten: M3, Japan: M2 + Einlagezertifikate.
- 3) Weitere Informationen in Abschnitt 4.6 und 4.7.
- 4) Weitere Informationen in Abschnitt 8.2.
- 5) Konsolidierte Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Stand am Ende des Berichtszeitraums).

9.2 In den Vereinigten Staaten und Japan (in % des BIP)

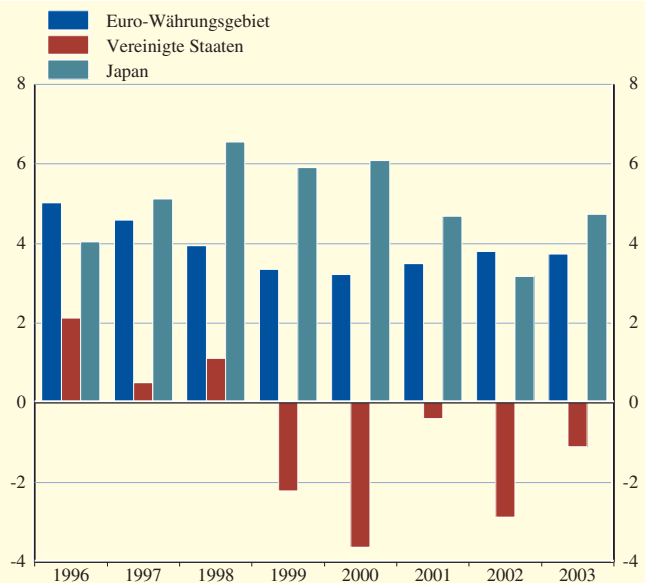
2. Ersparnis, Investitionen und Finanzierung

	Nationale Ersparnis und Investitionen			Vermögensbildung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und ihre Finanzierung					Vermögensbildung privater Haushalte ¹⁾ und ihre Finanzierung				
	Bruttoersparnis	Bruttoinvestitionen	Nettokreditgewährung an die übrige Welt	Bruttoinvestitionen	Bruttoanlageinvestitionen	Geldvermögensbildung	Bruttoersparnis	Außenfinanzierung	Wertpapiere und Aktien	Investitionsausgaben ²⁾	Geldvermögensbildung	Bruttoersparnis ³⁾	Kreditaufnahme
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Vereinigte Staaten													
2001	16,4	19,1	-3,7	7,9	8,3	1,8	7,6	0,9	1,7	12,8	5,3	10,8	5,7
2002	14,2	18,4	-4,4	7,3	7,3	1,4	8,0	1,1	-0,1	12,9	3,7	11,1	6,6
2003	13,5	18,4	-4,7	7,0	7,1	4,4	8,5	2,5	0,8	13,2	6,9	10,6	8,0
2004	13,7	19,7	-5,5	7,7	7,4	4,5	8,7	3,0	0,3	13,4	6,6	10,4	9,5
2003 Q1	12,8	18,2	-5,0	7,0	7,0	3,6	7,8	2,4	0,8	12,9	6,1	10,2	8,8
2003 Q2	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	5,3	8,5	3,3	2,1	13,1	9,3	10,5	11,7
2003 Q3	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	3,6	8,7	1,4	0,3	13,4	9,3	11,2	7,4
2003 Q4	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	5,3	9,1	2,8	0,1	13,4	3,0	10,7	4,3
2004 Q1	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,2	6,2	8,9	4,2	1,0	13,1	7,2	10,2	10,2
2004 Q2	13,9	19,8	-5,4	7,7	7,3	4,3	8,8	2,5	-0,6	13,4	5,9	10,3	8,5
2004 Q3	13,8	19,7	-5,4	7,6	7,4	4,2	9,1	2,6	0,3	13,5	6,9	10,4	9,3
2004 Q4	13,4	20,1	-6,2	8,0	7,6	3,2	8,2	2,8	0,3	13,4	6,4	10,7	9,7
Japan													
2001	26,4	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,3	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,6	24,2	2,8	13,8	14,1	-1,7	15,3	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	9,0	-2,1
2003	26,3	23,9	3,1	14,3	14,4	2,3	16,0	-5,3	0,7	.	0,3	9,2	-0,6
2004	.	23,9	.	.	.	4,8	.	0,9	0,7	.	1,9	.	-0,7
2003 Q1	28,0	23,4	2,9	.	.	17,5	.	-1,8	1,7	.	-13,2	.	2,9
2003 Q2	23,6	23,3	2,9	.	.	-26,1	.	-20,6	-0,9	.	4,2	.	-5,7
2003 Q3	25,7	24,0	3,7	.	.	9,2	.	-5,6	-0,6	.	-3,7	.	1,4
2003 Q4	27,8	24,8	2,9	.	.	10,5	.	5,5	1,2	.	9,5	.	-1,4
2004 Q1	30,7	24,0	3,9	.	.	12,5	.	-1,9	-0,5	.	-7,2	.	2,6
2004 Q2	.	23,0	.	.	.	-13,7	.	-11,2	1,0	.	7,9	.	-6,2
2004 Q3	.	23,8	.	.	.	7,1	.	0,7	-0,2	.	-2,1	.	1,5
2004 Q4	.	24,6	.	.	.	13,0	.	15,2	2,2	.	8,3	.	-0,4

A35 Finanzierungüberschuss nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (in % des BIP)



A36 Finanzierungüberschuss privater Haushalte¹⁾ (in % des BIP)



Quellen: EZB, US-amerikanische und japanische Zentralbank und Institut für Wirtschafts- und Sozialforschung.

1) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2) Bruttoinvestitionen in Japan. Investitionsausgaben in den Vereinigten Staaten enthalten den Erwerb von Gebrauchsgütern.

3) Die Bruttoersparnis in den Vereinigten Staaten erhöht sich um die Ausgaben für Gebrauchsgüter.



ABBILDUNGEN

A1	Geldmengenaggregate	S12
A2	Gegenposten	S12
A3	Komponenten der Geldmengenaggregate	S13
A4	Komponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten	S13
A5	Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	S14
A6	Kredite an private Haushalte	S15
A7	Kredite an öffentliche Haushalte und Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S16
A8	Einlagen von Finanzintermediären	S17
A9	Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten	S18
A10	Einlagen von öffentlichen Haushalten und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S19
A11	Wertpapierbestände der MFIs	S20
A12	Gesamtaktiva der Investmentfonds	S24
A13	Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien – Umlauf und Bruttoabsatz	S30
A14	Bruttoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien nach Emittentengruppen	S32
A15	Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S33
A16	Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S34
A17	Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet	S35
A18	Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen	S36
A19	Einlagengeschäft mit vereinbarter Laufzeit	S38
A20	Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	S38
A21	Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet	S39
A22	Dreimonats-Geldmarktsätze	S39
A23	Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet	S40
A24	Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich	S40
A25	Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225	S41
A26	Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz	S54
A27	Zahlungsbilanz – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)	S54
A28	Zahlungsbilanz – Warenhandel	S55
A29	Zahlungsbilanz – Dienstleistungen	S55
A30	Wichtige Zahlungsbilanztransaktionen und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S59
A31	Effektive Wechselkurse	S66
A32	Bilaterale Wechselkurse	S66
A33	Reales Bruttoinlandsprodukt	S69
A34	Verbraucherpreisindizes	S69
A35	Finanzierungsüberschuss nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	S70
A36	Finanzierungsüberschuss privater Haushalte	S70



TECHNISCHER HINWEIS

ZUR ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGS- GEBIET

BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE MONETÄRE ENTWICKLUNG

Die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t endende Quartal wird wie folgt berechnet:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist I_t der Index des bereinigten Bestands im Monat t (siehe auch weiter unten). Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

ZU DEN ABSCHNITTEN 2.1 BIS 2.6

BERECHNUNG DER TRANSAKTIONSBEDINGTEN VERÄNDERUNGEN

Die monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen werden anhand der um Umgruppierungen, sonstige Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen bereinigten monatlichen Bestandsdifferenzen berechnet.

L_t sei der Bestand am Ende des Monats t, C_t^M die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung im Monat t, E_t^M die Bereinigung infolge von Wechselkursänderungen und V_t^M die aus sonstigen Neubewertungen resultierenden Anpassungen. Die transaktionsbedingten Veränderungen F_t^M im Monat t sind definiert als:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Entsprechend sind die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen F_t^Q für das mit dem Monat t endende Quartal definiert als:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

Dabei ist L_{t-3} der Bestand am Ende des Monats t-3 (d. h. am Ende des Vorquartals) und beispielsweise C_t^Q die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung in dem Quartal, das mit dem Monat t endet.

Bei den vierteljährlichen Datenreihen, für die inzwischen auch Monatswerte vorliegen (siehe unten), lassen sich die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen als Summe der drei monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen im jeweiligen Quartal berechnen.

BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE MONATSREIHEN

Die Wachstumsraten lassen sich anhand der transaktionsbedingten Veränderungen oder des Index des bereinigten Bestands berechnen. F_t^M und L_t seien wie oben definiert, und der Index I_t des bereinigten Bestands im Monat t ist definiert als:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis für den Index (der nicht saisonbereinigten Reihen) dient derzeit Dezember 2001 = 100. Die Zeitreihen des Index des bereinigten Bestands sind auf der Website der EZB (www.ecb.int) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“ abrufbar.

Die Jahreswachstumsrate a_t für den Monat t, also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat t, lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die Jahreswachstumsraten auf das Ende des angegebenen Berichtszeitraums. Beispielsweise ergibt sich die Jahreswachstumsrate für das Jahr 2002 in Formel g) aus der Division des Indexwerts für Dezember 2002 durch den Indexwert für Dezember 2001.

Wachstumsraten für Zeiträume von weniger als einem Jahr können durch Anpassung von Formel g) berechnet werden. Beispielsweise kann die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vormonat a_t^M wie folgt berechnet werden:

$$h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Den zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitt der prozentualen Veränderung von M3 gegenüber dem Vorjahr erhält man schließlich mit der Formel $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, wobei a_t wie in den Formeln f) und g) oben definiert ist.

BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE QUARTALSREIHEN

F_t^Q und L_{t-3} seien wie oben definiert, und der Index I_t des bereinigten Bestands für das mit dem Monat t endende Quartal wird definiert als:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Die Jahreswachstumsrate für die vier Quartale, die mit dem Monat t enden, d. h. a_t , lässt sich mit Formel g) berechnen.

SAISONBEREINIGUNG DER MONETÄREN STATISTIKEN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS¹

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA.² Die Saisonbereinigung kann eine wochentägliche Bereinigung umfassen und wird bei einigen Reihen indirekt durch eine lineare Kombination der Komponenten durchgeführt. Dies gilt insbesondere für das Geldmengenaggregat M3, das durch Aggregation der saison-

bereinigten Reihen für M1, M2 minus M1 und M3 minus M2 ermittelt wird.

Die Verfahren zur Saisonbereinigung werden zunächst auf den Index des bereinigten Bestands angewandt.³ Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf die Bestände und die Bereinigungen infolge von Umgruppierungen und Neubewertungen angewandt, woraus sich wiederum die saisonbereinigten transaktionsbedingten Veränderungen ergeben. Die Saisonfaktoren (und Kalenderfaktoren) werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

ZU DEN ABSCHNITTEN 3.1 BIS 3.3

BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN

Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet und enthalten daher keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen.

T_t seien die transaktionsbedingten Veränderungen im Quartal t und L_t der Bestand am Ende des Quartals t. Die Wachstumsrate für das Quartal t wird wie folgt berechnet:

$$j) \quad \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

1 Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB (www.ecb.int) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“.

2 Ausführliche Informationen in: D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto und B. C. Chen, New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program, in: Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2, 1998, S. 127-152, sowie: Time Series Staff, Bureau of the Census, X-12-ARIMA Reference Manual, Washington, D.C.

Für interne Zwecke wird auch der modellgestützte Ansatz von TRAMO-SEATS verwendet. Ausführliche Informationen über TRAMO-SEATS in: V. Gomez und A. Maravall, Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User, Working Paper Nr. 9628 der Banco de España, Madrid, 1996.

3 Daraus folgt, dass bei den saisonbereinigten Reihen der Index für die Basisperiode, also Dezember 2001, in der Regel vom Wert 100 abweicht, worin die Saisonfigur des betreffenden Monats zum Ausdruck kommt.

ZU ABSCHNITT 4.3 UND 4.4

BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR SCHULDVERSCHREIBUNGEN UND BÖRSEN- NOTIERTE AKTIEN

Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet und enthalten daher keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen. Sie lassen sich anhand der transaktionsbedingten Veränderungen oder des Index des bereinigten Bestands berechnen. N_t^M seien die transaktionsbedingten Veränderungen (Nettoabsatz) im Monat t und L_t der Bestand am Ende des Monats t. Der Index I_t des bereinigten Bestands im Monat t ist definiert als:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis dient Dezember 2001, für den der Index gleich 100 gesetzt wird. Die Zuwachsrate a_t für den Monat t, also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat t, lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Bei der Berechnung der Wachstumsraten für Wertpapiere ohne Aktien wird dieselbe Methode wie für die Berechnung der Geldmengenaggregate angewandt; der einzige Unterschied besteht darin, dass ein „N“ anstelle eines „F“ verwendet wird, um die verschiedenen Wege zu verdeutlichen, auf denen man den „Nettoabsatz“ für die Wertpapierstatistik und die für die Geldmengenaggregate verwendeten „transaktionsbedingten Veränderungen“ erhält. Bei der Wertpapierstatistik erhebt die EZB die Daten zu Bruttoabsatz und Tilgungen getrennt.

Die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t endende Quartal wird wie folgt berechnet:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist I_t der Index des bereinigten Bestands im Monat t. Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

Die in Abschnitt 4.3 zugrunde gelegte Berechnungsformel wird auch für Abschnitt 4.4 verwendet und stützt sich ebenfalls auf die Methode zur Berechnung der Geldmengenaggregate. Abschnitt 4.4 beruht auf Marktkursen, deren Berechnung auf der Basis von Finanztransaktionen erfolgt, die keine Umgruppierungen, Neubewertungen oder anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen enthalten. Wechselkursänderungen entfallen, da alle erfassten börsennotierten Aktien auf Euro lauten.

ZU TABELLE I IN ABSCHNITT 5.1

SAISONBEREINIGUNG DES HARMONISIERTEN VERBRAUCHERPREISINDEX (HVPI)⁴

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenzersetzung durch das Programm X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite S74). Die Saisonbereinigung des HVPI-Gesamt-

⁴ Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB (www.ecb.int) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“.

index für das Euro-Währungsgebiet wird indirekt durch eine Aggregation der saisonbereinigten Reihen für verarbeitete und unverarbeitete Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse (ohne Energie) und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets durchgeführt. Energie wird unbereinigt hinzugefügt, da es keinen statistischen Nachweis für eine Saisonabhängigkeit gibt. Die Saisonfaktoren werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

ZU TABELLE 2 IN ABSCHNITT 7.1

SAISONBEREINIGUNG DER LEISTUNGSBILANZ

Der verwendete Ansatz beruht auf der multiplikativen Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite S74). Die Ausgangsdaten zum Warenhandel und zu den Dienstleistungen werden um Kalendereffekte sowie Effekte aufgrund der Osterfeiertage vorbereitet. Die Angaben zu den Einnahmen bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und den laufenden Übertragungen unterliegen einer arbeitstäglichen Vorbereitung. Die Saisonbereinigung für die genannten Posten erfolgt anhand dieser vorbereinigten Reihen. Die Ausgaben bei den laufenden Übertragungen werden nicht vorbereitet. Die Saisonbereinigung der gesamten Leistungsbilanz erfolgt durch Aggregation der saisonbereinigten Reihen für den Warenhandel, die Dienstleistungen, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen und die laufenden Übertragungen für das Euro-Währungsgebiet. Die Saisonfaktoren werden in halbjährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

ERLÄUTERUNGEN

Der Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ enthält in erster Linie Statistiken für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes. Detailliertere und längere Zeiträume erfassende Datenreihen mit weiteren Erläuterungen sind unter der Rubrik „Statistics“ auf der Website der EZB (www.ecb.int) abrufbar. Unter „Data services“ steht eine Browser-Schnittstelle mit Suchfunktionen zur Verfügung, und es können verschiedene Datensätze abonniert sowie komprimierte Daten direkt im CSV-Format (CSV = Comma Separated Value) heruntergeladen werden. Weitere Informationen sind unter statistics@ecb.int erhältlich.

Redaktionsschluss für die in den Monatsberichten enthaltenen Statistiken ist im Allgemeinen der Tag vor der ersten Sitzung des EZB-Rats im Monat. Für die vorliegende Ausgabe des Monatsberichts war dies der 6. April 2005.

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich alle Daten auf die zwölf Euro-Länder. Bei den monetären Daten, beim Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), bei den Investmentfonds- und den Finanzmarktstatistiken geben die statistischen Zeitreihen zum Euro-Währungsgebiet Auskunft über die EU-Mitgliedstaaten, die den Euro im Referenzzeitraum der jeweiligen Statistik bereits eingeführt hatten. Gegebenenfalls wird dies in den Tabellen durch eine Fußnote kenntlich gemacht. In den Abbildungen wird der statistische Bruch durch eine gepunktete Linie angezeigt. Soweit es sich bei den zugrunde liegenden Daten um absolute und prozentuale Veränderungen für 2001 handelt, die gegenüber Daten für 2000 berechnet wurden, werden Zeitreihen herangezogen, die die Auswirkungen des Beitritts von Griechenland zum Euro-Währungsgebiet berücksichtigen.

Da die Zusammensetzung des ECU-Währungskorbs nicht deckungsgleich mit den früheren Währungen der Länder ist, die die einheitliche Währung eingeführt haben, werden die Beträge aus dem Zeitraum vor 1999, die von den Teilnehmerwährungen zu den jeweils geltenden

ECU-Kursen in ECU umgerechnet wurden, von der Kursentwicklung der Währungen der EU-Mitgliedstaaten, die den Euro nicht eingeführt haben, beeinflusst. Um diesen Einfluss auf die monetäre Statistik zu vermeiden, werden die in den Abschnitten 2.1 bis 2.8 für den Zeitraum vor 1999 ausgewiesenen Daten in Währungseinheiten ausgedrückt, die zu den am 31. Dezember 1998 unwiderruflich festgelegten Euro-Wechselkursen aus den nationalen Währungen errechnet wurden. Soweit nicht anders angegeben, beruhen die Statistiken über Preise und Kosten für den Zeitraum vor 1999 auf in nationalen Währungen angegebenen Zahlen.

Bei der Zusammenstellung der Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet wurden gegebenenfalls Aggregations- und Konsolidierungsverfahren (einschließlich einer länderübergreifenden Konsolidierung) angewandt.

Die jeweils jüngsten Daten sind häufig vorläufiger Natur und können noch revidiert werden. Rundungsdifferenzen sind möglich.

Die Gruppe „Andere EU-Mitgliedstaaten“ umfasst die Tschechische Republik, Dänemark, Estland, Zypern, Lettland, Litauen, Ungarn, Malta, Polen, Slowenien, die Slowakei, Schweden und das Vereinigte Königreich.

Die in den Tabellen verwendete Terminologie entspricht überwiegend internationalen Standards wie etwa dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) und dem „Balance of Payments Manual“ des IWF. Transaktionen beziehen sich auf (direkt oder indirekt ermittelte) ökonomisch motivierte Geschäftsvorfälle, während Veränderungen auch Bestandsänderungen umfassen, die sich aus Kurs- und Wechselkursänderungen, Abschreibungen und sonstigen Anpassungen ergeben.

In den Tabellen bedeutet „bis zu (x) Jahren“ „bis einschließlich (x) Jahre“.



ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

In dieser Tabelle ist die Entwicklung der wichtigsten Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet zusammengefasst.

MONETÄRE STATISTIK

In Abschnitt 1.4 sind Statistiken über die Mindestreserven und Liquiditätsfaktoren ausgewiesen. Jahres- und Quartalsangaben stellen die Durchschnittswerte der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres bzw. Quartals dar. Bis Dezember 2003 begann die Erfüllungsperiode jeweils am 24. Kalendertag eines Monats und endete am 23. des darauf folgenden Monats. Am 23. Januar 2003 gab die EZB Änderungen am Handlungsrahmen bekannt, die am 10. März 2004 umgesetzt wurden. Aufgrund dieser Änderungen beginnt die Erfüllungsperiode jeweils am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, auf der die monatliche Erörterung des geldpolitischen Kurses vorgesehen ist. Es wurde eine Übergangserfüllungsperiode festgelegt, um den Zeitraum vom 24. Januar bis zum 9. März 2004 abzudecken.

Tabelle 1 in Abschnitt 1.4 zeigt die Komponenten der Mindestreservebasis der mindestreservepflichtigen Kreditinstitute. Die Verbindlichkeiten gegenüber anderen dem Mindestreservesystem des ESZB unterliegenden Kreditinstituten, der EZB und den teilnehmenden nationalen Zentralbanken sind von der Mindestreservebasis ausgenommen. Sollte ein Kreditinstitut den Betrag seiner Verbindlichkeiten in Form von Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren gegenüber den zuvor erwähnten Instituten nicht nachweisen können, kann es einen bestimmten Prozentsatz dieser Verbindlichkeiten von seiner Mindestreservebasis in Abzug bringen. Bis November 1999 betrug der Prozentsatz zur Berechnung der Mindestreservebasis 10 %, seit Dezember 1999 sind es 30 %.

Tabelle 2 in Abschnitt 1.4 enthält Durchschnittsangaben zu abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperioden. Das Mindestreserve-Soll jedes einzelnen Kreditinstituts wird zunächst errechnet, indem auf den Betrag der reservepflichtigen Verbindlichkeiten die Reservesätze der entsprechenden Verbindlichkeitskategorien auf der Grundlage der Bilanzdaten vom Ende eines jeden Kalendermonats angewendet werden; anschließend zieht jedes Kreditinstitut von dieser Größe einen Freibetrag in Höhe von 100 000 € ab. Das auf diese Weise berechnete Mindestreserve-Soll wird dann für das gesamte Euro-Währungsgebiet aggregiert (Spalte 1). Bei den Guthaben auf Girokonten (Spalte 2) handelt es sich um die aggregierten tagesdurchschnittlichen Guthaben von Kreditinstituten auf Girokonten, einschließlich solcher, die der Erfüllung des Mindestreserve-Solls dienen. Die Überschussreserven (Spalte 3) stellen die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten innerhalb einer Erfüllungsperiode dar, die über das Reserve-Soll hinausgehen. Die Unterschreitungen des Reserve-Solls (Spalte 4) sind definiert als durchschnittliche Unterschreitung der Guthaben auf Girokonten gegenüber dem Reserve-Soll innerhalb der Erfüllungsperiode, berechnet auf der Grundlage der Kreditinstitute, die ihre Mindestreservepflicht nicht erfüllt haben. Die Verzinsung der Mindestreserven (Spalte 5) entspricht dem Durchschnitt des marginalen Zuteilungssatzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems (siehe Abschnitt 1.3) während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode (gewichtet nach der Anzahl der Kalendertage).

Tabelle 3 in Abschnitt 1.4 zeigt die Liquiditätsposition des Bankensystems, die aus den Euro-Guthaben auf den Girokonten der Kreditinstitute des Euro-Währungsgebiets beim Eurosystem besteht. Alle Angaben sind dem konsolidierten Ausweis des Eurosystems entnommen. Bei den sonstigen liquiditätsabschöpfenden Faktoren (Spalte 7) ist die von den nationalen Zentralbanken in der zweiten Stufe der WWU initiierte Begebung von Schuldverschreibungen ausgenommen. Die sonstigen Faktoren (netto) (Spalte 10) geben die saldierten restlichen Posi-

tionen des konsolidierten Ausweises des Eurosystems wieder. Die Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten (Spalte 11) entsprechen der Differenz zwischen der Summe der liquiditätszuführenden Faktoren (Spalten 1 bis 5) und der Summe der liquiditätsabschöpfenden Faktoren (Spalten 6 bis 10). Das Basisgeld (Spalte 12) wird berechnet als Summe der Einlagefazilität (Spalte 6), des Banknotenumlaufs (Spalte 8) und der Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten (Spalte 11).

MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

Abschnitt 2.1 zeigt die aggregierte Bilanz des Sektors der Monetären Finanzinstitute (MFIs), d. h. die Summe der harmonisierten Bilanzen aller im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs. MFIs sind Zentralbanken, Kreditinstitute im Sinne des Gemeinschaftsrechts, Geldmarktfonds und andere Finanzinstitute, deren Geschäftstätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinne von anderen Rechtssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und Kredite auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinne) zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Ein vollständiges Verzeichnis der MFIs ist auf der Website der EZB abrufbar.

In Abschnitt 2.2 ist die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors ausgewiesen, die sich aus der Saldierung der aggregierten Bilanzpositionen zwischen den MFIs im Euroraum ergibt. Aufgrund leicht unterschiedlicher Ausweispraktiken ist die Summe der Inter-MFI-Positionen nicht unbedingt null; der Saldo ist in Spalte 10 unter den Passiva ausgewiesen. Abschnitt 2.3 zeigt die Geldmengenaggregate des Euro-Währungsgebiets und ihre Gegenposten. Diese werden anhand der konsolidierten MFI-Bilanz ermittelt und umfassen auch einige monetäre Forderungen und Verbindlichkeiten der Zentralstaaten. Die Statistiken über Geldmengenaggregate und Gegenposten sind um Saison- und Kalendereffekte bereinigt. Die Bestände von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets an a) An-

teilen an im Euroraum ansässigen Geldmarktfonds und b) von MFIs im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in Abschnitt 2.1 und 2.2 unter dem Posten „Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ ausgewiesen. In Abschnitt 2.3 hingegen sind sie aus den Geldmengenaggregaten herausgerechnet und dem Posten „Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ zugerechnet.

Abschnitt 2.4 enthält eine Aufschlüsselung der Kreditgewährung der im Eurogebiet ansässigen MFIs ohne Eurosystem (des Bankensystems) nach Schuldnergruppen, Arten und Ursprungslaufzeiten. In Abschnitt 2.5 sind die Einlagen beim Bankensystem des Euro-Währungsgebiets nach Gläubigergruppen und Arten aufgeschlüsselt. Abschnitt 2.6 zeigt die vom Bankensystem des Euroraums gehaltenen Wertpapiere, aufgliedert nach Emittentengruppen.

Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten „transaktionsbedingte Veränderungen“, die aus der Differenz der Bestände, bereinigt um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkurs- und sonstige nicht transaktionsbedingte Veränderungen, abgeleitet werden. Abschnitt 2.7 zeigt ausgewählte Neubewertungen, die bei der Ermittlung der transaktionsbedingten Veränderungen zugrunde gelegt werden. Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten außerdem Wachstumsraten, die als prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr auf Basis der transaktionsbedingten Veränderungen ausgewiesen werden. Abschnitt 2.8 zeigt ausgewählte, nach Währungen aufgeschlüsselte vierteljährliche Bilanzpositionen der MFIs.

Einzelheiten zur Sektorengliederung sind in dem Dokument „Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers“ (EZB, November 1999) zu finden. Die „Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics“ (EZB, November 2002) erläutern die empfohlenen Erhebungs- und Aufbereitungsverfahren, die von den NZBen anzuwen-

den sind. Seit dem 1. Januar 1999 werden die statistischen Daten nach der Verordnung EZB/1998/16 vom 1. Dezember 1998 über die konsolidierte Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute¹ in der zuletzt durch Verordnung EZB/2003/10² geänderten Fassung erhoben und aufbereitet.

Im Einklang mit dieser Verordnung werden die Bilanzpositionen „Geldmarktpapiere“ und „Schuldverschreibungen“ sowohl auf der Aktivseite als auch auf der Passivseite der Bilanzstatistik der MFIs zusammen ausgewiesen.

Abschnitt 2.9 zeigt die Bestände am Quartalsende für die Bilanz der Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) im Euro-Währungsgebiet. Die Bilanz ist aggregiert, sodass unter den Passiva auch die von den Investmentfonds gehaltenen Bestände an von anderen Investmentfonds ausgegebenen Anteilen enthalten sind. Außerdem werden die gesamten Aktiva/Passiva in einer Aufgliederung nach Anlageschwerpunkten (Aktienfonds, Rentenfonds, gemischte Fonds, Immobilienfonds und sonstige Fonds) und nach Anlegergruppen (Publikumsfonds und Spezialfonds) ausgewiesen. Die aggregierte Bilanz wird in Abschnitt 2.10 für jede Art von Investmentfonds nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen dargestellt.

FINANZKONTEN UND NICHTFINANZIELLE KONTEN

Die Abschnitte 3.1 und 3.2 enthalten vierteljährliche Daten zur Finanzierungsrechnung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet, die öffentliche Haushalte (Staat) (S13, ESVG 95), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (S11, ESVG 95) und private Haushalte (S14, ESVG 95) einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck (S15, ESVG 95) umfassen. Die Angaben beziehen sich auf nicht saisonbereinigte Bestände und finanzielle Transaktionen, gegliedert nach dem ESVG 95, und zeigen die wichtigsten Bereiche der Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren. Auf der Finanzierungsseite (Verbindlichkeiten) sind die Daten nach

Sektoren und Ursprungslaufzeiten gemäß ESVG 95 aufgeschlüsselt („kurzfristig“ bedeutet eine Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr, „langfristig“ eine Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr). Die Finanzierung über MFIs wird, soweit möglich, gesondert ausgewiesen. Die Angaben zur Geldvermögensbildung bzw. zum Geldvermögen (Forderungen) sind zurzeit weniger detailliert als die Daten zur Finanzierung, insbesondere weil eine Aufgliederung nach Sektoren nicht möglich ist.

In Abschnitt 3.3 werden vierteljährliche Daten der Finanzierungsrechnung zu Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (S125, ESVG 95) im Euro-Währungsgebiet ausgewiesen. Wie in Abschnitt 3.1 und 3.2 beziehen sich die Angaben auf nicht saisonbereinigte Bestände und finanzielle Transaktionen und zeigen die wichtigsten Bereiche der Finanzierung und Geldvermögensbildung dieses Sektors auf.

Die Quartalsangaben in den drei genannten Abschnitten beruhen auf den vierteljährlichen Daten der nationalen Finanzierungsrechnungen, den Bilanzstatistiken der MFIs sowie den Statistiken über Wertpapieremissionen. Die Abschnitte 3.1 und 3.2 beziehen sich außerdem auf Daten der internationalen Bankenstatistiken der BIZ. Zwar leisten alle Euro-Länder ihren Beitrag zu den MFI-Bilanz- und den Wertpapierstatistiken, doch haben Irland und Luxemburg bislang noch keine Daten zur vierteljährlichen nationalen Finanzierungsrechnung vorgelegt.

In Abschnitt 3.4 werden Jahresangaben zu Ersparnis, Geld- und Sachvermögensbildung und Finanzierung für das Euro-Währungsgebiet insgesamt sowie für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte separat dargestellt. Die Jahresangaben enthalten insbesondere eine detailliertere sektorale Gliederung der Geldvermögensbildung und entsprechen den Quartalsangaben in den beiden vorhergehenden Abschnitten.

1 ABI. L 356 vom 30.12.1998, S. 7.

2 ABI. L 250 vom 2.10.2003, S. 19.

FINANZMÄRKTE

Die Zeitreihen zur Finanzmarktstatistik des Euro-Währungsgebiets umfassen die EU-Mitgliedstaaten, die im Referenzzeitraum der jeweiligen Statistik den Euro bereits eingeführt hatten.

Die Statistiken über Wertpapiere ohne Aktien und börsennotierte Aktien (Abschnitte 4.1 bis 4.4) werden von der EZB auf der Grundlage von Daten des ESZB und der BIZ erstellt. In Abschnitt 4.5 sind die MFI-Zinssätze für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet ausgewiesen. Statistiken über Geldmarktsätze, Renditen langfristiger Staatsanleihen und Börsenindizes (Abschnitte 4.6 bis 4.8) werden von der EZB auf der Grundlage der Daten von Wirtschaftsinformationsdiensten erstellt.

Die Statistiken über Wertpapieremissionen umfassen Wertpapiere ohne Aktien (Schuldverschreibungen), die in Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3 ausgewiesen sind, sowie börsennotierte Aktien, die in Abschnitt 4.4 dargestellt werden. Die Schuldverschreibungen sind nach kurzfristigen und langfristigen Wertpapieren aufgliedert. Als kurzfristig werden Wertpapiere mit einer Ursprungslaufzeit von einem Jahr oder weniger (in Ausnahmefällen auch bis einschließlich zwei Jahren) bezeichnet. Wertpapiere mit einer längeren Laufzeit oder mit fakultativen Laufzeiten, von denen eine mindestens länger als ein Jahr ist, und Wertpapiere mit beliebig langer Laufzeit werden als langfristige Wertpapiere klassifiziert. Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene langfristige Schuldverschreibungen werden nach festverzinslichen und variabel verzinslichen Schuldverschreibungen aufgeschlüsselt. Bei festverzinslichen Schuldverschreibungen ist der Zinssatz für die gesamte Laufzeit festgelegt. Bei variabel verzinslichen Schuldverschreibungen wird der Zinssatz in regelmäßigen Zeitabständen unter Bezugnahme auf einen Referenzzinssatz oder Index neu festgesetzt. Der Erfassungsgrad der Statistik zu den Schuldverschreibungen beträgt schätzungsweise rund 95 % des Gesamtvolumens der Emissionen von Ansässigen im Euro-

Währungsgebiet. Die in Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3 ausgewiesenen auf Euro lautenden Wertpapiere enthalten auch Papiere, die auf eine der nationalen Währungseinheiten des Euro lauten.

Abschnitt 4.1 enthält Angaben über Bruttoabsatz, Tilgung, Nettoabsatz und Umlauf von Wertpapieren für alle Laufzeitenbereiche mit einer zusätzlichen Aufgliederung der langfristigen Wertpapiere. Abweichungen zwischen den Angaben zum Nettoabsatz und den Veränderungen im Umlauf haben ihre Ursache in Bewertungsänderungen, Umgruppierungen und sonstigen Bereinigungen.

Die Spalten 1 bis 4 zeigen den Umlauf, den Bruttoabsatz, die Tilgungen und den Nettoabsatz von allen auf Euro lautenden Wertpapieren ohne Aktien. In den Spalten 5 bis 8 sind Umlauf, Bruttoabsatz, Tilgungen und Nettoabsatz aller von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien (d. h. Schuldverschreibungen) ausgewiesen. Die Spalten 9 bis 11 enthalten den prozentualen Anteil des Umlaufs, des Bruttoabsatzes und der Tilgungen der von Ansässigen im Euroraum begebenen auf Euro lautenden Wertpapiere. In Spalte 12 ist der Nettoabsatz dieser Wertpapiere dargestellt.

Abschnitt 4.2 enthält eine Gliederung des Umlaufs und des Bruttoabsatzes nach Emittentengruppen im Euroraum, die dem ESVG 95 entspricht.³ Die EZB wird dem Eurosystem zugerechnet.

Der in Spalte 1 von Tabelle 1 in Abschnitt 4.2 ausgewiesene Umlauf der gesamten und der langfristigen Schuldverschreibungen entspricht den Angaben zum Umlauf der gesamten und der

³ Die Schlüssel für die in den Tabellen des Monatsberichts ausgewiesenen Sektoren nach dem ESVG 95 lauten wie folgt: MFIs (einschließlich Eurosystem), die die EZB und die nationalen Zentralbanken der Euro-Länder (S121) sowie Kreditinstitute (S122) umfassen; nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften, die sonstige Finanzinstitute (S123), Kredit- und Versicherungshilfsaktivitäten (S124) sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (S125) umfassen; nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (S11); Zentralstaaten (S1311); sonstige öffentliche Haushalte, die Länder (S1312), Gemeinden (S1313) und Sozialversicherung (S1314) umfassen.

langfristigen Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Spalte 5 von Abschnitt 4.1. Der Umlauf der von MFIs insgesamt und langfristig begebenen Schuldverschreibungen in Tabelle 4.2 Punkt 1 Spalte 2 entspricht weitgehend den Angaben zu den Schuldverschreibungen auf der Passivseite der aggregierten Bilanz der MFIs in Spalte 8 von Tabelle 2 in Abschnitt 2.1.

Der in Spalte 1 von Tabelle 2 in Abschnitt 4.2 ausgewiesene Bruttoabsatz der Schuldverschreibungen insgesamt entspricht den Angaben zum Bruttoabsatz der Emissionen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet insgesamt in Spalte 6 von Abschnitt 4.1. Die Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen in Abschnitt 4.1 Spalte 6 und den langfristigen festverzinslichen und den langfristigen variabel verzinslichen Schuldverschreibungen zusammengenommen in Spalte 7 von Tabelle 2 in Abschnitt 4.2 ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

Abschnitt 4.3 enthält die Jahreswachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen, aufgliedert nach Laufzeiten, Instrumenten, Emittentengruppen und Währungen. Die Raten basieren auf Finanztransaktionen, d. h. Geschäften, bei denen Verbindlichkeiten von einer institutionellen Einheit eingegangen bzw. zurückgezahlt werden. Daher sind Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen nicht in den Jahreswachstumsraten enthalten. Bei Monatsangaben beziehen sich die prozentualen Veränderungen gegenüber dem Vorjahr auf das Monatsende, bei Quartals- und Jahresangaben auf die jährliche Veränderung der Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Einzelheiten hierzu finden sich im „Technischen Hinweis“.

Abschnitt 4.4 (Spalte 1, 4, 6 und 8) zeigt den Umlauf börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet, aufgliedert nach Emittentengruppen. Die monatlichen An-

gaben zur Emission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften entsprechen den in Abschnitt 3.2 ausgewiesenen Quartalsangaben (wichtige Verbindlichkeiten, Spalte 21).

Abschnitt 4.4 (Spalte 3, 5, 7 und 9) zeigt die Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet, aufgliedert nach Emittentengruppen. Die Raten basieren auf Finanztransaktionen, d. h. Geschäften, bei denen Aktien gegen Zahlung von einem Emittenten veräußert oder zurückgekauft werden (mit Ausnahme von Investitionen in eigene Aktien). Die Angaben zu den Transaktionen umfassen die Börseneinführung eines Emittenten sowie die Schaffung neuer Instrumente (Bruttoabsatz) oder die Löschung (Tilgung). Umgruppierungen, Neubewertungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen werden bei der Berechnung der Jahreswachstumsraten nicht berücksichtigt.

Abschnitt 4.5 enthält Angaben zu den Zinssätzen, die die im Euroraum ansässigen MFIs für auf Euro lautende Einlagen und Kredite von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet anwenden. Die MFI-Zinssätze für den Euroraum werden als mit dem entsprechenden Geschäftsvolumen gewichteter Durchschnitt der Zinssätze der Euro-Länder für die jeweilige Kategorie berechnet.

Die MFI-Zinsstatistik ist nach Art des Geschäfts (Bestand, Neugeschäft), Sektor, Instrumenten, Laufzeit des Finanzinstruments, vereinbarter Kündigungsfrist bzw. anfänglicher Zinsbindung untergliedert. Die neue MFI-Zinsstatistik ersetzt die zehn statistischen Übergangszeitreihen zu den Zinssätzen im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet, die seit Januar 1999 im Monatsbericht veröffentlicht wurden.

In Abschnitt 4.6 sind die Geldmarktsätze für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan dargestellt. Für den Euro-

raum wird ein breites Spektrum an Geldmarktsätzen ausgewiesen, das von den Zinssätzen für Tagesgeld bis hin zum Zwölfmonatsgeld reicht. Für die Zeit vor Januar 1999 wurden synthetische Zinssätze für das Euro-Währungsgebiet anhand nationaler mit dem BIP gewichteter Sätze berechnet. Mit Ausnahme des Tagesgeldsatzes bis Dezember 1998 handelt es sich bei den Monats-, Quartals- und Jahresangaben um Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Für Tagesgeld sind bis Dezember 1998 die Bietungssätze für Interbankeinlagen angegeben. Ab Januar 1999 gibt Spalte 1 in Abschnitt 4.6 den durchschnittlichen Euro-Tagesgeldsatz (Euro Overnight Index Average = EONIA) an. Bis Dezember 1998 handelt es sich dabei um die am Ende des jeweiligen Berichtszeitraums geltenden Sätze, danach um die Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Die Zinsen für Ein-, Drei-, Sechs- und Zwölfmonatsgeld werden seit Januar 1999 nach den Euro Interbank Offered Rates (EURIBOR) berechnet, bis Dezember 1998 – soweit verfügbar – nach den London Interbank Offered Rates (LIBOR). Bei den Vereinigten Staaten und Japan entspricht der Zinssatz auf Dreimonatsgeld dem LIBOR.

Abschnitt 4.7 zeigt die Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und Japan. Bei den Renditen im Euro-Währungsgebiet im Zwei-, Drei-, Fünf- und Siebenjahresbereich handelt es sich bis Dezember 1998 um Endstände der Berichtszeiträume und im Zehnjahresbereich um Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Danach sind alle Renditen Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Bis Dezember 1998 wurden die Renditen im Euro-Währungsgebiet anhand harmonisierter, mit dem BIP gewichteter nationaler Staatsanleiherenditen berechnet. Seitdem werden als Gewichte die nominalen Umlaufbeträge der Staatsanleihen im jeweiligen Laufzeitbereich verwendet. Bei den Vereinigten Staaten und Japan sind die Renditen im Zehnjahresbereich Durchschnittswerte der Berichtszeiträume.

In Abschnitt 4.8 sind die Börsenindizes für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan ausgewiesen.

PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

Die meisten in diesem Abschnitt dargestellten Daten werden von der Europäischen Kommission (hauptsächlich von Eurostat) sowie von den nationalen Statistikämtern erhoben. Die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet werden gewonnen, indem die Daten für die einzelnen Länder aggregiert werden. Die Daten sind, soweit dies möglich ist, harmonisiert und vergleichbar. Die Angaben zur Verwendung des Bruttoinlandsprodukts, zur Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen, zur Industrieproduktion, zu den Einzelhandelsumsätzen und den Pkw-Neuzulassungen sind arbeitstäglich bereinigt.

Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet (Abschnitt 5.1) liegt für den Zeitraum ab 1995 vor. Er beruht auf den nationalen HVPIs, die in allen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets nach demselben Verfahren ermittelt werden. Die Aufgliederung nach Waren und Dienstleistungen wurde aus der Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs (Coicop/HVPI) abgeleitet. Der HVPI erfasst die monetären Ausgaben für den Konsum der privaten Haushalte im Wirtschaftsgebiet des Euro-raums. Die Tabelle enthält auch von der EZB erhobene saisonbereinigte Daten zum HVPI.

Maßgeblich für die Angaben zu den industriellen Erzeugerpreisen (Tabelle 2 in Abschnitt 5.1), zur Industrieproduktion, zum Auftragseingang und zu den Umsätzen in der Industrie sowie den Einzelhandelsumsätzen (Abschnitt 5.2) ist die Verordnung (EG) Nr. 1165/98 des Rates vom 19. Mai 1998 über Konjunkturstatistiken⁴. Die Aufschlüsselung nach dem Endverbrauch der Güter bei den industriellen Erzeugerpreisen und der Industrieproduktion entspricht der harmonisierten Untergliederung der Industrie ohne Baugewerbe (NACE, Abschnitte C bis E) in die industriellen Hauptgruppen gemäß der Definition in Verordnung (EG)

⁴ ABl. L 162 vom 5.6.1998, S. 1.

Nr. 586/2001 der Kommission vom 26. März 2001⁵. Die industriellen Erzeugerpreise stellen die Preise der Produzenten ab Werk dar. Darin enthalten sind indirekte Steuern (ohne Mehrwertsteuer) und sonstige abzugsfähige Steuern. Die Industrieproduktion spiegelt die Wertschöpfung der betreffenden Wirtschaftszweige wider.

Die Weltmarktpreise für Rohstoffe (Tabelle 2 in Abschnitt 5.1) geben die Preisänderungen der in Euro umgerechneten Einfuhren des Euro-Währungsgebiets im Vergleich zur Basisperiode wieder.

Die Arbeitskostenindizes (Tabelle 3 in Abschnitt 5.1) messen die durchschnittlichen Arbeitskosten je geleistete Arbeitsstunde. Die Bereiche Landwirtschaft, Fischerei, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen sind darin jedoch nicht erfasst. Der Indikator der Tarifverdienste (nachrichtlich in Tabelle 3 von Abschnitt 5.1) wird von der EZB auf der Grundlage nicht harmonisierter nationaler Statistiken berechnet.

Die Komponenten der Lohnstückkosten (Tabelle 4 in Abschnitt 5.1), das Bruttoinlandsprodukt und seine Komponenten (Tabelle 1 und 2 in Abschnitt 5.2), die Deflatoren des BIP (Tabelle 5 in Abschnitt 5.1) sowie die Arbeitsmarktstatistik (Tabelle 1 in Abschnitt 5.3) beruhen auf den Ergebnissen der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nach dem ESVG 95.

Der Auftragseingang in der Industrie (Tabelle 4 in Abschnitt 5.2) erfasst die während des Referenzzeitraums eingegangenen Aufträge und bezieht sich auf die Wirtschaftszweige, deren Arbeit im Wesentlichen auftragsbasiert ist, insbesondere Textilgewerbe, Papiergewerbe, chemische Industrie, Metallerzeugung und -bearbeitung, Investitionsgüterproduzenten und Gebrauchsgüterproduzenten. Die Angaben werden in jeweiligen Preisen berechnet.

Die Indizes für die Umsätze in der Industrie und für den Einzelhandel (Tabelle 4 in Abschnitt 5.2) geben den Umsatz – einschließlich aller Steuern und Abgaben mit Ausnahme der Mehrwertsteuer – wieder, für den während des Referenzzeitraums Rechnungen erstellt wurden. Der Einzelhandelsumsatz umfasst den gesamten Einzelhandel ohne den Handel mit Kraftfahrzeugen und ohne Reparaturen. Die Pkw-Neuzulassungen umfassen sowohl private als auch geschäftlich genutzte Pkw.

Die qualitativen Daten aus Erhebungen bei Unternehmen und Verbrauchern (Tabelle 5 in Abschnitt 5.2) basieren auf den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Die Arbeitslosenquoten (Tabelle 2 in Abschnitt 5.3) werden entsprechend den Richtlinien der Internationalen Arbeitsorganisation (IAO) ermittelt. Sie beziehen sich auf den Teil der Erwerbspersonen, die aktiv nach Arbeit suchen, und stützen sich auf harmonisierte Kriterien und Abgrenzungen. Die Schätzungen zur Gesamtzahl der Erwerbspersonen, auf denen die Arbeitslosenquote basiert, entsprechen nicht der Summe der in Abschnitt 5.3 aufgeführten Zahlen zu Beschäftigung und Arbeitslosigkeit.

ÖFFENTLICHE FINANZEN

Die Abschnitte 6.1 bis 6.4 zeigen die Finanzlage der öffentlichen Haushalte (Staat) im Euro-Währungsgebiet. Die Angaben sind größtenteils konsolidiert und beruhen auf der Methodik des ESVG 95. Die jährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in den Abschnitten 6.1 bis 6.3 werden von der EZB auf der Grundlage der von den NZBen gelieferten harmonisierten Daten berechnet, die regelmäßig aktualisiert werden. Die Angaben zum Defizit und zur Verschuldung der Euro-Länder können daher

⁵ ABl. L 86 vom 27.3.2001, S. 11.

von den Daten, die die Europäische Kommission im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit verwendet, abweichen. Die vierteljährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 6.4 werden von der EZB auf der Grundlage der von Eurostat gelieferten Daten und nationaler Daten berechnet.

In Abschnitt 6.1 werden die Jahreswerte der Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Haushalte (Staat) auf der Grundlage der Definitionen in Verordnung (EG) Nr. 1500/2000 der Europäischen Kommission vom 10. Juli 2000⁶, die das ESVG 95 ergänzt, dargestellt. Abschnitt 6.2 geht näher auf die konsolidierte Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert gemäß den Bestimmungen des EG-Vertrags über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit ein. Die Abschnitte 6.1 und 6.2 enthalten zusammengefasste Daten für die einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets aufgrund ihrer Bedeutung im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts. In Abschnitt 6.3 werden Veränderungen der öffentlichen Verschuldung dargestellt. Der Unterschied zwischen der Veränderung der öffentlichen Verschuldung und dem öffentlichen Defizit, die Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung, erklärt sich hauptsächlich durch staatliche Transaktionen in Finanzaktiva und durch Wechselkursänderungen. In Abschnitt 6.4 werden die Quartalswerte der Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Haushalte (Staat) auf der Grundlage der Definitionen in Verordnung (EG) Nr. 1221/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 10. Juni 2002 über die vierteljährlichen Konten des Staates für nichtfinanzielle Transaktionen⁷ dargestellt.

AUSSENWIRTSCHAFT

Die Begriffe und Abgrenzungen, die in der Zahlungsbilanzstatistik und beim Auslandsvermögensstatus (Abschnitte 7.1 bis 7.4) verwendet werden, entsprechen im Allgemeinen der 5. Auflage des „Balance of Payments Manual“ des IWF (Oktober 1993), der EZB-Leitlinie vom 16. Juli 2004 über die statistischen Be-

richtsanforderungen der Europäischen Zentralbank (EZB/2004/15)⁸ sowie den Eurostat-Regelungen. Weitere Hinweise zur Methodik und zu den Quellen für die Zahlungsbilanzstatistik und den Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets sind der EZB-Publikation „European Union balance of payments/international investment position statistical methods“ vom November 2004 und den folgenden Berichten zu entnehmen, die von der Website der EZB heruntergeladen werden können: „Task force on portfolio investment collection systems, Final Report“ vom Juni 2002, „Portfolio investment income: Task force report“ vom August 2003 und „Foreign direct investment task force report“ vom März 2004. Darüber hinaus ist auf der Website des Ausschusses für die Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzstatistiken (www.cmfb.org) der Bericht der Task Force der EZB/Europäischen Kommission (Eurostat) mit dem Titel „Report on the quality assessment of balance of payments and international investment position statistics“ vom Juni 2004 abrufbar.

Der Ausweis der Nettotransaktionen in der Kapitalbilanz entspricht der Vorzeichenkonvention des „Balance of Payments Manual“ des IWF, d. h., eine Zunahme der Aktiva wird mit einem Minuszeichen dargestellt, eine Zunahme der Passiva mit einem Pluszeichen. In der Leistungsbilanz und bei den Vermögensübertragungen werden sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben mit einem Pluszeichen dargestellt.

Die Daten zur Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets werden von der EZB zusammengestellt. Die jeweils jüngsten Monatsangaben sind als vorläufig anzusehen. Sie werden mit der Veröffentlichung der Daten für den darauf folgenden Monat und/oder der detaillierten vierteljährlichen Zahlungsbilanzangaben revidiert. Frühere Angaben werden in regelmäßigen Abständen oder jeweils bei methodischen Änderungen bei der Erstellung der zugrunde liegenden Daten revidiert.

6 ABl. L 172 vom 12.7.2000, S. 3.

7 ABl. L 179 vom 9.7.2002, S. 1.

8 ABl. L 354 vom 30.11.2004, S. 34.

Tabelle 2 in Abschnitt 7.1 enthält saisonbereinigte Leistungsbilanzangaben, die gegebenenfalls auch um Kalender- und Schaltjahreffekte sowie Effekte aufgrund der Osterfeiertage bereinigt sind. In Tabelle 5 sind die von gebietsansässigen Investoren erworbenen Wertpapiere, die von Emittenten außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben wurden, nach Anlegergruppen aufgegliedert. Eine Aufschlüsselung nach Anlegergruppen der von Emittenten im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere, die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets erworben wurden, ist noch nicht möglich. In Tabelle 6 und 7 basiert die Aufgliederung in „Finanzkredite“ und „Bargeld und Einlagen“ auf der Sektorzugehörigkeit der außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässigen Kontrahenten. So werden Forderungen an gebietsfremde Banken als Einlagen erfasst, während Forderungen an die übrigen gebietsfremden Sektoren als Finanzkredite eingestuft werden. Diese Aufschlüsselung entspricht der Aufgliederung in anderen Statistiken wie der konsolidierten Bilanz der MFIs und ist mit dem „Balance of Payments Manual“ des IWF konform.

Abschnitt 7.2 enthält eine monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz, d. h. der Zahlungsbilanztransaktionen, die die transaktionsbedingten Veränderungen des Auslandsgegenpostens zu M3 widerspiegeln. Die Angaben entsprechen der Vorzeichenkonvention der Zahlungsbilanz mit Ausnahme der den Geld- und Bankenstatistiken entnommenen transaktionsbedingten Veränderungen des Auslandsgegenpostens zu M3 (Spalte 12), bei dem ein positives Vorzeichen auf eine Zunahme der Aktiva bzw. eine Abnahme der Passiva hinweist. Bei den Passiva der Wertpapieranlagen (Spalte 5 und 6) umfassen die Zahlungsbilanztransaktionen auch den Verkauf und Kauf der von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs begebenen Dividendenwerte und Schuldverschreibungen mit Ausnahme von Geldmarktfondsanteilen und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Entsprechende methodische Hinweise zur monetären Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets finden sich auf der

Website der EZB unter der Rubrik „Statistics“. (Siehe auch Kasten 1 im Monatsbericht vom Juni 2003.)

Abschnitt 7.3 zeigt eine geographische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz (Tabellen 1 bis 4) und des Auslandsvermögensstatus (Tabelle 5) des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Partnerländern bzw. Ländergruppen, wobei zwischen EU-Mitgliedstaaten, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören, und Ländern oder Ländergruppen außerhalb der Europäischen Union unterschieden wird. Daneben zeigt die Aufschlüsselung auch Transaktionen und Bestände gegenüber EU-Institutionen (die – mit Ausnahme der EZB – ungeachtet ihres physischen Standorts statistisch als Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets behandelt werden) und zu bestimmten Zwecken auch gegenüber Offshore-Finanzzentren und internationalen Organisationen. Die Tabellen 1 bis 4 weisen die kumulierten Zahlungsbilanztransaktionen für die jeweils letzten vier Quartale aus; Tabelle 5 enthält eine geographische Aufschlüsselung des Auslandsvermögensstatus jeweils zum Jahresende. Für Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen, für Finanzderivate und Währungsreserven liegt keine geographische Aufgliederung der entsprechenden Transaktionen bzw. Bestände vor. Einzelheiten zur geographischen Aufschlüsselung finden sich im Aufsatz „Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Ländern und Ländergruppen“ im Monatsbericht vom Februar 2005.

Die Angaben zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 7.4 werden auf der Grundlage der Bestände gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets errechnet, wobei der Euroraum als eine Wirtschaftseinheit betrachtet wird (siehe auch Kasten 9 im Monatsbericht vom Dezember 2002). Der Auslandsvermögensstatus wird zu jeweiligen Marktpreisen bewertet. Hiervon ausgenommen sind Direktinvestitionsbestände, die größtenteils zum Buchwert ausgewiesen werden.

Die Bestände an Währungsreserven und sonstigen Fremdwährungsaktiva und -passiva des Eurosystems sind in Tabelle 5 in Abschnitt 7.4 zusammen mit dem von der EZB gehaltenen Anteil ausgewiesen. Aufgrund von Unterschieden in der Erfassung und Bewertung sind diese Angaben nicht vollständig mit den Angaben im Wochenausweis des Eurosystems vergleichbar. Die Daten in Tabelle 5 entsprechen den Empfehlungen für das IWF/BIZ-Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität. Veränderungen der Goldbestände des Eurosystems (Spalte 3) sind auf Goldtransaktionen im Rahmen des Goldabkommens der Zentralbanken vom 26. September 1999, aktualisiert am 8. März 2004, zurückzuführen. Weitere Informationen sind einer Veröffentlichung zur statistischen Behandlung der Währungsreserven des Eurosystems („Statistical treatment of the Eurosystem’s international reserves“, Oktober 2000) zu entnehmen, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Dort finden sich auch umfassendere Daten gemäß dem Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität.

Abschnitt 7.5 zeigt Angaben zum Außenhandel des Euro-Währungsgebiets, die in erster Linie auf Eurostat-Daten beruhen. Die EZB leitet die Volumenindizes von dem von Eurostat zur Verfügung gestellten Wertindex und Durchschnittswertindex ab und führt eine Saisonbereinigung der Durchschnittswertindizes durch. Die Wertangaben hingegen werden von Eurostat um Saison- und Kalendereinflüsse bereinigt.

In Tabelle 1 in Abschnitt 7.5 entspricht die Warengliederung in den Spalten 4 bis 6 und 9 bis 11 der Klassifizierung nach BEC (Broad Economic Categories). Die gewerblichen Erzeugnisse (Spalte 7 und 12) und Öl (Spalte 13) beruhen auf der Definition gemäß SITC Rev. 3. Die geographische Aufschlüsselung (Tabelle 2 in Abschnitt 7.5) weist die wichtigsten Handelspartner, nach einzelnen Ländern oder regional zusammengefasst, aus.

Aufgrund von Unterschieden in der Abgrenzung, Klassifizierung, Erfassung und dem Berichtszeitpunkt sind die Außenhandelszahlen, insbesondere die Einfuhren, nicht vollständig mit der Position Warenhandel in der Zahlungsbilanzstatistik (Abschnitte 7.1 bis 7.3) vergleichbar. Die Differenz bei den Einfuhren belief sich in den vergangenen Jahren nach Schätzung der EZB auf rund 5 % und ist zum großen Teil darauf zurückzuführen, dass bei der Erfassung der Außenhandelsdaten (cif) Versicherungs- und Frachtdienstleistungen berücksichtigt wurden.

WECHSELKURSE

In Abschnitt 8.1 sind die Indizes der nominalen und realen effektiven Wechselkurse (EWK) des Euro dargestellt, die von der EZB auf Basis der gewichteten Durchschnitte der bilateralen Wechselkurse des Euro gegenüber den Währungen der Handelspartner des Euro-Währungsgebiets berechnet werden. Eine positive Veränderung zeigt eine Aufwertung des Euro an. Die Gewichte beruhen auf dem mit den Handelspartnern in den Zeiträumen von 1995 bis 1997 und von 1999 bis 2001 getätigten Handel mit gewerblichen Erzeugnissen und spiegeln auch Drittmarkteffekte wider. Die Indizes der effektiven Wechselkurse erhält man, indem die Indizes auf Basis der Gewichte für den Zeitraum von 1995 bis 1997 zu Beginn des Jahres 1999 mit den Indizes auf Basis der Gewichte für den Zeitraum von 1999 bis 2001 verkettet werden. Die EWK-23-Gruppe der Handelspartner umfasst die 13 nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten sowie Australien, China, Hongkong, Japan, Kanada, Norwegen, die Schweiz, Singapur, Südkorea und die Vereinigten Staaten. Zur EWK-42-Gruppe gehören zusätzlich noch folgende Länder: Algerien, Argentinien, Brasilien, Bulgarien, Indien, Indonesien, Israel, Kroatien, Malaysia, Marokko, Mexiko, Neuseeland, die Philippinen, Rumänien, die Russische Föderation, Südafrika, Taiwan, Thailand und die Türkei. Die realen effektiven Wechselkurse werden anhand der Verbraucherpreisindizes, der Erzeuger-

preisindizes, des BIP-Deflators, der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe und der Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft berechnet.

Nähere Einzelheiten zur Berechnung der effektiven Wechselkurse finden sich in Kasten 10 „Aktualisierung der Wägungsschemata für die effektiven Wechselkurse des Euro und Berechnung eines neuen Kreises von Euro-Indikatoren“ im Monatsbericht vom September 2004 sowie im Occasional Paper Nr. 2 der EZB (L. Buldorini, S. Makrydakis und C. Thimann, The effective exchange rates of the euro, Februar 2002), das von der Website der EZB heruntergeladen werden kann.

Bei den in Abschnitt 8.2 ausgewiesenen bilateralen Wechselkursen handelt es sich um die Monatsdurchschnitte der täglich für die betreffenden Währungen veröffentlichten Referenzkurse.

ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die Statistiken über die anderen EU-Mitgliedstaaten (Abschnitt 9.1) werden nach denselben Grundsätzen wie die Statistiken zum Euro-Währungsgebiet erstellt. Die Daten über die Vereinigten Staaten und Japan (Abschnitt 9.2) werden aus nationalen Quellen gewonnen.

CHRONIK DER GELDPOLITISCHEN MASSNAHMEN DES EUROSYSTEMS ¹



9. JANUAR 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,75 %, 3,75 % bzw. 1,75 % zu belassen.

23. JANUAR 2003

Der EZB-Rat beschließt die beiden folgenden Maßnahmen zur Verbesserung des geldpolitischen Handlungsrahmens:

Erstens wird der Zeitplan der Mindestreserve-Erfüllungsperiode geändert. Künftig beginnt diese immer am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (HRG), das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. Darüber hinaus werden die Veränderung der Zinssätze der ständigen Fazilitäten und der Beginn der neuen Mindestreserve-Erfüllungsperiode in der Regel zusammenfallen.

Zweitens wird die Laufzeit der HRGs von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt.

Diese Maßnahmen sollen im ersten Quartal 2004 in Kraft treten.

Unter Bezugnahme auf die Pressemitteilung vom 10. Juli 2002 beschließt der EZB-Rat ferner, hinsichtlich der im Jahr 2003 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte den Zuteilungsbetrag von 15 Mrd € pro Geschäft beizubehalten. Dieser Betrag berücksichtigt den erwarteten Liquiditätsbedarf des Bankensystems des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2003 und spiegelt den Wunsch des Eurosystems wider, den größten Teil der Liquidität weiterhin über die Hauptrefinanzierungsgeschäfte zur Verfügung zu stellen.

6. FEBRUAR 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,75 %, 3,75 % bzw. 1,75 % zu belassen.

6. MÄRZ 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 12. März 2003 abzuwickelnden Geschäft – um 0,25 Prozentpunkte auf 2,50 % zu senken. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 7. März 2003 um jeweils 0,25 Prozentpunkte auf 3,50 % bzw. 1,50 % zu senken.

3. APRIL 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,50 %, 3,50 % bzw. 1,50 % zu belassen.

8. MAI 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,50 %, 3,50 % bzw. 1,50 % zu belassen.

¹ Die Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems für die Jahre 1999 bis 2002 ist im Jahresbericht 1999 auf Seite 181 ff., im Jahresbericht 2000 auf Seite 225 ff., im Jahresbericht 2001 auf Seite 237 ff. beziehungsweise im Jahresbericht 2002 auf Seite 248 ff. zu finden.

Er gibt ferner die Ergebnisse seiner Bewertung der geldpolitischen Strategie der EZB bekannt. Diese Strategie, die am 13. Oktober 1998 angekündigt wurde, besteht aus drei Hauptelementen: einer quantitativen Definition von Preisstabilität, einer herausragenden Rolle der Geldmenge bei der Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität und einer breit angelegten Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung.

Der EZB-Rat bestätigt seine im Oktober 1998 formulierte Definition von Preisstabilität, und zwar ist „Preisstabilität (...) definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Preisstabilität muss mittelfristig gewährleistet werden.“ Gleichzeitig erklärt der EZB-Rat, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abzielen wird, mittelfristig eine Preissteigerungsrate von annähernd 2 % beizubehalten.

Der EZB-Rat bestätigt, dass seine geldpolitischen Beschlüsse weiterhin auf der Basis einer umfassenden Analyse der Risiken für die Preisstabilität getroffen werden. Der EZB-Rat beschließt auch, in seinen Erläuterungen deutlich zu machen, welche Rolle die wirtschaftliche Analyse und die monetäre Analyse bei der einheitlichen Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität durch den EZB-Rat spielen.

Um die längerfristige Natur des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum als Richtwert zur Bewertung der monetären Entwicklung zu unterstreichen, beschließt der EZB-Rat ebenfalls, keine jährliche Überprüfung des Referenzwerts mehr vorzunehmen. Die zugrunde liegenden Bedingungen und Annahmen wird er jedoch auch weiterhin beurteilen.

5. JUNI 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 9. Juni 2003 abzuwickelnden Geschäft – um 0,50 Prozent-

punkte auf 2,0 % zu senken. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 6. Juni 2003 um jeweils 0,50 Prozentpunkte auf 3,0 % bzw. 1,0 % zu senken.

10. JULI, 31. JULI, 4. SEPTEMBER, 2. OKTOBER, 6. NOVEMBER, 4. DEZEMBER 2003 UND 8. JANUAR 2004

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

12. JANUAR 2004

Der EZB-Rat beschließt, den Zuteilungsbetrag für alle im Jahr 2004 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte von 15 Mrd € auf 25 Mrd € zu erhöhen. Das größere Zuteilungsvolumen trägt dem für 2004 erwarteten höheren Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euro-Währungsgebiet Rechnung. Den Großteil der Liquidität wird das Eurosystem allerdings weiterhin über seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitstellen. Der EZB-Rat entscheidet zu Beginn des Jahres 2005 über eine mögliche erneute Anpassung des Zuteilungsbetrags.

5. FEBRUAR, 4. MÄRZ 2004

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

10. MÄRZ 2004

Gemäß dem Beschluss des EZB-Rats vom 23. Januar 2003 wird die Laufzeit der Hauptre-

finanzierungsgeschäfte des Eurosystems von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt und die Mindestreserve-Erfüllungsperiode für das Reserve-Soll des Eurosystems geändert. Sie beginnt zukünftig nicht mehr am 24. eines Monats, sondern am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist.

**1. APRIL, 6. MAI, 3. JUNI, 1. JULI,
5. AUGUST, 2. SEPTEMBER, 7. OKTOBER,
4. NOVEMBER, 2. DEZEMBER 2004 UND
13. JANUAR 2005**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

14. JANUAR 2004

Der EZB-Rat beschließt, den Zuteilungsbetrag für alle im Jahr 2005 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte von 25 Mrd € auf 30 Mrd € zu erhöhen. Das größere Zuteilungsvolumen trägt dem für 2005 erwarteten höheren Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euro-Währungsgebiet Rechnung. Den Großteil der Liquidität wird das Eurosystem allerdings weiterhin über seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitstellen. Der EZB-Rat entscheidet zu Beginn des Jahres 2006 über eine mögliche erneute Anpassung des Zuteilungsbetrags.

3. FEBRUAR, 3. MÄRZ UND 7. APRIL 2005

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

PUBLIKATIONEN DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK SEIT 2004



Dieses Verzeichnis soll den Leser über ausgewählte Publikationen der Europäischen Zentralbank informieren, die seit Januar 2004 veröffentlicht wurden. Bei den Working Papers werden lediglich die Veröffentlichungen von Januar bis März 2005 aufgeführt. Die Publikationen werden von der Presse- und Informationsabteilung kostenlos an Interessenten abgegeben. Anfragen sind schriftlich an die im Impressum angegebene Postanschrift zu richten.

Eine vollständige Liste der Publikationen der Europäischen Zentralbank und des Europäischen Währungsinstituts kann auf der Website der EZB (<http://www.ecb.int>) abgerufen werden.

JAHRESBERICHT

„Jahresbericht 2003“, April 2004.

„Jahresbericht 2004“ (veröffentlicht am 26. April 2005).

KONVERGENZBERICHT

„Konvergenzbericht 2004“, Oktober 2004.

AUFSÄTZE IN DEN MONATSBERICHTEN

„Die WWU und die Durchführung der Finanzpolitik“, Januar 2004.

„Umfragen zur Konjunktur-, Preis- und Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet – Merkmale und Nutzen“, Januar 2004.

„Messung und Analyse der Gewinnentwicklung im Euro-Währungsgebiet“, Januar 2004.

„Die Volkswirtschaften der beitretenden Staaten an der Schwelle zur Mitgliedschaft in der Europäischen Union“, Februar 2004.

„Entwicklung der Bilanzen im privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets und der Vereinigten Staaten“, Februar 2004.

„Die Auswirkungen der Zeitwertbilanzierung auf den europäischen Bankensektor im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität“, Februar 2004.

„Der Einfluss der Finanzpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität und die Preise“, April 2004.

„Zukünftige Entwicklung des TARGET-Systems“, April 2004.

„Die Mittelmeerpartnerstaaten im Barcelona-Prozess und ihre Beziehungen mit dem Euro-Währungsgebiet“, April 2004.

„Die Wirtschaft der EU nach dem Beitritt der neuen Mitgliedstaaten“, Mai 2004.

„Der natürliche Realzins im Euro-Währungsgebiet“, Mai 2004.

„Methoden zur Risikominderung in den Kreditgeschäften des Eurosystems“, Mai 2004.

„Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euro-Währungsgebiet: Gesamtwirtschaftliche und sektorale Trends“, Juli 2004.

„Gründe für die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors der EU seit dem Jahr 2000“, Juli 2004.

„Die europäische Verfassung und die EZB“, August 2004.

„Eigenschaften und Nutzen von Vierteljahresdaten zum Staatssektor“, August 2004.

„Euro-Banknoten: Erfahrungen der ersten Jahre“, August 2004.

„Monetäre Analyse in Echtzeit“, Oktober 2004.

„Wirtschaftliche Integration in ausgewählten Regionen außerhalb der Europäischen Union“, Oktober 2004.

„Die Ölpreise und die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet“, November 2004.

„Informationsgewinnung aus Finanzmarktpreisen“, November 2004.

„Entwicklungen beim EU-Rahmen für die Finanzmarktregulierung, -aufsicht und -stabilität“, November 2004.

„Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung: Wesentliche Merkmale und Auswirkungen“, Januar 2005.

„Kapitalströme in die Schwellenländer: Veränderungen in den Trends und neuere Entwicklungen“, Januar 2005.

„Marktdisziplin im Bankensektor“, Februar 2005.

„Erste Erfahrungen mit den Änderungen am geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems“, Februar 2005.

„Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Ländern und Ländergruppen“, Februar 2005.

„Vermögenspreisblasen und Geldpolitik“, April 2005.

„Vergleichbarkeit von Statistiken für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan“, April 2005.

„Die Standards des ESZB/CESR für das Clearing und die Abwicklung von Wertpapieren in der Europäischen Union“, April 2005.

STATISTICS POCKET BOOK

Wird seit August 2003 monatlich veröffentlicht.

OCCASIONAL PAPERS

9. „Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications“ von M. G. Briotti, Februar 2004.
10. „The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review“ von einem Mitarbeiterteam unter der Leitung von P. Backé und C. Thimann sowie O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl und C. Nerlich, Februar 2004.
11. „Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases“ von A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich und C. Thimann, Februar 2004.
12. „Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages“ von R. Anderton, F. di Mauro und F. Moneta, April 2004.
13. „Fair value accounting and financial stability“ von einem Mitarbeiterteam unter Leitung von Andrea Enria unter Mitwirkung von Lorenzo Cappiello, Frank Dierick, Sergio Grittini, Angela Maddaloni, Philippe Molitor, Fatima Pires und Paolo Poloni, April 2004.
14. „Measuring financial integration in the euro area“ von L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova und C. Monnet, April 2004.
15. „Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics“ von Henning Ahnert und Geoff Kenny, Mai 2004.
16. „Market dynamics associated with credit ratings: a literature review“ von F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland und C. Zins, Juni 2004.
17. „Corporate ‚excesses‘ and financial market dynamics“ von A. Maddaloni und D. Pain, Juli 2004.
18. „The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents“ von A. Geis, A. Mehl und S. Wredenburg, Juli 2004.

19. „Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective“ von MPC Task Force of the ESCB, Juli 2004.
20. „The supervision of mixed financial services groups in Europe“ von F. Dierick, August 2004.
21. „Governance of securities clearing and settlement systems“ von D. Russo, T. Hart, M. C. Malaguti und C. Papathanassiou, Oktober 2004.
22. „Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective“ von A. Musso und T. Westermann, Januar 2005.
23. „The bank lending survey for the euro area“ von J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt und S. Scopel, Februar 2005.
24. „Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries“ von V. Genre, D. Momferatou und G. Mourre, Februar 2005.
25. „Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices“ von G. Wolswijk und J. de Haan, März 2005.
26. „The analysis of banking sector health using macro-prudential indicators“ von L. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars und J. Vesala, April 2005.
27. „The EU budget: how much scope for institutional reform?“ von H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez und R. Ritter, April 2005.
28. „Regulatory reforms in selected EU network industries“ von R. Martin, M. Roma und I. Vansteenkiste, April 2005.

WORKING PAPERS

425. „Geographic versus industry diversification: constraints matter“ von P. Ehling und S. Brito Ramos, Januar 2005.
426. „Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds“ von D. P. Miller und J. J. Puthenpurackal, Januar 2005.
427. „Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?“ von K. Kauko, Januar 2005.
428. „Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings“ von V. Pons-Sanz, Januar 2005.
429. „Cross-border diversification in bank asset portfolios“ von C. M. Buch, J. C. Driscoll und C. Ostergaard, Januar 2005.
430. „Public policy and the creation of active venture capital markets“ von M. Da Rin, G. Nicodano und A. Sembenelli, Januar 2005.
431. „Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry“ von G. Calzolari und G. Loranth, Januar 2005.
432. „Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms“ von Y. Chung Cheung, F. de Jong und B. Rindi, Januar 2005.
433. „Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility“ von R. Beetsma und X. Debrun, Januar 2005.
434. „Interest rates and output in the long run“ von Y. Aksoy und M. Léon-Ledesma, Januar 2005.
435. „Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?“ von L. Schuknecht und V. Tanzi, Februar 2005.
436. „Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany“ von L. Cappiello und S. Guéné, Februar 2005.
437. „What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants“ von E. Papaioannou, Februar 2005.

438. „Quality of public finances and growth“ von A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht und M. Thöne, Februar 2005.
439. „A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market“ von V. Brousseau and A. Manzanares, Februar 2005.
440. „Estimating and analysing currency options implied risk-neutral density functions for the largest new EU member states“ von O. Castrén, Februar 2005.
441. „The Phillips curve and long-term unemployment“ von R. Llaudes, Februar 2005.
442. „Why do financial systems differ? History matters“ von C. Monnet und E. Quintin, Februar 2005.
443. „Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data“ von S. Rosati und S. Secola, Februar 2005.
444. „Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy“ von L. Stracca und A. al-Nowaihi, Februar 2005.
445. „Welfare implications of joining a common currency“ von M. Ca’Zorzi, R. A. De Santis und F. Zampolli, Februar 2005.
446. „Trade effects of the euro: evidence from sectoral data“ von R. E. Baldwin, F. Skudelny und D. Taglioni, Februar 2005.
447. „Foreign exchange option and returns based correlation forecasts: evaluation and two applications“ von O. Castrén und S. Mazzotta, Februar 2005.
448. „Price-setting behaviour in Belgium: what can be learned from an ad hoc survey?“ von L. Aucremanne und M. Druant, März 2005.
449. „Consumer price behaviour in Italy: evidence from micro CPI data“ von G. Veronese, S. Fabiani, A. Gattulli und R. Sabbatini, März 2005.
450. „Using mean reversion as a measure of persistence“ von D. Dias und C. R. Marques, März 2005.
451. „Breaks in the mean of inflation: how they happen and what to do with them“ von S. Corvoisier und B. Mojon, März 2005.
452. „Stocks, bonds, money markets and exchange rates: measuring international financial transmission“ von M. Ehrmann, M. Fratzscher und R. Rigobon, März 2005.
453. „Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors“ von M. Przybyla und M. Roma, März 2005.
454. „European women: why do (n’t) they work?“ von V. Genre, R. G. Salvador und A. Lamo, März 2005.
455. „Central bank transparency and private information in a dynamic macroeconomic model“ von J. G. Pearlman, März 2005.
456. „The French block of the ESCB multi-country model“ von F. Boissay (EZB) und J.-P. Villetelle (Banque de France), März 2005.
457. „Transparency, disclosure and the federal reserve“ von M. Ehrmann und M. Fratzscher, März 2005.
458. „Money Demand and Macroeconomic Stability Revisited“ von A. Schabert und C. Stoltenberg, März 2005.
459. „Capital flows and the US ‘New Economy’: consumption smoothing and risk exposure“ von M. Miller, O. Castrén und L. Zhang, März 2005.
460. „Part-time work in EU countries: labour market mobility, entry and exit“ von H. Buddelmeyer, G. Mourre und M. Ward-Warmedinger, März 2005.
461. „Do decreasing hazard functions for price changes make any sense?“ von L. J. Álvarez, P. Burriel und I. Hernando, März 2005.

462. „Time-dependent versus state-dependent pricing: a panel data approach to the determinants of Belgian consumer price changes“ von L. Aucremanne und E. Dhyne, März 2005.
463. „Break in the mean and persistence of inflation: a sectoral analysis of French CPI“ von L. Bilke, März 2005.
464. „The price-setting behavior of Austrian firms: some survey evidence“ von C. Kwapil, J. Baumgartner und J. Scharler, März 2005.
465. „Determinants and consequences of the unification of dual-class shares“ von Anete Pajuste, März 2005.

SONSTIGE PUBLIKATIONEN

- „Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations“, Januar 2004.
- „The monetary policy of the ECB“, Januar 2004.
- „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures“, Februar 2004.
- „Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10“, Februar 2004.
- „Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)“, Februar 2004.
- „Foreign direct investment task force report“, März 2004.
- „External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank“, April 2004.
- „Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)“, April 2004.
- „Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)“, April 2004.
- „TARGET compensation claim form“, April 2004.
- „Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe“, April 2004.
- „The use of central bank money for settling securities transactions“, Mai 2004.
- „TARGET Annual Report 2003“, Mai 2004.
- „Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles“, Mai 2004.
- „Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management“, Mai 2004.
- „Risk Management for Central Bank Foreign Reserves“, Mai 2004.
- „Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan“, Juni 2004.
- „The development of statistics for Economic and Monetary Union“ von Peter Bull, Juli 2004.
- „ECB staff macroeconomic projections for the euro area“, September 2004.
- „Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option“, September 2004.
- „Institutional provisions: Statute of the ESCB and of the ECB. Rules of procedure“, Oktober 2004.
- „Standards for securities clearing and settlement in the European Union“, Oktober 2004.
- „The European Central Bank – History, role and functions“ von Hanspeter K. Scheller, Oktober 2004.

„E-payments without frontiers“, Oktober 2004.
„European Union balance of payments/international investment position statistical methods“, November 2004.
„Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries“, November 2004.
„Report on EU banking structure 2004“, November 2004.
„EU banking sector stability 2004“, November 2004.
„Letter from the ECB President to the President of the European Parliament“, November 2004.
„Letter from the ECB President to Mr Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs“, November 2004.
„Eurosysteem staff macroeconomic projections for the euro area“, Dezember 2004.
„Towards a single euro payments area – third progress report“, Dezember 2004.
„The euro bond market study 2004“, Dezember 2004.
„Financial Stability Review“, Dezember 2004.
„Review of the requirements in the field of general economic statistics“, Dezember 2004.
„Research network on capital markets and financial integration in Europe – results and experience after two years“, Dezember 2004.
„Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers“, Januar 2005.
„Review of the international role of the euro“, Januar 2005.
„Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report“, Januar 2005.
„Banking structures in the new EU Member States“, Januar 2005.
„Progress Report on Target2“, Februar 2005.
„The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures“, Februar 2005.
„Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation“, Februar 2005.
„Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures“, Februar 2005.
„Statistics and their use for monetary and economic policy-making“, März 2005.

INFORMATIONSBROSCHÜREN

„Information guide for credit institutions using TARGET“, Juli 2003.
„TARGET 2 – the future TARGET system“, September 2004.
„TARGET – the current system“, September 2004.



GLOSSAR

Dieses Glossar enthält ausgewählte Begriffe, die im Monatsbericht häufig verwendet werden. Ein umfassenderes Glossar in englischer Sprache kann auf der Website der EZB (www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html) abgerufen werden.

Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer (compensation per employee): Sämtliche Geld- und Sachleistungen, die von einem Arbeitgeber an einen Arbeitnehmer erbracht werden, d. h. die Bruttolöhne und -gehälter sowie Sonderzahlungen, Überstundenvergütungen und die Sozialbeiträge der Arbeitgeber, geteilt durch die Gesamtzahl der Arbeitnehmer.

Arbeitsproduktivität (labour productivity): Produktionsergebnis bei einem bestimmten Arbeitsinput. Die Arbeitsproduktivität lässt sich zwar auf verschiedene Arten berechnen, doch wird sie meist als BIP in konstanten Preisen dividiert durch die Gesamtzahl der Beschäftigten oder durch die geleisteten Gesamtarbeitsstunden gemessen.

Auslandsvermögensstatus (international investment position – i.i.p.): Bestandsstatistik, die den Wert und die Zusammensetzung der finanziellen Nettoforderungen und -verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland ausweist.

Außenhandel (external trade in goods): Warenausfuhren und -einfuhren im Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets, angegeben als Wert, Volumen- und Durchschnittswertindizes. Die Außenhandelsstatistik ist nicht mit den in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ausgewiesenen Exporten und Importen vergleichbar, da Letztere sowohl grenzüberschreitende Transaktionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets als auch den Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets erfassen und darüber hinaus nicht zwischen Waren und Dienstleistungen unterscheiden. Auch mit der Position Warenhandel in der Zahlungsbilanzstatistik ist sie nicht gänzlich vergleichbar. Neben methodischen Anpassungen liegt der Hauptunterschied darin, dass bei der Erfassung der Einfuhren in der Außenhandelsstatistik Versicherungs- und Frachtdienstleistungen berücksichtigt werden, während die Warenimporte in der Zahlungsbilanzstatistik ohne diese beiden Dienstleistungen (FOB – free on board) erfasst werden.

Autonome Liquiditätsfaktoren (autonomous liquidity factors): Liquiditätsfaktoren, die normalerweise nicht aus dem Einsatz geldpolitischer Instrumente resultieren. Dazu zählen unter anderem der Banknotenumlauf, die Einlagen öffentlicher Haushalte bei der Zentralbank und die Netto-Fremdwährungsposition der Zentralbank.

Bruttoinlandsprodukt (BIP) (gross domestic product – GDP): Wert der Gesamtproduktion von Waren und Dienstleistungen einer Volkswirtschaft nach Abzug der Vorleistungen zuzüglich der um Subventionen verminderten Produktions- und Importabgaben. Das BIP lässt sich nach Entstehungs-, Verwendungs- oder Verteilungskomponenten aufgliedern. Die wichtigsten Verwendungskomponenten des BIP sind private Konsumausgaben, Konsumausgaben des Staats, Bruttoanlageinvestitionen, Vorratsveränderungen sowie Importe und Exporte von Waren und Dienstleistungen (einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets).

Defizit (öffentliche Haushalte) (deficit – general government): Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte, d. h. die Differenz zwischen den Gesamteinnahmen und -ausgaben des Staats.

Defizitquote (öffentliche Haushalte) (deficit ratio – general government, budget deficit ratio, fiscal deficit ratio): Verhältnis zwischen dem Defizit der öffentlichen Haushalte und dem BIP zu

Marktpreisen. Die Defizitquote ist Gegenstand eines der in Artikel 104 Absatz 2 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten fiskalpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

Direktinvestitionen (direct investment): Grenzüberschreitende Investitionen mit dem Ziel, eine langfristige Beteiligung an einem in einer anderen Volkswirtschaft ansässigen Unternehmen zu erwerben (in der Praxis durch den Erwerb von mindestens 10 % der Stammaktien bzw. des Stimmrechts). Zu den Direktinvestitionen zählen Beteiligungskapital, reinvestierte Gewinne und sonstige Anlagen im Zusammenhang mit Transaktionen zwischen verbundenen Unternehmen. Erfasst werden die Nettotransaktionen/-positionen der Investitionen von Gebietsansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets („Direktinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“) sowie die Nettotransaktionen/-positionen der Investitionen von Gebietsfremden im Euro-Währungsgebiet („Direktinvestitionen im Euro-Währungsgebiet“).

Dividendenwerte (equities): Wertpapiere, die Eigentumsrechte an Kapitalgesellschaften umfassen. Hierzu zählen Aktien, die an Börsen gehandelt werden (börsennotierte Aktien), nichtbörsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. Sie erbringen in der Regel Erträge in Form von Dividenden.

Effektiver Wechselkurs (EWK) des Euro (nominal/real) (effective exchange rate of the euro – EER, nominal/real): Gewichtetes Mittel der bilateralen Euro-Wechselkurse gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets. Die Europäische Zentralbank veröffentlicht nominale effektive Wechselkursindizes für den Euro gegenüber zwei Gruppen von Handelspartnern: der EWK-23-Gruppe, die die 13 nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten sowie die 10 wichtigsten Handelspartner außerhalb der EU umfasst, und der EWK-42-Gruppe, die sich aus der EWK-23-Gruppe und 19 weiteren Ländern zusammensetzt. Die zugrunde gelegten Gewichtungen spiegeln den Anteil der einzelnen Partnerländer am Handel des Euro-Währungsgebiets wider und berücksichtigen den Wettbewerb an Drittmärkten. Reale effektive Wechselkurse sind nominale effektive Wechselkurse, deflationiert mit dem gewichteten Mittel von ausländischen Preisen oder Kosten im Verhältnis zu den entsprechenden inländischen Preisen und Kosten. Damit sind sie ein Indikator für die preisliche und kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit.

Einlagefazilität (deposit facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die den Geschäftspartnern die Möglichkeit bietet, täglich fällige Einlagen zum dafür festgesetzten Zinssatz bei der nationalen Zentralbank anzulegen.

EONIA (Euro Overnight Index Average): Auf der Basis effektiver Umsätze berechneter Durchschnittszinssatz für Tagesgeld im Euro-Interbankengeschäft. Er wird als gewichteter Durchschnitt der Sätze für unbesicherte Euro-Übernachtverträge, die von einer Gruppe bestimmter Institute im Euro-Währungsgebiet gemeldet werden, berechnet.

Erwerbspersonen (labour force): Gesamtzahl der Beschäftigten und Arbeitslosen.

EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate): Durchschnittszinssatz, zu dem ein erstklassiges Kreditinstitut bereit ist, einem anderen Kreditinstitut mit höchster Bonität Euro-Gelder zur Verfügung zu stellen. Der EURIBOR wird täglich für Interbankeinlagen mit Laufzeiten von bis zu zwölf Monaten berechnet.

Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP): Messgröße der Verbraucherpreise, die von Eurostat ermittelt wird und für alle EU-Mitgliedstaaten harmonisiert ist.

Hauptrefinanzierungsgeschäft (HRG) (main refinancing operation): Regelmäßiges Offenermarktgeschäft, das vom Eurosystem in Form einer befristeten Transaktion durchgeführt wird. HRGs werden über wöchentliche Standardtender mit einer Laufzeit von in der Regel einer Woche durchgeführt.

Implizite Volatilität (implied volatility): Messgröße für die erwartete Volatilität (Standardabweichung im Sinne der annualisierten prozentualen Veränderung) von beispielsweise Anleihe- oder Aktienkursen (oder der entsprechenden Terminkontrakte), die sich aus Optionspreisen ableiten lässt.

Index der Arbeitskosten pro Stunde (hourly labour cost index): Messgröße für die Arbeitskosten pro tatsächlich geleisteter Arbeitsstunde einschließlich der Bruttolöhne und -gehälter (sowie Sonderzahlungen jeglicher Art), der Sozialbeiträge der Arbeitgeber und sonstiger Arbeitskosten (wie Aus- und Fortbildungskosten, Anwerbungskosten und Beschäftigungssteuern) ohne Subventionen. Die Arbeitskosten pro Stunde werden durch Division der Gesamtarbeitskosten für alle Beschäftigten durch die Anzahl der von ihnen geleisteten Gesamtarbeitsstunden (einschließlich Überstunden) ermittelt.

Index der Tarifverdienste (index of negotiated wages): Messgröße für das unmittelbare Ergebnis der Tarifverhandlungen in Bezug auf die Grundvergütung (d. h. ohne Sonderzahlungen) im Euro-Währungsgebiet. Sie bezieht sich auf die implizite durchschnittliche Veränderung der monatlichen Löhne und Gehälter.

Industrielle Erzeugerpreise (industrial producer prices): Abgabepreise der Industrie (ohne Transportkosten) für alle von der Industrie (ohne Baugewerbe) auf den heimischen Märkten der Euro-Länder abgesetzten Produkte (ohne Importe).

Industrieproduktion (industrial production): Bruttowertschöpfung der Industrie in konstanten Preisen.

Inflationsindexierte Staatsanleihen (inflation-indexed government bonds): Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte, bei denen Kuponzahlungen und Kapitalbetrag an einen bestimmten Verbraucherpreisindex gekoppelt sind.

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors (consolidated balance sheet of the MFI sector): Bilanz, die durch Saldierung der in der aggregierten MFI-Bilanz enthaltenen Inter-MFI-Positionen (z. B. an MFIs vergebene Kredite und Einlagen bei MFIs) erstellt wird. Sie enthält Statistikinformationen über die Forderungen und Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (z. B. öffentliche Haushalte und sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet) und gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die konsolidierte Bilanz der MFIs ist die wichtigste statistische Grundlage für die Berechnung der monetären Aggregate und dient als Basis für die regelmäßige Analyse der Bilanzgegenposten von M3.

Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten der MFIs (MFI longer-term financial liabilities): Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren, Einlagen mit vereinbarter Kündi-

gungsfrist von mehr als drei Monaten, Schuldverschreibungen von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren sowie Kapital und Rücklagen des MFI-Sektors im Euroraum.

Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (LRG) (longer-term refinancing operation): Regelmäßiges Offenmarktgeschäft, das vom Eurosystem in Form einer befristeten Transaktion durchgeführt wird. LRGs werden über monatliche Standardtender mit einer Laufzeit von in der Regel drei Monaten durchgeführt.

Leitkurs (central parity): Wechselkurs der am WKM II teilnehmenden Währungen gegenüber dem Euro, um den herum die Bandbreiten des WKM II festgelegt sind.

Leitzinsen der EZB (key ECB interest rates): Zinssätze, die vom EZB-Rat festgelegt werden und die den geldpolitischen Kurs der EZB widerspiegeln. Hierbei handelt es sich um den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und den Zinssatz für die Einlagefazilität.

Lohnstückkosten (unit labour costs): Messgröße der Gesamtarbeitskosten je Produkteinheit, die für das Euro-Währungsgebiet als Quotient aus dem gesamten Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem BIP je Erwerbstätigen in konstanten Preisen berechnet wird.

M1: Eng gefasstes Geldmengenaggregat, das den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen bei MFIs und beim Zentralstaat (z. B. bei der Post oder dem Schatzamt) umfasst.

M2: Mittleres Geldmengenaggregat, das M1 sowie Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (d. h. kurzfristige Spareinlagen) und Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (d. h. kurzfristige Termineinlagen) bei MFIs und beim Zentralstaat umfasst.

M3: Weit gefasstes Geldmengenaggregat, das M2 sowie marktfähige Finanzinstrumente, insbesondere Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und von MFIs begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren umfasst.

Mengentender (fixed rate tender): Tenderverfahren, bei dem der Zinssatz im Voraus von der Zentralbank festgelegt wird und die teilnehmenden Geschäftspartner den Geldbetrag bieten, für den sie zum vorgegebenen Zinssatz abschließen wollen.

MFI-Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (MFI credit to euro area residents): Buchkredite der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich öffentlicher Haushalte und privatem Sektor) sowie der MFI-Bestand an von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapieren (Aktien und sonstige Dividendenwerte sowie Schuldverschreibungen).

MFIs (Monetäre Finanzinstitute) (MFIs – Monetary Financial Institutions): Alle Finanzinstitute, die den Geldschöpfungssektor des Euro-Währungsgebiets bilden. Hierzu zählen das Eurosystem, ansässige Kreditinstitute im Sinne des Gemeinschaftsrechts und alle anderen im Euroraum ansässigen Finanzinstitute, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagen substitute im engeren Sinn von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinn) Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Letztere Gruppe umfasst in erster Linie Geldmarktfonds.

MFI-Zinssätze (MFI interest rates): Zinssätze, die von gebietsansässigen Kreditinstituten und sonstigen MFIs (ohne Zentralbanken und Geldmarktfonds) für auf Euro lautende Einlagen und Kredite gegenüber im Euro-Währungsgebiet ansässigen privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften angewendet werden.

Mindestreservepflicht (reserve requirement): Verpflichtung eines Kreditinstituts, Mindestreserven beim Eurosystem zu unterhalten. Die Erfüllung der Mindestreservepflicht bemisst sich anhand des tagesdurchschnittlichen Mindestreserveguthabens innerhalb einer etwa einmonatigen Mindestreserve-Erfüllungsperiode.

Monatliche Bruttoverdienste (gross monthly earnings): Monatliche Bruttolöhne und -gehälter der Arbeitnehmer, einschließlich der Sozialbeiträge der Arbeitnehmer.

Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets (MFI net external assets): Forderungen des MFI-Sektors im Euroraum gegenüber Gebietsfremden (z. B. in Form von Gold, nicht auf Euro lautenden Banknoten und Münzen, von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begebenen Wertpapieren sowie an Gebietsfremde vergebenen Krediten) abzüglich der Verbindlichkeiten des MFI-Sektors im Euroraum gegenüber Ansässigen außerhalb des Eurogebiets (wie Einlagen und Repogeschäfte von Gebietsfremden sowie deren Geldmarktfondsanteile und von MFIs des Euroraums begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren).

Offene Stellen (job vacancies): Sammelbegriff für neu geschaffene Stellen, unbesetzte Stellen und Stellen, die in naher Zukunft nicht mehr besetzt sein werden und für die der Arbeitgeber in letzter Zeit aktiv nach geeigneten Kandidaten gesucht hat.

Öffentliche Haushalte (Staat) (general government): Sektor, der laut ESGV 95 gebietsansässige Einheiten umfasst, deren Hauptfunktion darin besteht, nicht marktbestimmte Waren und Dienstleistungen für den Individual- und Kollektivkonsum bereitzustellen und/oder die Einkommen und Vermögen umzuverteilen. Darin enthalten sind die Teilsektoren Zentralstaat, Länder, Gemeinden und Sozialversicherung. Einrichtungen der öffentlichen Hand mit Erwerbzzweck, wie beispielsweise öffentliche Unternehmen, zählen nicht zum Staatssektor.

Preisstabilität (price stability): Die Gewährleistung der Preisstabilität ist das vorrangige Ziel des Eurosystems. Der EZB-Rat definiert Preisstabilität als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Der EZB-Rat machte außerdem deutlich, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abziele, mittelfristig eine Preissteigerungsrate unter, aber nahe der 2 %-Marke beizubehalten.

Referenzwert für das M3-Wachstum (reference value for M3 growth): Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3, die auf mittlere Sicht mit der Gewährleistung der Preisstabilität vereinbar ist. Derzeit beträgt der Referenzwert für das jährliche M3-Wachstum $4 \frac{1}{2}$ %.

Schuldenquote (öffentliche Haushalte) (debt-to-GDP ratio – general government): Verhältnis zwischen dem öffentlichen Schuldenstand und dem BIP zu Marktpreisen. Die Schuldenquote ist Gegenstand eines der in Artikel 104 Absatz 2 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten fiskalpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

Schuldenstand (öffentliche Haushalte) (debt – general government): Brutto-Gesamtschuldenstand zum Nominalwert am Jahresende nach Konsolidierung innerhalb und zwischen den einzelnen Bereichen des Staatssektors.

Schuldverschreibung (debt security): Versprechen des Emittenten (d. h. des Schuldners), dem Inhaber (Gläubiger) (eine) Zahlung(en) zu einem oder mehreren bestimmten Terminen zu leisten. In der Regel sind Schuldverschreibungen festverzinslich (mit einem Kupon ausgestattet) und/oder werden mit einem Abschlag vom Nennwert verkauft. Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr werden als langfristig eingestuft.

Spitzenrefinanzierungsfazilität (marginal lending facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die die Geschäftspartner nutzen können, um von einer nationalen Zentralbank Übernachtskredit gegen refinanzierungsfähige Sicherheiten zu einem im Voraus festgelegten Zinssatz zu erhalten.

Survey of Professional Forecasters (SPF): Umfrage, die von der EZB seit dem Jahr 1999 vierteljährlich durchgeführt wird. Darin werden die gesamtwirtschaftlichen Prognosen einer Gruppe von Fachleuten aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Institutionen in der EU in Bezug auf Inflation, reales BIP-Wachstum und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ermittelt.

Umfrage zum Kreditgeschäft (bank lending survey): Umfrage zur Kreditvergabepolitik, die vom Eurosystem seit Januar 2003 vierteljährlich durchgeführt wird. Darin werden einer fest vorgegebenen Gruppe von Banken im Euro-Währungsgebiet qualitative Fragen zur Entwicklung der Kreditrichtlinien, der Kreditkonditionen und der Kreditnachfrage sowohl bei Unternehmen als auch bei privaten Haushalten gestellt.

Umfragen der Europäischen Kommission (European Commission surveys): Im Auftrag der Europäischen Kommission in allen EU-Mitgliedstaaten durchgeführte harmonisierte Branchen- und Verbraucherumfragen. Die Fragebögen richten sich an Führungskräfte im verarbeitenden Gewerbe, im Baugewerbe, im Einzelhandel und im Dienstleistungssektor sowie an die Verbraucher. Die Ergebnisse der monatlichen Umfragen werden zu einzelnen Indikatoren zusammengefasst (Vertrauensindikatoren).

Umfragen zum Einkaufsmanagerindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Purchasing Managers' Surveys): Umfragen zur Geschäftslage im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor in einer Reihe von Euro-Ländern, die zur Berechnung von Indizes verwendet werden. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet ist ein gewichteter Indikator, der aus Indizes der Produktion, des Auftragseingangs, der Beschäftigung, der Lieferzeiten der Anbieter und des Einkaufsbestands ermittelt wird. Die Umfrage im Dienstleistungssektor stellt Fragen zur gegenwärtigen und zukünftig erwarteten Geschäftsentwicklung, zu den Auftragsbeständen, zum Neugeschäft, zur Beschäftigung sowie zu den Vorleistungs- und Verkaufspreisen. Der Mehrkomponentenindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Composite Index) ergibt sich aus den kumulierten Umfrageergebnissen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor.

Verschuldung (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung) (debt – financial accounts): Kredite, Verbindlichkeiten aus Einlagen, begebene Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (aufgrund der unmittelbaren Pensionsverpflichtungen der Arbeitgeber gegenüber ihren Arbeitnehmern), die am Ende des Berichtszeitraums zu Marktkursen bewertet werden. Anders als in der jährlichen Berechnung werden Kredite von nichtfinan-

ziellen Sektoren (z. B. Kredite zwischen verbundenen Unternehmen) oder von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets in der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung mangels verfügbarer Daten nicht erfasst.

Wechselkursmechanismus II (WKM II) (exchange rate mechanism II – ERM II): Bildet den Rahmen für die wechsellkurspolitische Zusammenarbeit zwischen den Euro-Ländern und den EU-Mitgliedstaaten, die nicht an der dritten Stufe der WWU teilnehmen.

Wertpapiieranlagen (portfolio investment): Anlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Wertpapieren von Gebietsfremden (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Aktiva) und Anlagen von Gebietsfremden in Wertpapieren von Ansässigen des Euroraums (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Passiva). Darin enthalten sind Dividendenwerte und Schuldverschreibungen (Anleihen und Geldmarktpapiere). Transaktionen werden zu den tatsächlich gezahlten oder vereinnahmten Preisen abzüglich Kosten und Provisionen erfasst. Bei den Wertpapiieranlagen werden nur Unternehmensbeteiligungen, die weniger als 10 % der Stammaktien bzw. des Stimmrechts umfassen, verbucht.

Zinsstrukturkurve (yield curve): Kurve, die das Verhältnis von Zinssatz bzw. Rendite und Restlaufzeit von Schuldverschreibungen mit gleichem Kreditrisiko, aber unterschiedlichen Fälligkeiten zu einem gegebenen Zeitpunkt beschreibt. Die Steigung der Zinsstrukturkurve kann als die Differenz zwischen den Zinssätzen für zwei ausgewählte Restlaufzeiten errechnet werden.

Zinstender (variable rate tender): Tenderverfahren, bei dem die Geschäftspartner Betrag sowie Zinssatz des Geschäfts bieten, das sie mit der Zentralbank tätigen wollen.

