



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

MONATSBERICHT 02 | 2012

01 | 2012

**02 | 2012**

03 | 2012

04 | 2012

05 | 2012

06 | 2012

07 | 2012

08 | 2012

09 | 2012

10 | 2012

11 | 2012

12 | 2012

MONATSBERICHT  
FEBRUAR

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM



## MONATSBERICHT FEBRUAR 2012

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

© Europäische Zentralbank, 2012

**Anschrift**

Kaiserstraße 29  
D-60311 Frankfurt am Main

**Postanschrift**

Postfach 16 03 19  
D-60066 Frankfurt am Main

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Internet**

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

**Fax**

+49 69 1344 6000

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

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

*Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 8. Februar 2012.*

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



# INHALT

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>	<b>STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS</b>	<b>SI</b>
<b>WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN</b>	<b>9</b>	<b>ANHANG</b>	
Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets	9	Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	I
Monetäre und finanzielle Entwicklung	16	Publikationen der Europäischen Zentralbank	V
Preise und Kosten	55	Glossar	VII
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	71		
<b>Kästen:</b>			
1 Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das vierte Quartal 2011	21		
2 Umsetzung der neuen Regelungen zu Sicherheiten und der geringeren Mindestreserveanforderungen	33		
3 Ungleichgewichte im Euro-Währungsgebiet aus Sicht der Sektorkonten	42		
4 Die integrierten Sektorkonten des Euro-Währungsgebiets für das dritte Quartal 2011	49		
5 Basiseffekte und ihr Einfluss auf die HVPI-Inflation im Jahr 2012	56		
6 Durchschnittliche Preissteigerungen seit der Euro-Bargeldumstellung	59		
7 Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB für das erste Quartal 2012	65		
<b>AUFSÄTZE</b>			
Geldmengen- und Kreditwachstum nach Wirtschafts- und Finanzkrisen aus einer historischen globalen Perspektive	77		
Unternehmensverschuldung im Euro-Währungsgebiet	97		
Grenzüberschreitende Kapitalströme des Euro-Währungsgebiets	117		

## ABKÜRZUNGEN

### LÄNDER

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

### SONSTIGE

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWK	Effektiver Wechselkurs
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
HWWI	Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
LSK/GW	Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft
MFI	Monetäres Finanzinstitut
NACE	statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Union
NZB	Nationale Zentralbank
OECD	Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
SITC Rev. 4	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (4. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

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



## EDITORIAL

Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse beschloss der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 9. Februar 2012, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Die seit Mitte Januar verfügbar gewordenen Informationen bestätigen weitgehend seine vorherige Einschätzung. Die Inflation dürfte noch einige Monate über der 2 %-Marke bleiben, bevor sie auf unter 2 % zurückgeht. Vorliegenden Umfrageindikatoren zufolge gab es um den Jahreswechsel herum erste Anzeichen für eine Stabilisierung der Wirtschaftstätigkeit auf niedrigem Niveau; der wirtschaftliche Ausblick bleibt aber mit hoher Unsicherheit und Abwärtsrisiken behaftet. Die Grunddynamik der monetären Expansion ist nach wie vor verhalten. Mit Blick auf die Zukunft ist es von entscheidender Bedeutung, dass die Geldpolitik Preisstabilität für das Euro-Währungsgebiet insgesamt gewährleistet. Dadurch wird sichergestellt, dass die Inflationserwartungen fest auf einem Niveau verankert sind, das mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang steht, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten. Diese Verankerung der Inflationserwartungen ist eine Grundvoraussetzung dafür, dass die Geldpolitik ihren Beitrag zur Unterstützung des Wirtschaftswachstums und zur Schaffung von Arbeitsplätzen im Eurogebiet leisten kann. In nächster Zeit ist eine sehr gründliche Analyse aller eingehenden Daten und Entwicklungen geboten.

Durch die geldpolitischen Sondermaßnahmen wird der EZB-Rat die Funktionsfähigkeit des Finanzsektors im Euroraum und damit die Finanzierung der Realwirtschaft weiterhin unterstützen. Seitdem im Dezember 2011 das erste längerfristige Refinanzierungsgeschäft (LRG) mit dreijähriger Laufzeit durchgeführt wurde, hat der EZB-Rat für eine Reihe von Ländern spezifische nationale Zulassungskriterien und Risikokontrollmaßnahmen bezüglich der temporären Herannahme zusätzlicher Kreditforderungen genehmigt, die im Rahmen der Kreditgeschäfte des Eurosystems als Sicherheiten verwendet werden können. Dies dürfte die Verfügbarkeit von

Sicherheiten verbessern.<sup>1</sup> Mit Beginn der laufenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode am 18. Januar 2012 wurde der Mindestreservesatz abgesenkt, wodurch zusätzliche Sicherheiten frei wurden. Wie bereits bei früheren Anlässen dargelegt, sind alle geldpolitischen Sondermaßnahmen vorübergehender Natur.

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so dürfte das Wachstum des realen BIP im Schlussquartal 2011 sehr schwach gewesen sein. Den Umfrageergebnissen für die letzten beiden Monate zufolge gibt es erste Anzeichen für eine Stabilisierung der Wirtschaftstätigkeit auf niedrigem Niveau. Mit Blick auf die Zukunft rechnet der EZB-Rat damit, dass sich die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets im Verlauf dieses Jahres ganz allmählich erholt. Die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum wird durch die sehr niedrigen kurzfristigen Zinssätze und sämtliche zur Förderung der ordnungsgemäßen Funktionsfähigkeit des Finanzsektors im Eurogebiet getroffenen Maßnahmen unterstützt. Darüber hinaus haben – infolge der geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats, aber auch aufgrund von Fortschritten bei der Stärkung des Steuerungsrahmens für das Euro-Währungsgebiet und intensiveren Bemühungen mehrerer Euro-Länder um Haushaltskonsolidierung – die Spannungen an den Finanzmärkten abgenommen. Allerdings wird die zugrunde liegende Wachstumsdynamik durch die schwache Entwicklung der weltweiten Nachfrage, die anhaltenden Spannungen an den Staatsanleihemärkten im Euroraum und deren Einfluss auf die Kreditvergabebedingungen sowie den Prozess der Bilanzanpassungen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor weiterhin gedämpft.

Diese Aussichten sind mit Abwärtsrisiken behaftet, die sich vor allem aus den Spannungen an den Staatsanleihemärkten des Eurogebiets und deren möglichem Übergreifen auf die Realwirtschaft des Euroraums ergeben. Abwärtsrisiken erwachsen auch aus einer unter Umständen ungünstigen weltwirtschaftlichen Entwicklung,

<sup>1</sup> Weitere Einzelheiten hierzu können der EZB-Pressemitteilung „EZB-Rat genehmigt Zulassungskriterien für zusätzliche Kreditforderungen“ vom 9. Februar 2012 entnommen werden.

aus stärker als erwartet steigenden Rohstoffpreisen, Protektionismusbestrebungen und der Möglichkeit einer ungeordneten Korrektur globaler Ungleichgewichte.

Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Eurogebiet belief sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im Januar 2012 wie bereits im Vormonat auf 2,7 %. Die durchschnittliche Inflationsrate für das vergangene Jahr betrug 2,7 %, was vor allem auf die Verteuerung von Energie und sonstigen Rohstoffen zurückzuführen war. Mit Blick auf die Zukunft dürften die Teuerungsraten noch einige Monate über der 2 %-Marke bleiben, bevor sie auf unter 2 % zurückgehen. In diesem Verlauf schlägt sich die Erwartung nieder, dass sich der zugrunde liegende Preisdruck im Euroraum vor dem Hintergrund eines dort und in der übrigen Welt schwachen Wirtschaftswachstums weiterhin in Grenzen halten dürfte.

Die Risiken in Bezug auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisentwicklung sind nach wie vor weitgehend ausgewogen. Aufwärtsrisiken bestehen in Zusammenhang mit Erhöhungen der indirekten Steuern und administrierten Preise, die stärker ausfallen als angenommen, sowie mit einem Anstieg der Rohstoffpreise. Abwärtsrisiken ergeben sich vor allem aus den Auswirkungen eines schwächer als erwartet ausfallenden Wachstums im Eurogebiet und in der übrigen Welt.

Die monetäre Analyse weist darauf hin, dass die Grunddynamik der monetären Expansion nach wie vor verhalten ist. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 ging von 2,0 % im November 2011 auf 1,6 % im Dezember zurück. Darin spiegelte sich eine weitere Abschwächung der monetären Dynamik gegen Jahresende wider.

Die jährlichen Zuwachsraten der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte, bereinigt um Kreditverkäufe sowie Kreditverbriefungen, verringerten sich im Dezember ebenfalls weiter auf 1,2 % bzw. 1,9 %. Beim Volumen der an die beiden genannten Sektoren ausgereichten MFI-Buchkredite

wurde im Dezember ein Rückgang verzeichnet, der im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften besonders stark ausgeprägt war. Außerdem gibt es Anzeichen für eine weitere Verschärfung der Kreditvergabekonditionen seitens der Banken, was sich Ende 2011 auf das Kreditangebot in mehreren Euro-Ländern auswirkte. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt können aus dieser Entwicklung allerdings noch keine eindeutigen Schlüsse gezogen werden, zumal das erste LRG mit dreijähriger Laufzeit seine Wirkung auf die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken noch entfalten muss und sich eventuell noch nicht vollständig in der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft niedergeschlagen hat. Zudem steht die Umsetzung weiterer, im Dezember 2011 angekündigter geldpolitischer Sondermaßnahmen noch aus. Dementsprechend ist es von entscheidender Bedeutung, die Kreditentwicklung in nächster Zeit aufmerksam zu verfolgen.

Die Solidität der Bankbilanzen wird von wesentlicher Bedeutung sein, wenn es darum geht, im Zeitverlauf eine angemessene Bereitstellung von Krediten an die Wirtschaft zu erleichtern. Entscheidend ist, dass die Umsetzung der Rekapitalisierungspläne der Banken nicht zu Entwicklungen führt, welche die Finanzierung der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum beeinträchtigen.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass sich der wirtschaftlichen Analyse zufolge der zugrunde liegende Preisdruck weiterhin in Grenzen halten dürfte und die Risiken in Bezug auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisentwicklung weitgehend ausgewogen sind. Die Gegenprüfung anhand der Signale aus der monetären Analyse bestätigt dieses Bild.

Zur Stärkung des Vertrauens und Schaffung eines günstigen Umfelds für ein nachhaltiges Wachstum ist eine Kombination aus Strukturreformen und Haushaltsdisziplin von entscheidender Bedeutung. Mit Blick auf die Finanzpolitik müssen alle Regierungen des Euro-Währungsgebiets weiterhin alles daran setzen, um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu gewährleisten. Es ist von entscheidender Bedeutung, dass alle

Euro-Länder ihre für 2012 angekündigten haushaltspolitischen Ziele einhalten. Dies sollte zu einer Verankerung der Erwartungen hinsichtlich einer soliden Finanzpolitik und zur Stärkung des Vertrauens beitragen. Auf EU-Ebene wie auch in den rechtlichen Rahmenwerken mehrerer Mitgliedstaaten werden derzeit die Vorschriften in Bezug auf die Ausgestaltung und Umsetzung der nationalen Finanzpolitiken gestärkt. Dies sind wichtige Schritte in die richtige Richtung. Was Strukturreformen anbelangt, so sind diese von zentraler Bedeutung, um die Anpassungs- und die Wettbewerbsfähigkeit der Länder des Eurogebiets zu stärken und somit die Wachstumsaussichten zu verbessern und die Schaffung von Arbeitsplätzen zu begünstigen. Vor allem sollten weitreichende und ehrgeizige Reformen durchgeführt werden, um den Wettbewerb auf den Gütermärkten (insbesondere im Dienstleistungssektor) zu fördern; gleichzeitig sollten Arbeitsmarkttrigiditäten abgebaut und die Lohnflexibilität erhöht werden.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste Aufsatz untersucht das Verlaufsmuster des durchschnittlichen Geldmengen- und Kreditwachstums in Zeiten vergangener Wirtschafts- und Finanzkrisen. Der zweite Beitrag beschreibt die Entwicklung der Schuldenquoten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet. Gegenstand des dritten Aufsatzes ist die Bedeutung des Euroraums für den weltweiten grenzüberschreitenden Kapitalverkehr vor und nach Ausbruch der globalen Finanzkrise.



# WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

## I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die aktuellen Umfrageindikatoren lassen darauf schließen, dass sich die vorsichtigen Anzeichen einer Stabilisierung der globalen Konjunktur mehren. Der Preisauftrieb in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hält sich nach wie vor in Grenzen. In den Schwellenländern haben die Teuerungsraten ihren leichten Abwärtstrend zwar fortgesetzt, doch bleibt der Inflationsdruck bestehen.

### I.1 WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN

Die globale Wachstumsdynamik hat sich im zweiten Halbjahr 2011 zwar verringert, doch mehren sich die vorsichtigen Anzeichen einer Stabilisierung der Konjunktur. Allerdings werden die Wachstumsaussichten durch den anhaltenden und notwendigen Prozess der Bilanzenpassungen sowie die Schwäche an den Arbeits- und Wohnimmobilienmärkten einiger führender Industrieländer weiterhin belastet. In den Schwellenländern setzt sich die solide wirtschaftliche Expansion fort, aufgrund der schwächeren Auslands- wie auch Binnennachfrage allerdings auf niedrigerem Niveau.

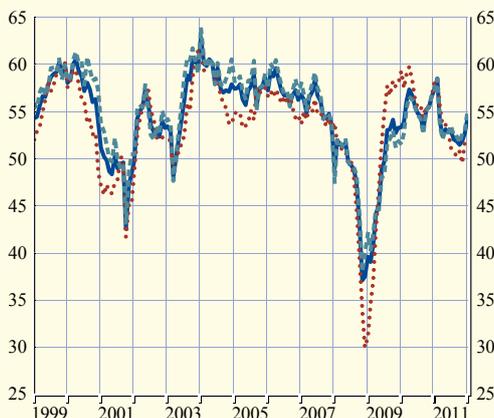
Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie stieg im Januar 2012 auf 54,6 Punkte nach 52,7 Zählern im Dezember. Dies war der höchste Wert, der seit Februar 2011 verzeichnet wurde. Der Teilindex für die Konjunktorentwicklung im Dienstleistungssektor erreichte unterdessen ein Elfmonatshoch, während der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe zwar weiterhin oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten, aber immer noch unter dem langfristigen Durchschnitt lag (siehe Abbildung 1). Die Indexkomponente für den Auftragseingang legte im Januar ebenfalls zu, und dies sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor.

Der Preisauftrieb in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist nach wie vor relativ begrenzt. In den OECD-Staaten belief sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im Dezember insgesamt auf 2,9 %, verglichen mit 3,1 % im November. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet blieb die jährliche Inflationsrate im Dezember unverändert bei 2,0 % (siehe Abbildung 2). In den Schwellen-

Abbildung 1 Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion

(Diffusionsindex; saisonbereinigt; Monatswerte)

- EMI für die Produktion - insgesamt
- ... EMI für die Produktion - verarbeitendes Gewerbe
- - - EMI für die Produktion - Dienstleistungen

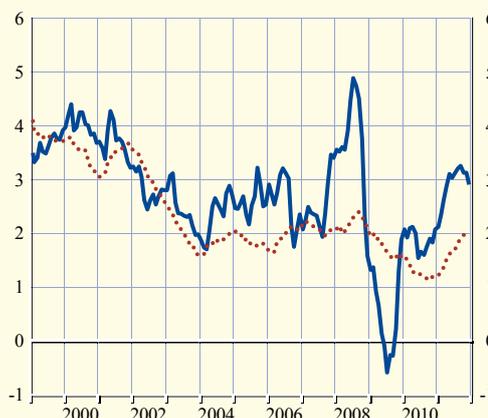


Quelle: Markit.

Abbildung 2 Internationale Preisentwicklung

(Monatswerte; Veränderung gegen Vorjahr in %)

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



Quelle: OECD.

ländern sind die Preissteigerungsraten zuletzt, ausgehend von einem hohen Niveau, etwas gesunken.

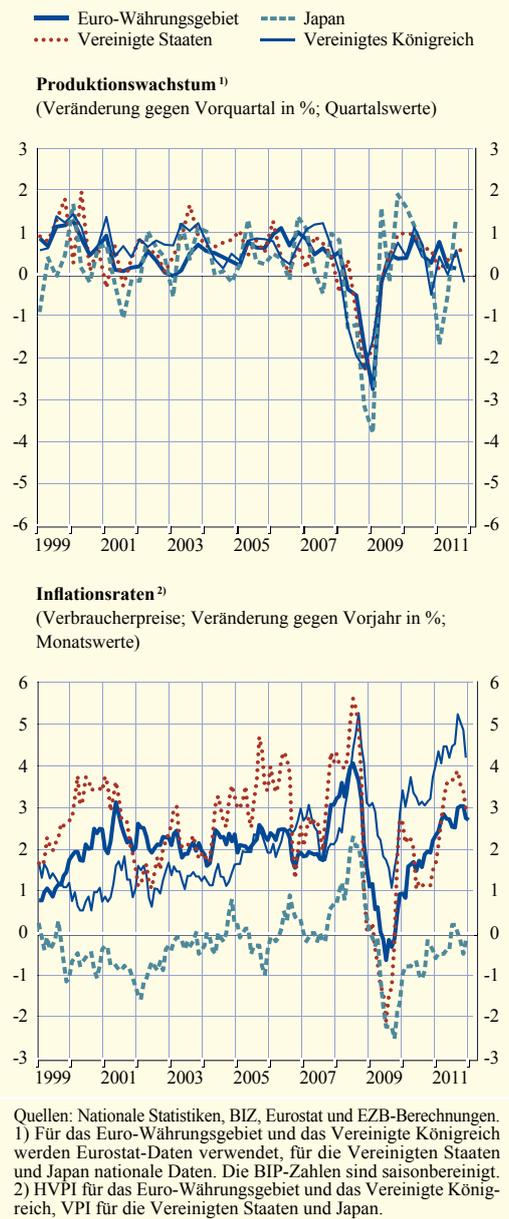
### VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten setzte sich die allmähliche Belebung der Konjunktur im Schlussquartal 2011 fort, nachdem sich diese in der ersten Jahreshälfte schleppend entwickelt hatte (siehe Abbildung 3). Der vorläufigen Schätzung des Bureau of Economic Analysis zufolge legte das reale BIP im letzten Jahresviertel 2011 annualisiert um 2,8 % zu nach 1,8 % im vorangegangenen Dreimonatszeitraum. Für diese Zunahme waren vor allem die Konsumausgaben und die privaten Vorratsinvestitionen verantwortlich. Die Wohnungsbauinvestitionen zogen kräftig an, während vom Außenhandel ein negativer Wachstumsbeitrag ausging. Das Wachstum des real verfügbaren Einkommens erholte sich zwar, doch lag es immer noch unter der Zuwachsrate der realen Konsumausgaben. Die verfügbaren monatlichen Daten weisen auf eine anhaltende wirtschaftliche Expansion im ersten Vierteljahr 2012 hin, die gleichwohl etwas geringer ausfallen dürfte als im Schlussquartal 2011.

Was die Preisentwicklung angeht, so sank die jährliche am VPI gemessene Inflationsrate im Dezember 2011 auf 3,0 %, verglichen mit 3,4 % im Vormonat. Nach dem Höchststand von 3,9 % im September war dies der dritte Rückgang in Folge und hauptsächlich den rückläufigen Energiepreisen zuzuschreiben. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet belief sich die jährliche VPI-Teuerungsrate wie schon im Vormonat auf 2,2 %. Die jüngste Entwicklung der Kerninflation spiegelt zum Teil eine leichte Stabilisierung der Zuwachsraten bei den Wohn- und Transportkosten wider.

Am 25. Januar 2012 gab der Offenmarktausschuss der Federal Reserve bekannt, dass die jüngsten Indikatoren ungeachtet einer gewissen Verlangsamung des globalen Wachstums auf eine moderate Expansion der US-Wirtschaft und eine weitere leichte Verbesserung der allgemeinen Arbeitsmarktlage hindeuten. Der Ausschuss beschloss, den Zielzinssatz für Tagesgeld unverändert in einem Korridor von 0,0 % bis 0,25 % zu belassen. Des Weiteren geht er davon aus, dass die wirtschaftlichen Bedingungen bis mindestens Ende 2014 ein außergewöhnlich niedriges Niveau des Tagesgeldsatzes rechtfertigen dürften.

Abbildung 3 Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern



## JAPAN

In Japan entwickelte sich die Konjunktur nach der im dritten Vierteljahr 2011 verzeichneten Erholung im darauf folgenden Quartal etwas schwächer. Ausschlaggebend hierfür waren in erster Linie eine Verringerung der weltweiten Nachfrage, die Aufwertung des Yen sowie angebotsseitige Störungen im Gefolge des Hochwassers in Thailand. Die Industrieproduktion ging im letzten Viertel des Jahres 2011 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal zurück, wengleich im Dezember ein unerwartet hoher Anstieg verbucht werden konnte (4 % zum Vormonat). Auch die Warenausfuhr beschleunigte sich im Dezember in realer Rechnung (um 1,1 % auf Monatsbasis), doch war diese Zunahme nicht hoch genug, um die Verluste aus den Vormonaten wettzumachen, sodass die Exporte im Schlussquartal 2011 um knapp 4 % sanken. In nominaler Betrachtung erhöhte sich das monatliche Handelsdefizit im Dezember jedoch (saisonbereinigt) weiter, wodurch die jährliche Handelsbilanz 2011 mit -2,5 Billionen JPY erstmals seit 1980 ein Defizit aufwies (auf Grundlage des vom Zoll erfassten Handels). Die jüngsten Datenveröffentlichungen deuten weitgehend auf eine konjunkturelle Festigung am Jahresbeginn 2012 hin. So signalisierte der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im Januar erstmals seit drei Monaten eine – wenn auch nur moderate – Rückkehr dieses Sektors auf den Wachstumspfad.

Die am VPI gemessene jährliche Änderungsrate der Verbraucherpreise erhöhte sich von -0,5 % im November auf -0,2 % im Folgemonat. Ohne frische Nahrungsmittel gerechnet belief sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im Dezember auf -0,1 % (nach -0,2 % im November); ohne die Komponenten Nahrungsmittel und Energie lag die Jahresänderungsrate indes unverändert bei -1,1 %. Auf ihrer letzten geldpolitischen Sitzung am 24. Januar 2012 beschloss die Bank von Japan, den Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld unverändert bei etwa 0,0 % bis 0,1 % zu belassen.

## VEREINIGTES KÖNIGREICH

Im Vereinigten Königreich blieb die wirtschaftliche Aktivität verhalten. Das reale BIP sank im Schlussquartal 2011 um 0,2 % gegenüber dem Dreimonatszeitraum davor, was überwiegend der schwachen Konjunktur im Industriesektor und im Baugewerbe geschuldet war. Die verfügbaren aus Haushalts- und Unternehmensbefragungen gewonnenen Indikatoren verbesserten sich Anfang 2012 geringfügig. Sie ließen jedoch nach wie vor eine auf kurze Sicht sehr träge Konjunkturerholung erkennen, wengleich von den geldpolitischen Impulsen im weiteren Verlauf eine stützende Wirkung ausgehen sollte. Für die Situation am Arbeitsmarkt zeichnet sich keine Verbesserung ab, und auch die Indikatoren des Geldmengen- und Kreditwachstums bleiben schwach. Das Wachstum der Binnennachfrage dürfte durch die restriktiven Kreditbedingungen, die laufenden Bilanzenanpassungen der privaten Haushalte und die beträchtliche Straffung der Finanzpolitik weiterhin in Mitleidenschaft gezogen werden. Zugleich ist davon auszugehen, dass die Exportentwicklung durch die ungünstigen Aussichten für die Auslandsnachfrage gebremst wird.

Die Inflation hat weiter nachgelassen, doch liegen die Preissteigerungsraten immer noch auf erhöhtem Niveau. So sank die jährliche VPI-Teuerungsrate von 4,8 % im November auf 4,2 % im Dezember, während sie ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel gerechnet um 0,2 Prozentpunkte auf 3,4 % zurückging. Das allmähliche Abklingen bestimmter temporärer Faktoren (z. B. die in der Vergangenheit höheren Rohstoffpreise, der deutliche Anstieg der Strompreise im Herbst 2011 und die seit Januar 2011 wirksame Mehrwertsteuererhöhung) sowie die vorhandenen Überschusskapazitäten dürften dazu beitragen, den Inflationsdruck zu dämpfen. Der geldpolitische Ausschuss der Bank of England hat den auf die Reserven der Geschäftsbanken zahlbaren Leitzins bei 0,5 % belassen, beschloss jedoch, den Bestand an Vermögenswerten, die über die Ausgabe von Zentralbankreserven finanziert werden, im Februar um 50 Mrd GBP auf insgesamt 325 Mrd GBP zu erhöhen.



## CHINA

In China verlangsamte sich das Wachstum des realen BIP im Schlussquartal 2011 binnen Jahresfrist auf 8,9 % (nach 9,1 % im dritten Jahresviertel). Diese Abschwächung war in erster Linie durch die schleppendere Auslandsnachfrage und die restriktiven Maßnahmen der chinesischen Behörden bedingt, die darauf abzielten, die Investitionen im Immobiliensektor zu drosseln. Die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte verringerten sich zum Jahresende 2011 weiter; ausschlaggebend hierfür waren ein niedrigerer Handelsbilanzüberschuss und Nettokapitalabflüsse, die sich vor dem Hintergrund negativerer Erwartungen hinsichtlich einer Aufwertung des Renminbi sowie gewisser Bedenken bezüglich der Perspektiven für Wachstum und Finanzstabilität noch verstärkten. Infolgedessen nahmen die Währungsreserven im vierten Quartal 2011 das erste Mal seit 1998 ab. Die VPI-Teuerungsrate ging im Dezember auf Jahressicht auf 4,1 % zurück und lag damit in der Nähe des jährlichen Zielwerts der Behörden von 4,0 %. Die Verringerung der am VPI gemessenen Inflationsrate im genannten Jahresviertel war vor allem auf die Nahrungsmittelpreise zurückzuführen, in jüngster Zeit aber auch auf die Entwicklung der Nicht-Nahrungsmittel-Komponenten. Der jährliche Anstieg der Erzeugerpreise verlangsamte sich im Dezember ebenfalls deutlich (auf 1,7 %). Der geldpolitische Kurs wird inzwischen gelockert. So beschleunigten sich die inländische Neukreditvergabe und das M2-Wachstum im Dezember leicht, nachdem die People's Bank of China Ende November den Mindestreservesatz um 50 Basispunkte herabgesetzt hatte.

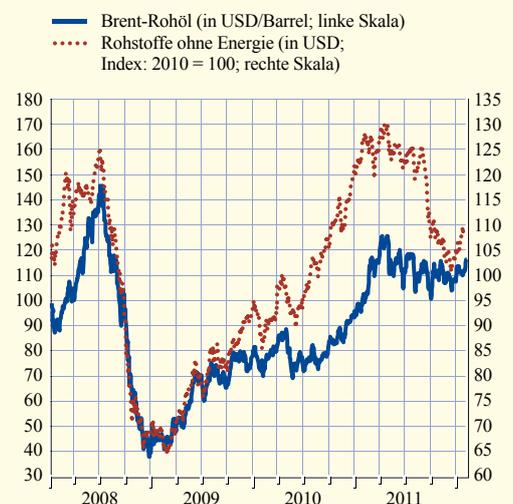
## 1.2 ROHSTOFFMÄRKTE

Die Ölpreise haben sich im Januar und Anfang Februar erhöht. Am 8. Februar 2012 kostete Rohöl der Sorte Brent 116,3 USD je Barrel und damit 8,1 % mehr als zu Beginn des Monats Januar und 24,8 % mehr als am Jahresanfang 2011 (siehe Abbildung 4). Mittelfristig rechnen die Marktteilnehmer allerdings mit fallenden Ölpreisen, wie aus den Terminkontrakten zur Lieferung im Dezember 2013 hervorgeht, die mit 107,7 USD je Barrel gehandelt werden.

Auf der Nachfrageseite waren einige Anzeichen von Schwäche zu erkennen, die mit Bedenken hinsichtlich des globalen gesamtwirtschaftlichen Umfelds zusammenhingen. Dies gilt vor allem für die Nachfrage in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, während sich die Nachfrage in den Schwellenländern als robuster erwies. Vor diesem Hintergrund hat die Internationale Energieagentur ihre Nachfrageprognosen für 2012 mehrfach nach unten korrigiert. Gleichzeitig haben die Sorgen hinsichtlich des Ölangebots dazu geführt, dass sich die Notierungen auf einem hohen Niveau hielten. Auf EU-Ebene wurde ein Importembargo für iranisches Öl verhängt, das am 1. Juli 2012 in Kraft treten soll, sodass ab diesem Zeitpunkt mit einer angespannten Marktlage zu rechnen ist.

Die Notierungen für Rohstoffe ohne Energie zogen im Verlauf des Monats Januar insgesamt leicht an. Im Einzelnen blieben die Nahrungsmittelpreise weitgehend unverändert, während

Abbildung 4 Wichtige Entwicklungen bei den Rohstoffpreisen



Quellen: Bloomberg und HWWI.

die Preise für Metalle durch kräftige Einfuhren der Schwellenländer gestützt wurden. Der Gesamtindex der (in US-Dollar gerechneten) Rohstoffpreise ohne Energie lag gegen Ende Januar rund 14 % unter seinem Stand zu Jahresbeginn 2011.

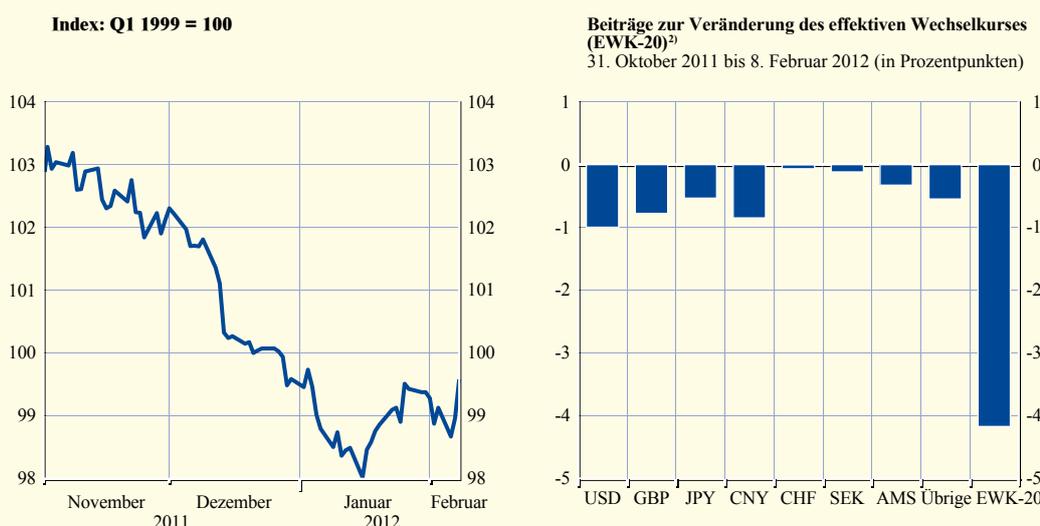
### 1.3 WECHSELKURSE

Von Ende Oktober 2011 bis Anfang Februar 2012 gab der nominale effektive Wechselkurs des Euro (gemessen an den Währungen von 20 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets) bei deutlich rückläufiger Volatilität insgesamt nach. Zu beobachten war diese Abwertung bis Mitte Januar des laufenden Jahres; danach kehrte der Euro seinen Abwärtstrend um. Am 8. Februar 2012 lag der nominale effektive Wechselkurs der Gemeinschaftswährung 4,2 % unter seinem Niveau von Ende Oktober 2011 und 3,0 % unter seinem Durchschnittswert des vergangenen Jahres (siehe Abbildung 5).

Was die bilateralen Wechselkurse anbelangt, so wertete der Euro in den letzten drei Monaten gegenüber den meisten wichtigen Währungen ab. Vom 31. Oktober 2011 bis zum 8. Februar 2012 schwächte sich die Gemeinschaftswährung in Relation zum US-Dollar um 5,2 % ab, zum Pfund Sterling um 4,4 %, zum japanischen Yen um 6,5 % und zum chinesischen Renminbi um 6,1 %. Auch gegenüber anderen asiatischen Währungen verlor der Euro an Wert, insbesondere im Verhältnis zum koreanischen Won (um 4,6 %), zum Hongkong-Dollar (um 5,3 %) und zum Singapur-Dollar (um 5,6 %), sowie in Relation zu den Währungen einiger Rohstoff exportierender Länder. Zudem gab er gegenüber einer Reihe anderer europäischer Währungen nach. So schwächte er sich vor allem zum ungarischen Forint und zum polnischen Zloty ab, nämlich um 4,6 % bzw. 3,9 %, aber auch um

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

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

2) Die Beiträge zu den Veränderungen des EWK-20-Index sind für die Währungen der sechs wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets einzeln dargestellt. Die Kategorie „Andere Mitgliedstaaten“ (AMS) bezieht sich auf den aggregierten Beitrag der Währungen der EU-Mitgliedstaaten, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören (mit Ausnahme des Pfund Sterling und der schwedischen Krone). Die Kategorie „Übrige“ bezieht sich auf den aggregierten Beitrag der Währungen der restlichen sechs Handelspartner des Euro-Währungsgebiets im EWK-20-Index. Die Veränderungen werden unter Verwendung der entsprechenden Außenhandelsgewichte im EWK-20-Index berechnet.

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

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

	Gewicht im EWK-20-Index	Stand am 8. Februar 2012	Aufwertung (+)/Abwertung (-) des Euro, Stand: 8. Februar 2012		Gegenüber Jahresdurchschnitt 2011
			Seit 31. Oktober 2011	Seit 3. Januar 2011	
US-Dollar	19,4	1,327	-5,2	-0,6	-0,4
Pfund Sterling	17,8	0,835	-4,4	-3,1	-2,5
Chinesischer Renminbi Yuan	13,6	8,361	-6,1	-4,9	-5,0
Japanischer Yen	8,3	102,1	-6,5	-6,1	-6,5
Schweizer Franken	6,4	1,211	-0,6	-2,8	-3,7
Polnischer Zloty	4,9	4,177	-3,9	5,5	6,2
Schwedische Krone	4,9	8,829	-2,0	-1,2	-1,3
Tschechische Krone	4,1	24,81	0,0	-1,1	-0,6
Koreanischer Won	3,9	1,481	-4,6	-1,3	-1,1
Ungarischer Forint	3,1	289,7	-4,6	4,0	4,5
NEWK <sup>2)</sup>		99,6	-4,2	-2,0	-3,0

Quelle: EZB.

1) Bilaterale Wechselkurse in absteigender Reihenfolge entsprechend den Außenhandelsgewichten der jeweiligen Währungen im EWK-20-Index.  
2) Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 20 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets (EWK-20).

0,6 % zum Schweizer Franken (siehe Tabelle 1). Die anhand der Preise für Devisenoptionen gemessene Marktvolatilität ging im Berichtszeitraum bei den meisten Währungspaaren merklich zurück und liegt derzeit nahe am langfristigen Durchschnitt.

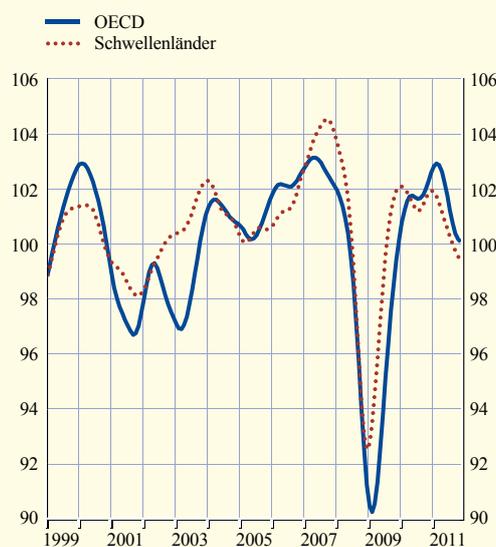
Vom 31. Oktober 2011 bis zum 8. Februar 2012 blieben die am WKM II teilnehmenden Währungen gegenüber dem Euro weitgehend stabil und wurden zu oder nahe bei ihrem jeweiligen Leitkurs gehandelt. Der lettische Lats notierte innerhalb der einseitig festgelegten Schwankungsbandbreite von +/- 1 % meist auf der starken Seite des Kursbandes.

#### 1.4 AUSSICHTEN FÜR DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD

Mit Blick auf die Zukunft dürfte das globale Wirtschaftswachstum gedämpft bleiben, was der erhöhten Unsicherheit, den Spannungen an den internationalen Finanzmärkten sowie dem anhaltenden wirtschaftlichen Anpassungsprozess in führenden Industrieländern zuzuschreiben ist. Der Frühindikator der OECD deutete im November 2011 erneut auf eine Wachstumsverlangsamung in den OECD-Ländern und anderen wichtigen Volkswirtschaften hin. Allerdings lassen auf Länderebene die jüngsten Ergebnisse auf eine positive Veränderung der Wachstumsdynamik in den Vereinigten Staaten und Japan schließen.

**Abbildung 6 Frühindikatoren der OECD**

(Monatswerte; um Ausschläge bereinigt)



Quelle: OECD.

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

In einem von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld bleiben die Risiken für die konjunkturelle Entwicklung nach unten gerichtet. Diese ergeben sich insbesondere aus stärker als erwartet steigenden Rohstoffpreisen, aus Protektionismusbestrebungen und der Möglichkeit einer ungeordneten Korrektur globaler Ungleichgewichte.

## 2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

### 2.1 GELDMENGE UND MFI-KREDITE

Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 war im Dezember 2011 weiter rückläufig, wobei die Abschwächung alle Hauptkomponenten und Sektoren betraf. Die schwache monetäre Dynamik spiegelte sich in einer weiteren Verlangsamung des jährlichen Wachstums der MFI-Kredite an den privaten Sektor wider, vor allem der Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und sonstige Finanzinstitute (SFIs). In den monetären Daten für Dezember schlugen sich verschiedene Sonderfaktoren nieder, darunter Transaktionen der Banken zum Jahresende sowie die anhaltend hohe Unsicherheit in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten. Diese Faktoren dürften sich zwar nur vorübergehend auswirken, ihre Effekte sind jedoch schwer einzuschätzen. Daher ist bei der Interpretation der jüngsten Daten besondere Vorsicht geboten. Dessen ungeachtet lassen die Daten insgesamt den Schluss zu, dass die Geldmengen- und Kreditdynamik im Eurogebiet im Schlussquartal 2011 gedämpft war.

#### WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 verringerte sich im Dezember 2011 weiter auf 1,6 %, verglichen mit 2,0 % im November (siehe Abbildung 7). Die monatlichen Abflüsse aus dem weit gefassten Geldmengenaggregat nahmen abermals deutlich zu, sodass sich im Berichtsmonat eine monatliche Änderungsrate von -0,5 % ergab. Dabei wurde die Entwicklung im Dezember erneut maßgeblich durch eine Verringerung der Repogeschäfte bestimmt, die ihrerseits auf einen weiteren starken Rückgang der Mittelaufnahme am besicherten Geldmarkt über zentrale Kontrahenten im Euroraum zurückzuführen war. Bereinigt um die Auswirkungen dieser über zentrale Kontrahenten abgewickelten Repogeschäfte nahmen die M3-Bestände gegenüber dem Vormonat nur leicht ab, und die Jahreswachstumsrate der bereinigten M3-Zeitreihe blieb im Dezember unverändert bei 1,6 %.

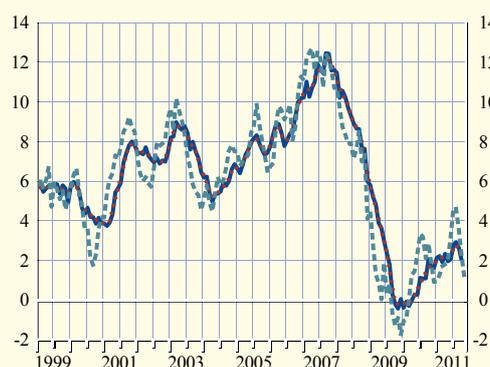
Im Dezember waren bei allen Komponenten der Geldmenge M3 umfangreiche monatliche Abflüsse zu verzeichnen. Diese fielen bei den Repogeschäften, die überwiegend über zentrale Kontrahenten abgewickelt wurden, besonders stark aus. Was die M3-Einlagen betrifft, so bauten alle Sektoren ihre Bestände ab. Wie bereits in den vergangenen Monaten war diese Entwicklung bei den SFIs besonders ausgeprägt. Anders als in den Vormonaten war im Dezember jedoch auch eine deutliche Abnahme der M3-Einlagen privater Haushalte zu beobachten, und zwar vor allem der täglich fälligen Einlagen. Betroffen waren hierin in erster Linie einige der am stärksten von der Staatsschuldenkrise beeinträchtigten Länder.

Bei den Gegenposten von M3 verringerte sich die jährliche Zuwachsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor (bereinigt um den Einfluss von Kreditverkäufen und -verbriefungen) weiter von 1,9 % im November auf 1,2 %, nachdem sie sich zuvor von Januar bis Oktober 2011 um einen Wert von 3 % bewegt hatte. Zu diesem Rückgang kam es, weil im Berichtsmonat über alle Sektoren hinweg kräftige monatliche Abflüsse zu verzeichnen waren, insbesondere bei den Kredi-

Abbildung 7 M3-Wachstum

(Veränderung in %; saison- und kalenderbereinigt)

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



Quelle: EZB.

ten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sowie den Ausleihungen an SFIs (in denen sich unter anderem die rückläufigen Transaktionen über zentrale Kontrahenten niederschlugen). Diese Entwicklungen wurden im Wesentlichen durch die negativen Beiträge einiger weniger Länder bestimmt, vor allem der Staaten, deren Bankensysteme unter Druck geraten waren. Daher dürften die Kreditdaten im Dezember von unterschiedlichen Sonderfaktoren beeinflusst worden sein, so zum Beispiel von Geschäften, die die Banken zum Jahresende zur Korrektur ihrer Bilanzen durchführten.

Die wichtigsten von den MFIs im Euroraum (ohne Eurosystem) gehaltenen Aktiva erhöhten sich im Dezember geringfügig, nachdem sie in den beiden Monaten zuvor rückläufig gewesen waren. Die jüngste Zunahme kam insbesondere in einem umfangreichen Erwerb von Schuldverschreibungen der MFIs und des Staates zum Ausdruck, durch die der erhebliche Abfluss bei den Buchkrediten an den privaten Sektor und an andere MFIs ausgeglichen wurde. Diese Umkehr des in den vergangenen Monaten zu beobachtenden Trends bei den Beständen an MFI- und Staatsschuldverschreibungen hing vermutlich teilweise mit der Liquidität zusammen, die im Rahmen des längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts (LRG) mit dreijähriger Laufzeit zur Verfügung gestellt wurde. Allerdings war die Zeitspanne zwischen der Zuteilung des dreijährigen LRG und dem Stichtag für die monetären Daten zu kurz, um etwaige signifikante Auswirkungen auf die Kreditströme ausmachen zu können.

#### HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Das schwächere jährliche M3-Wachstum im Dezember hing in erster Linie mit einem erneuten starken Rückgang der Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente zusammen. Die jährliche Zuwachsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 war im Vormonatsvergleich ebenfalls deutlich rückläufig, wohingegen die Zwölfmonatsrate der sonstigen kurzfristigen Einlagen stabil blieb.

Die Jahreswachstumsrate von M1 verringerte sich im Dezember auf 1,6 % nach 2,1 % im November. Damit bewegte sie sich weiterhin innerhalb einer relativ engen Bandbreite (zwischen 1,6 % und 2,1 %), wie schon seit August 2011. Bei den täglich fälligen Einlagen und beim Bargeldumlauf fielen die monatlichen Stromgrößen negativ aus, was einen Rückgang der betreffenden Jahreswachstumsraten bewirkte. Vor allem die privaten Haushalte führten ihre Bestände an täglich fälligen Einlagen zurück, was zum Teil auf anhaltende Portfolioumschichtungen zugunsten anderer Instrumente sowohl innerhalb als auch außerhalb der Geldmenge M3 hindeutet. Demgegenüber stockten sowohl die SFIs als auch die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihre Bestände an täglich fälligen Einlagen auf. Bei den SFIs hing dies vermutlich weiterhin damit zusammen, dass institutionelle Anleger (darunter Investmentfonds) Liquidität aus Wertpapierverkäufen horteten und liquide Instrumente für mögliche Tilgungen vorhalten mussten, wie dies auch im umfangreichen Abzug von Mitteln (vor allem aus Investmentfonds) in der Zeit vor August zum Ausdruck gekommen war.

Die jährliche Änderungsrate der sonstigen kurzfristigen Einlagen verharrte im Dezember bei 2,1 %, wengleich sich die beiden Teilkomponenten unterschiedlich entwickelten. Die Zwölfmonatsrate der kurzfristigen Termineinlagen (d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) erhöhte sich, obwohl die monatlichen Zuflüsse weitgehend stagnierten. Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Spareinlagen (d. h. Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) verringerte sich, da sowohl die SFIs als auch die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalte Einlagen abzogen, sodass es im Berichtsmonat insgesamt zu einem Mittelabfluss kam.

Die Zwölfmonatsrate der marktfähigen Finanzinstrumente sank erneut, und zwar von 1,1 % im November auf -0,2 % im Dezember. Dieser Einbruch war ausschließlich den außerordentlich starken monatlichen Mittelabflüssen bei den Repogeschäften geschuldet, die mit den rückläufigen Interbanktransaktionen über zentrale Kontrahenten zusammenhingen. Tatsächlich war die Abschwächung

des jährlichen M3-Wachstums im Dezember fast vollständig den über zentrale Kontrahenten abgewickelten Repogeschäften zuzuschreiben. Im Gegensatz dazu wurden Geldmarktfondsanteile und insbesondere kurzfristige MFI-Schuldverschreibungen in großem Umfang vom geldhaltenden Sektor erworben. Diese Entwicklung deutet möglicherweise auf eine weitere Umschichtung von Mitteln aus Investmentfonds- in Geldmarktfondsanteile hin, da solche Transaktionen gebührenfrei getätigt werden können.

Die Jahreswachstumsrate der M3-Einlagen – die kurzfristige Einlagen und Repogeschäfte umfassen und das größte Aggregat von M3-Komponenten bilden, für das eine zeitnahe Aufschlüsselung nach Sektoren vorliegt – sank im Dezember deutlich auf 1,4 %, nachdem sie im Vormonat noch 2,1 % betragen hatte. Wie schon im November spiegelte sich darin vor allem ein weiterer signifikanter monatlicher Mittelabfluss beim SFI-Sektor wider. Anders als im Vormonat flossen im Dezember jedoch auch bei allen anderen Sektoren Mittel ab.

#### HAUPTGEGENPOSTEN ZU M3

Bei den Gegenposten zu M3 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum im Dezember auf 1,0 % nach 0,8 % im Vormonat (siehe Tabelle 2). Dahinter verbarg sich eine erhebliche Beschleunigung der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte sowie eine weitere Wachstumsabschwächung bei den Ausleihungen an den privaten Sektor.

Maßgeblich für das kräftigere Wachstum der Kreditvergabe an die öffentliche Hand war der Erwerb von Staatsschuldtiteln (zu dem auch Käufe durch das Eurosystem zählen), der durch eine rückläufige Jahreswachstumsrate der Buchkredite an öffentliche Haushalte teilweise ausgeglichen wurde.

**Tabelle 2 Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen**

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % von M3 <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3	2011 Q4	2011 Nov.	2011 Dez.
<b>M1</b>	<b>49,2</b>	<b>3,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>
Bargeldumlauf	8,7	4,9	4,2	4,5	6,2	6,5	6,1
Täglich fällige Einlagen	40,5	2,9	1,2	0,8	1,0	1,2	0,6
<b>M2 – M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)</b>	<b>39,0</b>	<b>1,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	18,8	-2,7	2,3	3,2	2,1	1,6	2,1
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	20,2	5,4	4,5	3,7	2,6	2,6	2,0
<b>M2</b>	<b>88,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>
<b>M3 – M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)</b>	<b>11,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,2</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>		<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>
Kredite an öffentliche Haushalte		10,9	6,5	5,1	1,4	0,3	3,6
Buchkredite an öffentliche Haushalte		17,7	10,7	7,0	-2,2	-5,7	-4,7
Kredite an den privaten Sektor		2,1	2,3	1,7	1,3	1,0	0,4
Buchkredite an den privaten Sektor		2,4	2,6	2,5	2,1	1,7	1,0
Buchkredite an den privaten Sektor (um Kreditabsatz und Kreditverbriefungen bereinigt) <sup>2)</sup>		2,9	2,8	2,7	2,3	1,9	1,2
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>		<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,3</b>

Quelle: EZB.

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

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

Die jährliche Zuwachsrate der Kredite an den privaten Sektor sank im Dezember auf 0,4 % nach 1,0 % im November. Darin spiegelte sich die Veräußerung von Aktien und Schuldverschreibungen durch die MFIs sowie ein Rückgang der MFI-Buchkredite wider. Grund für die monatlichen Abflüsse bei den Buchkrediten der MFIs an den privaten Sektor (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen) im Dezember waren jedoch keine groß angelegten Kreditveräußerungen oder -verbriefungen, sondern (unbereinigte) Abflüsse bei den Buchkrediten an diesen Sektor, die wiederum einer geringeren Darlehensvergabe der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und sonstige Finanzinstitute (SFIs) zuzuschreiben waren. Die Kreditausreichung über zentrale Kontrahenten ging im Dezember deutlich zurück, was auf eine allgemeine Abnahme der Repogeschäfte über zentrale Kontrahenten in einigen Euro-Ländern zurückzuführen war.

Die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen) sank auf 1,2 %, verglichen mit 1,9 % im November. Ausschlaggebend hierfür war ein erheblicher Abfluss gegenüber dem Vormonat, der sich ereignete, nachdem drei Monate in Folge (von August bis Oktober) eine recht umfangreiche Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und im November ein geringfügiger Abfluss verbucht worden waren. Der Rückgang bei den Ausleihungen war über alle Laufzeiten hinweg zu beobachten, wobei der Großteil des monatlichen Abflusses jedoch auf kurzfristige Buchkredite (mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr) entfiel. Bei den längerfristigen Darlehen (mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als fünf Jahren) hingegen war die Abnahme gemäßiger. Die Kreditvergabekonditionen der Banken verschärfen sich weiter, und Ende 2011 verschlechterte sich in einigen Ländern das Kreditangebot (siehe Kasten 1). Allerdings sollte die rückläufige Kreditvergabe im Dezember mit Vorsicht interpretiert werden, da sich hierin komplexe Bilanzgeschäfte zum Jahresende widerspiegeln. Angesichts der uneinheitlichen konjunkturellen Entwicklung und der Unterschiede hinsichtlich des Außenfinanzierungsbedarfs der einzelnen Sektoren, des Finanzierungsdrucks auf die Banken sowie des Verschuldungsgrads der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den verschiedenen Euro-Ländern entwickelten sich die Buchkredite weiterhin von Land zu Land sehr unterschiedlich. In Kasten 3 werden die Ungleich-

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

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3	2011 Q4	2011 Nov.	2011 Dez.
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>	<b>42,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>
<i>Um Absatz und Verbriefungen bereinigt<sup>2)</sup></i>	-	1,5	1,9	2,2	1,9	1,9	1,2
Bis zu 1 Jahr	24,4	-1,2	1,6	4,1	3,9	3,9	2,5
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	18,2	-2,4	-2,9	-3,6	-3,4	-3,2	-3,6
Mehr als 5 Jahre	57,4	2,4	2,2	2,1	2,3	2,2	2,1
<b>Private Haushalte<sup>3)</sup></b>	<b>46,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>
<i>Um Absatz und Verbriefungen bereinigt<sup>2)</sup></i>	-	3,1	3,0	2,7	2,3	2,3	1,9
Konsumentenkredite <sup>4)</sup>	11,7	-0,9	-1,0	-2,0	-2,0	-2,2	-2,2
Wohnungsbaukredite <sup>4)</sup>	72,2	4,0	4,4	4,0	3,0	3,0	2,1
Sonstige Kredite	16,2	2,4	2,0	2,4	1,9	1,6	1,4
<b>Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen</b>	<b>0,8</b>	<b>7,5</b>	<b>2,8</b>	<b>6,8</b>	<b>4,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
<b>Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute</b>	<b>10,2</b>	<b>7,1</b>	<b>6,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,0</b>

Quelle: EZB.

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

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

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

3) Entspricht der Definition im ESVG 95.

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

gewichte im Euroraum aus Sicht der Sektorkonten anhand der diesen Konten zugrunde liegenden Länderinformationen erörtert. Eine nach Sektoren aufgegliederte Analyse von Ersparnis, Investitionen und Finanzierung findet sich in Kasten 4. (Siehe hierzu Abschnitt 2.6.)

Die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigte Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an private Haushalte sank weiter von 2,3 % im November auf 1,9 % im Dezember; damit setzte sich die seit Mai 2011 beobachtete allmähliche Verlangsamung fort. Die Buchkreditvergabe an private Haushalte wurde von der Entwicklung der Wohnungsbaukredite dominiert, deren jährliche Zuwachsrate von 3,0 % auf 2,1 % zurückging. Die staatlichen Hilfsprogramme zur Unterstützung der Immobilienmärkte in einigen Ländern des Euroraums dürften sich nun immer weniger in der Kreditfähigkeit niederschlagen. Zugleich lagen die Zwölfmonatsraten für Konsumenten- und sonstige Kredite bei -2,2 % bzw. 1,4 %, da private Haushalte ihre Mittelaufnahme für diese Zwecke weiter drosselten.

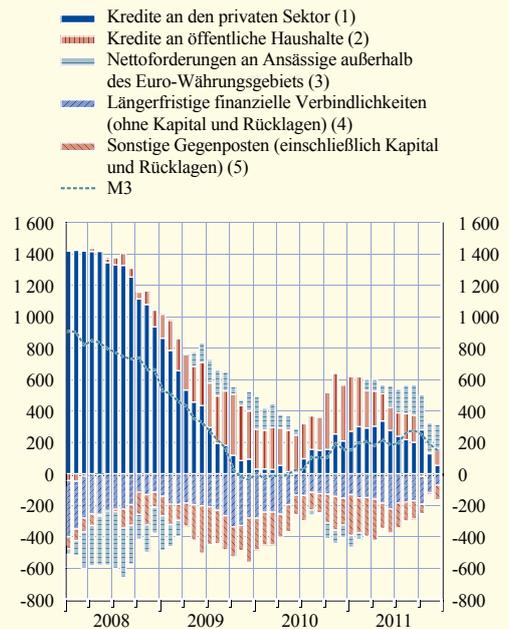
Bei den übrigen Gegenposten zu M3 verlangsamte sich das Jahreswachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) von 2,3 % im November auf 1,3 % im Dezember, worin sich rückläufige Jahreswachstumsraten aller Komponenten widerspiegelten. Während im November bei sämtlichen Komponenten Abflüsse verbucht worden waren, verringerten sich im Dezember die längerfristigen Schuldverschreibungen auf konsolidierter Basis besonders stark. Ausschlaggebend hierfür waren der auf unkonsolidierter Basis deutlich negative Absatz und eine verstärkte Haltung dieser Instrumente durch MFIs. Darüber hinaus war im Dezember ein erheblicher Abbau der von SFIs gehaltenen Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren zu beobachten, der teilweise der Rückabwicklung eines Verbriefungsgeschäfts sowie einer Reduzierung der von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen gehaltenen Einlagen geschuldet war. Beim Kapital und bei den Rücklagen erhöhten sich die Zuflüsse im Dezember abermals, was einen Anstieg der Jahreswachstumsrate von 6,2 % im November auf 6,9 % zur Folge hatte.

Bei den Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets verringerte sich der jährliche Mittelzufluss im Dezember auf 153 Mrd € gegenüber 190 Mrd € im Monat zuvor (siehe Abbildung 8). Im Gegensatz zu den größeren monatlichen Abflüssen, die von August bis November zu beobachten waren, wurde jedoch im Dezember ein geringfügiger Zufluss in Höhe von 4 Mrd € verbucht. Brutto betrachtet sammelten die MFIs erneut Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten an.

Insgesamt lassen die monetären Daten für Dezember auf ein gemäßigtes Wachstum der Geldmenge und der Kreditvergabe an Ansässige des Euro-Währungsgebiets schließen, wofür zum Teil die rück-

Abbildung 8 Gegenposten zu M3

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



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

läufigen über zentrale Kontrahenten abgewickelten Interbankkredite verantwortlich waren. Die Verlangsamung wurde dadurch abgemildert, dass die MFIs im Eurogebiet erhebliche Mittel an die öffentlichen Haushalte des Euroraums ausliehen. Die Dynamik der Kreditvergabe an den privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets ließ sowohl aufgrund des gesunkenen Bestands an Wertpapieren als auch wegen der Abschwächung des Kreditgeschäfts nach. Im Dezember betraf der Rückgang des Jahreswachstums der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor in erster Linie die Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an SFIs. Die Kreditkonditionen der Banken haben sich weiter verschärft, und Ende 2011 verschlechterte sich in einigen Euro-Ländern das Angebot an Buchkrediten. Möglicherweise wird jedoch die Abschwächung des Kreditwachstums im Dezember aufgrund der komplexen Bilanzgeschäfte zum Jahresende zu hoch eingeschätzt. Zusammenfassend ist festzustellen, dass eine genaue Beobachtung der Kreditentwicklung in nächster Zeit von grundlegender Bedeutung sein wird, um Anzeichen für eine Einschränkung der Kreditgewährung erkennen zu können.

#### Kasten I

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

Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das vierte Quartal 2011 beschrieben, die vom Eurosystem im Zeitraum vom 19. Dezember 2011 bis zum 9. Januar 2012 durchgeführt wurde.<sup>1</sup> Insgesamt meldeten die Banken im Euroraum im Vergleich zum dritten Quartal 2011 per saldo eine deutlich stärkere Verschärfung ihrer Kreditrichtlinien, als die Umfrageteilnehmer noch drei Monate zuvor erwartet hatten. Besonders ausgeprägt war die Verschärfung bei den Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sowie bei den Wohnungsbaukrediten an private Haushalte. Darin spiegelten sich in erster Linie die nach Einschätzung der Befragten gestiegenen Risiken für die Konjunkturaussichten sowie erneute Belastungen hinsichtlich der Refinanzierungsposition und Eigenkapitalausstattung der Banken wider. Was die Nachfrage betrifft, so meldeten die teilnehmenden Banken per saldo einen Rückgang bei Unternehmenskrediten sowie bei Wohnungsbaukrediten an private Haushalte. Für das erste Jahresviertel 2012 rechnen sie mit abermals strengeren Kreditrichtlinien und einem weiteren Rückgang der Nettonachfrage nach Krediten sowohl seitens der Unternehmen als auch der privaten Haushalte.

#### Kredite (inklusive Kreditlinien) an Unternehmen

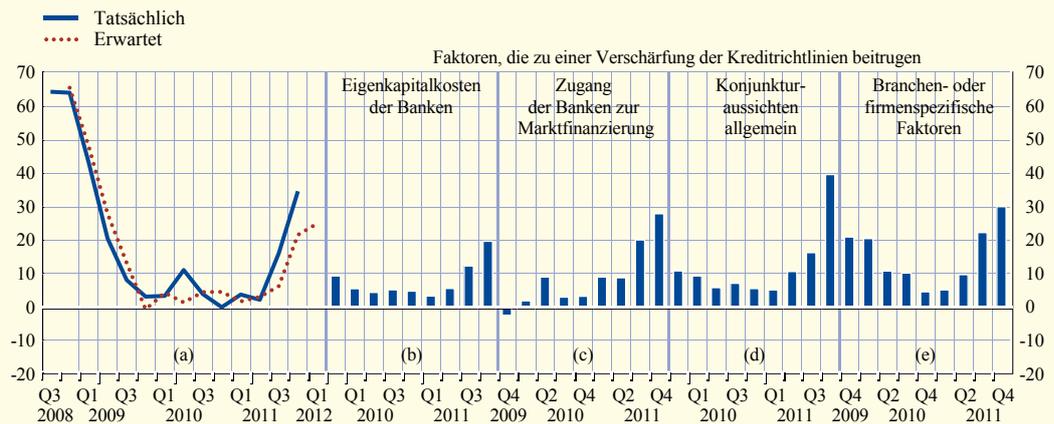
**Kreditrichtlinien:** Im vierten Quartal 2011 erhöhte sich der prozentuale Saldo<sup>2</sup> der Banken, die eine Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten (inklusive Kreditlinien) meldeten, sprunghaft auf 35 % nach 16 % im vorangegangenen Vierteljahr (siehe Abbildung A). Damit kam es zu einer stärkeren Verschärfung, als die Umfrageteilnehmer dies drei Monate zuvor erwartet hatten (22 %). Per saldo wurden die Richtlinien sowohl für kurzfristige

1 Redaktionsschluss für die Umfrage war der 9. Januar 2012. Eine ausführliche Analyse der Ergebnisse wurde am 1. Februar 2012 auf der Website der EZB veröffentlicht.

2 Der ermittelte prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die eine Verschärfung der Kreditrichtlinien melden, und dem Anteil der Banken, die eine Lockerung der Kreditrichtlinien angeben. Ein positiver prozentualer Saldo bedeutet, dass die Banken ihre Kreditrichtlinien insgesamt verschärft haben, während ein negativer prozentualer Saldo darauf hinweist, dass die Richtlinien insgesamt gelockert wurden.

**Abbildung A Veränderungen der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an Unternehmen (inklusive Kreditlinien)**

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der in Grafik (a) ausgewiesene prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar. Der prozentuale Saldo bei der Aufschlüsselung nach Faktoren wird definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die berichteten, dass der jeweilige Faktor zu einer Verschärfung geführt hat, und dem Anteil der Banken, für die der Faktor zu einer Lockerung geführt hat. Die „realisierten“ Werte beziehen sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte beziehen sich auf die für die kommenden drei Monate erwarteten Veränderungen.

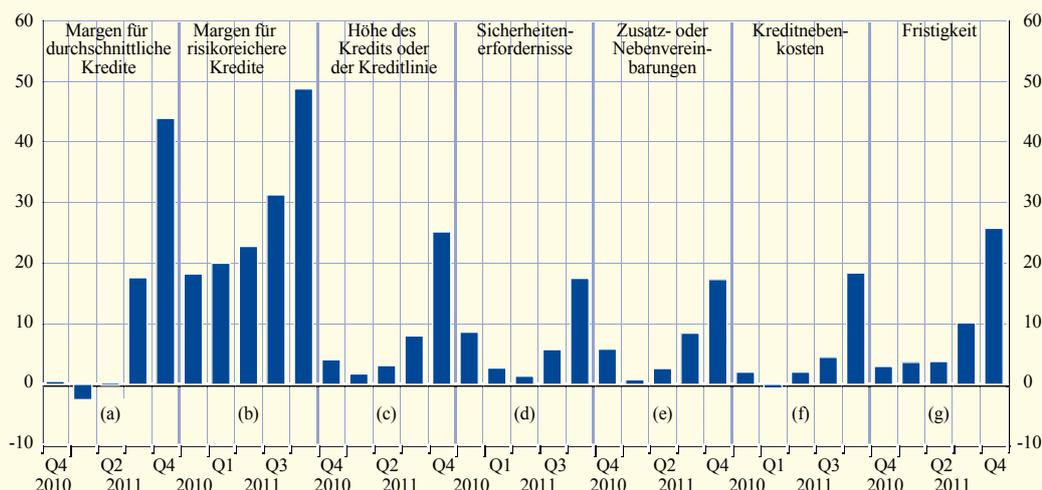
Kredite (24 % gegenüber 11 % im Vorquartal) als auch für langfristige Ausleihungen (42 % nach 20 %) angezogen. Diese Entwicklung betraf die Vergabe von Krediten an große Firmen (44 % gegenüber 19 %) in stärkerem Maße als die Kreditgewährung an kleine und mittlere Unternehmen (KMUs; 28 % nach 14 %).

Was die Faktoren betrifft, die der allgemeinen Verschärfung der Kreditrichtlinien zugrunde liegen, so gaben die Banken an, dass Faktoren im Zusammenhang mit der Risikowahrnehmung hinsichtlich der allgemeinen Konjunkturosentwicklung sowie der branchen- oder firmenspezifischen Aussichten hier erheblich ins Gewicht fielen (40 % bzw. 30 % nach 16 % bzw. 22 % im dritten Jahresviertel). Vor dem Hintergrund der erhöhten Finanzmarktspannungen und der Schwierigkeiten bei der Bankenrefinanzierung trugen nach Angaben der Teilnehmer zudem die Finanzierungskosten und die bilanziellen Restriktionen stärker zur Verschärfung der Kreditrichtlinien bei als im dritten Vierteljahr. Dies galt für alle drei Komponenten des Faktors, das heißt für die Eigenkapitalkosten der Banken (20 % gegenüber 12 %), ihren Zugang zur Marktfinanzierung (28 % gegenüber 20 %) und ihre Liquiditätsposition (27 % nach 14 %). Die Wirkung anderer Faktoren, wie etwa die Konkurrenz durch andere Banken und durch Nichtbanken, blieb das zweite Quartal in Folge weitgehend unverändert.

Die von den Berichtsbanken im Eurogebiet gemeldete Verschärfung der Kreditkonditionen stand im Einklang mit der Entwicklung der Kreditrichtlinien im vierten Quartal 2011 (siehe Abbildung B). Die Ausweitung der Margen betraf erkennbar sowohl die durchschnittlichen Darlehen (44 % gegenüber 18 %) als auch die risikoreicheren Ausleihungen (49 % nach 31 %). Die anderen Konditionen (z. B. Kreditnebenkosten, Höhe und Fristigkeit sowie Sicherheitenerfordernisse) wurden im Berichtszeitraum ebenfalls weiter verschärft.

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

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



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

Was die weitere Entwicklung betrifft, so gehen die Banken im Euro-Währungsgebiet per saldo davon aus, dass die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im ersten Quartal 2012 erneut – wenn auch moderat – verschärft werden (25 %). Hiervon werden den Erwartungen zufolge in erster Linie die Ausleihungen an Großunternehmen sowie langfristige Kredite betroffen sein.

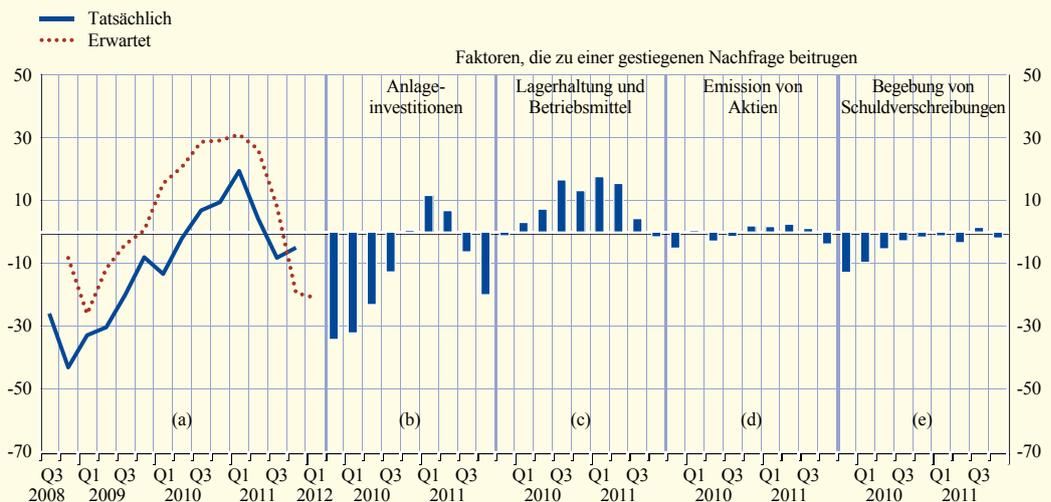
**Kreditnachfrage:** Die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten war im letzten Jahresviertel 2011 das zweite Quartal in Folge negativ (siehe Abbildung C), wenngleich sich der Rückgang abschwächte (von -8 % auf -5 %). Dabei war die Kreditnachfrage seitens der KMUs per saldo geringer als von Seiten der Großunternehmen (-7 % bzw. -2 %), nachdem im vorangegangenen Vierteljahr der Nachfragerückgang über alle Firmengrößen hinweg in etwa gleich hoch ausgefallen war (jeweils -3 %). Während sich die Nettonachfrage nach langfristigen Ausleihungen bei rund null einpendelte, verringerte sie sich bei den kurzfristigen Darlehen in gleichem Maße wie im Vorquartal (-4 %).

Den Berichtsbanken zufolge schien die gesunkene Nettonachfrage in erster Linie durch einen geringeren Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen (-20 % gegenüber -6 % im Vorquartal) sowie für Fusionen und Übernahmen (-18 % nach -4 %) bedingt zu sein und entsprach somit den insgesamt geringeren Erwartungen hinsichtlich des Wirtschaftswachstums. Überdies kehrte sich der Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel erstmals seit Ende 2009 ins Negative (-1 % nach 4 %). Die Befragten gaben ferner an, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften möglicherweise etwas stärker auf alternative Finanzierungsquellen wie Innenfinanzierungsmittel zurückgegriffen haben.

Für das erste Quartal des laufenden Jahres erwarten die Banken, dass die Nachfrage nach Unternehmenskrediten weiter abnimmt (per saldo -21 %), wobei dies auf Großunternehmen in höherem Maße als auf KMUs zutreffen dürfte (-21 % bzw. -14 %). Was die Laufzeiten angeht, so wird davon ausgegangen, dass langfristige Ausleihungen stärker von dieser Entwicklung betroffen sein werden als kurzfristige Kredite (-27 % bzw. -10 %).

**Abbildung C Veränderungen der Nachfrage nach Unternehmenskrediten (inklusive Kreditlinien)**

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der in Grafik (a) ausgewiesene prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ und der Summe der Angaben unter „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ dar. Der prozentuale Saldo bei der Aufschlüsselung nach Faktoren wird definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die berichteten, dass der jeweilige Faktor zu einer steigenden Nachfrage geführt hat, und dem Anteil der Banken, für die der Faktor zu einem Nachfragerückgang geführt hat. Die „realisierten“ Werte beziehen sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte beziehen sich auf die für die kommenden drei Monate erwarteten Veränderungen.

## Wohnungsbaukredite an private Haushalte

**Kreditrichtlinien:** Wie bei den Unternehmenskrediten erhöhte sich der prozentuale Saldo der Banken, die eine Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte meldeten, im Schlussquartal 2011 beträchtlich (29 % nach 18 % im dritten Quartal; siehe Abbildung D) und stärker als in der letzten Umfragerunde erwartet (11 %). Maßgeblich hierfür waren den teilnehmenden Banken zufolge erneut die Finanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen (per saldo meldeten 30 % der Umfrageteilnehmer, dass dieser Faktor zu einer Verschärfung der Kreditrichtlinien beigetragen habe; im Dreimonatszeitraum zuvor waren es 17 % gewesen). Zudem spielte auch die Risikowahrnehmung der Banken hinsichtlich der allgemeinen Konjunkturaussichten (16 % nach 10 %) sowie im Hinblick auf die künftige Entwicklung am Wohnungsmarkt (15 % nach 11 %) eine Rolle.

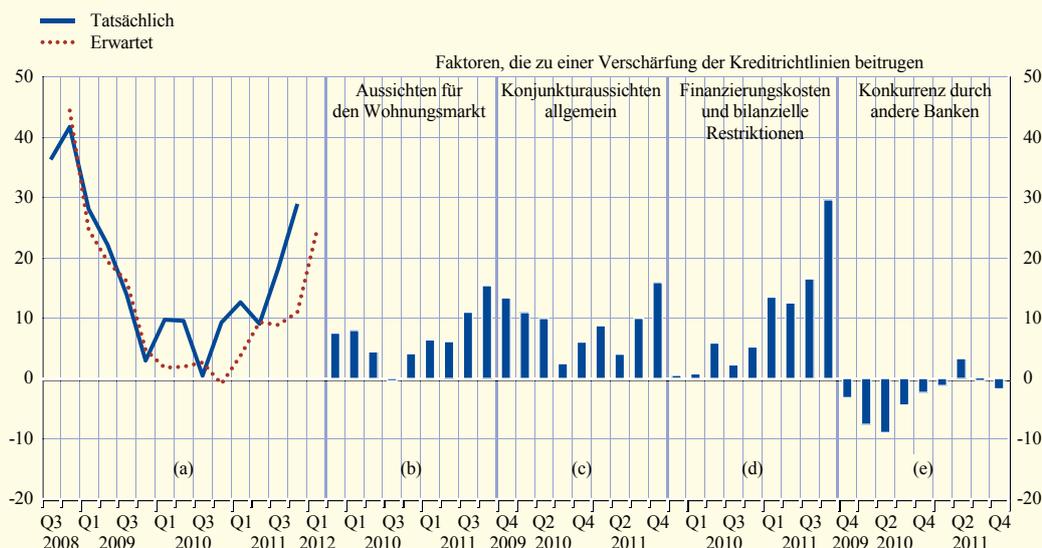
Die beträchtlich verschärften Richtlinien für Wohnungsbaukredite führten per saldo auch zu einer deutlichen Ausweitung der Bankmargen für durchschnittliche Kredite (29 % nach 10 %) und für risikoreichere Kredite (33 % nach 14 %) sowie zu einer stärkeren Verschärfung der meisten nicht-preislichen Konditionen gegenüber dem dritten Quartal.

Für das erste Quartal 2012 rechnen die Banken per saldo mit einer etwas geringeren Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte (24 %).

**Kreditnachfrage:** Parallel zur rückläufigen Nettokreditnachfrage der Unternehmen und im Einklang mit der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums meldeten die Umfrageteilnehmer einen weiteren – wenngleich moderaten – Rückgang der Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten

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

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung A.

(-27 % nach -24 %; siehe Abbildung E). Ursächlich hierfür schien in erster Linie eine anhaltende Eintrübung der Aussichten für den Wohnungsmarkt (-27 % gegenüber -23 %) und des Verbrauchervertrauens (-34 % nach -24 %) zu sein.

Für das erste Jahresviertel 2012 rechnen die Banken per saldo mit einem Einbruch der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten (-44 %).

### Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte

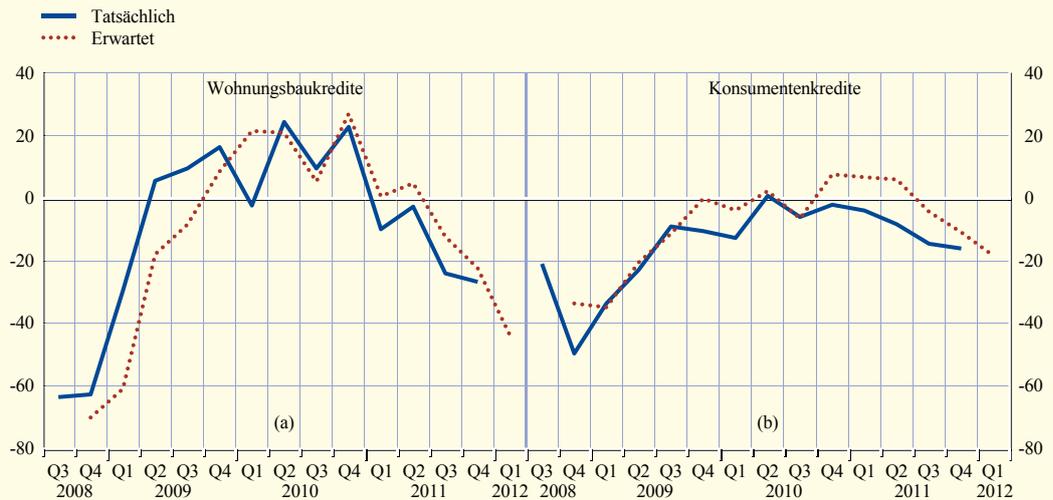
**Kreditrichtlinien:** Für das letzte Quartal 2011 meldeten die Banken im Euro-Währungsgebiet per saldo eine etwas stärkere Verschärfung der Kreditrichtlinien (13 % nach 10 %; siehe Abbildung F), wobei diese geringer ausfiel als bei anderen Kreditkategorien. Maßgeblich hierfür waren die Finanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen, während die Risikowahrnehmung im Hinblick auf die Konjunkturaussichten und die Kreditwürdigkeit der Haushalte weitgehend unverändert blieb. Die insgesamt deutlichere Verschärfung schlug sich in höheren preislichen Konditionen nieder. Der prozentuale Saldo der Banken, die von einer Ausweitung ihrer Margen berichteten, stieg im vierten Quartal leicht an, während sich der Beitrag der nichtpreislichen Konditionen im Vergleich zur vorherigen Umfragerunde kaum veränderte.

Für das erste Quartal 2012 rechnen per saldo 11 % der Banken mit einer erneuten Verschärfung der Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte.

**Kreditnachfrage:** Den Banken zufolge hat sich die Nettonachfrage nach Konsumentenkrediten im Berichtsquartal erneut geringfügig abgeschwächt (per saldo -16 % nach -15 % im Vorquartal;

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

(prozentualer Saldo)



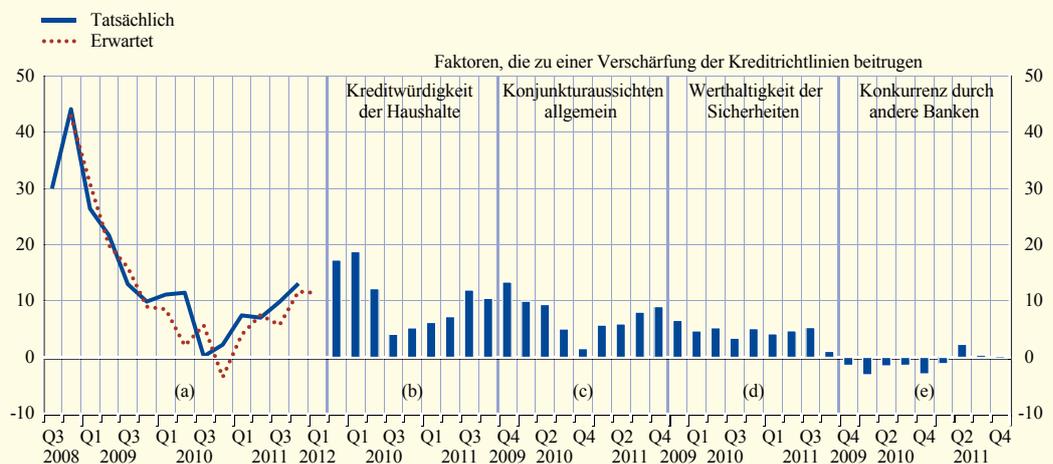
Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ und der Summe der Angaben unter „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ dar. Die „realisierten“ Werte beziehen sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt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

siehe Abbildung E). Dies war in erster Linie einem geringeren Verbrauchervertrauen und gesunkenen Ausgaben für Gebrauchsgüter zuzuschreiben.

Mit Blick auf die Zukunft erwarten die Banken, dass sich der Rückgang der Nettonachfrage nach Konsumentenkrediten im ersten Jahresviertel 2012 fortsetzen wird (per saldo -18 %).

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

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung A.

### Zusatzfragen zum Zugang zu Finanzierungsmitteln

Wie in den vorhergehenden Erhebungen enthielt auch die Umfrage vom Januar 2012 eine Zusatzfrage, mit deren Hilfe festgestellt werden sollte, inwieweit sich die Finanzmarktspannungen auf den Zugang der Banken zu großvolumiger Finanzierung im Schlussquartal 2011 ausgewirkt haben und sich auch im ersten Quartal 2012 noch auswirken könnten. Erstmals wurde auch der Zugang zur Finanzierung über Kundeneinlagen beurteilt.

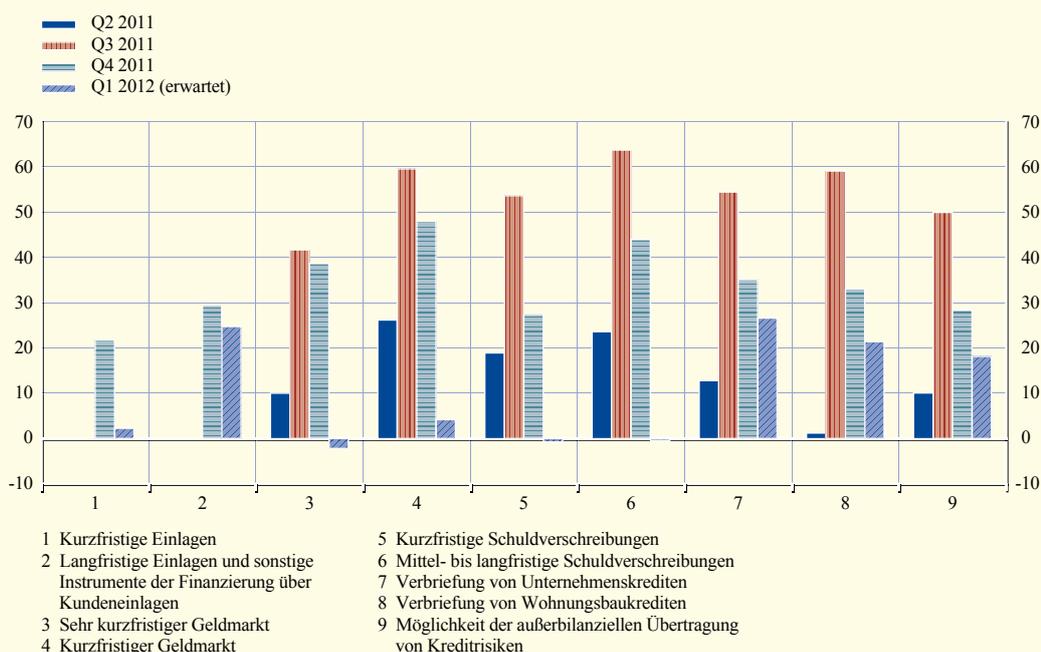
Insgesamt meldeten die Banken im Eurogebiet einen etwas besseren Zugang zu den Geldmärkten (sowohl bei der sehr kurzfristigen Finanzierung<sup>3</sup> als auch bei Laufzeiten von mehr als einer Woche) sowie eine leichte Verbesserung bei der Begebung von Schuldverschreibungen über alle Laufzeiten hinweg (siehe Abbildung G). Zudem scheinen sich auch die Bedingungen für Verbriefungsgeschäfte im letzten Jahresviertel 2011 spürbar verbessert zu haben, und zwar sowohl in Bezug auf True-Sale-Verbriefungen als auch auf die Möglichkeit der außerbilanziellen Übertragung von Kreditrisiken (synthetische Verbriefungen). Hinsichtlich des Zugangs zur Finanzierung über Kundeneinlagen wiesen die Banken auf ein schwieriges Umfeld im Schlussquartal 2011 hin, das sich allerdings im Durchschnitt nicht ganz so herausfordernd gestaltete wie beim Zugang zu großvolumiger Finanzierung.

Für das erste Quartal des laufenden Jahres rechnen die Banken im Euro-Währungsgebiet mit einer Stabilisierung der Bedingungen im Hinblick auf den Zugang zu großvolumiger Finanzierung.

3 Laufzeiten von weniger als einer Woche.

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

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



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

Dagegen gehen sie von weiterhin eingeschränkten Möglichkeiten bei der Verbriefung von Krediten aus. In Bezug auf die Finanzierung über Kundeneinlagen erwarten die Banken nur eine leichte Verbesserung der Bedingungen.

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

Die Umfrage vom Januar 2012 enthielt darüber hinaus eine neue Zusatzfrage, um festzustellen, inwieweit sich die Staatsschuldenkrise auf die Refinanzierungsbedingungen und Kreditrichtlinien der Banken auswirkt. Den Banken zufolge führten die Spannungen an den Staatsanleihemärkten über bilanzielle Restriktionen und Einschränkungen bei der Liquiditätssteuerung wie auch über andere eher indirekte Einflusskanäle zu einer deutlichen Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen. Als Gründe hierfür nannten per saldo etwa 30 % der Befragten direkte Engagements in Staatsschuldtiteln, den geringeren Sicherheitenwert von Staatsanleihen oder andere Effekte.

Ferner meldeten die Banken, dass Anfälligkeiten im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise erheblich zur Verschärfung der Kreditrichtlinien beigetragen haben, obgleich ein Teil des Bankensystems in der Lage war, seine Kreditvergabepolitik vor den Auswirkungen der Krise abzusichern. So gab per saldo eine geringere Anzahl von Banken an, dass die Krise Auswirkungen auf die Verschärfung ihrer Kreditrichtlinien gehabt hätte; im Hinblick auf Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften lag der Anteil im Durchschnitt bei rund 27 % und bei den Krediten an private Haushalte bei etwa 15 %.

### **Zusatzfragen zu den Auswirkungen von Basel III und sonstigen Änderungen der Bankenregulierung**

Die aktuelle Umfrage enthielt außerdem zwei Zusatzfragen, mit deren Hilfe bewertet werden sollte, inwieweit sich die neuen regulatorischen Eigenkapitalanforderungen im Rahmen von „Basel III“<sup>4</sup> oder sonstige spezifische nationale Bestimmungen hinsichtlich des Eigenkapitals auf die Kreditvergabepolitik der Banken auswirken könnten.

Der Umfrage zufolge berichteten per saldo<sup>5</sup> 34 % der Banken im Zusammenhang mit der Einhaltung der Eigenkapitalanforderungen im Rahmen von Basel III (oder sonstiger spezifischer nationaler Bestimmungen hinsichtlich des Eigenkapitals von Banken, die kürzlich verabschiedet wurden oder in naher Zukunft verabschiedet werden dürften) von einem Rückgang ihrer risikogewichteten Aktiva in den vergangenen sechs Monaten, und 43 % rechnen mit einer weiteren Abnahme in den kommenden sechs Monaten. Der Rückgang betraf erwartungsgemäß eher risikoreichere als durchschnittlich risikobehaftete Kredite und dürfte sich auch künftig auf die risikoreicheren Ausleihungen konzentrieren. Was die Auswirkungen auf die Eigenkapitalposition der Banken anbelangt, so meldeten per saldo 42 % der Banken, dass sich ihr Eigenkapital in den letzten sechs Monaten erhöht habe, während 34 % der Umfrageteilnehmer davon ausgehen, dass es im ersten Halbjahr 2012 zu einem Anstieg kommen wird. Die Verbesserung der Eigenkapitalposition der Banken erfolgte in den vergangenen sechs Monaten vornehmlich über die Begebung neuer Anteilsscheine und weniger über die Einbehaltung von Gewinnen. Verglichen mit den Antworten der Umfrage vom Juli 2011

4 Siehe Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, Basel III: Ein globaler Regulierungsrahmen für widerstandsfähigere Banken und Bankensysteme, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 16. Dezember 2010 (abrufbar unter: [www.bis.org/publ/bcbs189\\_de.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs189_de.pdf)).

5 Die hier dargestellten Ergebnisse wurden in Prozent der Banken, die eine andere Antwort als „nicht zutreffend“ gaben, berechnet.

ist ein deutlich beschleunigter Anpassungsprozess an die neuen Eigenkapitalanforderungen über die Verringerung risikogewichteter Aktiva im zweiten Halbjahr 2011 erkennbar.

Etwa ein Drittel der befragten Banken gab an, dass sich ihre Richtlinien für Kredite an große Unternehmen aufgrund der Anpassungen an neue Eigenkapitalanforderungen auf nationaler Ebene bzw. im Rahmen von Basel III verschärft haben. Die Richtlinien für Kredite an KMUs wie auch für Wohnungsbau- und Konsumentenkredite waren weniger stark betroffen, wenngleich die Verschärfung deutlicher ausfiel als in der Umfrage vom Juli 2011 erwartet. Für die erste Jahreshälfte 2012 rechnen die Banken per saldo mit einer Zunahme der Verschärfung der Kreditrichtlinien infolge regulatorischen Drucks, die in erster Linie große Unternehmen und die Finanzierung des Wohnungsbaus beeinträchtigen dürfte.

## 2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen sank im November 2011 auf 2,5 %. Dabei wurde die geringere Emissionstätigkeit der öffentlichen Haushalte und der nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften nicht durch den im Vorjahresvergleich stärkeren Anstieg des Absatzes der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und in geringerem Maß von MFIs begebenen Schuldverschreibungen ausgeglichen. Gleichzeitig ging die jährliche Zuwachsrates der Begebung börsennotierter Aktien leicht auf 1,5 % zurück. Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie die schwächere Emissionstätigkeit des Finanzsektors, während die Emission nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften weitgehend unverändert blieb.

### SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen verringerte sich im November 2011 auf 2,5 % nach 3,4 % im Vormonat (siehe Tabelle 4).

Tabelle 4 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet

Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €) 2011 November	Jahreswachstumsraten <sup>1)</sup>					
		2010 Q4	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3	2011 Okt.	2011 Nov.
<b>Schuldverschreibungen:</b>	<b>16 456</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>
MFIs	5 453	-0,1	0,6	1,1	1,9	2,9	3,1
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	3 283	1,5	1,9	0,8	-0,3	0,0	-1,9
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	870	8,3	6,2	4,1	4,9	4,7	5,0
Öffentliche Haushalte	6 850	7,5	7,3	6,9	6,6	5,3	3,9
<i>Darunter:</i>							
Zentralstaaten	6 229	7,1	6,7	6,1	5,9	4,7	3,0
Sonstige öffentliche Haushalte	621	12,4	13,0	15,8	14,6	12,8	13,6
<b>Börsennotierte Aktien:</b>	<b>3 893</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>
MFIs	331	6,6	6,4	7,5	12,4	10,2	9,1
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	271	4,2	3,4	4,2	5,0	5,8	4,6
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	3 291	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3

Quelle: EZB.

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

Diese Gesamtentwicklung wurde im Wesentlichen von einem stärkeren jährlichen Rückgang der Begebung kurzfristiger Schuldtitel bestimmt, während die Emission langfristiger festverzinslicher Schuldverschreibungen nicht so schnell zunahm wie im Vormonat. Eine Betrachtung der kurzfristigen Trends zeigt, dass die saisonbereinigte annualisierte Sechsmonatsrate des Absatzes von Schuldverschreibungen von 3,5 % im Oktober auf 3,1 % im November sank (siehe Abbildung 9). Mit Ausnahme der MFIs wurde dieser Rückgang über alle Sektoren hinweg verzeichnet.

Der im Vorjahrsvergleich rückläufige Absatz kurzfristiger Papiere, der seit Anfang des Jahres 2010 zu beobachten war, wurde im November 2011 durch die höhere Emission langfristiger Schuldverschreibungen mit fester Verzinsung mehr als ausgeglichen. Die Emission langfristiger Schuldverschreibungen mit variabler Verzinsung gab unterdessen weiter nach und setzte damit den seit Mitte 2011 bestehenden Trend fort.

Hinter der Gesamtzuwachsrate der Emission von Schuldverschreibungen im November verbergen sich divergierende Entwicklungen auf sektoraler Ebene. Die Zwölfmonatsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten Schuldverschreibungen erhöhte sich von 4,7 % im Oktober auf 5 % November. Diese geringfügige Zunahme ist vor dem Hintergrund sinkender Renditen zu sehen, was insbesondere für Unternehmen mit einem mittleren oder hohen Rating gilt. Aufgrund der Spannungen im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise im Eurogebiet wiesen einige Unternehmensanleihen im Euroraum niedrigere Renditen auf als die Staatsanleihen der Länder, in denen die jeweiligen Emittenten ansässig sind.

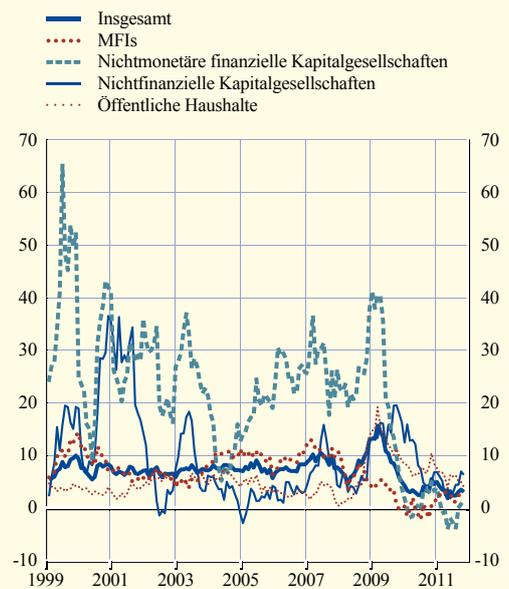
Den Angaben der Marktteilnehmer zufolge war die Emissionstätigkeit im November gleichmäßig auf die wichtigsten Sektoren, wie Automobilindustrie, Energie und Telekommunikation, verteilt. Im Finanzsektor erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der von MFIs begebenen Schuldtitel – angesichts eines anhaltenden Kapitalbedarfs und trotz der relativ hohen nominalen Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung für Finanzinstitute – im November leicht um 0,2 Prozentpunkte auf 3,1 %. Die Emission nichtmonetärer finanzieller Kapitalgesellschaften hingegen gab im November gegenüber dem Vorjahr um 1,9 % nach, nachdem die jährliche Zuwachsrate im Oktober bei 0 % gelegen hatte. Darüber hinaus ging auch die Zwölfmonatsrate der von öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen angesichts erneuter Bemühungen zur Verbesserung der Haushaltslage in den einzelnen Ländern weiter zurück, und zwar von 5,3 % im Oktober auf 3,9 % im Berichtsmonat.

#### BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien sank leicht und belief sich im November auf 1,5 %, was vor allem einer niedrigeren Emissionstätigkeit des Finanzsektors zuzuschreiben war. Bei der Aktienemission durch MFIs verringerte sich die jährliche Zuwachsrate im November auf 9,1 %, verglichen mit 10,2 % im Vormonat (siehe

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

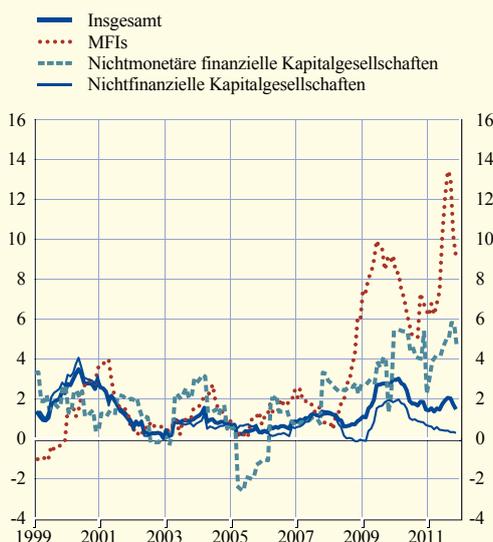
(auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

**Abbildung 10** Aufgliederung der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien nach Emittentengruppen

(Jahreswachstumsraten)



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

Abbildung 10). Diese nicht ganz so starke Begehung durch MFIs im Euroraum war zum Teil auf die anhaltenden Finanzmarktspannungen zurückzuführen. Unterdessen gab die Zwölfmonatsrate der von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen börsennotierten Aktien um 1,2 Prozentpunkte auf 4,6 % nach, während sie bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften weitgehend unverändert bei 0,3 % lag.

### 2.3 GELDMARKTSÄTZE

Die Geldmarktsätze waren im Zeitraum von Anfang Januar bis Anfang Februar 2012 rückläufig. In der ersten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres, die am 18. Januar begann, blieb der EONIA auf einem niedrigen Niveau. Dies war der großen Menge an Überschussliquidität geschuldet, was zum Teil mit der Herabsetzung des Mindestreservesatzes zusammenhing, die in dieser Zeit in Kraft trat.

Die Zinsen am unbesicherten Geldmarkt waren im Zeitraum von Anfang Januar bis Anfang Februar 2012 rückläufig. Die EURIBOR-Zinssätze für Einmonats-, Dreimonats-, Sechsmo- und Zwölfmonatsgeld lagen am 8. Februar bei 0,66 %, 1,08 %, 1,38 % bzw. 1,71 % und damit 22, 18, 16 bzw. 16 Basispunkte unter ihrem Stand vom 11. Januar. Zudem vergrößerte sich der Abstand zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR – der eine Messgröße für den Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt darstellt – leicht, und zwar auf 105 Basispunkte am 8. Februar (siehe Abbildung 11).

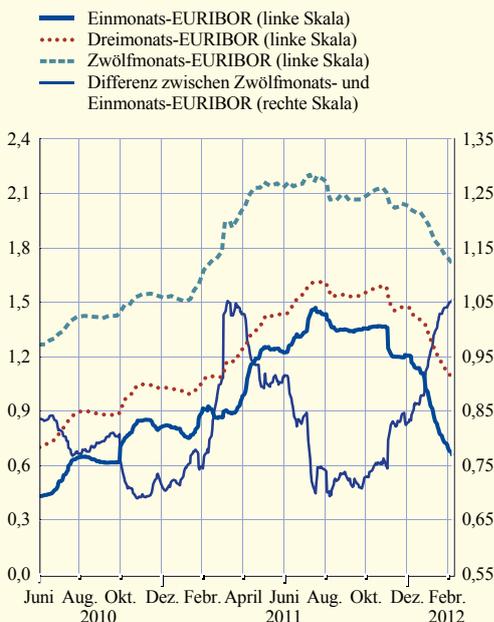
Am 8. Februar lag der Dreimonats-EONIA-Swapsatz bei 0,34 % und somit 1 Basispunkt unter seinem Stand vom 11. Januar. Der entsprechende Zinssatz am unbesicherten Markt gab um 18 Basispunkte nach und belief sich auf 1,08 %. Infolgedessen verkleinerte sich der Spread zwischen dem unbesicherten Dreimonats-EURIBOR und dem Dreimonats-EONIA-Swapsatz um 17 Basispunkte und lag am 8. Februar bei 74 Basispunkten.

Die aus den Preisen für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im März, Juni, September und Dezember 2012 abgeleiteten Zinssätze beliefen sich am 8. Februar auf 0,89 %, 0,78 %, 0,76 % bzw. 0,78 % und lagen damit 12, 13, 10 bzw. 8 Basispunkte unter ihrem Stand vom 11. Januar.

Angesichts eines höheren Liquiditätsüberschusses blieb der EONIA vom 11. Januar 2012 bis zum Ende der zwölften Reserveerfüllungsperiode 2011 am 17. Januar des laufenden Jahres stabil und bewegte sich um etwa 0,37 %. Anders als in den vergangenen Monaten stieg er am letzten Tag der Erfüllungsperiode nicht sprunghaft an, sondern belief sich auf 0,39 %. Im restlichen Verlauf des Monats Januar und Anfang Februar veränderte sich der EONIA ebenfalls kaum und schwankte weiterhin um einen Wert von 0,37 %. Alles in allem kam in der negativen Differenz zwischen dem EONIA und dem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) die insgesamt vorhandene Menge an Überschussliquidität zum Ausdruck. Am 8. Februar lag der EONIA schließlich bei 0,36 %.

Abbildung 11 Geldmarktsätze

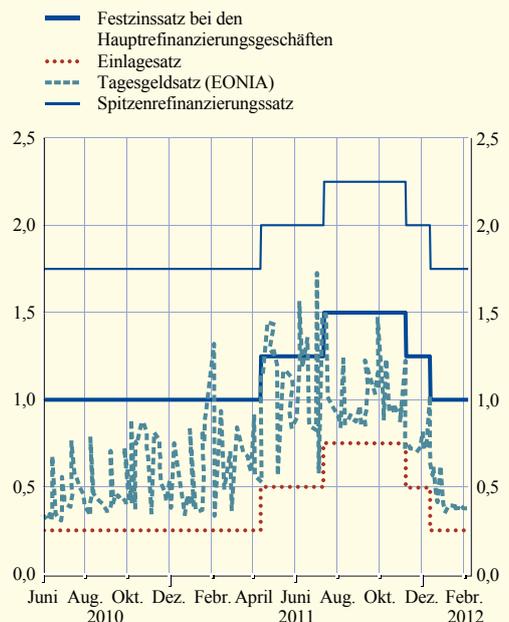
(in % p. a.; Differenz in Prozentpunkten; Tageswerte)



Quellen: EZB und Thomson Reuters.

Abbildung 12 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p. a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Thomson Reuters.

Das Eurosystem führte vom 11. Januar bis zum 8. Februar 2012 eine Reihe von Refinanzierungsgeschäften durch. Am 17. Januar wurden im Rahmen einer Feinsteuersoperation 217,0 Mrd € abgeschöpft, um den Liquiditätsüberschuss am Ende der zwölften Erfüllungsperiode des Jahres 2011 auszugleichen. Im Einklang mit der Entscheidung des EZB-Rats vom 8. Dezember 2011 wurden diese Feinsteuersoperationen nun bis auf Weiteres ausgesetzt. Bei den am 17., 24. und 31. Januar sowie am 7. Februar durchgeführten HRGs der ersten Reserveerfüllungsperiode 2012 teilte das Eurosystem 126,9 Mrd €, 130,3 Mrd €, 115,6 Mrd € bzw. 109,5 Mrd € zu.

Darüber hinaus tätigte das Eurosystem im Januar zwei längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) als Mengentender mit vollständiger Zuteilung: am 17. Januar ein Geschäft mit einer Sonderlaufzeit von einer Erfüllungsperiode, bei dem 38,7 Mrd € zugeteilt wurden, und am 25. Januar ein dreimonatiges LRG, bei dem 19,6 Mrd € bereitgestellt wurden. Der bei den HRGs und LRGs beobachtete Rückgang der Zuteilungsbeträge ist darauf zurückzuführen, dass der Bankensektor am 21. Dezember letzten Jahres umfangreiche Liquidität mit einer längeren Laufzeit von drei Jahren erhielt und der Mindestreservesatz mit Wirkung der ersten Reserveerfüllungsperiode des Jahres 2012 von 2 % auf 1 % herabgesetzt wurde. Mit der Durchführung dreijähriger Geschäfte und der Absenkung des Mindestreserve-Solls sollte die Kreditvergabe an die Realwirtschaft gestützt werden, weil dadurch den Banken die längerfristige Steuerung ihres Liquiditätsrisikos ermöglicht wurde. Dies führte zudem automatisch dazu, dass die Nachfrage der Banken nach kurzfristiger Liquidität sank (siehe hierzu auch Kasten 2).

Darüber hinaus führte das Eurosystem am 17., 24. und 31. Januar sowie am 7. Februar jeweils ein einwöchiges liquiditätsabsorbierendes Geschäft als Zinstender mit einem Höchstbietungssatz von 1,00 % durch. Mithilfe dieser Geschäfte wurde die über Käufe im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte zugeführte Liquidität vollständig abgeschöpft.

Die erste Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2012, die am 18. Januar begann, war von einer hohen Überschussliquidität gekennzeichnet. So belief sich die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität am 8. Februar auf 483,6 Mrd €.

## Kasten 2

### UMSETZUNG DER NEUEN REGELUNGEN ZU SICHERHEITEN UND DER GERINGEREN MINDESTRESERVEANFORDERUNGEN

Im Rahmen seiner anhaltenden Bemühungen, die Vergabe von Bankkrediten und die Liquidität des Euro-Geldmarkts zu stützen und damit auch künftig eine wirksame Transmission geldpolitischer Impulse auf die Realwirtschaft im Euroraum sicherzustellen, hat der EZB-Rat nach seiner Sitzung vom 8. Dezember 2011 zusätzliche Sondermaßnahmen bekannt gegeben.<sup>1</sup> Neben der Ausweitung des Angebots an Refinanzierungsgeschäften beschloss der EZB-Rat zur Gewährleistung einer reibungslosen Transmission der Geldpolitik die temporäre Ausweitung des Verzeichnisses der für die Geschäfte des Eurosystems zugelassenen notenbankfähigen Sicherheiten, da einige Banken aufgrund fehlender notenbankfähiger Sicherheiten möglicherweise nur eingeschränkt Zugang zu Refinanzierungsgeschäften haben.<sup>2</sup> Um den Liquiditätsbedarf des Bankensystems zu verringern und den Geldmarkthandel im Euroraum zu unterstützen, fasste der EZB-Rat ferner den Beschluss, den positiven Mindestreservesatz vorübergehend von 2 % auf 1 % zu senken.

#### Ausweitung des Verzeichnisses der notenbankfähigen Sicherheiten unterstützt Zugang zu Refinanzierung

Die am 8. Dezember 2011 bekannt gegebene temporäre Ausweitung des Verzeichnisses der notenbankfähigen Sicherheiten besteht aus zwei Elementen. Erstens beschloss der EZB-Rat eine Herabsetzung des Bonitätsschwellenwerts für bestimmte Arten notenbankfähiger Asset-Backed Securities.<sup>3</sup> Zweitens wird ein größerer Anteil nicht verbriefter Kredite (d. h. Kreditforderungen) als Sicherheiten für die Geschäfte des Eurosystems akzeptiert. In diesem Zusammenhang kann jede nationale Zentralbank (NZB) vorübergehend die Hereinnahme von Kreditforderungen auf Grundlage von bestimmten Zulassungskriterien und eines entsprechenden Risikokontrollrahmens, die vom EZB-Rat zu genehmigen sind, erlauben. Die nationale Dimension dieser Maßnahme stellt eine zusätzliche Risikoabsicherung dar, da die NZBen über detaillierte Kenntnisse ihrer heimischen Märkte für Kreditforderungen verfügen. Es wird erwartet, dass diese Maßnahme eine einheitlichere Transmission der gemeinsamen Geldpolitik im gesamten Euro-Währungsgebiet erleichtert. Die Verantwortung für die Hereinnahme der zusätzlichen nicht notleidenden Kreditforderungen (additional performing credit claims – ACCs) tragen die nationalen Zentralbanken, die deren Verwendung als Sicherheiten genehmigen. Am 9. Februar 2012 billigte der EZB-Rat einen ersten Satz an ACC-Rahmenwerken von sieben NZBen (Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Zentralbank von Zypern, Oesterreichische Nationalbank und Banco de Portugal).

1 Siehe auch EZB, Die Auswirkungen des ersten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts mit dreijähriger Laufzeit, Kasten 4, Monatsbericht Januar 2012, sowie EZB, Vom EZB-Rat am 8. Dezember 2011 beschlossene zusätzliche geldpolitische Sondermaßnahmen, Kasten 1, Monatsbericht Dezember 2011.

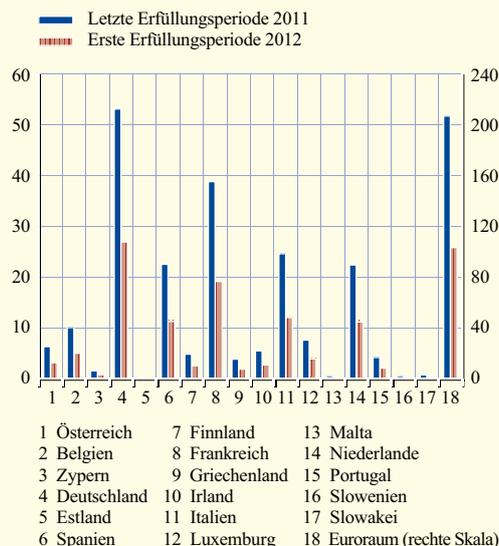
2 Die allgemeinen Zulassungskriterien des Eurosystems für Kreditforderungen, die in der Publikation „Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems“ aufgeführt sind, bleiben unverändert.

3 Weitere Einzelheiten können der EZB-Pressemitteilung „EZB kündigt Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe der Banken und der Geldmarktaktivität an“ vom 8. Dezember 2011 entnommen werden.

Um die Kohärenz zwischen verschiedenen ACC-Rahmenwerken sowie zwischen diesen Rahmenwerken und dem Risikokontrollrahmen des Eurosystems zu wahren, beschloss der EZB-Rat des Weiteren, dass für alle ACC-Rahmenwerke ein Mindestbonitätsschwellenwert gelten soll. Jede NZB kann jedoch strengere Bonitätsschwellenwerte beschließen. Darüber hinaus wurde ein Mindestbewertungsabschlag für individuelle Kreditforderungen eingeführt (ausgenommen hiervon sind durch Immobilien besicherte Privatkundenkredite). Für individuelle durch Immobilien besicherte Kreditforderungen und Kreditforderungspools wurden äquivalente Kalibrierungsansätze für Bewertungsabschläge festgelegt. Die Abschlagssätze stellen eine Risikoäquivalenz zwischen den verschiedenen Arten von in einzelnen Ländern eingereichten Kreditforderungen sicher. Außerdem wird die Nutzung und Effizienz der ACC-Rahmenwerke vom EZB-Rat laufend überwacht.

## Vergleich des Mindestreserve-Solls

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

Es wird erwartet, dass nach Anwendung der Zulassungskriterien und der in den entsprechenden ACC-Rahmenwerken festgelegten Abschlagssätze die Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, die Banco de España, die Banque de France, die Banca d'Italia, die Zentralbank von Zypern, die Oesterreichische Nationalbank und die Banco de Portugal in der Lage sein dürften, ACCs im Gesamtwert von etwa 200 Mrd € zu akzeptieren. Der flexible Ansatz bezüglich der Hereinnahme von ACCs ermöglicht eine rasche Ausweitung der notenbankfähigen Sicherheiten, falls dies erforderlich ist, um dem Risiko einer breiter angelegten Verknappung der Sicherheiten infolge anhaltender Finanzmarktspannungen zu begegnen. Gleichzeitig gewährleistet die Beibehaltung eines einheitlichen Risikokontrollansatzes, dass die hohen Standards des Eurosystems im Hinblick auf das Vorsichtsprinzip eingehalten werden.

### Niedrigerer Mindestreservesatz verringert Liquiditätsbedarf des Bankensystems

Der EZB-Rat beschloss ferner, den positiven Mindestreservesatz ab der am 18. Januar 2012 beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode von 2 % auf 1 % zu senken. Somit halbiert sich der durchschnittliche Betrag an Liquidität, den Banken während der Erfüllungsperiode auf Girokonten halten müssen, um ihrer Mindestreservspflicht nachzukommen, von insgesamt rund 200 Mrd € auf etwa 100 Mrd €. Die Abbildung zeigt, dass das Mindestreserve-Soll zwischen der letzten Mindestreserveperiode 2011 und der ersten Erfüllungsperiode 2012 in allen Ländern proportional zurückging. Die Verringerung der Mindestreserveanforderung erfolgt aus zweierlei Gründen. Der erste und wichtigste Grund ist, dass sich durch diese Maßnahme der Liquiditätsbedarf der Banken und somit die Höhe der Sicherheiten verringert, die diese mobilisieren müssten, um den zur Erfüllung des Mindestreserve-Solls erforderlichen Refinanzierungsbetrag vom Eurosystem zu erhalten. Zweitens soll diese Maßnahme auch zu einer Belebung des Geldmarkthandels beitragen, vor allem, weil sie die Anreize für Banken mit hohen Kassenbeständen verstärkt, anderen Banken ihre Überschussliquidität zur Verfügung zu stellen, da sie diese Mittel nicht länger auf den voll verzinslichen Mindestreservekonten halten können.

## 2.4 ANLEIHEMÄRKTE

Nach dem Jahreswechsel blieben die Renditen langfristiger Staatsanleihen mit AAA-Rating im Euro-Währungsgebiet bis Anfang Februar 2012 weitgehend unverändert, während die Renditen vergleichbarer US-Staatsanleihen leicht anzogen. Diese Entwicklung war offenbar auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. In den Vereinigten Staaten war die positive Marktstimmung durch die Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Daten bestimmt, die besser ausfielen als erwartet. Im Euro-Raum scheint die Marktstimmung von den uneinheitlichen Wirtschafts- und Finanzmeldungen – darunter auch die Herabstufung mehrerer Euro-Länder – nicht stärker in Mitleidenschaft gezogen worden zu sein. Die an der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit der Anleger über die künftige Entwicklung an den Anleihemärkten hat im Berichtszeitraum zwar deutlich nachgelassen, ist im historischen Vergleich aber nach wie vor hoch. Marktbasierte Indikatoren deuten darauf hin, dass die Inflationserwartungen weiterhin vollständig mit Preisstabilität vereinbar sind.

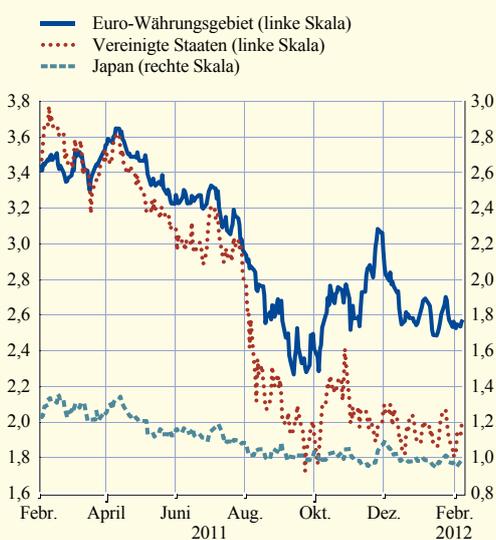
Vom 2. Januar bis zum 8. Februar 2012 blieben die Renditen langfristiger Staatsanleihen mit AAA-Rating im Euro-Währungsgebiet weitgehend stabil und lagen zuletzt bei rund 2,6 %. In den Vereinigten Staaten stiegen die Renditen langfristiger Staatsanleihen im selben Zeitraum um 11 Basispunkte und beliefen sich schließlich auf 2,0 %, was weitgehend auf die Veröffentlichung unerwartet positiver gesamtwirtschaftlicher Daten zurückzuführen war (siehe Abbildung 13). Der aus den überraschend günstigen Fundamentaldaten resultierende Aufwärtstrend der Renditen langfristiger Staatsanleihen wurde vermutlich durch die Erklärung des Offenmarktausschusses des Federal Reserve System von Ende Januar etwas gedämpft, derzufolge die wirtschaftlichen Bedingungen bis mindestens Ende 2014 ein außergewöhnlich niedriges Niveau des Tagesgeldsatzes rechtfertigen dürften. Im Berichtszeitraum kam es dadurch zu einer leichten Verringerung des Abstands zwischen den Nominalzinsen zehnjähriger Staatsanleihen in den

USA und im Euroraum. In Japan blieben die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen indessen weitgehend unverändert und beliefen sich am 8. Februar auf knapp 1 %.

Die Unsicherheit der Anleger bezüglich der kurzfristigen Entwicklung an den Anleihemärkten – gemessen an der aus Optionen abgeleiteten Volatilität – ließ im Beobachtungszeitraum sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten etwas nach. Dies galt insbesondere für das Euro-Währungsgebiet, wo die Marktstimmung von den relativ uneinheitlichen Wirtschafts- und Finanzmeldungen – darunter auch weitere Ratingherabstufungen von Ländern des Euroraums – offenbar nicht stärker in Mitleidenschaft gezogen worden war. Vielmehr schien sich die Lage an den Staatsanleihemärkten im Vorfeld des Treffens der Staats- und Regierungschefs des Euroraums am 30. Januar und angesichts der dort gefassten Beschlüsse zur endgültigen Fassung des auch als Fiskalpakt bezeichneten Vertrags über Stabilität, Koordinie-

Abbildung 13 Renditen langfristiger Staatsanleihen

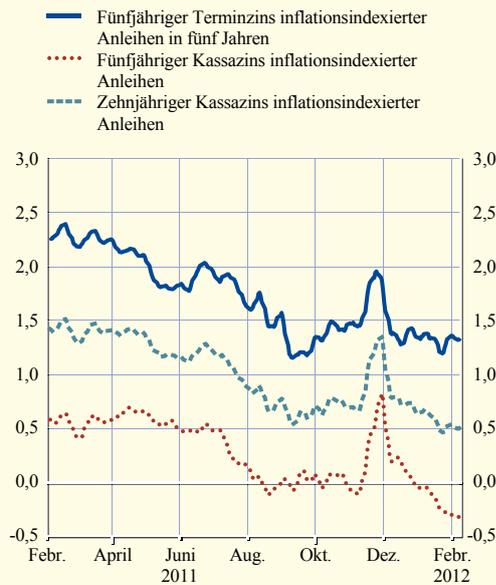
(in % p. a.; Tageswerte)



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

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

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



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

Die Renditeabstände der Staatsanleihen anderer Euro-Länder gegenüber deutschen Bundesanleihen tendierten im betrachteten Zeitraum zumeist abwärts; in einigen Fällen war eine deutliche Abnahme zu verzeichnen. Die von zwei verschiedenen Ratingagenturen (Fitch Ratings und Standard & Poor's) vorgenommene Herabstufung der Bonität einer großen Anzahl von Euro-Ländern hatte offenbar keine nachhaltige Vergrößerung der Renditeabstände von Staatsanleihen im Euroraum zur Folge. So gingen die Renditeabstände der Staatsanleihen Frankreichs und Österreichs, zweier Länder, deren AAA-Rating von Standard & Poor's aberkannt wurde, im betrachteten Zeitraum leicht zurück (um 40 bzw. 25 Basispunkte), während im Falle Italiens, dessen Bonität von beiden Ratingagenturen herabgestuft wurde, ein Rückgang um 155 Basispunkte zu verzeichnen war. Die Ankündigung weiterer Sparmaßnahmen und Strukturreformen durch einige Euro-Länder trug ebenfalls zu einer günstigeren Entwicklung der Anleihemärkte bei.

Die implizite Volatilität an den Anleihemärkten im Euroraum blieb jedoch während des Berichtszeitraums im historischen Vergleich hoch. Trotz einer nachlassenden Risikoscheu der Anleger wurden im betrachteten Zeitraum weiterhin bevorzugt sichere Anlageformen nachgefragt (näherungsweise ermittelt durch die nach wie vor hohen Liquiditätsprämien für deutsche Bundesanleihen im Vergleich zu jenen für Agency Bonds). Dies deutet darauf hin, dass die Staatsanleihemärkte trotz einer Verbesserung der Stimmung insgesamt noch angeschlagen sind.

Die Breakeven-Inflationsraten (fünfjährige Terminraten in fünf Jahren) blieben im Beobachtungszeitraum mit 2,5 % weitgehend unverändert (siehe Abbildung 15). Der inflationindexierte Swapsatz mit der gleichen Laufzeit stieg indessen um 25 Basispunkte und betrug am 8. Februar 2,6 %.

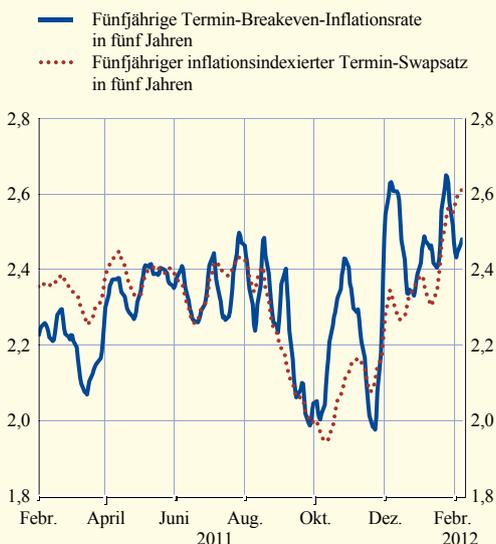
Die Breakeven-Inflationsraten wiesen in den vergangenen Monaten weiterhin eine volatile Entwicklung auf, was auf die starken Schwankungen an den Staatsanleihemärkten sowie beträchtliche Liquiditätsprämien zurückzuführen war. Deshalb waren die aus der Entwicklung an den Anleihemärkten abgeleiteten Inflationserwartungen weniger aussagekräftig als entsprechende anhand der Signale an den Märkten für inflationindexierte Swaps gewonnene Werte. Die Swapmärkte entwickelten sich zwar stabiler als die Anleihemärkte, blieben jedoch von den Marktspannungen nicht unberührt; der

Die Renditen fünf- und zehnjähriger inflationsindexierter Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet sanken im Berichtszeitraum um 20 bzw. 6 Basispunkte, und die entsprechenden realen Renditen beliefen sich am 8. Februar auf -0,3 % bzw. 0,6 % (siehe Abbildung 14). Die impliziten Termin-Breakeven-Inflationsraten (fünfjährige Terminraten in fünf Jahren) blieben im Beobachtungszeitraum mit 2,5 % weitgehend unverändert (siehe Abbildung 15). Der inflationindexierte Swapsatz mit der gleichen Laufzeit stieg indessen um 25 Basispunkte und betrug am 8. Februar 2,6 %.

Die Breakeven-Inflationsraten wiesen in den vergangenen Monaten weiterhin eine volatile Entwicklung auf, was auf die starken Schwankungen an den Staatsanleihemärkten sowie beträchtliche Liquiditätsprämien zurückzuführen war. Deshalb waren die aus der Entwicklung an den Anleihemärkten abgeleiteten Inflationserwartungen weniger aussagekräftig als entsprechende anhand der Signale an den Märkten für inflationindexierte Swaps gewonnene Werte. Die Swapmärkte entwickelten sich zwar stabiler als die Anleihemärkte, blieben jedoch von den Marktspannungen nicht unberührt; der

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

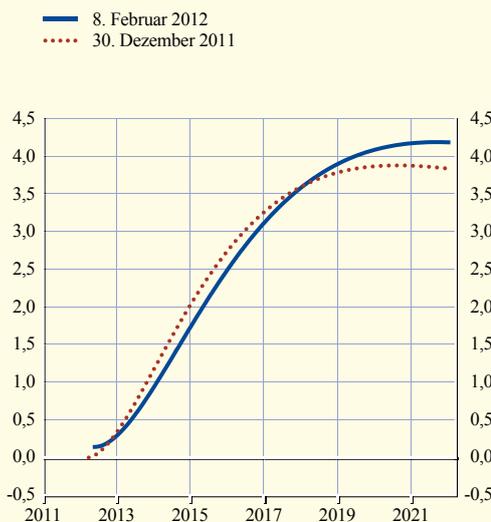
(in % p. a.; gleitender Fünftagesdurchschnitt der Tageswerte; saisonbereinigt)



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

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

(in % p. a.; Tageswerte)



Quellen: EZB, EuroMTS (zugrunde liegende Daten) und Fitch Ratings (Ratings).  
 Anmerkung: Die implizite Terminzinssatzkurve, die sich aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur ableitet, spiegelt die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Terminzinssatzkurven ist auf der Website der EZB unter „Euro area yield curve“ dargelegt. Bei den in der Schätzung verwendeten Daten handelt es sich um die Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet mit AAA-Rating.

in den vergangenen Monaten vor allem im Segment der fünfjährigen Terminraten in fünf Jahren verzeichnete Anstieg der inflationsindexierten Swapsätze spiegelte unter anderem steigende Inflationsrisikoprämien wider. Berücksichtigt man neben der am Markt herrschenden Volatilität und den Verzerrungen durch die hohen Liquiditätsprämien auch die Inflationsrisikoprämien, so weisen die marktbasieren Indikatoren insgesamt darauf hin, dass die Inflationserwartungen weiterhin vollständig mit Preisstabilität vereinbar sind.

Das allgemeine Verlaufsmuster der Renditen langfristiger Anleihen mit AAA-Rating im Euroraum lässt sich in Veränderungen der Zinserwartungen (und der damit verbundenen Risikoprämien) für unterschiedliche Laufzeithorizonte aufgliedern (siehe Abbildung 16). Gegenüber Ende Dezember 2011 hat sich die Zinsstruktur der kurzfristigen Terminzinssätze bei den kurzen bis mittleren Laufzeiten (rund 6 Jahre) nach unten und bei den längeren Laufzeiten nach oben verlagert. Verantwortlich hierfür waren Anpassungen der Renditeerwartungen sowie der Konjunktur- und Inflationsaussichten für verschiedene Zeithorizonte.

Die Renditeabstände von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften sanken im Berichtszeitraum geringfügig, wohingegen die Renditeabstände entsprechender Anleihen von Unternehmen im Finanzsektor weitaus stärker nachgaben, vor allem im unteren Bereich der Investment-Grade-Ratings. Die merkliche Verkleinerung der Spreads ist vermutlich durch verschiedene Faktoren bedingt, darunter a) eine geringere Risikoaversion, etwa gemessen am Abstand der Rendi-

ten von BBB-Unternehmensanleihen gegenüber jenen von AAA-Unternehmensanleihen, b) der nachlassende Finanzierungsdruck der Kreditinstitute nach der Ankündigung zweier dreijähriger Refinanzierungsgeschäfte durch das Eurosystem (und der Durchführung des ersten Geschäfts im Dezember 2011) und c) die Aussicht auf geringere Ansteckungseffekte durch die Staatsschuldenkrise im Vorfeld der von den Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder am 30. Januar 2012 gefassten Beschlüsse zur Stärkung des finanzpolitischen Handlungsrahmens und des Krisenbewältigungsmechanismus der Währungsunion. Die nominalen Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung für finanzielle Kapitalgesellschaften im Eurogebiet verringerten sich ebenfalls deutlich.

## 2.5 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

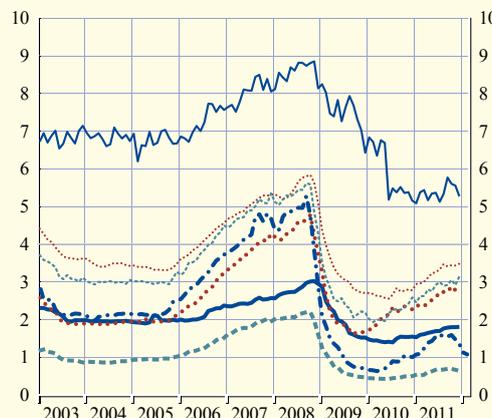
*Die MFI-Zinsen stiegen im Dezember 2011 in den meisten Kredit- und Laufzeitkategorien tendenziell an. Bei den kurzfristigen Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften fiel die Erhöhung beträchtlich aus, bei den Krediten an private Haushalte hingegen moderat.*

Die kurzfristigen MFI-Zinssätze für Einlagen blieben im Dezember 2011 gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert. Im Einzelnen betrachtet sanken die kurzfristigen Zinsen für Einlagen privater Haushalte mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr sowie für Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften geringfügig, wohingegen sie für Einlagen privater Haushalte mit einer Laufzeit von bis zu drei Monaten leicht anzogen (siehe Abbildung 17). Die MFI-Kurzfristzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte stiegen minimal an, nämlich um 5 Basispunkte, während jene für Konsumentenkredite um 28 Basispunkte zurückgingen. Die Verzinsung kurzfristiger MFI-Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhte sich im selben Zeitraum kräftiger, und zwar über alle Kreditkategorien hinweg. So legten die Zinsen für kleine Unternehmensdarlehen (d. h. Kredite von bis zu 1 Mio €) um 13 Basispunkte und jene für Großkredite (d. h. Ausleihungen von mehr als 1 Mio €) um 23 Basispunkte zu. Die Zinssätze für Überziehungskredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften veränderten sich im Dezember kaum. Der im Berichtsmonat im Zusammenhang mit den niedrigeren EZB-Leitzinsen verzeichnete Rückgang des EURIBOR um rund 11 Basispunkte bewirkte, dass sich die Zinsdifferenz gegenüber kurzfristigen MFI-Großkrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auf etwa 180 Basispunkte ausweitete. Der Abstand

**Abbildung 17 Kurzfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Geldmarktsatz**

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

- Einlagen privater Haushalte mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten
- ..... Einlagen privater Haushalte mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr
- Täglich fällige Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften
- Konsumentenkredite an private Haushalte mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr
- ..... Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr
- Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio € mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr
- Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld

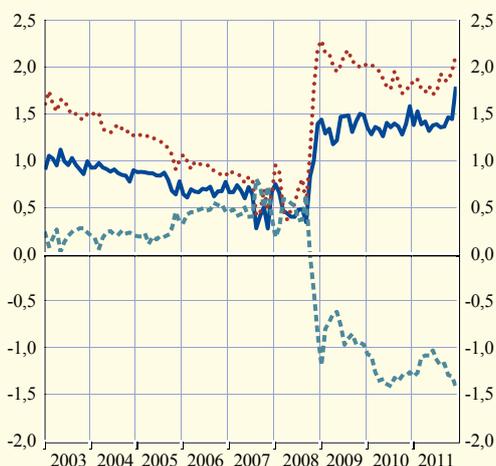


Quelle: EZB.  
Anmerkung: Aufgrund methodischer Änderungen im Zusammenhang mit der Umsetzung der Verordnungen EZB/2008/32 und EZB/2009/7 (zur Änderung der Verordnung EZB/2001/18) sind die Daten für den Zeitraum ab Juni 2010 möglicherweise nicht vollständig mit älteren Daten vergleichbar.

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

(in Prozentpunkten; Zinssätze im Neugeschäft)

- Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio € mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr
- ..... Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr
- - - Einlagen privater Haushalte mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr

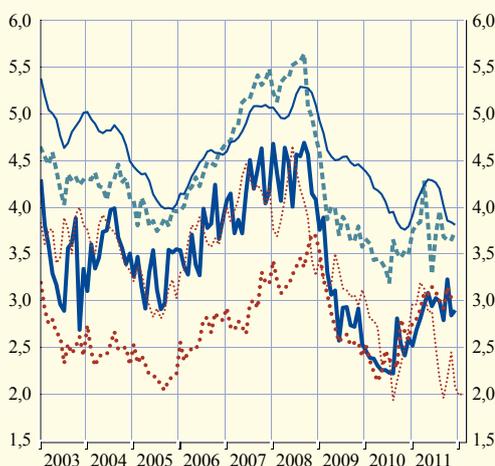


Quelle: EZB.  
Anmerkung: Bei den Krediten errechnen sich die Abstände aus dem Kreditzins abzüglich des Geldmarktsatzes für Dreimonatsgeld, und bei den Einlagen aus dem Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld abzüglich des Einlagensatzes. Aufgrund methodischer Änderungen im Zusammenhang mit der Umsetzung der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

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

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

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



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

gegenüber Krediten an private Haushalte vergrößerte sich ebenfalls und betrug fast 210 Basispunkte (siehe Abbildung 18).

Über einen längeren Zeitraum hinweg betrachtet haben sich die Kreditzinsen der Banken während des letzten abgeschlossenen Zyklus einer geldpolitischen Lockerung (von Oktober 2008 bis März 2010) deutlich an die Marktzinsen angepasst. Was die jüngste Phase der akkommodierenden geldpolitischen Ausrichtung betrifft, so sollte die Weitergabe der letzten beiden Leitzinssenkungen an die MFI-Kreditzinsen vor dem Hintergrund akuter Spannungen an den Refinanzierungsmärkten der Banken und der großen Notwendigkeit zum Abbau des Verschuldungsgrads gesehen werden. Die aktuellen Sondermaßnahmen der EZB zielen darauf ab, die Finanzierungssituation der Banken zu verbessern und so in einem von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld eine angemessene Funktionsweise des geldpolitischen Transmissionsmechanismus sicherzustellen. Angesichts dessen lassen die historischen Gesetzmäßigkeiten zwar den Schluss zu, dass sich die gesunkenen Marktzinsen allmählich in den Kreditzinsen widerspiegeln sollten, jedoch ist dies bei dem gegenwärtig sehr niedrigen Leitzinsniveau nicht selbstverständlich und dürfte zudem wesentlich davon abhängen, wie stark der Druck ist, dem sich die Banken in Bezug auf ihre Bilanzen und ihre Refinanzierungssituation gegenübersehen.

Bei den längeren Laufzeiten zogen die MFI-Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Dezember 2011 tendenziell an, während die Zinsen für Kredite an private Haushalte geringfügig sanken (siehe Abbildung 19). Im Einzelnen war bei den Ausleihungen an Unternehmen ein Anstieg der Zinssätze für Großkredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren um 10 Basispunkte zu verzeichnen, während die Zinsen für Kleinkredite mit einer vergleichbaren Laufzeit um 5 Basispunkte zurückgingen. Bei den privaten Haushalten hingegen verringerten sich die Zinsen für Wohnungsbaukredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf und bis zu zehn Jahren leicht, und zwar um etwa 3 Basispunkte.

Die Zinsabstände zu den Renditen siebenjähriger Staatsanleihen mit AAA-Rating vergrößerten sich im Berichtsmonat erheblich, was zum Teil dadurch bedingt war, dass die Renditen von Staatstiteln mit Bestnote im Zuge einer Flucht in sichere Anlagen unter Abwärtsdruck gerieten. So weitete sich die Differenz zwischen den Langfristzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte und den Renditen siebenjähriger Staatsanleihen mit AAA-Rating um 30 Basispunkte auf 1,7 % aus. Auch der Abstand dieser Renditen zu den Zinsen für Großkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nahm zu, und zwar um rund 50 Basispunkte auf ebenfalls 1,7 %.

Legt man einen längeren Betrachtungszeitraum zugrunde, so war bei den Zinsen für Kredite an private Haushalte sowie für langfristige Kleinkredite an Unternehmen im Allgemeinen eine eher unvollständige und zögerliche Anpassung zu beobachten, wohingegen sich die Zinssätze für langfristige Großkredite an Unternehmen mehr im Einklang mit den Renditen langfristiger Staatsanleihen mit AAA-Rating entwickelten. Ähnlich wie bei der Anpassung der kurzfristigen Bankzinsen an die Marktsätze könnten die historischen Regelmäßigkeiten zwischen den langfristigen Kreditzinsen und den Renditen laufzeitäquivalenter Staatsanleihen mit AAA-Rating in jüngster Zeit durch die Spannungen im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise im Eurogebiet und die Anfälligkeit der Banken im gemeinsamen Währungsraum verzerrt worden sein.

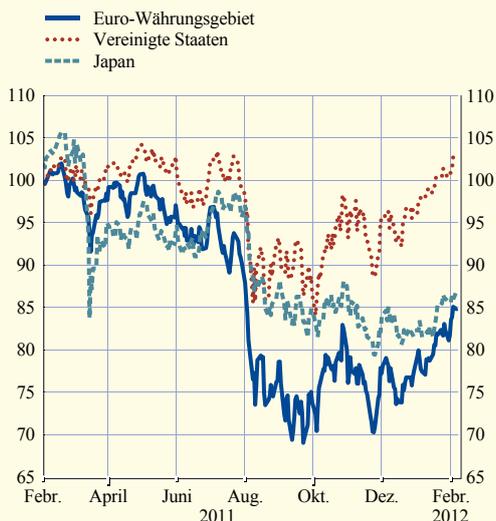
## 2.6 AKTIENMÄRKTE

*Nach dem Jahreswechsel stiegen die Aktienkurse bis Anfang Februar 2012 sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten sprunghaft an. Die positive Marktstimmung wurde offenbar von überraschend günstigen gesamtwirtschaftlichen Datenveröffentlichungen in den Vereinigten Staaten und der wieder aufkeimenden Hoffnung auf eine dauerhafte Lösung der Staatsschuldenkrise im Euroraum getragen. Trotz vergleichsweise schwacher Gewinnmeldungen und trüber Konjunkturaussichten waren im Eurogebiet Kursgewinne zu beobachten, die sich auf einen leichten Rückgang der Risikoaversion zurückführen lassen dürften. Die größten Gewinne verzeichneten die Finanzwerte, die bedingt durch die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems von großzügigeren Refinanzierungsbedingungen profitierten. Die an der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit an den Aktienmärkten verringerte sich im Berichtszeitraum auf ein Niveau, das zuletzt gegen Mitte vergangenen Jahres beobachtet worden war.*

Vom 2. Januar bis zum 8. Februar 2012 zogen die Aktienkurse sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten stark an. Im Euroraum legten die Notierungen im betrachteten Zeitraum gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index um 9,5 % zu, während der Standard-&-Poor's-500-Index in den Vereinigten Staaten um 7,3 % anzog (siehe Abbildung 20). In Japan wiesen die Aktienkurse unterdessen, gemessen am Nikkei 225, ein Plus von 6,6 % auf.

Abbildung 20 Aktienindizes

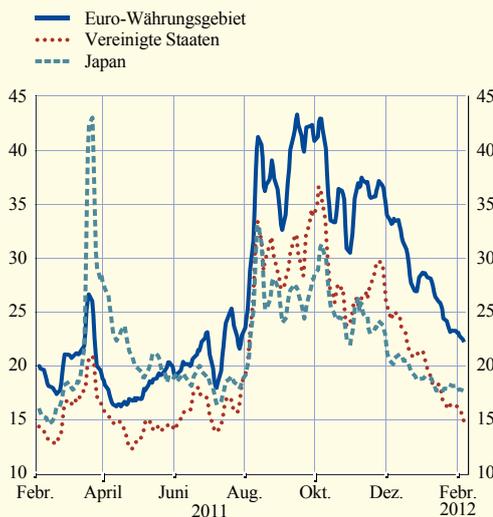
(Index: 1. Februar 2011 = 100; Tageswerte)



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

Abbildung 21 Implizite Aktienkursvolatilität

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



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

Die positive Stimmung an den Aktienmärkten in den Vereinigten Staaten wurde offenbar von gesamtwirtschaftlichen Datenveröffentlichungen getragen, die insgesamt besser ausfielen als erwartet. So scheinen Hinweise, dass sich die positive Wachstumsdynamik bis ins neue Jahr hinein fortgesetzt haben dürfte (z. B. Daten zu den Aufträgen für Gebrauchsgüter im Dezember 2011 oder zur Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft im Januar), und solide Ertragsindikatoren für einige wichtige nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften die uneinheitlichen Signale, die vom Wohnimmobilienmarkt ausgingen, und das schwächer als erwartete Verbrauchervertrauen mehr als aufgewogen zu haben.

Im Eurogebiet profitierten die Aktienmärkte von der günstigen Entwicklung im Vorfeld des Treffens der Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder am 30. Januar und anschließend von den dort gefassten Beschlüssen zur Stärkung des finanzpolitischen Handlungsrahmens und des Krisenbewältigungsmechanismus der Währungsunion. Die Erwartung, dass es auf sehr kurze Sicht zu einer Einigung zwischen Griechenland und seinen privaten Gläubigern über eine Restrukturierung der Staatsschulden kommen könnte, sowie der durch die erweiterten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems nachlassende Finanzierungsdruck auf die Finanzinstitute im Eurogebiet scheinen die Aktienmärkte des Euroraums im Berichtszeitraum ebenfalls begünstigt zu haben. Durch die uneinheitlichen Konjunkturdaten sowie die von zwei großen Rating-Agenturen vorgenommene Herabstufung mehrerer Länder des Eurogebiets wurde die Marktstimmung offensichtlich nicht stärker in Mitleidenschaft gezogen.

Die an der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit an den Aktienmärkten schwächte sich im Euroraum wie auch in den Vereinigten Staaten im Beobachtungszeitraum leicht ab und fiel dadurch

auf Werte, die zuletzt um die Jahresmitte 2011 verzeichnet worden waren (siehe Abbildung 21). Im historischen Vergleich blieb die Unsicherheit jedoch auf einem erhöhten Niveau, was sowohl auf Sorgen über die Staatsschuldenkrise im Eurogebiet als auch auf die Risikowahrnehmung der Anleger mit Blick auf die Zukunft zurückzuführen war. Berücksichtigt man die unterschiedliche Zusammensetzung der jeweiligen Indizes, so war die implizite Volatilität im Euroraum nach wie vor deutlich höher als in den Vereinigten Staaten. Verantwortlich hierfür dürften die Spannungen im Zusammenhang mit den Staatsanleihemärkten im Euro-Währungsgebiet gewesen sein.

Die im betrachteten Zeitraum im Eurogebiet verzeichneten Kursgewinne waren in erster Linie den Finanzwerten zuzuschreiben, deren relative Performance im Berichtszeitraum um 16,3 % zulegen, während die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum um 8,1 % anzogen. Die Entwicklung der Finanzwerte dürfte davon profitiert haben, dass die Finanzierungsengpässe der Banken durch das erste der beiden Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems mit dreijähriger Laufzeit gemindert wurden. Die Aussicht auf geringere negative Ansteckungseffekte der Staatsschuldenkrise auf die Bilanzen des Finanzsektors im Anschluss an die Vereinbarung eines Fiskalpakts im Eurogebiet scheint hierbei ebenfalls förderlich gewesen zu sein. Die Herabstufung des Ratings einiger Banken im Euroraum und die allgemein schwachen Gewinnmeldungen schienen die Marktstimmung hingegen nicht sonderlich in Mitleidenschaft gezogen zu haben. In den Vereinigten Staaten wiesen die Finanzwerte im Berichtszeitraum ein Plus von 11,8 % auf und schnitten damit ebenfalls besser ab als der Gesamtindex.

### Kasten 3

#### UNGLEICHGEWICHTE IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET AUS SICHT DER SEKTORKONTEN

In den Jahren vor den Finanzmarkturbulenzen hatten sich innerhalb des Euro-Währungsgebiets hartnäckige Ungleichgewichte herausgebildet. In diesem Kasten wird die heterogene Entwicklung der einzelnen Länder im Vorfeld der Finanzkrise und in den letzten Quartalen unter Zuhilfenahme der Länderdaten, auf denen die Sektorkonten für den Euroraum basieren, genauer untersucht.<sup>1</sup> Zu Analyse Zwecken werden Sektorkonten für zwei Ländergruppen des Eurogebiets erstellt. Dabei werden die Länder, die in den fünf Jahren bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 Leistungsbilanzüberschüsse aufwiesen (Belgien, Deutschland, Luxemburg, die Niederlande, Österreich und Finnland – die „Überschussländer“), und die Länder, die in diesem Zeitraum Leistungsbilanzdefizite verbuchten (Irland, Estland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Zypern, Malta, Portugal, die Slowakei und Slowenien – die „Defizitländer“), jeweils gesondert in einer Gruppe zusammengefasst.<sup>2</sup>

Das Kriterium für die Zuordnung der Länder zu den beiden Gruppen wurde zur Veranschaulichung gewählt und hilft dabei, einige gemeinsame stilisierte Fakten in der Boomphase bis zum

1 Diese Darstellungsweise wurde zum ersten Mal gewählt in: EZB, Die Finanzkrise im Spiegel der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet: eine Betrachtung der Finanzierungsströme, Monatsbericht Oktober 2011. Die Aggregate für die einzelnen Ländergruppen werden durch eine einfache Aggregation nationaler Daten gebildet, wobei die Additivität im Hinblick auf die Gesamtsumme für das Eurogebiet aufrechterhalten wird, indem etwaige Differenzen gegenüber den Gesamtbeträgen für den Euroraum (die vor allem auf Zahlungsbilanzasymmetrien innerhalb des Eurogebiets zurückzuführen sind) proportional auf die Gruppen verteilt werden. Es erfolgt keine weitergehende Konsolidierung (dies wird allgemein als vertretbar erachtet, da die Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet überwiegend auf nicht konsolidierter Basis erstellt werden).

2 Bei Griechenland, Zypern, Malta, der Slowakei, Slowenien und Estland wird der gesamte untersuchte Zeitraum berücksichtigt, obwohl diese Länder dem Euro-Währungsgebiet erst nach und nach beigetreten sind.

Jahr 2008 herauszuarbeiten. Die beiden Ländergruppen in diesem Kasten weisen jede für sich genommen eine recht hohe Heterogenität auf und umfassen gleichzeitig Länder mit sehr hohen externen Defiziten bzw. Überschüssen sowie Länder mit seinerzeit (oder auch heute noch) nahezu ausgeglichenen Leistungsbilanzsalden. Zudem unterscheiden sich die Staaten oft erheblich hinsichtlich anderer Indikatoren, wie beispielsweise der Haushaltsposition oder dem Auftreten spezifischer Boom-Bust-Zyklen. Die Zusammensetzung der Gruppen hängt naturgemäß sehr stark vom Referenzzeitraum ab und würde sich mit der Zeit ändern. So hätte Deutschland beispielsweise zur Leistungsbilanzdefizitgruppe gezählt, wenn eine vergleichbare Untersuchung für die Anfangsjahre des letzten Jahrzehnts durchgeführt worden wäre, während Italien und Frankreich der Leistungsbilanzüberschussgruppe angehört hätten. Schon allein diese Beobachtung macht deutlich, dass sich innerhalb der Währungsunion im Zeitverlauf Korrekturen oder Umschwünge bei den Ungleichgewichten ergeben.

### Entwicklung des Finanzierungssaldos

Abbildung A, Grafik 1 zeigt den Finanzierungssaldo der einzelnen Wirtschaftssektoren<sup>3</sup> für das Eurogebiet insgesamt gemäß der üblichen sektoralen Aufschlüsselung (private Haushalte, nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, Staat und finanzielle Kapitalgesellschaften) auf Basis von Viertelsummen. In Abbildung A, Grafik 2 werden diese Finanzierungssalden für den Staat und den privaten Sektor<sup>4</sup> ausgewiesen, wobei zwischen den oben genannten Ländergruppen mit Leistungsbilanzüberschuss bzw. Leistungsbilanzdefizit unterschieden wird. Wie aus Abbildung A, Grafik 1 ersichtlich wird, war der Zeitraum von 2006 bis 2008 im gesamten Euroraum von einer massiven Zunahme des Finanzierungsdefizits der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften geprägt, die sich anschließend im Zeitraum von 2008 bis 2010 durch einen entsprechenden Rückgang wieder umkehrte. Diesem Umschwung und dem höheren Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte stand ein deutlicher Anstieg der Nettokreditaufnahme durch den Staatssektor gegenüber.

Die zweite Grafik in Abbildung A zeigt die deutliche Zunahme der Finanzierungsdefizite des privaten Sektors der Defizitländer während der Boomjahre. In den Überschussländern waren indessen umfangreiche Finanzierungsüberschüsse im privaten Sektor sowie eine deutliche Abnahme der staatlichen Finanzierungsdefizite zu beobachten. Diese zunehmenden sektoralen Ungleichgewichte zwischen den beiden Ländergruppen sind teilweise auf eine stärkere Finanzintegration und die einfachere grenzüberschreitende Verwendung von Ersparnissen in der Währungsunion zurückzuführen. Sie stehen aber auch mit den Auswirkungen nationaler Nachfragebooms und den Effekten von Angebotsrigiditäten auf die Wettbewerbsfähigkeit im Zusammenhang.

Im Jahr 2008 verringerten sich aufgrund der Finanzkrise die finanziellen Ungleichgewichte des privaten Sektors in den Defizitländern. 2009 wies dieser dann sogar erhebliche Überschüsse auf. In den Überschussländern erhöhten sich unterdessen die Finanzierungsüberschüsse des privaten Sektors weiter. Da sich der Saldo der Leistungsbilanz und der Vermögensübertragungen des Euroraums nicht wesentlich verbesserte (siehe die Linie „Euro-Währungsgebiet“ in Abbildung A,

3 Bei dem Finanzierungssaldo bzw. dem Finanzierungsüberschuss/-defizit eines Wirtschaftssektors handelt es sich um den Saldo seines Vermögensbildungskontos, welcher das Verhältnis von Ersparnissen und Nettovermögensübertragungen zu Kapitalinvestitionen (Finanzierungsüberschuss bzw. Finanzierungsdefizit) wiedergibt. Er stellt die Differenz zwischen den Einnahmen und den Ausgaben der einzelnen Sektoren dar und darüber hinaus auch den Saldo der Konten der Finanzierungsrechnung, der die Differenz zwischen finanziellen Transaktionen im Rahmen der Geldvermögensbildung und der Finanzierung ausweist.

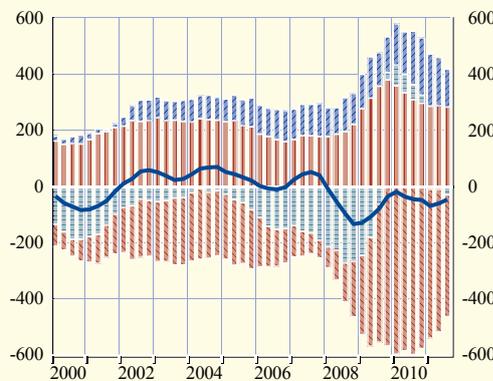
4 In diesem Kasten die Summe aller nichtstaatlichen Sektoren (d. h. einschließlich öffentlicher Unternehmen).

## Abbildung A Finanzierungssaldo des Euro-Währungsgebiets

(Vierteljahrsummen; in Mrd €)

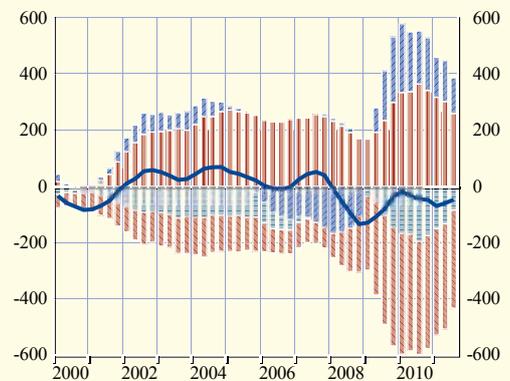
### (1) Nach Sektoren

- Euro-Währungsgebiet
- Private Haushalte
- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
- Finanzielle Kapitalgesellschaften
- Staat



### (2) Nach Ländergruppen für den öffentlichen und privaten Sektor

- Euro-Währungsgebiet
- Privater Sektor – Überschussländer
- Staat – Überschussländer
- Privater Sektor – Defizitländer
- Staat – Defizitländer



Quellen: Eurostat und EZB.

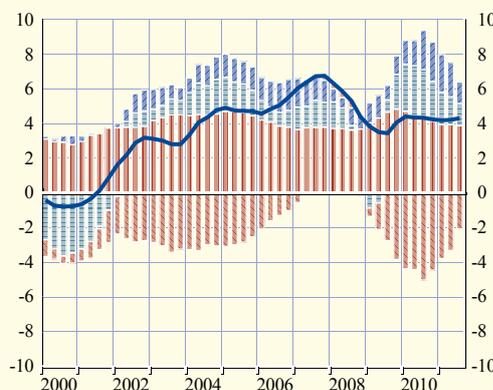
Anmerkung: Die in den Abbildungen dieses Kastens ausgewiesenen Finanzierungssalden wurden der Einfachheit halber um den Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern bereinigt, um Verzerrungen durch die umfangreichen Erlöse aus dem Verkauf von UMTS-Mobilfunklizenzen im Jahr 2000 zu vermeiden.

## Abbildung B Finanzierungssalden nach Ländergruppen

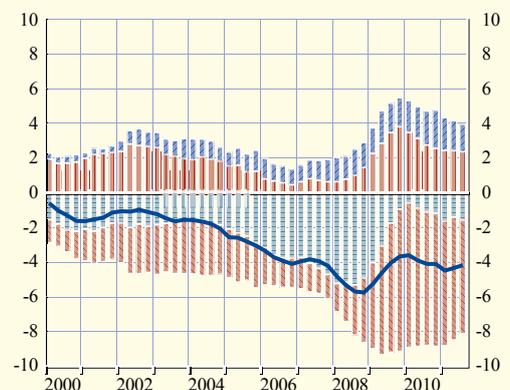
(Vierteljahrsummen; in % des BIP)

- Insgesamt
- Private Haushalte
- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
- Finanzielle Kapitalgesellschaften
- Staat

### (1) Überschussländer



### (2) Defizitländer



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Die in den Abbildungen dieses Kastens ausgewiesenen Finanzierungssalden wurden der Einfachheit halber um den Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern bereinigt, um Verzerrungen durch die umfangreichen Erlöse aus dem Verkauf von UMTS-Mobilfunklizenzen im Jahre 2000 zu vermeiden.

Grafik 1 und 2), standen diesen wachsenden Überschüssen des privaten Sektors allgemein hohe staatliche Defizite gegenüber.<sup>5</sup> Darüber hinaus fand in der Gesamtgruppe der Länder mit Leistungsbilanzdefiziten<sup>6</sup> in den Boomjahren keine hinreichende Haushaltskonsolidierung statt, (mit einem Defizit von insgesamt 1,4 % des BIP im Jahr 2007), sodass ihre öffentlichen Finanzen im Zeitraum bis 2009/2010 stark in Mitleidenschaft gezogen wurden und die Notwendigkeit sofortiger und umfassender Korrekturmaßnahmen bestand. Dem steht die Ländergruppe mit Leistungsbilanzüberschuss gegenüber, deren öffentliche Haushalte die Defizite in der Boomphase insgesamt abbauten und (ab 2007) Überschüsse aufwiesen. Allerdings konnte auch hier im weiteren Verlauf das Auftreten korrekturbedürftiger übermäßiger Defizite nicht vermieden werden.

In Abbildung B findet sich eine sektorale Aufschlüsselung der Beiträge zu den Differenzen zwischen den Salden des privaten Sektors in den beiden Ländergruppen. Ausgehend von dem viel niedrigeren Niveau auf dem Höhepunkt des Booms stieg der Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte während der Krise in den Defizitländern stärker an als in den Überschussländern. In beiden Ländergruppen wurden bei den finanziellen Kapitalgesellschaften beträchtliche Überschüsse (vor allem einbehaltene Gewinne) verbucht, bei der Ländergruppe mit Leistungsbilanzüberschuss zogen sie aber im Zuge der Krise etwas stärker an, nachdem sie dort auf dem Höhepunkt des Booms zurückgegangen waren. Insgesamt scheinen die Unterschiede zwischen den Ländergruppen jedoch bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften am größten zu sein. Während die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den Defizitländern im gesamten Zeitraum ein typisches Finanzierungsdefizit aufwiesen, war in den Überschussländern ab 2003 über eine ungewöhnlich lange Zeitspanne ein Finanzierungsüberschuss zu beobachten, wie er normalerweise in Rezessionsphasen oder im Zusammenhang mit hohen Direktinvestitionen verbucht wird. Hervorzuheben ist dabei, dass die expansiven Finanzierungssalden der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in der Ländergruppe mit Leistungsbilanzdefizit ihren Wendepunkt schon früher, nämlich zu Beginn der Krise, durchschritten, wobei der Höhepunkt der Nettokreditaufnahme im dritten Quartal 2008 verzeichnet wurde. In den Überschussländern wurde der Spitzenwert erst im Anfangsquartal 2009 erreicht.

### Ersparnis und Investitionen

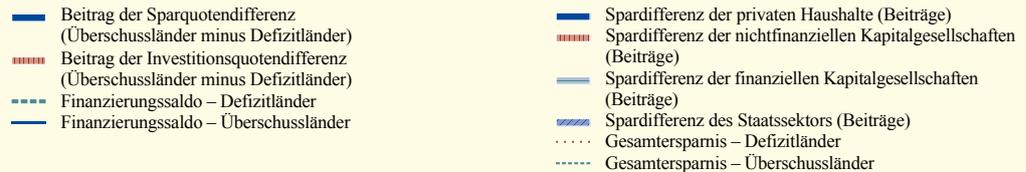
Betrachtet man bei der Überschuss/Defizit-Analyse insbesondere die Dynamik der beiden Hauptkomponenten der Finanzierungssalden, nämlich die Investitionen (Bruttoinvestitionen) und die Ersparnis (einschließlich Vermögenstransfers (netto)), lassen sich wertvolle Erkenntnisse gewinnen. Abbildung C, Grafik 1 zeigt die Entwicklung der Differenzen zwischen den zwei Ländergruppen im Hinblick auf die Sparquote (d. h. den Quotienten aus Inlandersparnis und BIP in den Ländern mit Leistungsbilanzüberschuss abzüglich des betreffenden Quotienten der Länder mit Leistungsbilanzdefizit) sowie die Investitionsquote; anhand dieser Differenzen lässt sich die Dynamik der Lücke zwischen den außenwirtschaftlichen Salden der Überschussländer und denen der Defizitländer erklären. Aus der Abbildung geht hervor, dass die allmähliche, insgesamt jedoch erhebliche Ausweitung dieser Lücke vor der Rezession im Jahr 2008 in erster Linie auf zunehmende Differenzen bei der inländischen Ersparnis und in geringerem Maße auf größere Investiti-

<sup>5</sup> Anzumerken ist hierbei, dass diese grundsätzliche bilanztechnische Beschränkung an sich noch keinen Hinweis auf die Wirkungsrichtung der Kausalbeziehung gibt. So ergibt sich hieraus nicht, ob die staatlichen Defizite aus den höheren privaten Überschüssen bzw. aus der höheren privaten Ersparnis resultieren oder umgekehrt.

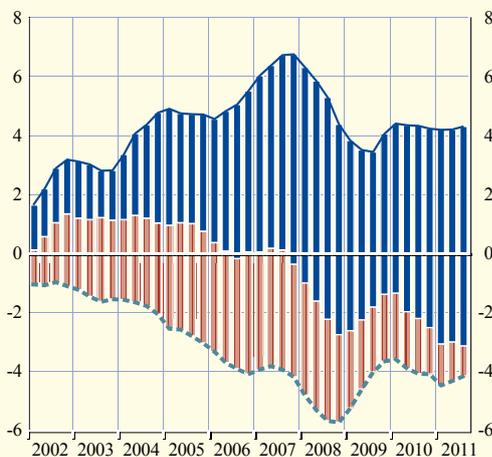
<sup>6</sup> In einigen Defizitländern (beispielsweise Spanien und Irland) verzeichnete der Staatssektor auf dem Höhepunkt des Booms jedoch einen Überschuss. Ihre Leistungsbilanzdefizite sind daher auf das Entsparen im privaten Sektor und eine vergleichsweise niedrigere Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen.

## Abbildung C Differenz zwischen Überschussländern und Defizitländern

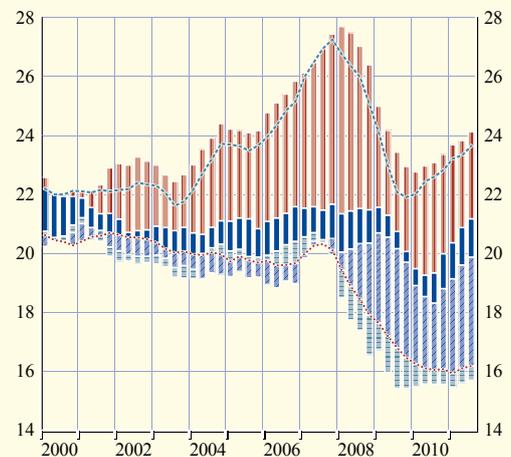
(Vierquartalsummen; in % des BIP)



(1) Spar- und Investitionsquoten<sup>1)</sup>



(2) Sektorale Sparquoten



Quellen: Eurostat und EZB.

1) In der Sparquotendifferenz werden auch Nettoeinnahmen aus Vermögenstransfers erfasst.

onsdifferenzen (aufgrund beständig steigender Investitionsquoten in den Defizitländern) zurückzuführen war. In Abbildung C, Grafik 2 ist die rapide Ausweitung der Spardifferenz bis 2007 erkennbar, die sich daraus ergab, dass die Sparquoten in den Defizitländern – in deutlichem Gegensatz zu den stark steigenden Sparquoten in den Ländern mit Leistungsbilanzüberschuss – allgemein sanken. Des Weiteren zeigt Grafik 2 die sektoralen Beiträge zur Differenz zwischen den Sparquoten der beiden Ländergruppen auf. Demnach rührte das divergierende Sparverhalten vornehmlich vom Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften her, wo bis 2008 eine Ausweitung der Spardifferenz zu beobachten war: In den Überschussländern erhöhte sich der Quotient aus Ersparnis der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und BIP in den fünf Jahren bis 2008 kontinuierlich, während er in den Ländern mit Leistungsbilanzdefizit im selben Zeitraum stets rückläufig war. Die Spardifferenz der privaten Haushalte hingegen blieb im Zeitverlauf stabiler.

Während der Rezession der Jahre 2008 und 2009 verringerte sich die Spardifferenz bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wie auch den privaten Haushalten etwas, da die Unternehmensersparnis in den Überschussländern stärker sank als in den Defizitländern und die Ersparnis der privaten Haushalte in den Defizitländern kräftiger anstieg als in den Überschussländern. Diese stark asymmetrische Entwicklung kehrte sich nach der Rezession teilweise um. Was die Sparquote des Staatssektors betrifft, so gab es vor 2007 nur geringe Abweichungen zwischen den beiden Ländergruppen; anschließend wurden sie jedoch größer. Während der Rezession sank die Ersparnis der öffentlichen Haushalte in der Ländergruppe mit Leistungsbilanzdefizit schneller und stärker als in den Überschussländern. Dieses Auseinanderlaufen wurde nicht korrigiert, son-

dem durch die kräftigere Erholung der Ersparnis des Staatssektors in den Überschussländern ab Mitte 2010 zusätzlich verstärkt. In dieser Ländergruppe kehrte sich die Bruttoersparnis in den zwölf Monaten bis zum zweiten Quartal 2011 wieder ins Positive.

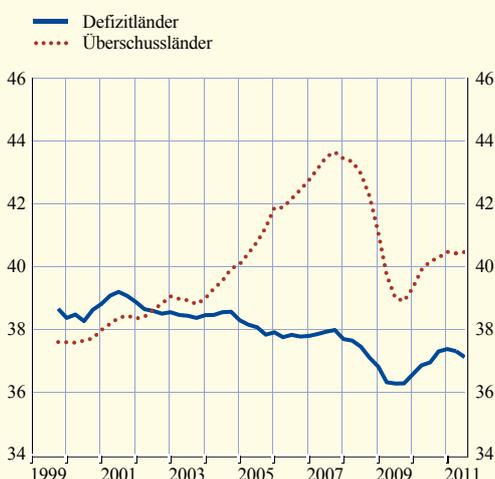
### Unternehmensmargen

Die rückläufigen einbehaltenen Gewinne der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den Defizitländern und deren damit einhergehendes hohes Defizit hingen unter anderem mit der schwächeren Ertragslage dieser Unternehmen (gemessen z. B. an der Marge zwischen Bruttobetriebsüberschuss und Wertschöpfung) zusammen (siehe Abbildung D). Diese Marge betrug bis 2004 in beiden Ländergruppen rund 38 %, entwickelte sich aber anschließend auseinander. Während sie in den Überschussländern bis Ende 2007 auf 43,7 % kletterte, bewegte sie sich in den Defizitländern nach unten. Dadurch entstand eine Lücke von fast 6 Prozentpunkten, die sich im Zuge der Rezession der Jahre 2008-2009 vorübergehend verkleinerte, sich im Verlauf der anschließenden Erholungsphase jedoch erneut ausweitete. Auch im dritten Quartal 2011 waren die Margen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den Defizitländern insgesamt nach wie vor gering und lagen 3,4 Prozentpunkte unter denen in den Überschussländern. Dass in den Staaten mit Leistungsbilanzdefiziten niedrigere Unternehmensmargen zu verzeichnen waren, hängt maßgeblich damit zusammen, dass die Arbeitnehmerentgelte dort in den Jahren 2000 bis 2010 erheblich stärker anstiegen, als dies durch das kräftigere Produktionswachstum (Produktivitäts- wie auch Beschäftigungszuwachs) in den betreffenden Ländern gerechtfertigt gewesen wäre (siehe Abbildung E). Die Entwicklung des Gesamtarbeitnehmerentgelts lässt sich in zwei Komponenten aufschlüsseln: Veränderungen des Produktionsvolumens und Veränderungen der Lohnstückkosten. Die Lohnstückkosten legten in den Ländern mit Leistungsbilanzdefizit in den Jahren 2000 bis 2010 um 28 % zu, in den Überschussländern hingegen nur um knapp 11 %.<sup>7</sup> In dieser Lücke spiegelt sich die übermäßige dynamische Lohnentwicklung in den Defizitländern verglichen mit den

7 Gewichtet mit dem BIP.

**Abbildung D Bruttobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Verhältnis zur Wertschöpfung**

(Viertelquartalsdurchschnitte; in %)



Quellen: Eurostat und EZB.

**Abbildung E Von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gezahlte Arbeitnehmerentgelte**

(Viertelquartalsummen; in Billionen €)



Quellen: Eurostat und EZB.

Überschussländern wider, die Wettbewerbsverluste nach sich zog. Dies belastete die Unternehmensmargen in den Ländern mit Leistungsbilanzdefizit, da die Firmen höhere Kosten nicht in vollem Umfang weitergeben konnten; betroffen waren vor allem die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die dem internationalen Wettbewerbsdruck ausgesetzt waren.

### Verschuldungsgrad

Die unterschiedliche Zusammensetzung der Überschüsse/Defizite in den einzelnen Euro-Ländern schlug sich auch in deren Schuldenakkumulation nieder. Dies wird an der Schuldenquote der nichtfinanziellen Sektoren deutlich (siehe Abbildung F). In den Ländern mit Leistungsbilanzdefizit stieg die Verschuldung der privaten Haushalte wie auch der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gemessen am Einkommen bzw. am BIP kontinuierlich an, während sie in den Überschussländern im Wesentlichen unverändert blieb. Bei den privaten Haushalten wurde die Entwicklung in erster Linie durch den Wohnimmobilienboom in einigen Defizitländern (vor allem Spanien und Irland) bestimmt, während sie bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften breiter angelegt war. Gleichzeitig begannen die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den Überschussländern im Jahr 2009, ihre Fremdverschuldung zurückzuführen, während der Verschuldungsabbau in den Ländern mit Leistungsbilanzdefizit deutlich verhaltener ausfiel, sodass die Schuldenquoten hier in den letzten Quartalen weitgehend stabil blieben. Ähnlich verhielt es sich bei den privaten Haushalten, deren Schuldenquoten sich in den Defizitländern persistenter zeigten als in den Überschussländern, weshalb sich die Quote für den Euroraum insgesamt in den vergangenen Jahresvierteln kaum veränderte.

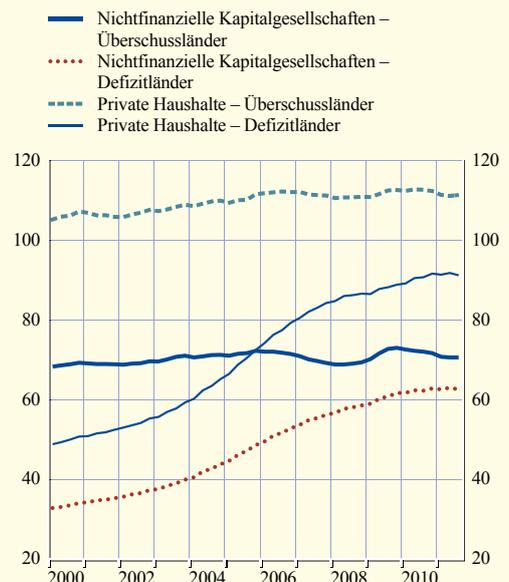
Bei den privaten Haushalten wurde die Entwicklung in erster Linie durch den Wohnimmobilienboom in einigen Defizitländern (vor allem Spanien und Irland) bestimmt, während sie bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften breiter angelegt war. Gleichzeitig begannen die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den Überschussländern im Jahr 2009, ihre Fremdverschuldung zurückzuführen, während der Verschuldungsabbau in den Ländern mit Leistungsbilanzdefizit deutlich verhaltener ausfiel, sodass die Schuldenquoten hier in den letzten Quartalen weitgehend stabil blieben. Ähnlich verhielt es sich bei den privaten Haushalten, deren Schuldenquoten sich in den Defizitländern persistenter zeigten als in den Überschussländern, weshalb sich die Quote für den Euroraum insgesamt in den vergangenen Jahresvierteln kaum veränderte.

### Schlussbemerkungen

Alles in allem kann eine Untersuchung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen des Eurogebiets, bei der zwischen Ländern mit Leistungsbilanzdefizit bzw. Leistungsbilanzüberschuss unterschieden wird, Aufschluss über die Dynamik der zunehmenden sektoralen Ungleichgewichte zwischen den einzelnen Euro-Ländern geben, die während des Booms auftraten. Im Rückblick ist festzustellen, dass diese Ungleichgewichte vor allem die Auswirkungen nationaler Nachfragebooms in den Defizitländern widerspiegeln. Die Analyse der Spar- und Investitionsmuster verdeutlicht, dass das zunehmende Missverhältnis zwischen den beiden Ländergruppen bis 2008 größtenteils auf die divergierende Entwicklung der einbehaltenen Gewinne der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zurückzuführen war, die in den Überschussländern stiegen und in den Defizitländern sanken. Letzteres wiederum hing vor allem mit dem raschen und kräftigen Lohnwachstum in den Ländern mit Leistungsbilanzdefizit zusammen, das nicht von einem entsprechenden Produktivitätszuwachs begleitet wurde, wodurch die Wettbewerbsfähigkeit der Defizitländer Schaden nahm. Darüber hinaus machen sich die in den Boom-Jahren aufgebauten Ungleichge-

**Abbildung F Schuldenquote des privaten nichtfinanziellen Sektors**

(in % des verfügbaren Bruttoeinkommens bzw. des BIP)



Quellen: Eurostat und EZB.

wichte sowie die Tatsache, dass die sektoralen Überschüsse/Defizite seit Ausbruch der Krise nur unvollständig ausgeglichen werden, auch in anhaltenden Unterschieden bei der Verschuldungsentwicklung bemerkbar, wobei die Schuldenquoten der nichtfinanziellen Sektoren in den Ländern mit Leistungsbilanzüberschuss eine günstigere Dynamik aufweisen.

#### Kasten 4

##### **DIE INTEGRIERTEN SEKTORKONTEN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS FÜR DAS DRITTE QUARTAL 2011<sup>1</sup>**

Die integrierten Sektorkonten für das dritte Quartal 2011, die am 30. Januar 2012 veröffentlicht wurden, liefern umfassende Informationen zu Einkommen, Ausgaben, Finanzierung und Portfolioentscheidungen der institutionellen Sektoren des Euro-Währungsgebiets. Die kontinuierliche sektorale Umverteilung der Finanzierungsüberschüsse und -defizite, die während der wirtschaftlichen Erholung beobachtet worden war, wurde im dritten Jahresviertel wieder aufgenommen: Nachdem sich die Sparquote der privaten Haushalte in den vergangenen Quartalen stabilisiert hatte, sank sie erneut auf die vor der Krise verzeichneten Tiefstände. Die öffentlichen Haushalte bauten ihre Defizite weiter erheblich ab, und die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verbuchten abermals ein Finanzierungsdefizit, wenngleich dieses etwas geringer ausfiel. Zugleich trugen umfangreiche Bewertungsverluste bei den gehaltenen Anteilsrechten vor dem Hintergrund neuerlicher Finanzmarkturbulenzen im Berichtsquartal dazu bei, dass sich die Verschuldungsquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften erhöhte, sich das Wachstum des Nettovermögens der privaten Haushalte verlangsamte und die Verbesserung bei den zum Marktwert ermittelten Eigenkapitalquoten finanzieller Kapitalgesellschaften zunichte gemacht wurde.

##### **Einkommen und Finanzierungssalden im Euro-Währungsgebiet**

Die Jahreswachstumsrate des nominal verfügbaren Einkommens (brutto) im Euro-Währungsgebiet sank im dritten Quartal 2011 leicht auf 3,0 %, worin sich die konjunkturelle Abschwächung widerspiegelte (siehe Abbildung A). Gleichwohl stieg das Einkommen im Euroraum rascher an als die Konsumausgaben insgesamt (in denen sich das schwache jährliche Wachstum der staatlichen Konsumausgaben von unter 1 % niederschlug), was dazu führte, dass im Berichtsquartal für die Bruttoersparnis im Euro-Gebiet mit 6,6 % gegenüber dem Vorjahr eine anhaltend robuste Steigerung zu verzeichnen war. Dabei drosselten die öffentlichen Haushalte den Abbau ihrer Ersparnisse deutlich, und die finanziellen Kapitalgesellschaften erhöhten ihre Spartätigkeit; gleichzeitig schraubten jedoch die privaten Haushalte und die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihre Ersparnisse herunter. Das Wachstum der Bruttoanlageinvestitionen des Euroraums verlangsamte sich im dritten Quartal 2011 etwas und belief sich auf 3,1 %. Diese Entwicklung war in erster Linie rückläufigen Investitionen des Staatssektors zuzuschreiben, während sich die Zuwachsraten bei den Investitionen nichtfinanzieller Kapitalgesell-

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

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

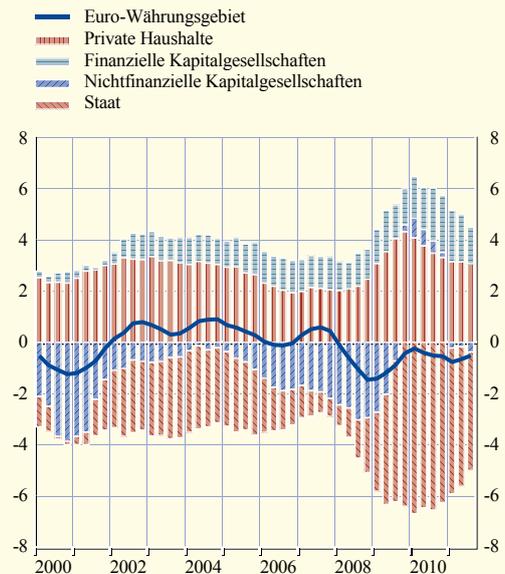
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB.

**Abbildung B Finanzierungssalden im Euro-Währungsgebiet**

(in % des BIP; gleitende Vierquartalsummen)



Quellen: Eurostat und EZB.

schaften wie auch privater Haushalte leicht erhöhten. Zudem führte die Stabilisierung der Lagerbestände dazu, dass die Bruttoinvestitionen im Berichtsquartal mit 3,6 % gegenüber dem Vorjahr langsamer zunahm als zu Jahresbeginn.

Da die Bruttoinvestitionen des Euro-Währungsgebiets im dritten Jahresviertel 2011 nicht so kräftig zulegten wie die Ersparnisse, verringerte sich das Finanzierungsdefizit des Euroraums abermals und war in saisonbereinigter Betrachtung nahezu ausgeglichen. So wurde im Berichtsquartal auf Basis gleitender Vierquartalsummen ein Fehlbetrag von 0,5 % des BIP verzeichnet. Diese Entwicklung spiegelt ein geringeres Leistungsbilanzdefizit wider, das auf höhere Nettoexporte von Waren und Dienstleistungen zurückzuführen ist. In sektoraler Betrachtung waren hierfür vor allem ein erneuter Defizitabbau der öffentlichen Haushalte (auf Basis gleitender Vierquartalsummen ging der Fehlbetrag von seinem im ersten Quartal 2010 verzeichneten Höchststand von 6,7 % des BIP auf 4,6 % im dritten Vierteljahr 2011 zurück), ein etwas niedrigeres Finanzierungsdefizit der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und eine geringfügige Zunahme des Finanzierungsüberschusses der finanziellen Kapitalgesellschaften (alle auf Grundlage saisonbereinigter Daten) maßgeblich. Im Gegensatz dazu sank der Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte leicht (siehe Abbildung B).<sup>2</sup> Auf der Finanzierungsseite weiteten sich die grenzüberschreitenden Transaktionen nach wie vor aus (in den vergangenen Quartalen um 100 bis 200 Mrd € pro Quartal), doch die niedrigeren Bruttokapitalzuflüsse bei den Schuldverschreibungen und einige Veräußerungen von im Ausland gehaltenen Anteilsrechten im dritten Jahresviertel 2011 lassen auf eine etwas stärkere Präferenz der Anleger für heimische Wertpapiere schließen.

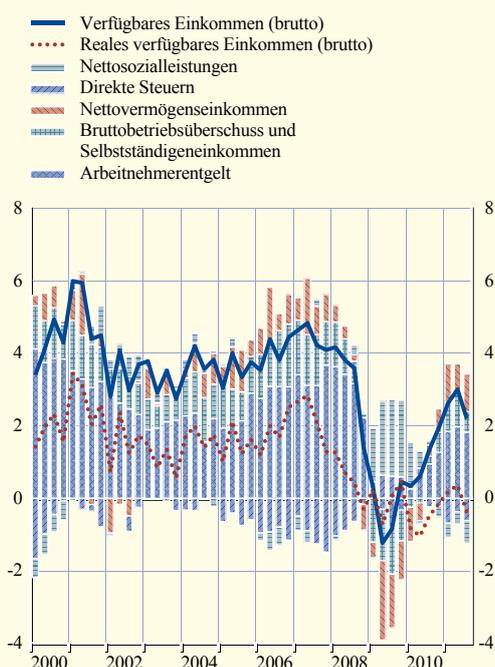
<sup>2</sup> Bei dem Finanzierungssaldo eines Wirtschaftssektors handelt es sich um den Saldo seines Vermögensbildungskontos, welcher das Verhältnis von Ersparnissen und Nettoeinnahmen aus Vermögensübertragungen zu Kapitalanlagen (Finanzierungsüberschuss bzw. Finanzierungsdefizit) wiedergibt. Gleichzeitig stellt er den Saldo der Konten der Finanzierungsrechnung dar, der die Differenz zwischen Transaktionen mit finanziellen Vermögenswerten und Transaktionen mit Verbindlichkeiten ausweist.

### Entwicklung der institutionellen Sektoren

Das Wachstum des nominal verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte sank im dritten Quartal 2011 im Vorjahrsvergleich auf 2,2 %. Grund hierfür waren die zunehmend nachteiligen Auswirkungen der fiskalischen Bremse (Steuerzahlungen und Sozialleistungen (netto)) und eine geringere Zunahme des Bruttobetriebsüberschusses sowie des Selbstständigeneinkommens (siehe Abbildung C). Das Wachstum der Löhne und Gehälter verlangsamte sich ebenfalls, während das Nettovermögenseinkommen das Einkommenswachstum der privaten Haushalte stützte. In realer Betrachtung setzte das Einkommen der privaten Haushalte nach einer kurzen Unterbrechung im ersten Halbjahr seine Abwärtsbewegung fort (mit einer Jahreswachstumsrate von -0,4 %), was in erster Linie einer kräftigen Verteuerung der Rohstoffe zuzuschreiben war. Da sich die privaten Konsumausgaben weiterhin robuster entwickelten als das Einkommen, griffen die privaten Haushalte erneut auf ihre aus Vorsichtsgründen gehaltenen Ersparnisse zurück. Infolgedessen sank die Sparquote saisonbereinigt abermals, und zwar auf 13,3 % und damit auf ein Niveau, das dem vor der Krise verzeichneten Tiefstand entsprach (siehe Abbildung D). In Verbindung mit einer leichten Zunahme der Investitionen trug dies zu einer Verringerung des Finanzierungsüberschusses der privaten Haushalte bei. Da das Finanzierungswachstum stabil auf einem niedrigen Niveau blieb, fuhren die privaten Haushalte ihre Geldvermögensbildung weiter zurück und nahmen Portfolioumschichtungen zugunsten weniger risikoreicher Einlagen und Schuldverschreibungen vor. Bewertungsverluste bei den Anteilsrechten in den Portfolios der privaten Haushalte schmälerten das jährliche Wachstum ihres Nettovermögens (siehe Abbildung E).

Abbildung C Nominales verfügbares Einkommen der privaten Haushalte (brutto)

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB.

Abbildung D Einkommen, Konsumausgaben und Sparquote der privaten Haushalte

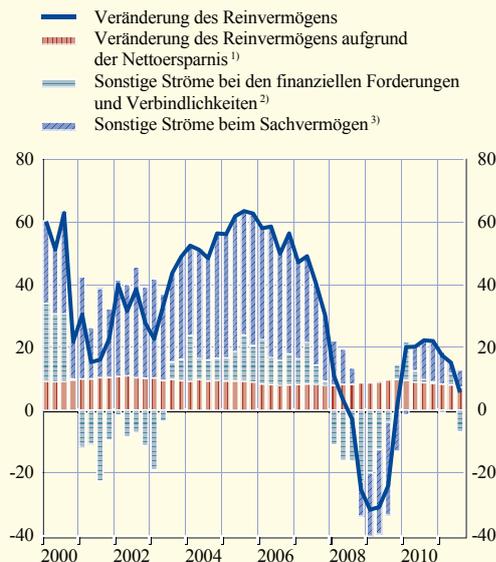
(Veränderung gegen Vorjahr in %; in % des verfügbaren Einkommens (brutto); gleitende Vierquartalsummen)



Quellen: Eurostat und EZB.

**Abbildung E Veränderung des Reinvermögens privater Haushalte**

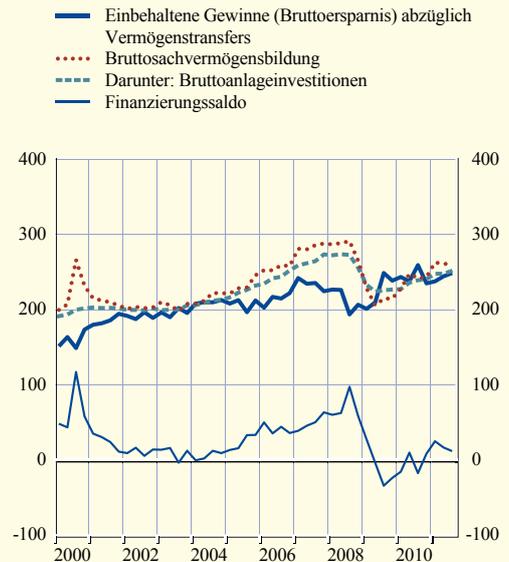
(gleitende Vierquartalsummen; in % des verfügbaren Einkommens (brutto))



Quellen: Eurostat und EZB.  
Anmerkung: Bei den Angaben zum Sachvermögen handelt es sich um Schätzungen der EZB.  
1) Umfasst die Nettoersparnis, Nettoeinnahmen aus Vermögens-transfers und die Differenz zwischen den nichtfinanziellen und den finanziellen Konten.  
2) In erster Linie Bewertungsgewinne und -verluste bei Anteils-rechten.  
3) In erster Linie Bewertungsgewinne und -verluste bei Gebäu-den und Grundstücken.

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

(in Mrd €; saisonbereinigt)



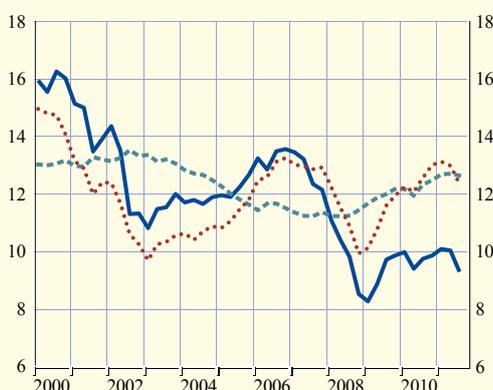
Quellen: Eurostat und EZB.  
Anmerkung: Saisonbereinigung durch die EZB.

Das Wachstum des Bruttobetriebsüberschusses der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ver-langsamte sich im dritten Quartal 2011 aufgrund eines geringeren Wertschöpfungszuwachses erneut deutlich. Dies wurde jedoch zum Teil dadurch ausgeglichen, dass die jährliche Lohnstei-gerung nach einem Höchststand von 3,7 % im zweiten Jahresviertel 2011 im aktuellen Berichts-zeitraum etwas moderater ausfiel. Außerdem erhöhten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihre Dividendenausschüttungen (abzüglich Dividendeneinkünften) und zahlten mehr Körper-schaftsteuer. Infolgedessen wurde bei der Ersparnis dieses Sektors (d. h. bei den einbehaltenen Gewinnen) ein abrupter Einbruch der Wachstumsrate auf -1,3 % gegenüber dem Vorjahr ver-zeichnet; gleichwohl ist die Ersparnis in nominaler Rechnung noch immer hoch (siehe Abbil-dung F). Da die Anlageinvestitionen allmählich anzogen, der Lageraufbau jedoch verhaltener ausfiel, stieg das Finanzierungsdefizit der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (auf Basis glei-ter Vierquartalsummen) zwar an, war aber weiterhin gemäßigt. Dies steht im Gegensatz zur fragilen Situation der nichtfinanziellen Unternehmen vor der Insolvenz von Lehman Brothers, deren finanzielle Lage damals sehr angespannt und deren Finanzierungsdefizit sehr hoch war. Die derzeitige vorsichtig-expansive Haltung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften kommt in einer leichten Zunahme der Finanzierung auf konsolidierter Basis zum Ausdruck. Gleichzeitig erhöhten sie ihren Erwerb von Anteilsrechten im dritten Quartal 2011 und stockten ihre bereits beträchtlichen Liquiditätspolster weiter auf (2,6 Billionen €). Dass sich die Disintermediation bei der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die nach der Lehman-Insol-

Abbildung G Eigenkapitalquote finanzieller Kapitalgesellschaften (ohne Investmentfonds)

(in % der Forderungen insgesamt)

- Verhältnis Anteilsrechte/Forderungen
- Verhältnis Eigenkapital/Forderungen
- - - - - Verhältnis Nominalkapital/Nominalforderungen



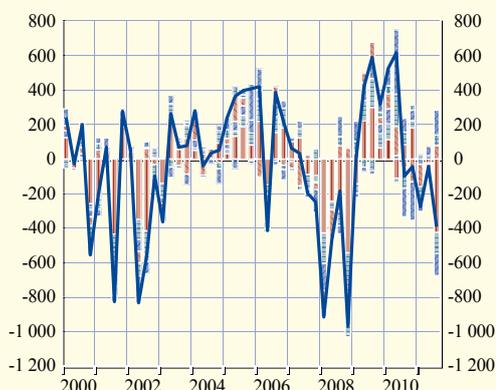
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die „Anteilsrechte“ umfassen hier Aktien und sonstige Anteilsrechte (ohne Investmentzertifikate). „Eigenkapital“ wird definiert als die Differenz zwischen Forderungen und Verbindlichkeiten (ohne Anteilsrechte). Alle Forderungen und Verbindlichkeiten werden zum Marktpreis bewertet. Das Verhältnis des Nominalkapitals zu den Nominalforderungen insgesamt wird anhand von Transaktionen beim Eigenkapital und bei den Forderungen berechnet, d. h. Veränderungen der Preise von Forderungen und Verbindlichkeiten werden nicht berücksichtigt.

Abbildung H Bewertungsgewinne und -verluste beim Geldvermögen der finanziellen Kapitalgesellschaften

(vierteljährliche Veränderung; in Mrd €)

- Insgesamt
- Börsennotierte Aktien
- Nicht börsennotierte Aktien
- Investmentzertifikate
- Schuldverschreibungen
- Kredite
- Sonstige



Quellen: Eurostat und EZB.

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

venz eingesetzt hatte, erneut abschwächte, lässt sich daran erkennen, dass das Wachstum der MFI-Kreditvergabe leicht anzog (auf 1,9 % gegenüber dem Vorjahr), während die Zuwachsraten bei den Emissionen von Schuldverschreibungen und der intrasektoralen Kreditvergabe (Handelskredite und konzerninterne Ausleihungen) weitgehend stabil blieben und unter dem hohen Stand von 2009/2010 lagen. Gleichzeitig wurde der seit dem ersten Vierteljahr 2009 beobachtete allmähliche Abbau des Verschuldungsgrads unterbrochen, und es wurde zum zweiten Mal in Folge ein Anstieg gegenüber dem Vorquartal verzeichnet. Grund hierfür war der negative Einfluss von Bewertungsverlusten bei den gehaltenen Anteilsrechten.

Im dritten Quartal 2011 setzte sich der seit Jahresbeginn 2010 beobachtete verhältnismäßig zügige Defizitabbau der öffentlichen Haushalte (in saisonbereinigter Betrachtung) wieder fort, nachdem er im vorangegangenen Dreimonatszeitraum aufgrund vorübergehend geringerer Steuereinnahmen unterbrochen worden war. Das Wachstum der Gesamtausgaben blieb aufgrund der Auswirkungen der umfangreichen Konsolidierungsmaßnahmen (darunter ein jährliches Wachstum der Arbeitnehmerentgelte im öffentlichen Dienst von annähernd null) trotz deutlich gestiegener Zinsausgaben im Vorjahresvergleich mit knapp 1 % (ohne Einmaltransfers) recht niedrig. Die Emission von Schuldverschreibungen verlangsamte sich auf Quartalsbasis (war jedoch auf Basis gleitender Vierquartalsummen nach wie vor erhöht) und wurde weitgehend durch die Käufe im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte absorbiert, da Banken und Gebietsfremde ihre Bestände abbauten.

Das verfügbare Einkommen der finanziellen Kapitalgesellschaften nahm im Berichtszeitraum zu, da sich die Dividendeneinnahmen stärker erhöhten als die Dividendenausschüttungen; gleichzeitig stiegen die Wertschöpfung und die Nettozinsträge weiter an. Trotz umfangreicher einbehaltenen Gewinne (35 Mrd € je Quartal in den letzten Jahresvierteln) sank das zum Marktwert ermittelte Nettogeldvermögen der finanziellen Kapitalgesellschaften (eine aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ermittelte Eigenkapitalquote) deutlich, was beträchtlichen Bewertungsverlusten bei den Anteilsrechten in den Portfolios geschuldet war. Allerdings war es nach wie vor deutlich höher als die Marktbewertung der Anteilsrechte des Sektors (siehe Abbildung G). Wie Abbildung H verdeutlicht, mussten die finanziellen Kapitalgesellschaften erhebliche Bewertungsverluste hinnehmen, vor allem bei den Anteilsrechten (börsennotierten Aktien, nicht börsennotierten Aktien und Investmentzertifikaten) in ihren Portfolios. Bei anderen Instrumenten (Einlagen, Krediten und gehaltenen Schuldverschreibungen) wurden hingegen Bewertungsgewinne verbucht, die teilweise durch eine Aufwertung von auf Fremdwährung lautenden Forderungen bedingt waren. Darüber hinaus wurden die Bewertungsverluste von Schuldverschreibungen in Bedrängnis geratener Staaten (diese Papiere werden in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für den Euroraum allesamt zum Marktwert erfasst, unabhängig davon, ob sie Teil des Handels- oder des Anlagebuchs sind) durch Gewinne bei anderen Schuldverschreibungen im Bestand – unter anderem bei Papieren anderer Euro-Länder, die von der Umschichtung zugunsten sichererer Anlagen profitierten – mehr als aufgewogen.

### Entwicklung der Vermögensbilanz

Im dritten Jahresviertel 2011 schwächte sich das jährliche Wachstum des Reinvermögens der privaten Haushalte deutlich ab und betrug 5,6 % des Haushaltseinkommens (nach einem Rekordhoch von 22 % im Schlussquartal 2010). Zwar ging von der Nettoersparnis ein positiver, wenn auch etwas nachlassender Einfluss aus (7,2 % des Einkommens), doch erlitten die privaten Haushalte insgesamt Bewertungsverluste (1,6 % des Haushaltseinkommens), die in erster Linie die von ihnen gehaltenen Anteilsrechte betrafen. Beim Sachvermögen (Wohnimmobilien) wurden indessen erneut – wenn auch leichte – Bewertungsgewinne verzeichnet (siehe Abbildung E).

Die sinkenden Aktienkurse führten auch zu einem erheblichen Anstieg der am Vermögen gemessenen Schuldenquoten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften; somit wurde der seit dem ersten Quartal 2009 beobachtete allmähliche Abbau des Verschuldungsgrads unterbrochen. Die Kursverluste erklären auch die starke Abnahme der zum Marktwert gemessenen Eigenkapitalquoten finanzieller Kapitalgesellschaften. Das Verhältnis des Nominalkapitals zu den Nominalforderungen insgesamt, das durch Kumulation von Transaktionen im Zeitverlauf errechnet wird und somit die Auswirkungen geänderter Preise für Forderungen außer Acht lässt, ging deutlich weniger stark zurück (0,1 Prozentpunkte), worin hauptsächlich der automatische Einfluss der verstärkten Liquiditätshilfen des Eurosystems auf beide Bilanzseiten zum Ausdruck kommt. Unterdessen leisteten die umfangreichen einbehaltenen Gewinne der finanziellen Kapitalgesellschaften sowie der starke Rückgriff auf die Aktienmärkte (das Emissionsvolumen betrug im dritten Quartal 2011 mehr als 100 Mrd €) weiterhin einen positiven Beitrag zur Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis (siehe Abbildung G).

### 3 PREISE UND KOSTEN

Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für den Euroraum belief sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im Januar 2012 auf 2,7 % und war somit gegenüber dem Vormonat unverändert. Die durchschnittliche Inflationsrate für das Jahr 2011 lag bei 2,7 %, was vor allem auf Preissteigerungen bei Energie und sonstigen Rohstoffen zurückzuführen war. Mit Blick auf die Zukunft dürften die Teuerungsraten noch einige Monate über der 2 %-Marke bleiben, bevor sie auf unter 2 % zurückgehen. In diesem Verlauf schlägt sich die Erwartung nieder, dass der zugrunde liegende Preisdruck im Euro-Währungsgebiet vor dem Hintergrund eines schwachen Wachstums im Euroraum und in der übrigen Welt begrenzt bleiben dürfte. Die Risiken in Bezug auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisentwicklung sind nach wie vor weitgehend ausgewogen.

#### 3.1 VERBRAUCHERPREISE

Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet lag der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im Januar 2012 bei 2,7 % und blieb somit gegenüber Dezember 2011 unverändert (siehe Tabelle 5). Höhere Ölpreise und Verbrauchsteuern auf Kraftstoffe in einigen Ländern des Euroraums sowie die Auswirkungen der letzten Euro-Abwertung scheinen die Preisentwicklung von Energie im Januar beflügelt und den Basiseffekt bei dieser Komponente in Höhe von -0,2 Prozentpunkten weitgehend ausgeglichen zu haben. Die Preise für Energie und – in geringerem Maße – für Nahrungsmittel waren maßgeblich für das erhöhte durchschnittliche Niveau der HVPI-Inflationsrate (2,7 %) im Jahr 2011 verantwortlich. In Kasten 5 werden die von der drastischen Verteuerung von Energie und Nahrungsmitteln 2011 ausgehenden Basiseffekte beleuchtet, und es wird untersucht, inwieweit sie den Verlauf der jährlichen Inflationsrate im Jahr 2012 beeinflussen.

**Tabelle 5 Preisentwicklung**

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

	2010	2011	2011 Aug.	2011 Sept.	2011 Okt.	2011 Nov.	2011 Dez.	2012 Jan.
<b>HVPI und seine Komponenten</b>								
Gesamtindex <sup>1)</sup>	1,6	2,7	2,5	3,0	3,0	3,0	2,7	2,7
Energie	7,4	11,9	11,8	12,4	12,4	12,3	9,7	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,3	1,8	1,1	1,4	1,8	1,9	1,6	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	0,9	3,3	3,6	4,0	4,3	4,3	4,1	.
Industrieerzeugnisse ohne Energie	0,5	0,8	0,0	1,2	1,3	1,3	1,2	.
Dienstleistungen	1,4	1,8	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	.
<b>Weitere Preisindikatoren</b>								
Industrielle Erzeugerpreise	2,9	5,9	5,8	5,8	5,5	5,4	4,3	.
Ölpreise (in €/Barrel)	60,7	79,7	76,7	79,8	78,9	81,4	81,7	86,2
Rohstoffpreise ohne Energie	44,6	12,2	2,5	1,5	1,6	-1,9	-6,7	-4,6

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

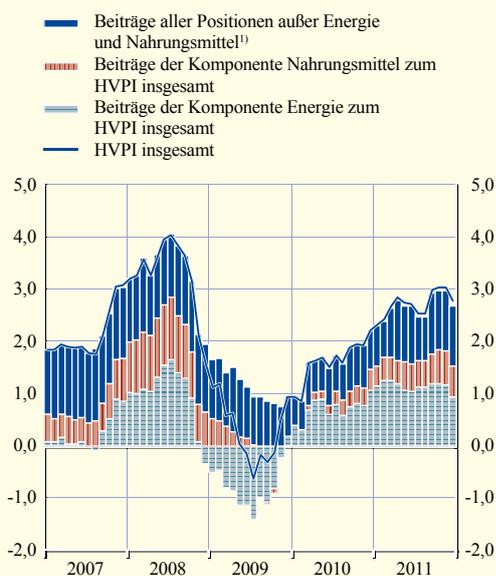
1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im Januar 2012 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

Im Dezember 2011, dem letzten Monat, für den offizielle Datenaufschlüsselungen verfügbar sind, lag die Vorjahrsrate der HVPI-Gesamtinflation bei 2,7 % nach 3 % in den vorangegangenen drei Monaten (siehe Abbildung 22). Dieser Rückgang war auf niedrigere Jahressteigerungsraten aller HVPI-Komponenten, vor allem jedoch bei Energie, zurückzuführen. Einzige Ausnahme bildeten die im Index erfassten Dienstleistungspreise, deren Jahreswachstumsrate unverändert blieb.

Eine genauere Betrachtung der wichtigsten HVPI-Komponenten zeigt, dass die Teuerung bei Energie von 12,3 % im November auf 9,7 % im Folgemonat sank und damit ihr niedrigstes Niveau seit

## Kasten 5

Abbildung A Beiträge zur jährlichen HVPI-Inflation seit Januar 2007



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
1) Einschließlich der im HVPI erfassten Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse ohne Energie.

## BASISEFFEKTE UND IHR EINFLUSS AUF DIE HVPI-INFLATION IM JAHR 2012

Die Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet stieg in der ersten Jahreshälfte 2011 merklich und blieb im weiteren Jahresverlauf auf erhöhtem Niveau. Maßgeblich hierfür waren vor allem kräftige Inflationsbeiträge der Preise für Energie und – in geringerem Maße – für Nahrungsmittel (siehe Abbildung A). Im vorliegenden Kasten werden die sogenannten Basiseffekte untersucht, die durch die markante Verteuerung von Energie und Nahrungsmitteln im Jahr 2011 hervorgerufen wurden, sowie deren Wirkung auf die Entwicklung der Jahresteuersatzrate 2012.

Basiseffekte treten auf, wenn die Jahreswachstumsrate eines Wirtschaftsindikators – hier des HVPI – Schwankungen aufweist, die atypischen Indexbewegungen zuzuschreiben sind, welche zwölf Monate zuvor festzustellen waren und ihrerseits beispielsweise starken Rohstoffpreisänderungen geschuldet sind.<sup>1</sup> Genauer betrachtet sagen diese Effekte aus, inwieweit sich monatliche Veränderungen der Jahresteuersatzrate darauf zurückführen lassen, dass ungewöhnliche Veränderungen gegenüber dem Vormonat aus dem Preisindex für die vorangegangenen zwölf Monate zuvor herausfallen. Im Rahmen einer Untersuchung der Jahresteuersatzrate muss zwischen den Auswirkungen dieser ungewöhnlichen monatlichen Änderungen, die zwölf Monate eingetreten sind, und jenen, die im zuletzt betrachteten Monat zu verzeichnen waren (d. h. den tatsächlichen „Neuigkeiten“), unterschieden werden.

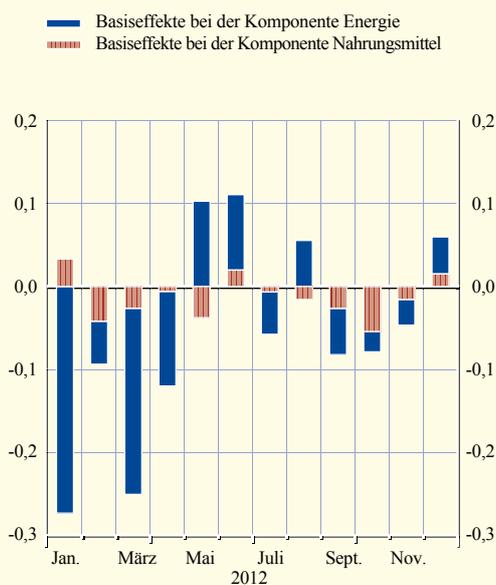
Angesichts der kräftigen Preisanstiege bei Energie und Nahrungsmitteln zu Jahresbeginn 2011 dürften Basiseffekte einen starken abwärtsgerichteten Einfluss auf den Verlauf der Gesamtinflation 2012 ausüben. Abbildung B zeigt den erwarteten Beitrag von Basiseffekten bei den Komponenten „Energie“ und „Nahrungsmittel“ zur monatlichen Veränderung der Jahresteuersatzrate im Zeitraum von Januar bis Dezember 2012.<sup>2</sup> Es wird insbesondere ersichtlich, dass der Beitrag der von den Energie-

1 Formal versteht man unter einem Basiseffekt den Beitrag zur Veränderung der Jahresteuersatzrate in einem bestimmten Monat, der sich unter Berücksichtigung saisonaler Schwankungen aus der Abweichung der monatlichen Änderungsrate im Basismonat (d. h. dem entsprechenden Vorjahrsmonat) von ihrem üblichen oder normalen Verlauf ergibt. Siehe hierzu: EZB, Die Rolle von Basiseffekten bei der jüngsten sowie der zukünftigen Entwicklung der HVPI-Inflation, Kasten 6, Monatsbericht Dezember 2008.

2 Basiseffekte zu bestimmen und zu schätzen ist keine leichte Aufgabe. Um einen Basiseffekt auf atypische Einflüsse zurückführen zu können, die sich zwölf Monate zuvor auf den Preisindex ausgewirkt haben, muss berechnet werden, inwieweit die monatliche Änderungsrate in der Basisperiode von ihrem üblichen Verlaufsmuster abgewichen ist. Eine einheitliche Methode zur Bestimmung solch atypischer Einflüsse auf die Teuerung gibt es nicht. Für die Zwecke dieses Kastens erfolgt die Berechnung des üblichen Verlaufs der monatlichen Veränderungen des HVPI für jeden Monat mittels Addition eines geschätzten Saisoneffekts zu den seit Januar 1995 beobachteten durchschnittlichen monatlichen Veränderungen.

**Abbildung B Beiträge von Basiseffekten bei den Komponenten Energie und Nahrungsmittel zur monatlichen Veränderung der HVPI-Vorjahrsrate im Jahr 2012**

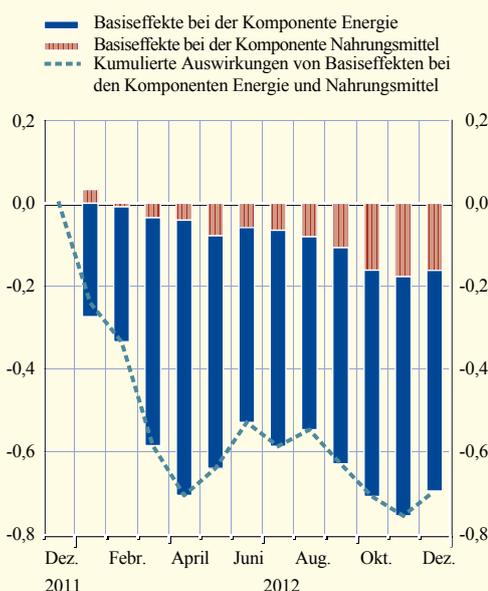
(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Abbildung C Kumulative Auswirkungen von Basiseffekten bei den Komponenten Energie und Nahrungsmittel im Jahr 2012**

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

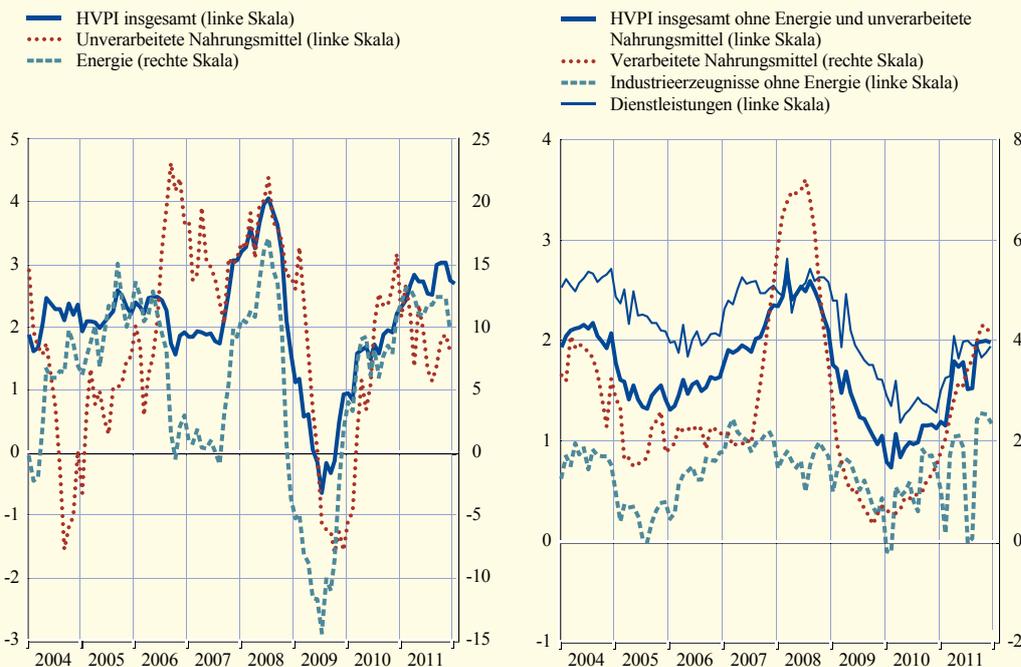
preisen ausgehenden Basiseffekte in den meisten Monaten negativ sein dürfte und in den ersten vier Monaten des Jahres wohl besonders kräftig ausfallen wird, da die vor einem Jahr verzeichnete drastische Verteuerung von Energie aus dem Jahresvergleich herausfällt. Auch der Beitrag von Basiseffekten im Zusammenhang mit den Nahrungsmittelpreisen wird Schätzungen zufolge im Jahresverlauf 2012 zumeist negativ sein, wenn auch allgemein nicht so deutlich.

Kumulativ werden diese Basiseffekte das Profil der HVPI-Entwicklung 2012 beeinflussen. Von beiden Basiseffekten (bei Energie- und Nahrungsmittelpreisen) zusammengenommen dürfte bis zum April ein Abwärtsdruck von dann schätzungsweise rund 0,7 Prozentpunkten ausgehen, der sich auch im weiteren Jahresverlauf 2012 in etwa auf diesem Niveau bewegen wird (siehe Abbildung C). Der Beitrag von Basiseffekten bei Nahrungsmitteln bleibt absolut gesehen zwar moderat, gewinnt aber gegenüber den Basiseffekten bei Energie im Jahresverlauf an Bedeutung.

Insgesamt dürften abwärtsgerichtete Basiseffekte, die größtenteils von der vorangegangenen Energiepreisentwicklung ausgehen, in den nächsten Monaten dazu führen, dass das Profil der jährlichen HVPI-Inflation nach unten gerichtet ist. Dies setzt allerdings voraus, dass es 2012 nicht zu weiteren Preissprüngen bei Energie und Nahrungsmitteln kommt, was im Einklang mit dem derzeit flachen Profil der Preise für Öfterminkontrakte in den kommenden Monaten steht. Der Verlauf der jährlichen HVPI-Inflationsrate wird jedoch auch vom Einfluss veränderter wirtschaftlicher Fundamentaldaten, z. B. der Stärke der Verbrauchernachfrage und dem Wachstum der Arbeitskosten, sowie von der Entwicklung der indirekten Steuern und administrierten Preise bestimmt. Dies impliziert, dass er nicht automatisch ausschließlich anhand von Basiseffekten geschätzt werden kann.

Abbildung 22 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtigste Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

November 2010 erreichte. Zuzuschreiben war diese Entwicklung sowohl einem abwärtsgerichteten Basiseffekt als auch einem geringfügigen Rückgang der Energiepreise gegenüber dem Vormonat. Insbesondere die Jahressteigerungsraten der Preise für flüssige Brennstoffe sowie für Kraft- und Schmierstoffe für private Verkehrsmittel gingen im Dezember im Vormonatsvergleich zurück (von 26,7 % auf 18,9 % bzw. von 13,1 % auf 8,9 %).

Die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel fiel im Dezember um 0,3 Prozentpunkte auf 1,6 %, was auf niedrigere Jahressteigerungsraten der Obst- und Gemüsepreise zurückzuführen war, die den Anstieg der Vorjahrsrate der Fleischpreise mehr als ausglich. Die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel war mit 4,1 % leicht rückläufig, was durch geringfügige Preisänderungen für einige Positionen bedingt war. Die Vorjahrsrate der Preise für Tabakwaren hat im Dezember weiter an Dynamik eingebüßt.

Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet, die rund 30 % des HVPI-Warenkorbs ausmachen, blieb die jährliche HVPI-Inflationsrate im Dezember 2011 mit 1,6 % den vierten Monat in Folge stabil. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie ist überwiegend durch binnenwirtschaftliche Faktoren wie Löhne, Gewinnaufschläge und indirekte Steuern bestimmt und bezieht sich im Wesentlichen auf die beiden Komponenten Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen.

Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie verringerte sich im Dezember auf 1,2 %. Die entsprechende Rate der Dienstleistungspreise war mit 1,9 % unverändert,

was darauf zurückzuführen war, dass die Verteuerung von Transportdienstleistungen durch sinkende Preise für Kommunikationsdienstleistungen ausgeglichen wurde. Die Preise für Wohnungsdienstleistungen sowie für Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen blieben stabil.

Bei der Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen am 1. Januar 2002 herrschte weithin die Befürchtung, dass die Bargeldumstellung zu einem allgemeinen Preisanstieg führen könnte. In Kasten 6 (im vorliegenden Monatsbericht) werden die Entwicklung der gefühlten Inflation sowie die durchschnittlichen Preissteigerungen im Euro-Währungsgebiet insgesamt im zurückliegenden Zehnjahreszeitraum untersucht.

#### Kasten 6

### DURCHSCHNITTliche PREISSTeIGERUNGEN SEIT DER EURO-BARGELDUMSTELLUNG

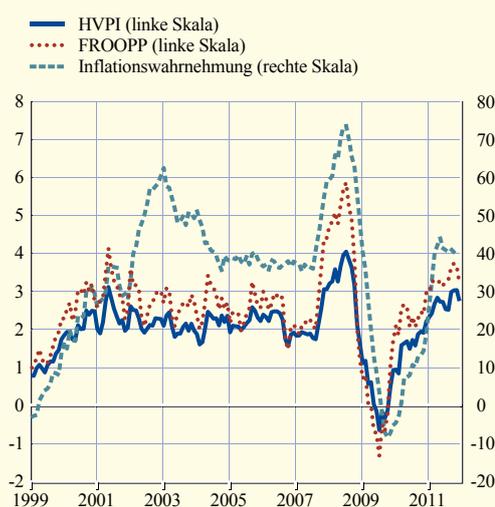
Bei der Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen am 1. Januar 2002 herrschte weithin die Befürchtung, dass die Bargeldumstellung zu einem generellen Preisanstieg führen könnte. Dem stand jedoch die allgemeine Erwartung gegenüber, dass diese Umstellung zu mehr Transparenz und Wettbewerb führen und dadurch längerfristig einen dämpfenden Einfluss auf die Preisentwicklung ausüben würde.<sup>1</sup> Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Kasten zunächst noch einmal auf die Entwicklung der Inflationswahrnehmung nach der Bargeldumstellung eingegangen; danach werden die durchschnittlichen Preissteigerungen im Euroraum insgesamt in den zehn Jahren seit der Bargeldumstellung betrachtet.

#### Inflationswahrnehmung und tatsächliche Inflation

In der Zeit um die Bargeldumstellung begannen die Entwicklungen der – anhand der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission gemessenen – gefühlten Inflation und der tatsächlichen HVPI-Inflation erheblich voneinander abzuweichen (siehe Abbildung A).<sup>2</sup> Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Ergebnisse beider Datenreihen nicht direkt miteinander vergleichbar sind, da die Messgröße der gefühlten Inflation auf qualitativen Angaben

Abbildung A HVPI-Inflation, FROOPP-Inflation und gefühlte Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Salden in %)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: FROOPP steht für „frequent out-of-pocket purchases“ (häufig getätigte Barkäufe).

1 Siehe EZB, Euro-Bargeldumstellung dürfte keine nennenswerten Auswirkungen auf die aggregierten Verbraucherpreise haben, Kasten 3, Monatsbericht Januar 2002.

2 Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Jüngste Entwicklungen in der subjektiven Inflationserwartung der Verbraucher, Kasten 2, Monatsbericht Juli 2002 und EZB, Jüngste Entwicklungen in der subjektiven Inflationswahrnehmung und der tatsächlichen Inflation, Kasten 2, Monatsbericht Oktober 2002.

darüber beruht, welche Richtung die Preisentwicklung einschlägt, und nicht auf Angaben zum Inflationsniveau.<sup>3</sup> Dennoch wichen die trendmäßigen Entwicklungen der beiden Indikatoren rund ein Jahr lang deutlich voneinander ab. Als die Inflationswahrnehmungen in der Folge nach unten korrigiert wurden, näherten sie sich einander wieder an. Seit Mitte 2004 nehmen die gefühlte und die tatsächliche Inflation einen synchroneren Verlauf.

Die unterschiedlichen Entwicklungen der gefühlten und der tatsächlichen Inflation in der Zeit um die Bargeldumstellung traten besonders deutlich bei den Preisen für Waren und Dienstleistungen zutage, die von den Verbrauchern häufiger gekauft werden und sich somit stärker auf die Inflationswahrnehmung auswirken dürften (siehe Abbildung A). Bei diesen Käufen handelt es sich um sogenannte häufig getätigte Barkäufe (frequent out-of-pocket purchases – FROOPP), zu denen sämtliche Nahrungsmittel- und die meisten Energiepositionen im HVPI, nicht aber beispielsweise Mieten und Versicherungen gehören. Es zeigt sich, dass die Entwicklung der Inflationswahrnehmung stärker mit dem FROOPP-Index korrelierte als mit dem HVPI. Da Nahrungsmittel und Energie ein relativ größeres Gewicht im FROOPP-Index haben als im HVPI<sup>4</sup> und angesichts der Tatsache, dass das Euro-Währungsgebiet in Bezug auf diese beiden Preiskomponenten von einer Reihe ungünstiger Schocks<sup>5</sup> erschüttert wurde, war die FROOPP-Inflation in den vergangenen zehn Jahren im Durchschnitt volatiler und auch höher als die HVPI-Gesamtinflation. Dies war vor allem während der schweren Preisschocks an den internationalen Rohstoffmärkten in den Jahren 2007 und 2008 zu beobachten.<sup>6</sup>

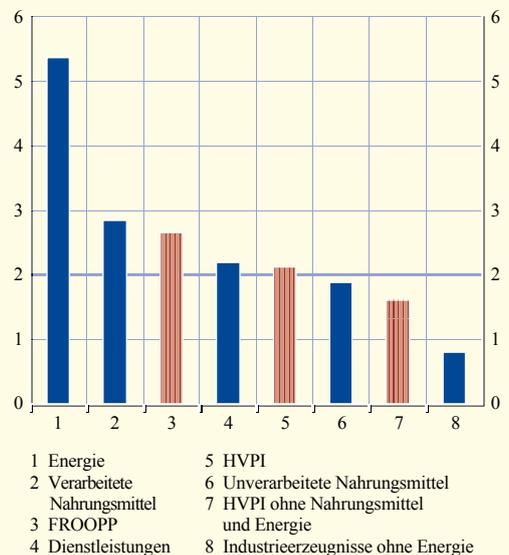
### Durchschnittliche Preissteigerungen bei einzelnen HVPI-Komponenten

Insgesamt belief sich die am HVPI gemessene durchschnittliche Teuerungsrate im Euroraum seit der Bargeldumstellung auf 2,1 %. Seit 2002 haben sich einige Kategorien trendmäßig jedoch ganz unterschiedlich entwickelt. In Abbildung B und C kommt dies sehr deutlich zum Ausdruck.

Die zahlreichen ungünstigen Teuerungsschocks bei Nahrungsmitteln und Energie führten dazu, dass die durchschnittlichen jährlichen Steige-

**Abbildung B Der HVPI und seine Hauptkomponenten**

(durchschnittliche jährliche Steigerungsrate von Dezember 2001 bis Dezember 2011)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Hauptkomponenten des HVPI sind Energie, verarbeitete Nahrungsmittel, Dienstleistungen, unverarbeitete Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse ohne Energie. Die häufig getätigten Barkäufe (FROOPP) und der HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie sind lediglich zu Vergleichszwecken angeführt.

3 Siehe EZB, Die Umfrage der Europäischen Kommission zur Inflationswahrnehmung der Verbraucher, Kasten 1, in: Gemessene und gefühlte Inflation im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Mai 2007.

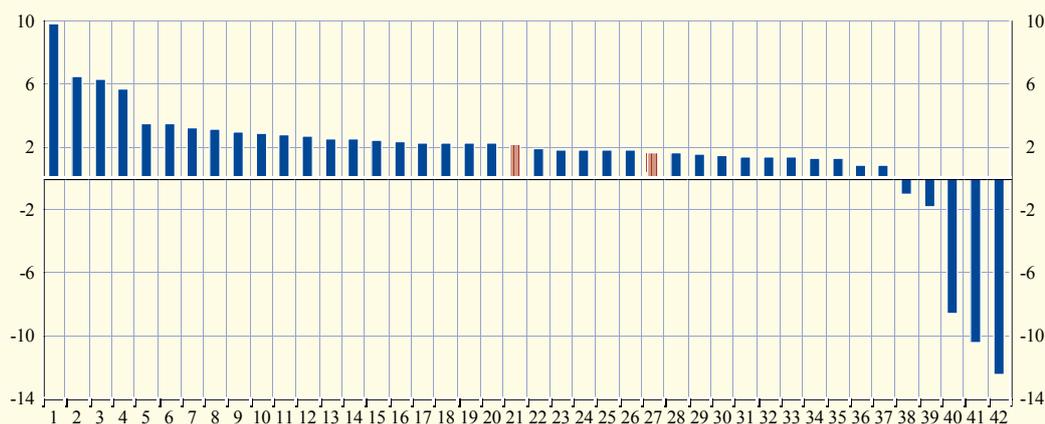
4 Zusammengefasst haben Nahrungsmittel und Energie ein Gewicht von 29,7 % im HVPI. Das Gewicht der im FROOPP-Index ausgewählten, zu Nahrungsmitteln und Energie gehörenden Teilkomponenten beträgt 53 %.

5 Ein Überblick über die Häufung von HVPI-Schocks findet sich in: EZB, Die Häufung von HVPI-Schocks seit Beginn der dritten Stufe der WWU, Kasten 4, Monatsbericht Juni 2002.

6 Siehe EZB, Externer Preisdruck: Auswirkungen auf die Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet, Kasten 6, Monatsbericht Oktober 2011.

Abbildung C Ausgewählte HVPI-Kategorien

(durchschnittliche jährliche Steigerungsrate von Dezember 2001 bis Dezember 2011)



- |  |   |
|--|---|
| 1 Flüssige Brennstoffe   | 22 Kulturdienstleistungen   |
| 2 Schmuck und Uhren  | 23 Gezahlte Wohnungsmieten  |
| 3 Tabak  | 24 Fleisch  |
| 4 Brenn- und Schmierstoffe für den Personenkraftverkehr                        | 25 Glaswaren, Geschirr und andere Gebrauchsgüter für die Haushaltsführung |
| 5 Schienenpersonenverkehr  | 26 Postdienste  |
| 6 Instandhaltung und Reparatur von privaten Verkehrsmitteln                    | 27 HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie                                   |
| 7 Krankenhausdienstleistungen  | 28 Wein   |
| 8 Erziehung und Unterricht   | 29 Bier   |
| 9 Freizeit- und Sportdienstleistungen  | 30 Möbel und andere Einrichtungsgegenstände                               |
| 10 Restaurants, Cafés und dergleichen  | 31 Gemüse   |
| 11 Zeitungen und Zeitschriften   | 32 Pauschalreisen   |
| 12 Brot und Getreideerzeugnisse  | 33 Bücher   |
| 13 Zahnmedizinische Dienstleistungen   | 34 Schuhe   |
| 14 Kaffee, Tee und Kakao   | 35 Pharmazeutische Erzeugnisse  |
| 15 Fisch   | 36 Kraftwagen   |
| 16 Kantinen  | 37 Bekleidung   |
| 17 Reinigung, Reparatur und Miete von Bekleidung                               | 38 Spiel- und Hobbywaren  |
| 18 Obst  | 39 Telefonapparate und Telefaxgeräte, Telefon- und Telefaxdienste         |
| 19 Friseur- und Kosmetiksalons sowie andere Einrichtungen für die Körperpflege | 40 Empfangs-, Aufzeichnungs- und Wiedergabegeräte für Ton und Bild        |
| 20 Personenbeförderung im Luftverkehr  | 41 Foto-, Kino- und optische Geräte                                       |
| 21 HVPI  | 42 Datenverarbeitungsgeräte   |

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

rungsraten dieser beiden Komponenten sehr viel höher sind als die entsprechenden Raten der anderen Komponenten. Bei der Energiekomponente insgesamt beläuft sich diese Rate seit der Euro-Bargeldumstellung auf 5,4 %, während sie zum Beispiel bei der Teilkomponente flüssige Brennstoffe 9,6 % beträgt.

Die verarbeiteten Nahrungsmittel verteuerten sich im Jahresdurchschnitt um 2,8 %, was vor allem eine hauptsächlich durch Steuererhöhungen bedingte jährliche Steigerung der Tabakpreise um durchschnittlich 6 % widerspiegelt. Die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel stiegen im Durchschnitt jährlich um 1,9 % (Fisch um 2,4 %, Obst um 2,2 %, Fleisch um 1,8 % und Gemüse um 1,4 %).

Bei den Dienstleistungen liegt die jährliche Inflationsrate seit der Bargeldumstellung im Schnitt bei 2,2 % und steht damit in etwa im Einklang mit der durchschnittlichen Teuerungsrate nach dem HVPI. Zur Komponente der Dienstleistungen zählen zum Beispiel die Preise für eine Mahlzeit in einem Restaurant, einen Friseurbesuch oder eine Kinokarte, die zum Zeitpunkt der Bargeldumstellung als beträchtlich gestiegen wahrgenommen wurden. Im Schnitt kam es jedoch in den zehn Jahren seit der Umstellung zu keinen außergewöhnlichen Preiserhöhungen. So stiegen zum Beispiel die Preise in der Kategorie „Friseur- und Kosmetiksalons sowie andere Einrichtungen für die Körperpflege“ um durchschnittlich 2,2 % pro Jahr und in der Kategorie „Restaurants, Cafés und dergleichen“ um 2,8 %, wobei Letztgenannte auch indirekt durch Preissprünge bei verarbeiteten Nahrungsmitteln beeinflusst wurden. In der Komponente der Industrieerzeugnisse ohne Energie schließlich betrug die durchschnittliche jährliche Teuerungsrate lediglich 0,8 %, was hauptsächlich dem Preisverfall der Güter der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) infolge des raschen technischen Fortschritts auf diesem Gebiet geschuldet ist. So sanken beispielsweise die Preise für Datenverarbeitungsgeräte mit einer Jahresrate von 12,5 % und für Foto-, Kino- und optische Geräte um jährlich 10,5 %. Im Gegensatz dazu lag die durchschnittliche jährliche Preissteigerungsrate der Komponente Schmuck und Uhren bei 6,4 %, was größtenteils auf den in den vergangenen Jahren zu beobachtenden Preissprung bei Rohstoffen – insbesondere bei Gold – zurückzuführen ist.

Insgesamt haben sich die Preise für einzelne Waren und Dienstleistungen seit der Bargeldumstellung sehr unterschiedlich entwickelt. Klar zu erkennen waren der von den Energie- und Nahrungsmittelpreisen ausgehende Aufwärtsdruck infolge der weltweiten Rohstoffpreisschocks und der dämpfende Einfluss, den die Preise für IKT-Güter aufgrund des technischen Fortschritts auf diesem Gebiet ausübten. Gleichzeitig bewegten sich die Preise für Dienstleistungen weitgehend im Einklang mit der durchschnittlichen HVPI-Inflation.

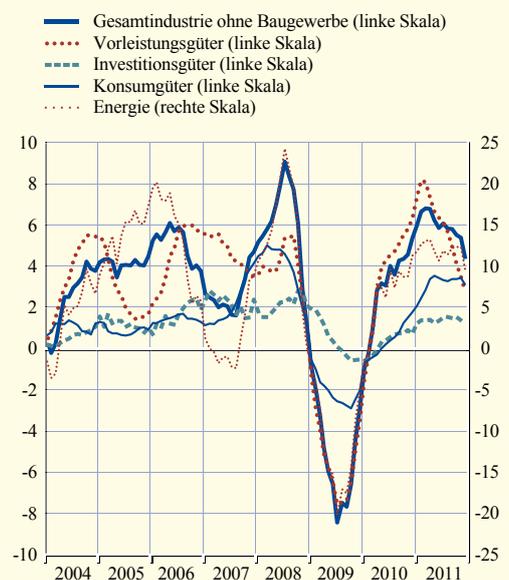
### 3.2 INDUSTRIELLE ERZEUGERPREISE

Der Anstieg der industriellen Erzeugerpreise (ohne Baugewerbe) verringerte sich im Dezember 2011 auf 4,3 % nach 5,4 % im Vormonat (siehe Abbildung 23). Hierin spiegelte sich vor allem eine deutlich niedrigere Jahresänderungsrate der Preise für Vorleistungsgüter und Energie wider, die ihrerseits durch negative Basiseffekte in beiden Komponenten bedingt war. Bei den Vorleistungen ließ der Preisdruck erneut nach. Diese Abschwächung ist derzeit deutlicher in den frühen Phasen der Produktionskette (z. B. bei den Erzeugerpreisen für Vorleistungsgüter) als in den späteren Phasen (z. B. bei den Erzeugerpreisen für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel) zu erkennen. Ohne Baugewerbe und Energie gerechnet ging die Teuerung auf der Erzeugerebene von 3,0 % im November auf 2,6 % im Dezember zurück.

Im selben Zeitraum verminderte sich der Preis-  
auftrieb auf der Erzeugerebene bei Konsum-

Abbildung 23 Industrielle Erzeugerpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

gütern von 3,4 % auf 3,1 %. Maßgeblich hierfür waren die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel, deren Jahresänderungsrate von 4,7 % auf 4,1 % sank. Für die kommenden Monate wird mit einem weiteren Rückgang gerechnet, da die Zwölfmonatsrate der Nahrungsmittelrohstoffpreise in der EU in jüngster Zeit kräftig gefallen ist. Bei den Konsumgütern ohne Nahrungsmittel blieb die Jahresänderungsrate mit 1,7 % unverändert auf einem im historischen Vergleich erhöhten Niveau. Zusammen mit den steigenden Importpreisen infolge der jüngsten Abwertung des Euro deutet dies darauf hin, dass der zugrunde liegende Inflationsdruck auf der Verbraucherstufe auf kurze Sicht anhält.

Bei den aus Umfragen gewonnenen Indikatoren, die Vorlaufeigenschaften in Bezug auf die Entwicklung der industriellen Erzeugerpreise haben, änderte sich der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Verkaufspreise im verarbeitenden Gewerbe im Januar 2012 kaum und bestätigte somit die nach seinem Rückgang vom Frühjahr bis Oktober 2011 eingetretene Stabilisierung (siehe Abbildung 24). Im Gegensatz hierzu stieg der EMI für die Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe von 49,8 Punkten im Dezember 2011 auf 52,8 Punkte im Januar 2012, wodurch erstmals seit September 2011 ein monatlicher Anstieg der Inputpreise signalisiert wurde. Im Dienstleistungssektor sank der EMI im Januar für die Vorleistungs- und die Verkaufspreise, und zwar von 56,6 auf 53,3 Punkte bzw. von 49,3 auf 48,7 Punkte.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass weitere abwärtsgerichtete Basiseffekte und der aus den Ergebnissen von Preisumfragen abzulesende niedrigere Inflationsdruck darauf hindeuten, dass sich die Verlangsamung des Preisauftriebs auf der Erzeugerebene in den kommenden Monaten fortsetzen wird. Alles in allem bleiben die aus Preisumfragen gewonnenen Indikatoren leicht unter ihren langfristigen Durchschnittswerten, woraus sich schließen lässt, dass sich der Preisdruck allgemein in Grenzen hält.

### 3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Die bis Sommer 2011 anhaltende Verbesserung der Arbeitsmarktlage führte zu einem allmählichen Anstieg der Arbeitskostenindikatoren im Euro-Währungsgebiet (siehe Tabelle 6 und Abbildung 25). Die vorläufigen Angaben zur Entwicklung der Tarifföhne im Euroraum für November deuten jedoch auf eine Stabilisierung des Lohnwachstums hin.

Gegenüber dem Vorjahr erhöhten sich die Tarifföhne im Eurogebiet im dritten Quartal 2011 um 2,1 % nach 1,9 % im Vorquartal. Die jährliche Zuwachsrate der Arbeitskosten pro Stunde verringerte sich im selben Zeitraum von 3,2 % auf 2,7 %. Diese Verlangsamung war hauptsächlich der Entwicklung in

Abbildung 24 Umfragen zu Input- und Outputpreisen der Erzeuger

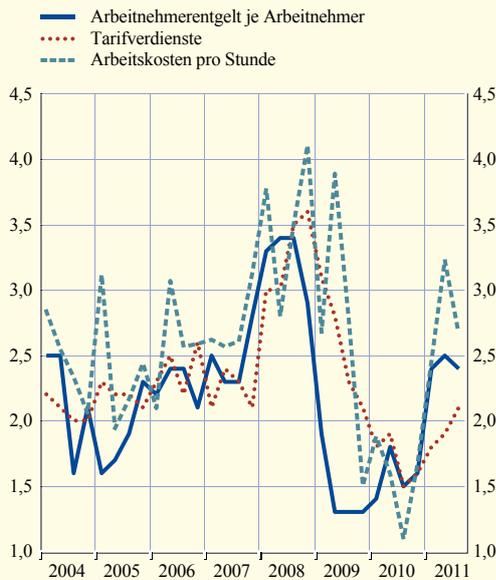
(Diffusionsindizes; Monatswerte)



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

**Abbildung 25 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

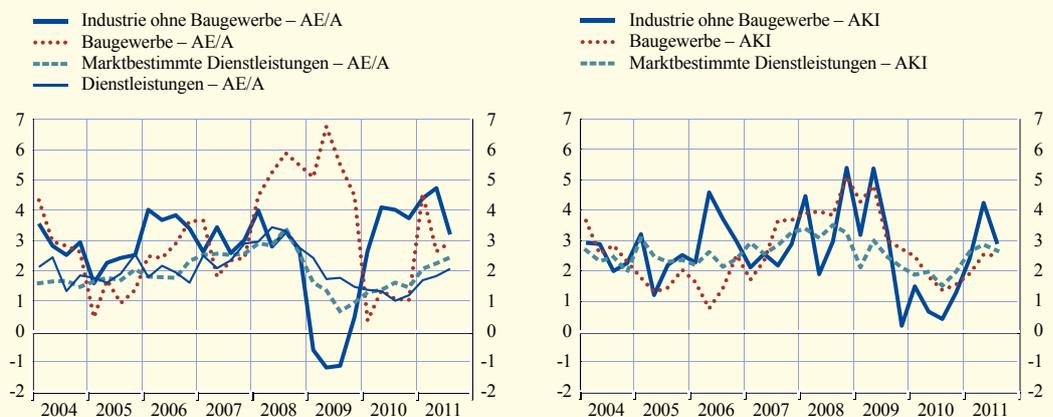
der Industrie zuzuschreiben, da der Rückgang im Baugewerbe und bei den marktbestimmten Dienstleistungen sehr viel geringer war. Insgesamt nahmen die nicht lohnbezogenen Kosten weiterhin rascher zu als die Lohn- und Gehaltsbestandteile der Arbeitskosten pro Stunde im Euroraum.

Bei anderen Indikatoren waren ebenfalls Anzeichen einer Stabilisierung zu erkennen. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer erhöhte sich im dritten Jahresviertel gegenüber dem Vorjahr um 2,4 % und blieb damit im Vergleich zu den beiden vorangegangenen Quartalen praktisch stabil. Gleichzeitig stieg das jährliche Wachstum der Lohnstückkosten im dritten Vierteljahr nur leicht (auf 1,3 %). Ausschlaggebend hierfür war primär ein Rückgang der Jahreswachstumsrate der Arbeitsproduktivität, die aufgrund eines langsameren Produktionswachstums im dritten Quartal auf 1,0 % sank (nach 1,3 % im zweiten Jahresviertel). Mit Blick auf die Zukunft lassen die jüngsten Umfragen auf eine weitere Abnahme der Produktivität in den kommenden Quartalen schließen, was das Wachstum der Lohnstückkosten noch beschleunigen könnte. Angesichts der ziemlich geringen Wachstumserwartungen und der anhaltenden Flaute am Arbeitsmarkt dürfte der Arbeitskostendruck auf mittlere Sicht weiterhin begrenzt bleiben.

der Industrie zuzuschreiben, da der Rückgang im Baugewerbe und bei den marktbestimmten Dienstleistungen sehr viel geringer war. Insgesamt nahmen die nicht lohnbezogenen Kosten weiterhin rascher zu als die Lohn- und Gehaltsbestandteile der Arbeitskosten pro Stunde im Euroraum.

**Abbildung 26 Entwicklung der Arbeitskosten nach Sektoren**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Tabelle 6 Arbeitskostenindikatoren

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

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

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

### 3.4 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Mit Blick auf die Zukunft dürften die Teuerungsraten noch einige Monate über der 2 %-Marke bleiben, bevor sie auf unter 2 % zurückgehen. Während die aktuellen Preise der Terminkontrakte für Rohstoffe darauf hindeuten, dass diese Preise einen geringeren Einfluss auf die Inflation haben werden, dürfte sich der zugrundeliegende Preisdruck im Euroraum in Grenzen halten, da für das Eurogebiet wie auch für die übrige Welt ein schwaches Wachstum erwartet wird.

Die Ergebnisse des aktuellen von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (siehe Kasten 7) zeigen, dass die Teilnehmer gegenüber der vorangegangenen Umfrage die von ihnen formulierten Aussichten für die Inflationsentwicklung in den Jahren 2012 und 2013 weitgehend unverändert ließen und ihre Inflationserwartungen für 2012 leicht nach oben (auf 1,9 %) und für 2013 leicht nach unten (auf 1,7 %) korrigierten. Diese Prognosen bewegen sich im Großen und Ganzen innerhalb der Bandbreiten der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2011. Die längerfristigen Inflationserwartungen (für 2016) lagen unverändert bei 2,0 %.

Die Risiken in Bezug auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisentwicklung sind nach wie vor weitgehend ausgewogen. Aufwärtsrisiken bestehen im Zusammenhang mit stärkeren Erhöhungen der indirekten Steuern und administrierten Preise als angenommen aufgrund der in den kommenden Jahren erforderlichen Haushaltskonsolidierung sowie einem Anstieg der Rohstoffpreise. Abwärtsrisiken ergeben sich vor allem aus den Auswirkungen eines schwächer als erwartet ausfallenden Wirtschaftswachstums im Eurogebiet und in der übrigen Welt.

#### Kasten 7

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

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das erste Quartal 2012 dargestellt. Die Erhebung wurde vom 17. bis zum 20. Januar des laufenden Jahres durchgeführt, und es gingen 58 Antworten<sup>1</sup> ein.

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

Die jüngsten Ergebnisse zeigen, dass sich die von den Befragten formulierten Aussichten für die Inflationsentwicklung 2012 und 2013 im Vergleich zur letzten Umfragerunde kaum verändert haben. Was die längerfristigen Inflationserwartungen (für 2016) betrifft, so blieben sowohl die durchschnittliche Punktschätzung als auch der Median der Punktschätzungen mit jeweils 2,0 % stabil. Die Erwartungen für das BIP-Wachstum in den Jahren 2012 und 2013 wurden deutlich nach unten korrigiert.

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

Die Inflationserwartungen der SPF-Teilnehmer für 2012 und 2013 belaufen sich auf 1,9 % bzw. 1,7 % (siehe Tabelle). Sie stehen weitgehend im Einklang mit den entsprechenden Prognosen, die im Januar des laufenden Jahres von Consensus Economics und vom Euro Zone Barometer veröffentlicht wurden, und liegen innerhalb der Bandbreiten der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2011.

Im Vergleich zur letzten Umfragerunde sind die Inflationserwartungen für 2012 etwas gestiegen und für 2013 leicht zurückgegangen (jeweils um 0,1 Prozentpunkte). In ihren qualitativen Antworten nannten die Teilnehmer als Grund für die Aufwärtskorrektur der Inflationsaussichten für 2012 das Zusammenwirken der nach oben revidierten Erwartungen hinsichtlich der indirekten Steuern und administrierten Preise in einigen Ländern sowie hinsichtlich der Ölpreisentwicklung und der nach unten korrigierten Prognosen für den Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar. Die Abwärtskorrektur der Inflationsprognose für 2013 wurde von den Befragten mit der Erwartung einer verlangsamten Wirtschaftstätigkeit (zum Teil aufgrund intensiverer Haushaltskonsolidierungsmaßnahmen), geringerer Gewinnmargen und höherer Arbeitslosigkeit erklärt.

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

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

Teuerung nach dem HVPI	Prognosezeitraum		
	2012	2013	Längerfristig <sup>2)</sup>
SPF Q1 2012	1,9	1,7	2,0
<i>Vorherige Erhebung (Q4 2011)</i>	1,8	1,8	2,0
Gesamtwirtschaftliche Projektionen von Experten des Eurosystems (Dezember 2011)	1,5-2,5	0,8-2,2	-
Consensus Economics (Januar 2012)	1,9	1,7	2,0
Euro Zone Barometer (Januar 2012)	1,8	1,7	2,1
Reales BIP-Wachstum	2012	2013	Längerfristig <sup>2)</sup>
SPF Q1 2012	-0,1	1,1	1,8
<i>Vorherige Erhebung (Q4 2011)</i>	0,8	1,6	1,8
Gesamtwirtschaftliche Projektionen von Experten des Eurosystems (Dezember 2011)	-0,4-1,0	0,3-2,3	-
Consensus Economics (Januar 2012)	-0,3	1,0	1,7
Euro Zone Barometer (Januar 2012)	-0,3	1,0	1,9
Arbeitslosenquote <sup>1)</sup>	2012	2013	Längerfristig <sup>2)</sup>
SPF Q1 2012	10,6	10,6	8,8
<i>Vorherige Erhebung (Q4 2011)</i>	10,0	9,7	8,5
Consensus Economics (Januar 2012)	10,6	10,6	-
Euro Zone Barometer (Januar 2012)	10,6	10,5	9,2

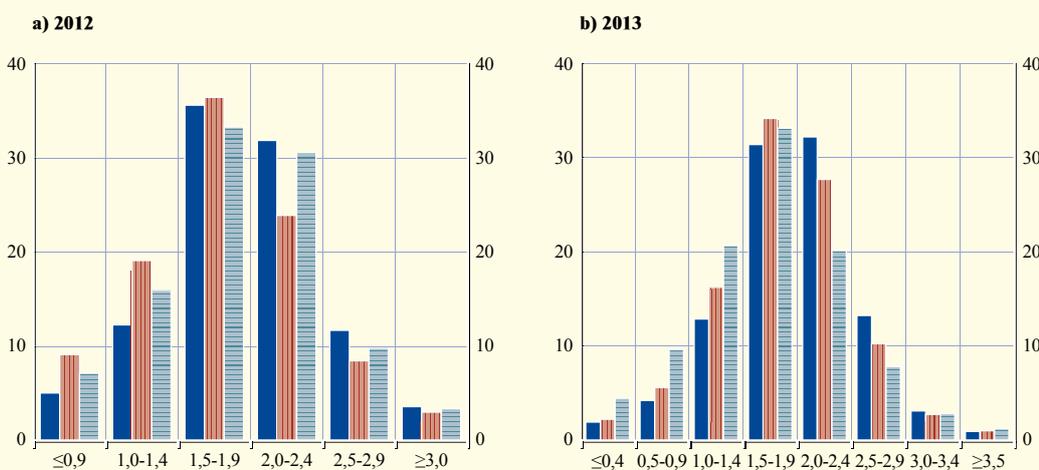
1) In Prozent der Erwerbspersonen.

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

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

(Wahrscheinlichkeit in %)

■ SPF Q3 2011  
■ SPF Q4 2011  
■ SPF Q1 2012



Quelle: EZB.

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

Was die Risiken für die Inflationsaussichten betrifft, so hat sich die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung für 2012 im Vergleich zur letzten Umfragerunde leicht nach oben verschoben (siehe Abbildung A). In der aktuellen Umfrage wird den Intervallen von 1,5 % bis 1,9 % und von 2,0 % bis 2,4 % mit je gut 30 % eine fast gleich hohe Wahrscheinlichkeit zugemessen, während sich die Wahrscheinlichkeit einer Inflation von 2 % oder mehr von 35 % auf 44 % erhöht hat. Die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung für 2013 hat sich – anders als 2012 – im Vergleich zur letzten Umfragerunde etwas nach unten verschoben: Die höchste Wahrscheinlichkeit wird nun deutlicher dem Intervall von 1,5 % bis 1,9 % beigemessen.

Als Aufwärtsrisiken für ihr Basisszenario zur Inflationsentwicklung nannten einige Umfrageteilnehmer die Energie- und Rohstoffverteuerung sowie weitere Erhöhungen der indirekten Steuern und administrierten Preise. Das größte Abwärtsrisiko sehen sie in schwächer als erwartet ausfallenden Wirtschaftsaussichten. Auf der Grundlage der individuellen Wahrscheinlichkeitsverteilungen überwiegen nach Auffassung der Befragten bei den kürzerfristigen Punktschätzungen für 2012 die Abwärtsrisiken, während die Risiken für 2013 als weitgehend ausgewogen eingeschätzt werden.<sup>2</sup>

### Längerfristige Inflationserwartungen unverändert bei 2,0 %

Die durchschnittliche Punktproggnose für die längerfristige Inflation (im Jahr 2016) liegt unverändert bei 2,0 %. Auf zwei Dezimalstellen berechnet belaufen sich die Erwartungen im Durch-

<sup>2</sup> Die Risiken gelten als nach oben (unten) gerichtet, wenn die Anzahl der Teilnehmer, die eine über (unter) dem Mittelwert ihrer Wahrscheinlichkeitsverteilung liegende Punktproggnose abgeben, geringer ist als die Anzahl der Teilnehmer, die eine unter (über) dem Mittelwert liegende Punktproggnose melden. Der Mittelwert der Wahrscheinlichkeitsverteilung wird unter der Annahme berechnet, dass sich die Wahrscheinlichkeitsmasse in der Intervallmitte konzentriert.

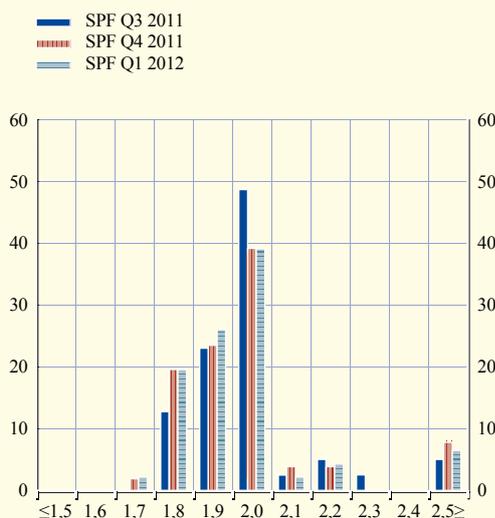
schnitt auf 1,98 %, während sie in der letzten Umfragerunde bei 2,01 % lagen. Sowohl der Median als auch der modale Wert der Punktschätzungen sind mit 2,0 % stabil. Auch der Anteil der Befragten, die eine Punktschätzung von 2,0 % abgaben, hat sich mit rund 40 % nicht verändert (siehe Abbildung B). Die längerfristigen Inflationserwartungen stehen ebenfalls weitgehend im Einklang mit den längerfristigen Prognosen für 2016, die im Oktober 2011 von Consensus Economics und im Januar 2012 vom Euro Zone Barometer veröffentlicht wurden.

Die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung hat sich im Vergleich zur letzten Umfragerunde geringfügig nach unten verschoben: Die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation bei oder über 2,0 % liegen wird, sank von 48 % auf 46 %. Da immer noch viele Befragte eine über dem Mittelwert ihrer Wahrscheinlichkeitsverteilung liegende Punktprognose abgaben, werden die Risiken, mit denen die durchschnittliche Punktschätzung behaftet ist, als überwiegend nach unten gerichtet eingeschätzt.

Die Uneinigkeit der Prognostiker bezüglich der längerfristigen Inflationserwartungen – gemessen an der Standardabweichung ihrer Punktschätzungen – verringerte sich von 0,3 Prozentpunkten in der letzten Umfragerunde auf nunmehr 0,2 Prozentpunkte. Die an der Standardabweichung der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilung gemessene aggregierte Unsicherheit hinsichtlich der längerfristigen Inflationserwartungen liegt stabil auf einem relativ hohen Niveau (siehe Abbildung C).<sup>3</sup>

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

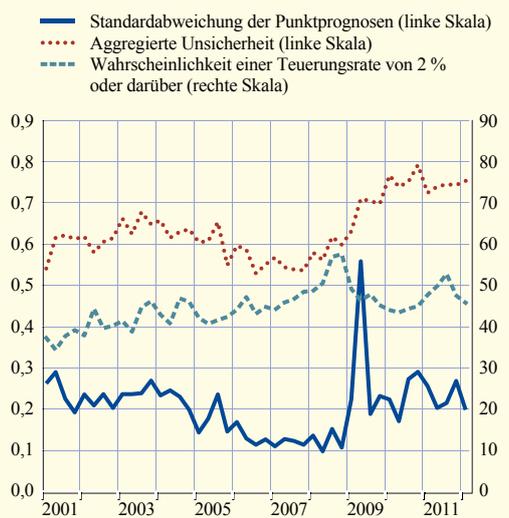
(Anteil der Teilnehmer in %)



Quelle: EZB.

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

(in Prozentpunkten; in %)



Quelle: EZB.

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

<sup>3</sup> Eine Erörterung der Messgrößen für die Unsicherheit findet sich in: EZB, Messung der wahrgenommenen gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit, Kasten 4, Monatsbericht Januar 2010.

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

Den Ergebnissen der aktuellen Umfrage zufolge wird für 2012 und 2013 ein reales BIP-Wachstum von -0,1 % bzw. 1,1 % erwartet. Damit liegen die Erwartungen für das laufende Jahr etwas über den jüngsten vergleichbaren Prognosen von Consensus Economics und dem Euro Zone Barometer und für 2013 auf weitgehend ähnlichem Niveau. Sie bewegen sich außerdem innerhalb der Bandbreiten der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2011.

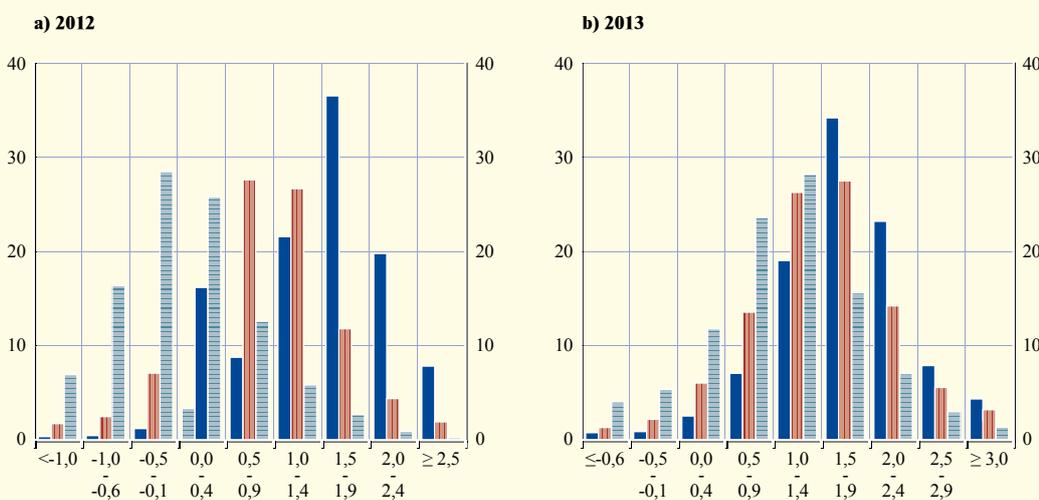
Verglichen mit der vorherigen SPF-Umfragerunde wurden die Erwartungen bezüglich des BIP-Wachstums deutlich nach unten korrigiert, und zwar für 2012 um 0,9 Prozentpunkte und für 2013 um 0,5 Prozentpunkte. Als Gründe für dieses negativere Basisszenario nannten die Befragten die zusätzlichen Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung in vielen Ländern des Euro-Währungsgebiets, eine weitere Verschärfung der Kreditvergabebedingungen, das geringere Vertrauen sowie eine allgemein erhöhte Unsicherheit.

Die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung für die Jahre 2012 und 2013 hat sich deutlich zu niedrigeren Werten hin verlagert. So weisen die Prognostiker für 2012 jetzt den Intervallen von -0,5 % bis 0,4 % eine Wahrscheinlichkeit von 54 % zu (siehe Abbildung D). Für die Befragten besteht das größte Aufwärtsrisiko für das Basisszenario in der Erarbeitung einer glaubwürdigen Lösung für die Staatsschuldenkrise und das größte Abwärtsrisiko in einer zusätzlichen Verschärfung der Krise. Als Abwärtsrisiken werden aber auch ein weiterer Vertrauensverlust, höhere Unsicherheit und die Möglichkeit noch stärkerer Kreditbeschränkungen genannt. Die Risiken, mit denen diese Wachstumserwartungen behaftet sind, gelten für 2012 als nach oben und für 2013 als nach unten gerichtet.

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

(Wahrscheinlichkeit in %)

■ SPF Q3 2011  
■ SPF Q4 2011  
■ SPF Q1 2012



Quelle: EZB.

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

Die längerfristigen Wachstumserwartungen (für 2016) belaufen sich wie bereits in der vorherigen Umfragerunde auf 1,8 %. Die mit diesen Aussichten verbundenen Risiken gelten als weitgehend nach unten gerichtet. Die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung hat sich gegenüber der letzten Umfragerunde jedoch nicht wesentlich verändert. Noch immer weisen die Befragten dem Intervall von 1,5 % bis 1,9 % für das längerfristige Wachstum des realen BIP eine Wahrscheinlichkeit von rund 30 % zu.

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

Die Erwartungen bezüglich der Arbeitslosenquote für 2012 und 2013 belaufen sich jeweils auf 10,6 %. Diese Ergebnisse stehen weitgehend im Einklang mit den jüngsten Prognosen von Consensus Economics und dem Euro Zone Barometer. Verglichen mit der vorherigen SPF-Umfragerunde wurden die Erwartungen bezüglich der Arbeitslosenquote deutlich nach oben korrigiert, und zwar für 2012 um 0,6 Prozentpunkte und für 2013 um 0,9 Prozentpunkte. Diese Revision ist den Prognostikern zufolge in erster Linie auf Abwärtskorrekturen der erwarteten Wirtschaftstätigkeit zurückzuführen.

Im Zusammenhang mit der Frage nach den Risiken für diese Aussichten nannten die Teilnehmer eine Eskalation der aktuellen Krise, erhöhte Unsicherheit und eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen als größte Aufwärtsrisiken. Die Abwärtsrisiken werden in der weiteren Umsetzung von Strukturreformen und den zeitlich verzögerten Auswirkungen bereits umgesetzter Reformmaßnahmen gesehen. Ein Vergleich der Punktprognosen mit den Mittelwerten der Wahrscheinlichkeitsverteilungen ergibt, dass die Risiken, mit denen diese Vorhersagen behaftet sind, für 2012 als leicht nach unten und für 2013 als nach oben gerichtet eingeschätzt werden.

Die Erwartungen bezüglich der längerfristigen Arbeitslosenquote (für 2016) sind auf 8,8 % gestiegen, wobei nach Einschätzung der Befragten die Aufwärtsrisiken eindeutig überwiegen. Die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung hat sich merklich nach oben verschoben.

### **Sonstige Variablen und zugrunde liegende Annahmen**

Weitere Daten der Umfrage zeigen, dass eine signifikante Abwärtskorrektur der Annahmen zur Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses und zum Hauptrefinanzierungssatz der EZB vorgenommen wurde. Die Erwartungen bezüglich des Ölpreises sind gestiegen, während sich die Annahmen zum Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer nicht verändert haben. So wird für 2012 nunmehr ein Ölpreis von rund 110 USD pro Barrel erwartet, der 2013 noch geringfügig anziehen dürfte. Der Wechselkurs des Euro zum US-Dollar wird den Erwartungen zufolge im Jahr 2012 bei rund 1,28 liegen, wobei der Euro gegen Jahresende leicht an Boden gewinnen dürfte. In Bezug auf den Hauptrefinanzierungssatz der EZB rechnen die Umfrageteilnehmer für 2012 und 2013 mit Durchschnittswerten von 0,9 % bzw. 1,0 %. Der durchschnittliche jährliche Zuwachs des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer dürfte sich 2012 und 2013 bei rund 2,1 % stabilisieren und langfristig auf 2,4 % steigen.

## 4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Euro-Währungsgebiet, das sich im dritten Vierteljahr 2011 weiter auf 0,1 % gegenüber dem Vorquartal verlangsamt hatte, dürfte auch im Schlussquartal sehr schwach gewesen sein. Den Umfrageergebnissen für die letzten beiden Monate zufolge gibt es erste Anzeichen für eine Stabilisierung der Wirtschaftstätigkeit auf niedrigem Niveau. Im Jahresverlauf 2012 wird mit einer sehr allmählichen wirtschaftlichen Erholung im Euroraum gerechnet. Die sehr niedrigen kurzfristigen Zinssätze und alle getroffenen Maßnahmen zur Förderung der ordnungsgemäßen Funktionsfähigkeit des Finanzsektors im Eurogebiet unterstützen die Wirtschaft des Euroraums. Darüber hinaus haben die Spannungen an den Finanzmärkten infolge der geldpolitischen Maßnahmen abgenommen, was jedoch auch auf die Fortschritte bei der Stärkung des Steuerungsrahmens für das Euro-Währungsgebiet und die intensiveren Bemühungen um Haushaltskonsolidierung in mehreren Euro-Ländern zurückzuführen ist. Allerdings sorgen die schwache Entwicklung der weltweiten Nachfrage, die anhaltenden Spannungen an den Staatsanleihemärkten im Euroraum und deren Einfluss auf die Kreditvergabebedingungen sowie der Prozess der Bilanzanpassungen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor weiterhin für eine Dämpfung der zugrunde liegenden Wachstumsdynamik. Dieser Ausblick ist mit Abwärtsrisiken behaftet.

### 4.1 DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

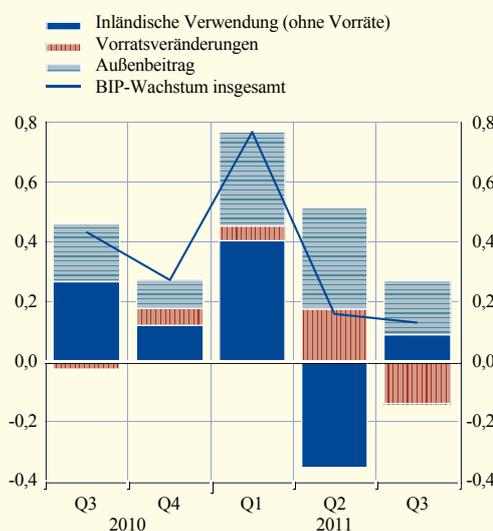
Das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet verlangsamte sich im dritten Vierteljahr 2011 weiter auf 0,1 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem im ersten und im zweiten Jahresviertel ein Zuwachs von 0,8 % bzw. 0,2 % verzeichnet worden war (siehe Abbildung 27). Geringere Beiträge des Außenhandels und der Vorratsveränderungen glichen das höhere Wachstum der privaten Konsumausgaben mehr als aus. Das Produktionsniveau lag im dritten Quartal 2011 immer noch 1,7 % unter dem im ersten Vierteljahr 2008 verzeichneten Höchststand.

Nach einem Rückgang um 0,5 % im zweiten Quartal 2011 kehrte sich das Wachstum der privaten Konsumausgaben im dritten Vierteljahr mit einem Plus von 0,2 % gegenüber dem Vorquartal wieder ins Positive. Dieser Anstieg war offenbar ausschließlich durch den Konsum von Dienstleistungen bedingt, da sowohl die Einzelhandelsumsätze als auch die Pkw-Neuzulassungen zwischen dem zweiten und dem dritten Jahresviertel rückläufig waren.

Den Daten für das Schlussquartal 2011 zufolge hat sich der private Verbrauch nach wie vor zögerlich entwickelt. Die Umsätze im Einzelhandel sanken im Dezember erneut, was zu einem vierteljährlichen Rückgang von 0,7 % im Schlussquartal 2011 führte. Damit hat sich die Umsatzentwicklung gegenüber dem Vorquartal, als ein Minus von 0,1 % verbucht wurde, weiter verschlechtert. Indessen verzeichneten die Pkw-Neuzulassungen im Dezember einen deutlichen Anstieg gegenüber dem Vormonat. Im Quartalsvergleich erhöhten sie sich im letzten Jahres-

Abbildung 27 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

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



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

viertel 2011 um 1,3 %. Dies stellt zwar eine Verbesserung gegenüber dem dritten Vierteljahr dar, die Wachstumsabschwächung bei den Einzelhandelsumsätzen konnte dadurch aber nur zu einem geringen Teil ausgeglichen werden. Die Umfrageergebnisse zum Einzelhandel deuten auf eine anhaltende Konsumschwäche in diesem Sektor zu Jahresbeginn 2012 hin (siehe Abbildung 28). Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Einzelhandel, der im vierten Quartal durchweg unter der theoretischen Wachstumsschwelle von 50 Punkten gelegen hatte, war im Januar 2012 weiter rückläufig und sank auf den tiefsten Stand seit 35 Monaten. Das Verbrauchervertrauen im Euroraum ist indes nach Angaben der Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen (GD ECFIN) erstmals seit Juni 2011 wieder gestiegen. Gleichwohl liegen der Vertrauensindikator für die Verbraucher wie auch der Indikator für größere Anschaffungen immer noch deutlich unter ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt.

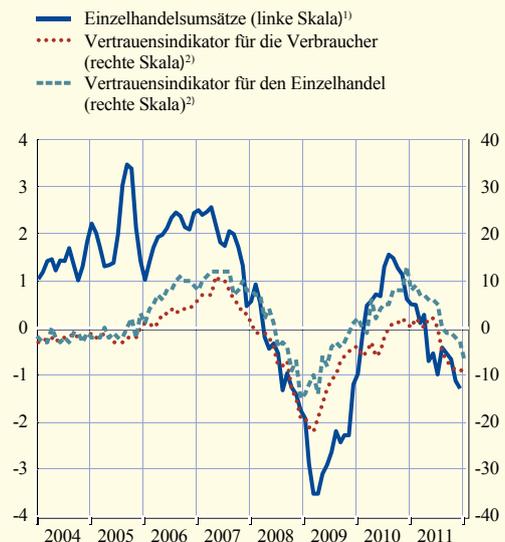
Die Bruttoanlageinvestitionen verringerten sich im dritten Vierteljahr 2011 wie bereits im zweiten Jahresviertel um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Die Aufschlüsselung für das dritte Jahresviertel zeigt, dass die Bauinvestitionen im Quartalsvergleich um 0,9 % sanken, während die Investitionen ohne Bauten um 0,8 % zunahmen.

Die Investitionsgüterproduktion (ein Indikator zukünftiger Investitionen außerhalb des Baugewerbes) erhöhte sich im November um 0,3 % nach einem Plus von 0,9 % im Oktober. Im Durchschnitt lag das Produktionsniveau in diesem Sektor in den beiden genannten Monaten dennoch 0,9 % unter jenem des dritten Jahresviertels. Im Quartalsvergleich war die Erzeugung im dritten Vierteljahr noch um 2,3 % gestiegen. Die jüngste Abschwächung war gänzlich dem Einbruch der Investitionsgüterproduktion im September zuzuschreiben. Die Umfrageergebnisse für die Industrie ohne Baugewerbe – d. h. sowohl der EMI als auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie – weisen auf eine Verlangsamung der Investitionstätigkeit im Schlussquartal 2011 hin, wobei es erste Anzeichen für eine Stabilisierung gegen Jahresende sowie im Januar 2012 gibt. Zugleich geht aus den Umfragen der Europäischen Kommission hervor, dass sich die Kapazitätsauslastung, die im Dreimonatsvergleich zweimal in Folge zurückgegangen war, in den drei Monaten bis Januar 2012 etwas erhöhte.

Die Investitionen im Baugewerbe dürften sich im Schlussquartal weiterhin schwach entwickelt haben. Die Bauproduktion im Euro-Währungsgebiet wurde im November 2011 um 0,7 % gegenüber dem Vormonat ausgeweitet, nachdem im Oktober ein Minus von 1,4 % verzeichnet worden war. Bislang gibt es keine Anzeichen einer Erholung. Finanzierungsbeschränkungen und die laufenden Anpassungen an den Wohnimmobilienmärkten in einer Reihe von Euro-Ländern dürften die Bauinvestitionen in nächster Zeit beeinträchtigen. Umfrageindikatoren bestätigen den Eindruck einer anhaltend schwachen Investitionstätigkeit im Bausektor. So verharret beispielsweise der von der

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

(Monatswerte)



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

1) Veränderung gegen Vorjahr in %; gleitender Dreimonatsdurchschnitt; arbeitstäglich bereinigt. Einschließlich Kraftstoffen.  
2) Salden in %; saison- und mittelwertbereinigt.

Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator für das Vertrauen im Baugewerbe (für den Daten bis Januar 2012 verfügbar sind) unter seinem historischen Durchschnitt. Unterdessen lag der EMI-Teilindex für das Baugewerbe im Eurogebiet im letzten Jahresviertel 2011 im Schnitt deutlich unter der Marke von 50 Punkten und lässt somit auf eine weiterhin negative Entwicklung in diesem Quartal schließen.

Was die Handelsströme betrifft, so nahmen im dritten Vierteljahr 2011 sowohl die Importe als auch die Exporte moderat zu. Im Oktober und November waren die Einfuhren jedoch aufgrund der gedämpften Binnennachfrage und der in den vorangegangenen Monaten verzeichneten Abwertung des Euro im Quartalsvergleich rückläufig. Auch die Ausfuhren verringerten sich in diesem Zeitraum vor dem Hintergrund einer anhaltend schwachen Auslandsnachfrage, wenn auch in geringerem Maße. Dagegen stieg der EMI-Teilindex für die Auftragseingänge im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes im Euroraum im Januar den zweiten Monat in Folge deutlich an. Er lag zwar weiterhin unter 50 Punkten, doch weisen erste Anzeichen einer Stabilisierung darauf hin, dass das Exportwachstum des Eurogebiets zum Jahreswechsel wieder allmählich zugenommen haben könnte.

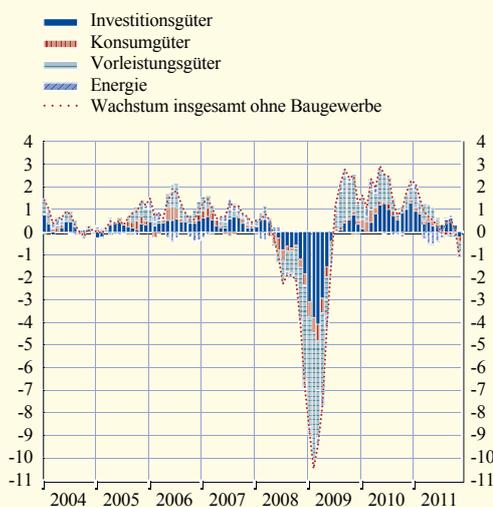
#### 4.2 PRODUKTIONS-, ANGEBOTS- UND ARBEITSMARKTENTWICKLUNG

Die reale Wertschöpfung erhöhte sich im dritten Jahresviertel 2011 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. In der Industrie (ohne Baugewerbe) und im Dienstleistungssektor wurde ein Zuwachs von 0,3 % bzw. 0,1 % verzeichnet. Zugleich verringerte sich die vierteljährliche Wertschöpfung im Baugewerbe um 0,5 %.

Was die Entwicklung im Schlussquartal betrifft, so erhöhte sich das Produktionswachstum in der Industrie (ohne Baugewerbe) im November um 0,1 %, nachdem es im Vormonat um 0,2 % zurückgegangen war. Auf Basis des gleitenden Dreimonatsdurchschnitts des Index sank die Dreimonatsrate von 0,1 % im Oktober auf -1,1 % im November (siehe Abbildung 29). Damit kehrte sie sich erstmals seit der Rezession 2008-2009 ins Negative. Zugleich stellt dies eine ausgeprägte Abschwächung gegenüber dem dritten Jahresviertel dar, als die Produktion noch um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen war. Indessen verzeichnete der Auftragseingang in der Industrie des Euroraums (ohne Schwerfahrzeugbau) im November einen Rückgang von 0,5 % gegenüber dem Vormonat (nach einem etwas größeren Minus im Oktober). Die entsprechende Dreimonatsrate verringerte sich von -3,3 % im Oktober weiter auf -5,3 %. Zwar bestätigen aktuellere Umfrageergebnisse das Bild eines schwachen Schlussquartals, sie deuten aber auch auf eine leichte Verbesserung zu Beginn des ersten Vierteljahrs 2012 hin. So stieg der EMI-Teilindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im Januar den zweiten

Abbildung 29 Beiträge zum Wachstum der Industrieproduktion

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



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

Monat in Folge an und verzeichnete einen Stand, der erstmals seit Juli 2011 einem positiven Wachstum entspricht (siehe Abbildung 30). Zugleich nahmen die Produktionshemmnisse den Umfrageergebnissen der Europäischen Kommission zufolge in den drei Monaten bis Januar 2012 etwas ab und näherten sich ihrem Niveau vom zweiten und dritten Quartal 2011 an. Diese Entwicklung war in erster Linie angebotsseitig bedingt; so gab es ein größeres Angebot an Ausrüstungen und Arbeitskräften. Der EMI für den Dienstleistungssektor stieg ebenfalls an und erreichte im Januar einen Wert, der über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten lag. Im Schlussquartal 2011 hatte er noch durchweg unterhalb dieser Marke gelegen. Andere Branchenumfragen, wie etwa die der Europäischen Kommission, stehen mit der Entwicklung des EMI weitgehend im Einklang.

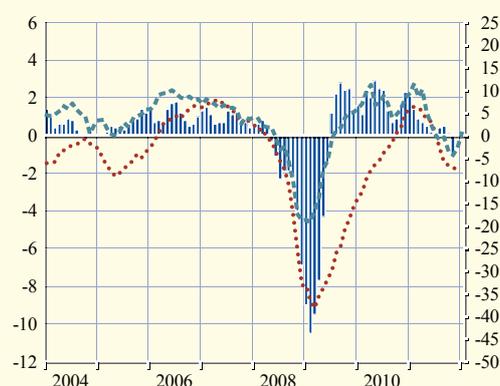
### ARBEITSMARKT

Die Arbeitsmarktlage im Euro-Währungsgebiet hat sich eingetrübt. Während die Beschäftigung abgenommen hat, erhöhte sich die Arbeitslosenquote. Den Umfrageergebnissen zufolge ist mit einer anhaltend negativen Entwicklung zu rechnen. Die Beschäftigung ging im dritten Jahres-

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

(Monatswerte; saisonbereinigt)

— Industrieproduktion<sup>1)</sup> (linke Skala)  
 ..... Vertrauensindikator für die Industrie<sup>2)</sup> (rechte Skala)  
 - - - EMI-Teilindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe<sup>3)</sup> (rechte Skala)



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

Anmerkung: Die Umfragedaten beziehen sich auf das verarbeitende Gewerbe.

1) Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %.

2) Salden in %.

3) Einkaufsmanagerindex; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten.

**Tabelle 7 Beschäftigungswachstum**

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

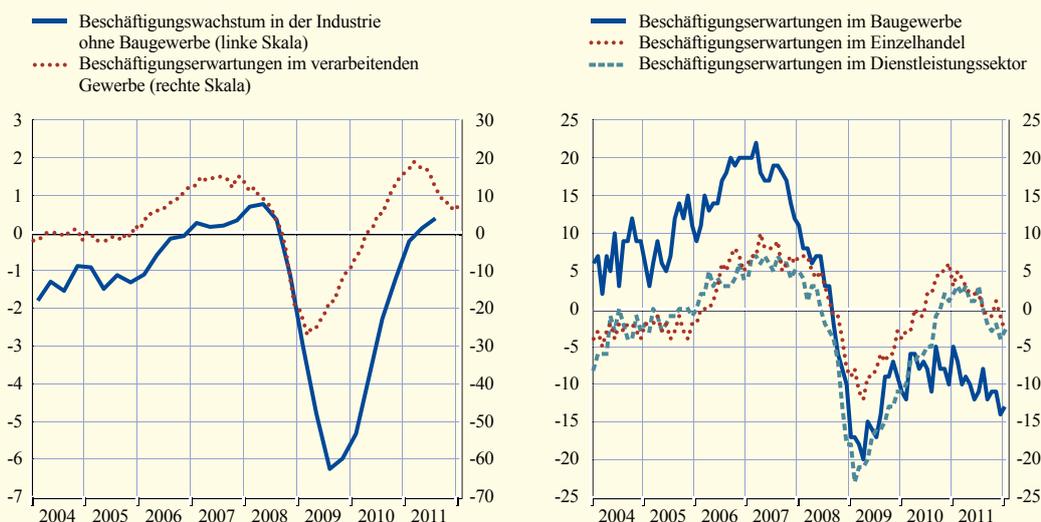
	Personen					Stunden				
	Vorjahrsraten		Quartalsraten			Vorjahrsraten		Quartalsraten		
	2009	2010	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3	2009	2010	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3
Gesamtwirtschaft	-1,8	-0,5	0,1	0,2	-0,1	-3,4	0,0	0,6	-0,1	0,1
<i>Darunter:</i>										
Landwirtschaft und Fischerei	-2,2	-0,9	-1,6	0,8	-1,0	-3,1	-0,7	-0,7	-0,4	-1,6
Industrie	-5,6	-3,3	-0,2	0,0	-0,5	-8,7	-1,8	0,5	-0,4	-0,2
Ohne Baugewerbe	-5,0	-3,2	0,2	0,1	0,0	-8,9	-0,9	0,7	-0,1	0,2
Baugewerbe	-6,8	-3,7	-1,2	-0,3	-1,6	-8,3	-3,6	0,2	-1,1	-1,1
Dienstleistungen	-0,5	0,4	0,2	0,3	0,0	-1,6	0,6	0,7	0,0	0,4
Handel und Verkehr	-1,8	-0,7	0,0	0,5	0,2	-2,9	-0,3	0,5	0,2	0,6
Information und Kommunikation	-0,8	-1,0	1,0	0,3	-0,2	-1,3	-0,5	1,4	0,3	0,3
Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	0,1	-0,8	0,5	-0,2	-0,1	-1,5	-0,3	1,1	-0,5	-0,3
Grundstücks- und Wohnungswesen	-2,7	-0,5	1,7	-0,5	-1,0	-3,7	0,9	1,0	-1,7	-0,1
Freiberufliche Dienstleistungen	-2,5	1,8	0,9	0,9	-0,3	-3,8	2,5	1,5	0,3	0,2
Öffentliche Verwaltung	1,4	1,1	-0,2	-0,1	0,0	1,1	1,3	0,3	0,0	0,1
Sonstige Dienstleistungen <sup>1)</sup>	1,1	0,7	0,4	-0,1	0,2	-0,3	0,1	0,7	-0,7	1,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen,

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

Abbildung 31 Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen

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



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

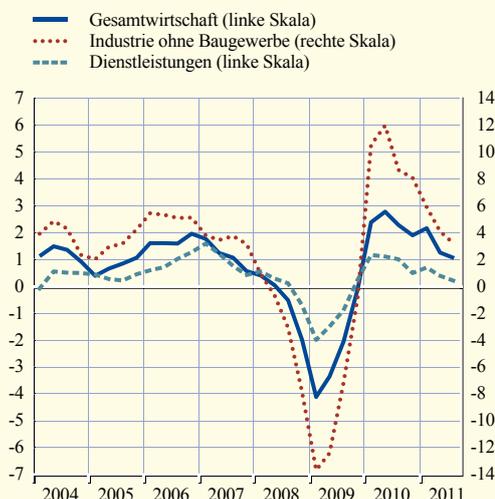
viertel 2011 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal zurück, nachdem sie in den vorangegangenen zwei Quartalen einen Zuwachs verzeichnet hatte (siehe Tabelle 7). Dagegen stieg die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden verglichen mit dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum im dritten Vierteljahr um 0,1 %. Aufgeschlüsselt nach Sektoren weisen die aktuellen Angaben für den Zeitraum vom zweiten bis zum dritten Quartal im Quartalsvergleich eine nach wie vor stabile Beschäftigtenzahl in der Industrie (ohne Baugewerbe) wie auch im Dienstleistungssektor aus, während die Beschäftigung im Baugewerbe deutlich zurückging (-1,6 %).

Obwohl das BIP-Wachstum im dritten Quartal in vierteljährlicher Betrachtung über dem Beschäftigungszuwachs lag, verringerte sich die Jahreswachstumsrate der Arbeitsproduktivität je Beschäftigten auf 1,0 % nach 1,3 % im zweiten Jahresviertel (siehe Abbildung 32). Zugleich ging die Vorjahrsrate der Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde im dritten Quartal weiter zurück, und zwar um 0,5 Prozentpunkte auf 0,8 %. Die jüngste Entwicklung des entsprechenden EMITeilindex deutet auf eine weitere Abnahme des Produktivitätswachstums im letzten Vierteljahr 2011 hin.

Die Arbeitslosenquote lag im Dezember unverändert gegenüber dem Vormonat bei 10,4 % (siehe Abbildung 33). Dies entspricht einer Zunahme von 0,5 Prozentpunkten im Vergleich

Abbildung 32 Arbeitsproduktivität je Beschäftigten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

zum April 2011, als die Arbeitslosenquote wieder anzusteigen begann. Für das letzte Jahresviertel 2011 und den Beginn des ersten Quartals 2012 signalisieren die Umfrageindikatoren eine anhaltend negative Beschäftigungsentwicklung sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor (siehe Abbildung 31). Die jüngsten Daten stehen im Einklang mit einer Aufwärtskorrektur der im Rahmen des Survey of Professional Forecasters erwarteten Arbeitslosenquote für 2012 und 2013 (siehe Kasten 7 in Abschnitt 3).

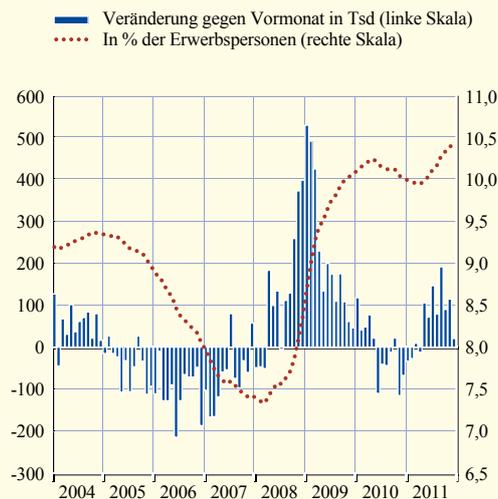
#### 4.3 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Im vierten Quartal 2011 dürfte das reale BIP-Wachstum sehr schwach gewesen sein. Den Umfrageergebnissen für die letzten zwei Monate zufolge gibt es erste Anzeichen für eine Stabilisierung der Wirtschaftstätigkeit auf niedrigem Niveau. Im Jahresverlauf 2012 wird mit einer sehr allmählichen wirtschaftlichen Erholung im Euro-Währungsgebiet gerechnet. Die sehr niedrigen kurzfristigen Zinssätze und alle getroffenen Maßnahmen zur Förderung der ordnungsgemäßen Funktionsfähigkeit des Finanzsektors im Eurogebiet unterstützen die Wirtschaft des Euroraums. Darüber hinaus haben die Spannungen an den Finanzmärkten infolge der geldpolitischen Maßnahmen abgenommen, was jedoch auch auf die Fortschritte bei der Stärkung des Steuerungsrahmens für das Euro-Währungsgebiet und die intensiveren Bemühungen um Haushaltskonsolidierung in mehreren Euro-Ländern zurückzuführen ist. Allerdings sorgen die schwache Entwicklung der weltweiten Nachfrage, die anhaltenden Spannungen an den Staatsanleihemärkten im Euroraum und deren Einfluss auf die Kreditvergabebedingungen sowie der Prozess der Bilanzanpassungen im finanziellen und nichtfinanziellen Sektor weiterhin für eine Dämpfung der zugrunde liegenden Wachstumsdynamik.

Diese Aussichten sind mit Abwärtsrisiken behaftet, die sich vor allem aus den Spannungen an den Staatsanleihemärkten des Eurogebiets und deren möglichem Übergreifen auf die Realwirtschaft des Euroraums ergeben. Auch aus einer möglicherweise ungünstigen weltwirtschaftlichen Entwicklung, aus stärker als erwartet steigenden Rohstoffpreisen, Protektionismusbestrebungen und der Möglichkeit einer ungeordneten Korrektur globaler Ungleichgewichte erwachsen Abwärtsrisiken.

Abbildung 33 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

## AUFSÄTZE

# GELDMENGEN- UND KREDITWACHSTUM NACH WIRTSCHAFTS- UND FINANZKRISEN AUS EINER HISTORISCHEN GLOBALEN PERSPEKTIVE



*Das Verlaufsmuster des durchschnittlichen Geldmengen- und Kreditwachstums während vergangener Wirtschafts- und Finanzkrisen ist ein nützlicher Richtwert für die Beurteilung der aktuellen und künftigen Entwicklung von Geldmenge, Kreditvergabe und Produktion. Dies gilt insbesondere, wenn zwischen verschiedenen Rezessionstypen unterschieden wird, genauer gesagt zwischen Rezessionen, die mit Finanzkrisen zusammenfallen, und solchen, auf die dies nicht zutrifft. Im vorliegenden Aufsatz werden historische Richtwerte für diese Rezessionstypen gewonnen. Anschließend wird ein Vergleich zwischen den stilisierten Verlaufsmustern und den Daten für das Euro-Währungsgebiet der letzten Jahre gezogen. Bei einem Vergleich des jüngsten konjunkturellen Abschwungs mit Rezessionen, die von systemischen Banken Krisen begleitet wurden, scheint die jüngste Geldmengen- und Kreditentwicklung im Euroraum weitgehend mit den allgemeinen Mustern übereinzustimmen, die in Rezessions- und Aufschwungsphasen in Volkswirtschaften der OECD seit 1960 zu beobachten waren. So weisen etwa das Wachstum der weit gefassten wie auch der eng gefassten Geldmenge sowie das inländische Kreditwachstum in solchen Zeiträumen normalerweise eine divergierende Entwicklung auf, wobei das Wachstum von M1 dem konjunkturellen Umschwung üblicherweise vorausläuft, das weit gefasste Geldmengenwachstum sich im Einklang mit diesem entwickelt (wenngleich der Rückgang während des Abschwungs weniger stark ausgeprägt ist) und das Kreditwachstum dem konjunkturellen Aufschwung für gewöhnlich mit einer Verzögerung folgt. In Zukunft kann eine gewisse Verstärkung der Wechselwirkungen zwischen den Geldmengen- und Kreditaggregaten des Eurogebiets nicht ausgeschlossen werden (wobei die Produktion im Ergebnis möglicherweise von den historischen Durchschnittswerten abweicht), was vornehmlich auf das Nebeneinander verschiedener Faktoren zurückzuführen ist. Hierzu zählen unter anderem a) die ungewöhnlich hohe private und öffentliche Verschuldung in den vergangenen Jahren, b) das Zusammenwirken von Staatsschuldenkrise, Sorgen der Anleger und Druck im Bereich der Finanzierung und Kapitalausstattung von Banken in mehreren europäischen Ländern sowie c) das stärkere Übergreifen der Krise auf internationaler Ebene.*

### I EINLEITUNG

Die Geldmengenaggregate werden von der EZB laufend beobachtet, um im Rahmen der monetären Säule den mittel- bis langfristigen Inflationsdruck zu ermitteln. Dabei ist es hilfreich, die einzelnen Komponenten und Gegenposten der monetären Aggregate auf Grundlage ihres Persistenzgrads zu beurteilen (wobei die Komponenten bei niedrigen Frequenzen und bei Konjunkturzyklus-Frequenzen für die vorliegende Untersuchung potenziell von Nutzen sind), da die Rolle des Geldes in der Volkswirtschaft durch eine Reihe von Faktoren, einschließlich der jeweiligen Phase des Konjunkturzyklus, bestimmt wird. Die Analyse der Verlaufsmuster der weit gefassten Geldmenge und ihrer Komponenten und Gegenposten in einer bestimmten Phase des Konjunkturzyklus – in diesem Fall in einer Rezessionsphase – kann also zu einem besseren Verständnis der von den

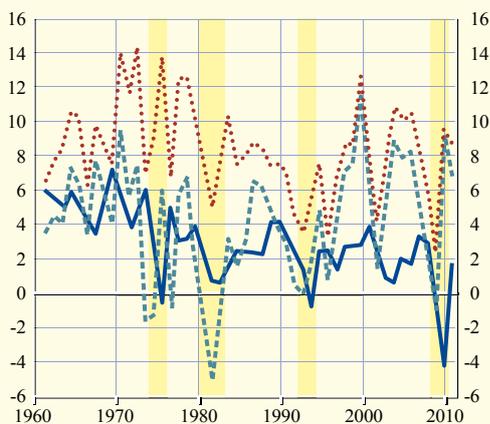
monetären Entwicklungen ausgehenden Signale beitragen. Eine solche Analyse gibt nicht nur Einblick in die künftige Entwicklung des Geldmengenwachstums, sondern ermöglicht eine Beurteilung, inwieweit die aktuelle und die künftige Entwicklung der Geldmengenaggregate möglicherweise vorübergehender Natur sind, und eine Einschätzung der entsprechenden Auswirkungen auf Produktion und Inflation.<sup>1</sup> Der Aufsatz befasst sich vor diesem Hintergrund mit der jüngsten Entwicklung der weit gefassten Geldmenge im Euroraum und ihrer Hauptkomponente (d. h. der eng gefassten Geldmenge) sowie ihres Hauptgegenpostens (d. h. der inländischen Kreditvergabe) und stellt sie der Entwicklung in mehreren OECD-Ländern während einer Reihe von Rezessionen, die

<sup>1</sup> Weitere Einzelheiten zu den verschiedenen Aspekten der monetären Analyse der EZB finden sich in: L. Papademos und J. Stark (Hrsg.), *Enhancing monetary analysis*, EZB, 2010.

**Abbildung 1 Wachstum des realen BIP und der eng gefassten Geldmenge im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegenüber Vorjahr in %)

— Reales BIP-Wachstum  
 ..... Nominales Wachstum der eng gefassten Geldmenge  
 - - - Reales Wachstum der eng gefassten Geldmenge

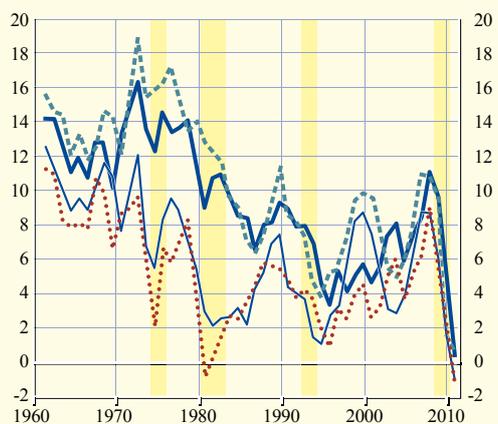


Quellen: EZB, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die schattierten Bereiche stellen Rezessionen im Euro-Währungsgebiet gemäß der Definition des Euro Area Business Cycle Dating Committee des Centre for Economic Policy Research dar.

**Abbildung 2 Wachstum der weit gefassten Geldmenge und der inländischen Kredite im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

— Nominales Wachstum der weit gefassten Geldmenge  
 ..... Reales Wachstum der weit gefassten Geldmenge  
 - - - Nominales Wachstum der inländischen Kredite  
 — Reales Wachstum der inländischen Kredite



Quellen: EZB, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die schattierten Bereiche stellen Rezessionen im Euro-Währungsgebiet gemäß der Definition des Euro Area Business Cycle Dating Committee des Centre for Economic Policy Research dar.

seit 1960 zu beobachten waren, gegenüber.<sup>2</sup> Es wird ein Vergleich zwischen den jüngsten Entwicklungen und den allgemeinen Verlaufsmustern gezogen, die während oder nach vergangenen Rezessionen zu beobachten waren. Ein besonderer Schwerpunkt liegt dabei auf Rezessionen, die mit einer systemischen Bankenkrise zusammenfielen, da es sich hierbei mit Blick auf die jüngste Krise wohl um den am besten geeigneten Bezugspunkt handelt.

2008 und 2009 verzeichneten das Eurogebiet und eine Reihe anderer fortgeschrittener Volkswirtschaften die schwerste Rezession seit mehreren Jahrzehnten. Im Euroraum war es die schärfste Rezession seit mindestens 1960 – synthetische jährliche Gesamtstatistiken mit einem hinlänglichen Erfassungsgrad lassen sich für den Zeitraum vor diesem Datum für das Eurogebiet nicht ermitteln – und womöglich sogar seit der Weltwirtschaftskrise der 1930er-Jahre (siehe Abbildung 1).<sup>3</sup> Der Wirtschaftsabschwung fiel mit großflächigen Spannungen an den Fi-

nanzmärkten zusammen und ging mit Schwierigkeiten im Bankensektor, dem Platzen von Vermögenspreisblasen und einer Verlangsamung des Kreditwachstums in einer beträchtlichen Zahl von Euro-Ländern und auch in mehreren anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften einher. Das Geldmengen- und Kreditwachstum wurde durch die Wirtschafts- und Finanzkrise merklich beeinträchtigt. So wies das Eurogebiet 2010 sowohl in realer als auch in nominaler Rechnung das schwächste Wachstum der weit gefassten Geldmenge und der inländischen

2 Dieser Aufsatz basiert auf den für den Zeitraum bis zum 15. Januar 2012 verfügbaren Daten.

3 Für den Zeitraum von 1995 bis 2010 basieren die Jahreswerte zum realen BIP des Euroraums auf den Daten von Eurostat (ESVG 95). Unter Verwendung von Daten der Europäischen Kommission (AMECO-Datenbank) werden die Daten von Eurostat um den Zeitraum von 1960 bis 1994 erweitert. Diese Zeitreihen zu den Aggregaten für das Eurogebiet beziehen sich auf die zwölf Länder, aus denen sich der Euroraum im Jahr 2002 zusammensetzte. Es handelt sich hierbei um das umfassendste Aggregat, für das in offiziellen Datenbanken historische Daten für den gesamten Zeitraum seit 1960 vorliegen.

Kreditvergabe seit mindestens 1960 auf (siehe Abbildung 2).<sup>4</sup> Das Wachstum der eng gefassten Geldmenge ging im Jahr 2008 sowohl nominal als auch real deutlich zurück, bevor es wieder anzog, womit sich seine Eigenschaft als Vorlaufindikator bezüglich der Wendepunkte beim Wachstum des realen BIP bestätigte. Eine ähnliche Entwicklung war auch in mehreren anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu beobachten.

Obwohl die jüngste Wirtschafts- und Finanzkrise in mancher Hinsicht ohne Beispiel ist, wenn man den Zeitraum seit dem Zweiten Weltkrieg betrachtet, lassen sich dennoch Lehren aus einem Vergleich mit anderen Rezessionen und Finanzkrisen in fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den vergangenen fünf Jahrzehnten ableiten. Die allgemeinen Entwicklungsmuster von Ereignissen in der Vergangenheit, die einige Gemeinsamkeiten mit der jüngsten Krise aufweisen, könnten sich somit als nützlicher Bezugspunkt für die Beurteilung der gegenwärtigen Dynamik von Geldmenge und Kreditvergabe und für einen besseren Einblick in die künftige Entwicklung erweisen. Es versteht sich von selbst, dass jede Krise ganz eigene Merkmale aufweist. Dies darf nicht vergessen werden, damit die historischen Muster nicht automatisch auf die gegenwärtige Situation übertragen werden. Darüber hinaus ist es wichtig, nicht nur die historischen Gesetzmäßigkeiten und die damit verbundenen Unsicherheiten zu bewerten, sondern auch Faktoren zu untersuchen, die eine Abweichung von diesen allgemeinen Mustern signalisieren könnten.

Der vorliegende Aufsatz gliedert sich wie folgt: Abschnitt 2 gibt einen Überblick über die generelle Entwicklung des Wachstums der weit und der eng gefassten Geldmenge sowie der inländischen Kreditvergabe in Rezessionsphasen in OECD-Ländern von 1960 bis 2010 unter besonderer Berücksichtigung bestimmter Rezessionstypen. Da hiervon die kurz- bis mittelfristige Dynamik der Produktion betroffen ist, liegt der Schwerpunkt auf Geldmengen- und Kreditaggregaten in realer Rechnung. Abschnitt 3 befasst sich mit den wichtigsten Faktoren, die den verschiedenen Verlaufsmustern des Geldmen-

gen- und Kreditwachstums in Rezessionsphasen zugrunde liegen. Darüber hinaus werden dort auch die Sonderfaktoren herausgearbeitet, die möglicherweise dazu führen könnten, dass das Geldmengen- und Kreditwachstum im Euroraum von den historischen Durchschnittswerten abweicht. Auf der Grundlage der vorhergehenden Analyse werden abschließend einige allgemeine Folgerungen in Bezug auf die künftige Erholung des Geldmengen- und Kreditwachstums im Eurogebiet gezogen.

## 2 VERLAUFMUSTER DES GELDMENGEN- UND KREDITWACHSTUMS IN KRISENZEITEN

Rezessionen sind in allen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ein wiederkehrendes Phänomen. Dies lässt sich beispielsweise anhand einer einfachen Daumenregel illustrieren, der zufolge Rezessionen als Zeiträume mit negativem jährlichen Wachstum des realen BIP von einem oder mehr Jahren definiert sind. Nicht alle Rezessionen im Sinne der herkömmlichen Definition werden damit erfasst, sondern nur die schwerwiegenden Abschwungphasen. Allerdings erlebten die fortgeschrittenen Volkswirtschaften, für die historische Daten vorliegen (in diesem Fall zwölf Länder des Euroraums und elf weitere OECD-Länder), selbst bei Zugrundelegung dieser engeren Definition im Zeitraum von 1960 bis 2010 87 Rezessionen (siehe Abbildung 3).<sup>5</sup> Diese wiesen im Schnitt eine Länge von 1,4 Jah-

4 Die jährlichen Angaben zu den Geldmengen- und Kreditaggregaten sowie zu den Verbraucherpreisen im Euroraum (mit denen die Zeitreihen zu Geldmenge und Krediten deflationiert werden) für den Zeitraum von 1980 bis 2010 basieren auf Daten der EZB. Unter Verwendung von Daten der Europäischen Kommission (AMECO-Datenbank) werden die Daten der EZB um den Zeitraum von 1960 bis 1979 erweitert. Diese Zeitreihen zu den Aggregaten für das Eurogebiet beziehen sich auf die zwölf Länder, aus denen sich der Euroraum im Jahr 2002 zusammensetzte. Es handelt sich hierbei um das umfassendste Aggregat, für das in offiziellen Datenbanken historische Daten für den gesamten Zeitraum seit 1960 vorliegen.

5 Die folgenden Länder des Eurogebiets werden berücksichtigt: Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien. Zu den anderen OECD-Ländern zählen Australien, Dänemark, Island, Japan, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, die Schweiz, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten.

ren auf, was einer Wahrscheinlichkeit von 11 % für das Auftreten einer Rezession in einem Land in einem gegebenen Jahr entspricht.

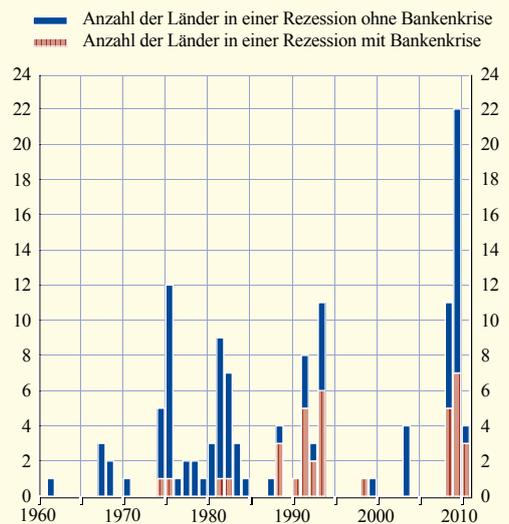
Auch Finanzkrisen waren in diesem Zeitraum längst keine Seltenheit. So kam es laut einer häufig genutzten Chronologie der Bankenrisen<sup>6</sup> in den 23 betrachteten OECD-Ländern zu 24 Bankenrisen (d. h. Bankenrisen von einem oder mehr Jahren), die im Durchschnitt vier Jahre dauerten, was einer Wahrscheinlichkeit von rund 8 % für das Auftreten einer Bankenrisen in einem Land in einem gegebenen Jahr entspricht. Die untersuchte Stichprobe umfasst 23 Ereignisse, bei denen sowohl eine Rezession als auch eine Bankenrisen zu beobachten waren (d. h. die Bankenrisen trat entweder im selben Jahr wie die Rezession oder in den unmittelbar vorausgehenden bzw. folgenden Jahren auf). Den Daten zufolge kam es Mitte der 1970er-Jahre, Anfang der 1980er-Jahre, Anfang der 1990er-Jahre und im Zeitraum von 2008 bis 2010 auf breiter Front zu Rezessionen, die zum Teil von Bankenrisen begleitet wurden.

#### DURCHSCHNITTLICHES WACHSTUM DER WEIT GEFASSTEN GELDMENGE IN KRISENZEITEN

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge<sup>7</sup> ist in der Regel ein guter Vorlaufindikator der mittel- bis längerfristigen Verbraucherpreisinflation. Entwicklungen des realen Wachstums der weit gefassten Geldmenge innerhalb des Konjunkturzyklus hängen aber auch mit dem realen BIP-Wachstum zusammen. Im Bereich dieser Frequenzen wird die Geldnachfrage zudem auch durch Portfolioüberlegungen im Zusammenhang mit der konjunkturellen Entwicklung beeinflusst. Die Erfahrungen aus den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den vergangenen fünf Jahrzehnten legen nahe, dass sich das reale Wachstum der weit gefassten Geldmenge in einer Rezessionsphase tendenziell im Einklang mit dem realen BIP-Wachstum verringert (wobei es weniger stark nachgibt und weiterhin ein positives Vorzeichen aufweist; siehe Abbildung 4). Darüber hinaus erreicht das reale Wachstum der weit gefassten Geldmenge normalerweise zum gleichen Zeitpunkt einen Tiefpunkt wie das reale BIP-

Abbildung 3 Rezessionen und Bankenrisen in OECD-Ländern (1960-2010)

(Anzahl der Länder)



Quellen: EZB, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Es werden 23 OECD-Länder betrachtet: 12 Länder des Euro-Währungsgebiets und 11 weitere OECD-Länder (siehe Fußnote 5). Definitionen von Rezessionen und Bankenrisen finden sich im Haupttext und in Fußnote 8.

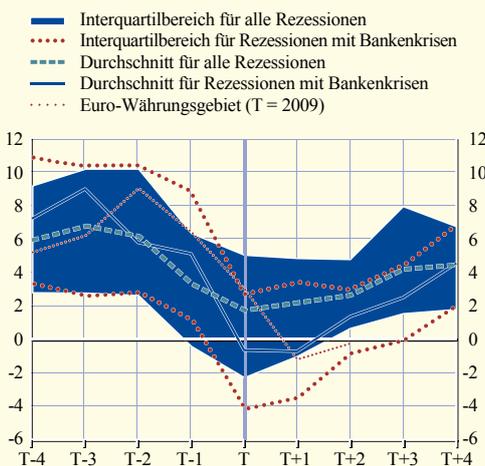
Wachstum, und im Anschluss an Rezessionen erholt sich das Geldmengenwachstum in aller Regel relativ langsam. Die Tatsache, dass sich das reale Wachstum der weit gefassten Geldmenge in Rezessionsphasen im Einklang mit dem realen BIP-Wachstum entwickelt – wobei es nicht ganz so stark nachlässt wie das BIP-Wachstum –, könnte auf verschiedene Faktoren zurückzuführen sein. Hierzu zählen etwa a) Portfolioumschichtungen hin zu liquideren und weniger risikoreichen Instrumenten zur Minderung

6 Siehe C. Reinhart und K. Rogoff, *This time is different. Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press, Princeton, 2009 (insbesondere Data Appendix A.3).

7 Als Näherungswert für die weit gefasste Geldmenge wird hier M3 oder, soweit nicht anders möglich, M2 verwendet. Diese Zeitreihen werden mit harmonisierten Verbraucherpreisindizes oder, sofern dies nicht möglich ist, mit Verbraucherpreisindizes deflationiert. Die Daten stammen in erster Linie von der EZB und der Europäischen Kommission (AMECO-Datenbank), wobei fehlende Daten von der BIZ (BISM-Datenbank), dem IWF (IFS-Datenbank) und der OECD (Economic-Outlook-Datenbank) bezogen werden. Die Durchschnittswerte basieren auf Länderdaten, es werden also keine Angaben für das Euro-Währungsgebiet insgesamt ausgewiesen.

**Abbildung 4 Durchschnittliches reales Wachstum der weit gefassten Geldmenge vor, während und nach Rezessionen und Banken Krisen**

(Veränderungen gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quellen: EZB, Europäische Kommission, BIZ, IWF, OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Es werden 23 OECD-Länder betrachtet: 12 Länder des Euro-Währungsgebiets und 11 weitere OECD-Länder (siehe Fußnote 5). Die Durchschnittswerte basieren auf Länderdaten, es werden also keine Angaben für das Euro-Währungsgebiet insgesamt ausgewiesen. Der Zeitraum „T“ bezieht sich auf das erste Jahr einer Rezession. Definitionen von Rezessionen und Banken Krisen finden sich im Haupttext und in Fußnote 8. Bei den Angaben zum Euro-Währungsgebiet im Jahr 2011 handelt es sich um Schätzungen auf der Grundlage von Daten bis November 2011.

des Portfoliorisikos oder aus Vorsichtsmotiven oder b) das Erfordernis, einen Wachstumsrückgang beim verfügbaren Einkommen auszugleichen und die Konsumausgaben durch eine Verringerung der Ersparnis in langfristigen Geldanlagen zu glätten. Portfolioumschichtungen zugunsten risikoreicherer Anlagen während eines Aufschwungs könnten eine Erklärung für die langsamere Erholung des Wachstums der weit gefassten Geldmenge im Vergleich zur Produktion liefern. Die Variabilität des realen Wachstums der weit gefassten Geldmenge ist in Rezessionsphasen in der Regel signifikant, wie sich an einer durchschnittlichen Differenz von 6 Prozentpunkten zwischen dem oberen und dem unteren Quartil ablesen lässt. Das reale M3-Wachstum im Eurogebiet scheint sich in der jüngsten Zeit ähnlich entwickelt zu haben wie im Durchschnitt der vorherigen Rezessionen, wenngleich sich der Wachstumsrückgang 2010 trotz Rezessionsende fortsetzte. Allerdings scheint ein derartiger verzögerter Aufschwung typisch für Re-

zessionen zu sein, die von einer Bankenkrise begleitet werden.<sup>8</sup> Folglich lässt sich festhalten, dass die geringfügige Erholung des realen Wachstums der weit gefassten Geldmenge im Euroraum im Jahr 2011 auch weitgehend mit der Entwicklung in vorherigen Rezessionen im Einklang stand, die von einer Bankenkrise begleitet wurden.

### DURCHSCHNITTLICHES WACHSTUM DER ENG GEFASSTEN GELDMENGE IN KRISENZEITEN

Das reale Wachstum der eng gefassten Geldmenge<sup>9</sup> M1 weist in der Regel eine enge Beziehung zur realen Wirtschaftstätigkeit auf. Zwar ist das reale M1-Wachstum ein nicht ganz so verlässlicher Indikator für die Stärke des realen BIP-Wachstums, es eignet sich normalerweise aber gut als Vorlaufindikator von Wendepunkten in der konjunkturellen Entwicklung. Obwohl also zwischen dem realen Wachstum der eng gefassten Geldmenge und dem realen BIP-Wachstum, was die untersuchte Stichprobe angeht, im Durchschnitt eine signifikante Korrelation besteht, die aber mit 23 % nicht besonders stark ist, scheint das reale M1-Wachstum unmittelbar vor und nach Rezessionen über einen sehr brauchbaren Informationsgehalt zu verfügen. Im Mittel verringert sich das reale M1-Wachstum im Jahr vor einer Rezession auf eine Marke in der Nähe von null, bevor im ersten Jahr der Rezession eine langsame Erholung einsetzt (siehe Abbildung 5). Treffen Rezessionen jedoch mit Banken Krisen zusammen, so geht das reale M1-Wachstum im ersten Jahr der Rezession üblicherweise weiter zurück. Es ist also davon auszugehen, dass das Wachstum der weit und der eng gefassten Geldmenge im

8 Rezessionen, die von einer Bankenkrise begleitet werden, sind als Rezessionen (d. h. negatives reales BIP-Wachstum von einem oder mehr Jahren) bei zeitgleicher Bankenkrise oder Rezessionen mit unmittelbar vorausgehender oder folgender Bankenkrise definiert. Unter Zugrundelegung dieser Definition waren 23 der 87 Rezessionen aus der Stichprobe mit einer Bankenkrise verbunden. 17 hiervon ereigneten sich im Zeitraum vor 2007. Auch wenn die Rezession von 2008 bis 2010 bei den Durchschnitten unberücksichtigt bleibt, ergeben sich keine wesentlichen Änderungen der Evidenz.

9 Die eng gefasste Geldmenge wird hier für alle Länder mithilfe der Geldmenge M1 ermittelt. Einzelheiten zu Datenaufbereitung und -quellen finden sich in Fußnote 7.

Durchschnitt im ersten Jahr einer Rezession tendenziell auseinander läuft, wobei dies bei einer Rezession, die von einer Bankenkrise begleitet wird, weniger wahrscheinlich ist. Diese Divergenz dürfte auf die unterschiedliche Liquidität der Hauptkomponenten der weit gefassten Geldmenge zurückzuführen sein: Die eng gefasste Geldmenge verzeichnet in Zeiten erhöhter Unsicherheit Mittelzuflüsse zulasten anderer Komponenten (beispielsweise aufgrund der niedrigeren Opportunitätskosten der Haltung von Bargeld und von täglich fälligen Einlagen), und sie ermöglicht es den Akteuren, schneller zu handeln, was die Verlagerung von Mitteln in Reaktion auf Änderungen der konjunkturellen Ausichten anbelangt.

Die Variabilität des realen Wachstums der eng gefassten Geldmenge in Rezessionsphasen ist deutlich höher als beim realen Wachstum der weit gefassten Geldmenge, was sich an der Differenz von 9 Prozentpunkten zwischen dem oberen und dem unteren Quartil ablesen lässt. Die jüngste Entwicklung des realen M1-Wachstums im Euroraum scheint etwas von diesem allgemeinen Muster abgewichen zu sein, was insbesondere für den merklichen Anstieg im Jahr 2009 und den anschließenden Rückgang gilt. Diese aktuellen Entwicklungen stimmen, was den Zeitraum nach einer Rezession (mit oder ohne Bankenkrise) betrifft, in großen Teilen nicht mit den allgemeinen historischen Mustern überein. Sie dürften folglich mit Faktoren im Zusammenhang stehen, die für die letzten Jahre spezifisch waren, insbesondere mit der hohen Unsicherheit und Volatilität.

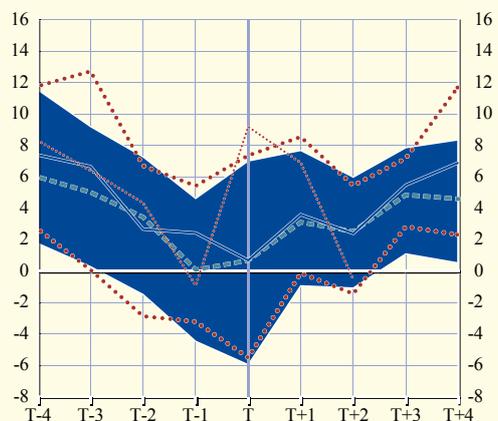
#### DURCHSCHNITTLICHES INLÄNDISCHES KREDITWACHSTUM IN KRISENZEITEN

Das reale inländische Kreditwachstum<sup>10</sup> verläuft in der Regel äußerst synchron zum realen BIP-Wachstum und scheint den Wendepunkten im Wachstum der Realwirtschaft oft mit einer leichten Verzögerung zu folgen. Bestätigt wird dieser Befund durch die Entwicklung des durchschnittlichen inländischen Kreditwachstums in Krisenzeiten, die in OECD-Ländern in den vergangenen fünf Jahrzehnten beobachtet wurde. So ist

**Abbildung 5 Durchschnittliches reales Wachstum der eng gefassten Geldmenge vor, während und nach Rezessionen und Banken Krisen**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)

- Interquartilbereich für alle Rezessionen
- Interquartilbereich für Rezessionen mit Banken Krisen
- Durchschnitt für alle Rezessionen
- Durchschnitt für Rezessionen mit Banken Krisen
- Euro-Währungsgebiet (T = 2009)



Quellen: EZB, Europäische Kommission, BIZ, IWF, OECD und EZB-Berechnungen.

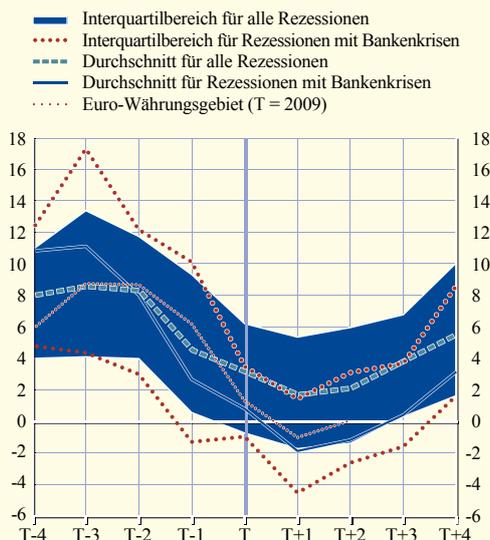
Anmerkung: Es werden 23 OECD-Länder betrachtet: 12 Länder des Euro-Währungsgebiets und 11 weitere OECD-Länder (siehe Fußnote 5). Die Durchschnittswerte basieren auf Länderdaten, es werden also keine Angaben für das Euro-Währungsgebiet insgesamt ausgewiesen. Der Zeitraum „T“ bezieht sich auf das erste Jahr einer Rezession. Definitionen von Rezessionen und Banken Krisen finden sich im Haupttext und in Fußnote 8. Bei den Angaben zum Euro-Währungsgebiet im Jahr 2011 handelt es sich um Schätzungen auf der Grundlage von Daten bis November 2011.

das reale Kreditwachstum normalerweise in den zwei Jahren unmittelbar vor einer Rezession zurückgegangen und dann im folgenden Jahr weiter gesunken, bevor es sich in den Folgejahren nur zögerlich erholte (siehe Abbildung 6). Das reale Kreditwachstum geht üblicherweise stärker zurück, wenn Rezessionen von Banken Krisen

10 Als Näherungswert der inländischen Kreditvergabe wird hier die Buchkreditvergabe durch den Bankensektor an inländische Gebietsansässige ohne Banken verwendet. Die historischen Daten beziehen sich im Wesentlichen auf die Gesamtkreditvergabe und nicht nur die Buchkredite an Gebietsansässige (d. h., sie umfassen andere Arten von Forderungen gegenüber dem nichtfinanziellen privaten Sektor, wie beispielsweise Unternehmensanleihen). Die Angaben zum Wachstum der Buchkredite werden daher unter Zuhilfenahme von Daten zum Wachstum der inländischen Kreditvergabe in die Vergangenheit erweitert. Diese Zeitreihen werden mit harmonisierten Verbraucherpreisindizes oder, sofern dies nicht möglich ist, mit Verbraucherpreisindizes deflationiert. Die wichtigsten Datenquellen sind die EZB, die BIZ (BISM-Datenbank) und der IWF (IFS-Datenbank). Die Durchschnittswerte basieren auf Länderdaten, es werden also keine Angaben für das Euro-Währungsgebiet insgesamt ausgewiesen.

**Abbildung 6 Durchschnittliches reales inländisches Kreditwachstum vor, während und nach Rezessionen und Banken Krisen**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quellen: EZB, Europäische Kommission, BIZ, IWF, OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Es werden 23 OECD-Länder betrachtet: 12 Länder des Euro-Währungsgebiets und 11 weitere OECD-Länder (siehe Fußnote 5). Die Durchschnittswerte basieren auf Länderdaten, es werden also keine Angaben für das Euro-Währungsgebiet insgesamt ausgewiesen. Der Zeitraum „T“ bezieht sich auf das erste Jahr einer Rezession. Definitionen von Rezessionen und Banken Krisen finden sich im Haupttext und in Fußnote 8. Bei den Angaben zum Euro-Währungsgebiet im Jahr 2011 handelt es sich um Schätzungen auf der Grundlage von Daten bis November 2011.

sen begleitet werden, und kehrt sich in den zwei Jahren nach dem ersten Jahr der Rezession sogar ins Negative. Dies deutet darauf hin, dass sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge und ihr Hauptgegenposten (also das inländische Kreditwachstum) nach dem ersten Jahr einer Rezession in der Regel auseinanderentwickeln. Verantwortlich hierfür dürften die „kreditlosen“ Aufschwünge sein, die oft zu beobachten sind und sich auf verschiedene Faktoren zurückführen lassen. Erstens wird zwar die weit gefasste Geldmenge von den bereits erwähnten Umschichtungen in liquidere Vermögenswerte gestützt, es könnte aber für Banken zunehmend schwieriger werden, sich über die Kapitalmärkte zu refinanzieren. Damit ergibt sich wiederum eine Verkürzung der Bankbilanzen, ein Rückgang des Kreditangebots und die Notwendigkeit eines Abbaus von Forderungen (Deleveraging) in Rezessionen (wobei dieser Abbau womöglich

bis in die Anfangsphase des Aufschwungs hinein andauert, d. h., bis sich die Nachhaltigkeit der Erholung abzeichnet). Es versteht sich von selbst, dass diese Probleme in Rezessionen, die von einer Bankenkrise begleitet werden, eine größere Tragweite haben, da derartige Rezessionen oft von einer Verringerung der gesamten Bankaktiva und der Buchkreditbestände der Banken (in realer Rechnung) geprägt sind.<sup>11</sup> Zweitens könnten die Banken zur Begrenzung des Anteils notleidender Buchkredite (der in Rezessionen normalerweise zunimmt) und angesichts von Informationsasymmetrien, wie beispielsweise adverser Selektion und Moral Hazard, dazu tendieren, den Umfang der Gewährung von Buchkrediten einzuschränken, anstatt in erster Linie eine Anpassung der Kreditzinsen vorzunehmen. Drittens könnten nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in der Anfangsphase eines Aufschwungs bevorzugt auf Mittel der Innenfinanzierung, auf die marktbasierende Finanzierung und auf Kredite verbundener Unternehmen zurückgreifen, um die Finanzierung ihrer Investitionen zu gewährleisten, ihr Risiko gegenüber dem Bankensystem zu verringern und ihre Verschuldungsquoten abzubauen.

Was die Variabilität des realen Kreditwachstums in Rezessionsphasen anbelangt, so scheint sie im Vergleich zu den Beobachtungen beim realen Wachstum der weit gefassten Geldmenge relativ hoch zu sein und nur geringfügig unter dem Wert für das reale Wachstum der eng gefassten Geldmenge zu liegen (die durchschnittliche Differenz zwischen dem oberen und dem unteren Quartil beläuft sich auf 8 Prozentpunkte). Die Entwicklung des realen inländischen Kreditwachstums im Euroraum in den vergangenen Jahren stimmte weitgehend mit dem Verlauf in vorherigen Rezessionsphasen, die mit Banken Krisen einhergingen, überein.

Auf Grundlage der obigen Ausführungen lassen sich folgende Schlüsse ziehen: In der Regel weist

<sup>11</sup> Siehe beispielsweise die Evidenz in: EZB, Der Bankensektor in systemischen Krisen: Lehren aus der Vergangenheit, Kasten 3, in: Die jüngste Rezession im Euro-Währungsgebiet aus historischer Sicht, Monatsbericht November 2009.

die Entwicklung des realen Wachstums der weit gefassten Geldmenge insgesamt einen Gleichlauf mit dem realen BIP-Wachstum auf, während das reale Wachstum der eng gefassten Geldmenge dem Wendepunkt in der Wirtschaftsaktivität vorausgeht und das reale inländische Kreditwachstum dem Konjunkturzyklus hinterherhinkt. Folglich weichen sowohl die Hauptkomponente als auch der Hauptgegenposten der weit gefassten Geldmenge in Rezessionsphasen und in der Anfangszeit eines Aufschwungs tendenziell vom M3-Wachstum ab. Diese Abweichung konnte bis zu einem gewissen Grad auch im Zusammenhang mit einigen bedeutenden historischen Ereignissen, wie der Großen Depression in den Vereinigten Staaten und dem „verlorenen Jahrzehnt“ in Japan, beobachtet werden (siehe hierzu auch Kasten 1 bzw. Kasten 2). Die in den beiden Kä-

sten präsentierten Daten unterstreichen auch die Bedeutung einer parallelen Bankenkrise für das Verlaufsmuster von Geldmengen- und Kreditwachstum. Das reale Wachstum der eng gefassten Geldmenge, und in etwas geringerem Umfang auch jenes der inländischen Kreditvergabe, weist in Rezessionsphasen, die von einer Bankenkrise begleitet werden, in der Regel eine erheblich größere Variabilität auf als das reale Wachstum der weit gefassten Geldmenge. Die jüngste Entwicklung der Geldmengen- und Kreditaggregate im Eurogebiet entspricht im Großen und Ganzen diesen allgemeinen Verlaufsmustern, insbesondere bei einem Vergleich mit Rezessionen, die von Banken Krisen begleitet wurden (wobei das reale M1-Wachstum, dessen Volatilität höher als gewöhnlich ausfiel, möglicherweise eine Ausnahme darstellt).

#### Kasten 1

##### **GELDMENGEN- UND KREDITENTWICKLUNG IN DEN VEREINIGTEN STAATEN WÄHREND DER WELTWIRTSCHAFTSKRISE DER 1930ER-JAHRE**

Aufgrund der Art und der Schwere der jüngsten Finanzkrise werden bisweilen Parallelen zur Großen Depression in den Vereinigten Staaten gezogen. Betrachtet man insbesondere die Geldmengen- und Kreditentwicklung, so lassen sich zwei Beobachtungen machen. Erstens waren die Geldmenge und die Kreditaktivität während des Konjunkturabschwungs (d. h. im Zeitraum von 1929 bis 1933) deutlich rückläufig. Dabei brach die Kreditvergabe ähnlich stark ein wie die Wirtschaftstätigkeit, während die Kontraktion der Geldmenge etwas gemäßiger ausfiel. Zweitens entwickelten sich die Geldmenge und die Kredite während des anschließenden konjunkturellen Aufschwungs auseinander. Während sich die Geldmenge im Einklang mit der Wirtschaftstätigkeit ausweitete, wurde die Talsohle bei den Krediten später erreicht, und ein Anstieg setzte erst in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts ein, sodass in der Wirtschaft eine Art „kreditloser“ Aufschwung zu verzeichnen war.

Die Große Depression dauerte mehr als dreieinhalb Jahre an. Der gravierende Abschwung ging mit einer Reihe von Banken Krisen in den Jahren 1930 bis 1933 und einer länger anhaltenden Deflationsphase einher. Die letzte Bankenkrise gipfelte in der Anordnung einer einwöchigen Bankenschließung im März 1933 und der anschließenden Aussetzung des Goldstandards in den USA.

In dieser Zeit war die Geldmenge M2 sowohl in nominaler als auch in realer Rechnung stark rückläufig. Die Rückgänge waren langanhaltend und von beträchtlichem Ausmaß: Die Jahresänderungsrate der Geldmenge M2 brach auf -20 % (nominal) bzw. -10 % (real) ein. Verschärft wurde die Entwicklung ab Herbst 1930 durch eine Reihe von Bank-Runs (siehe Abbildung A). Zu einer nachhaltigeren Erholung der weit gefassten Geldmenge kam es erst nach der Bankenschließung und der Aussetzung des Goldstandards. Im Jahr 1936 – d. h. drei Jahre nach Ende der Rezession –

erreichten die eng und die weit gefasste Geldmenge schließlich wieder das vor der Weltwirtschaftskrise verzeichnete Niveau. Die monetäre Kontraktion spiegelte eine Umwandlung von Einlagen in Bargeld durch private Haushalte im Rahmen der Bank-Runs wider, was am Anstieg des Bargeldumlaufs Anfang der 1930er-Jahre deutlich wird. Gleichzeitig verringerten sich die bei den Banken gehaltenen Sicht- und Termineinlagen in nominaler Rechnung; eine Erholung setzte erst 1933 ein. Das stabile Geldmengenwachstum in der Zeit nach 1933 fiel mit dem konjunkturellen Aufschwung zusammen und war laut Romer<sup>1</sup> sowie Friedman und Schwartz<sup>2</sup> durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland bedingt, die mit der instabilen politischen Lage in Europa kurz vor Ausbruch des Zweiten Weltkriegs und der Wiedereinführung des Goldstandards in den Vereinigten Staaten im Jahr 1934 in Verbindung standen.

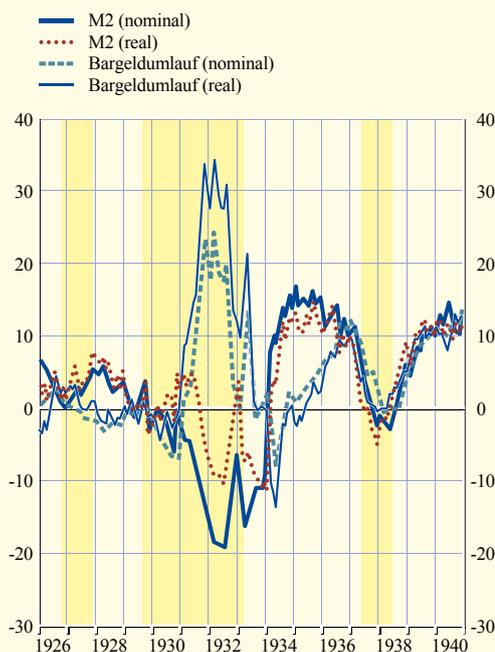
Was die Kreditentwicklung betrifft, so brach das Kreditvolumen sowohl in nominaler als auch in realer Rechnung in beispiellosem Ausmaß ein (siehe Abbildung B). Das reale Kreditwachstum verlangsamte sich 1929 erheblich und kehrte sich Mitte 1930 im Einklang mit der sinkenden Produktionstätigkeit ins Negative. Der Kreditrückgang im ersten Jahr der

Großen Depression war vom Umfang her nicht ohne historische Beispiele, doch mit Ausbruch der schweren Banken Krisen im Oktober 1930 spitzte sich die Creditsituation dramatisch zu. Von 1931 bis 1933 schrumpfte das Kreditvolumen immer stärker, und es wurden jährliche Änderungsraten zwischen -10 % und -20 % verbucht; dieser negative Trend setzte sich auch über das Ende des Konjunkturabschwungs hinaus fort. Die Kontraktion schwächte sich erst 1934 ab, und ein positives jährliches Kreditwachstum wurde erst wieder 1936 – d. h. drei Jahre nach Ende der Großen Depression – verzeichnet. Bis dahin war das Kreditvolumen gemessen am vor der Wirtschaftskrise verzeichneten Niveau insgesamt um fast 50 % gesunken.

Für den massiven Einbruch und die schleppende Erholung der Kreditvergabe waren mehrere Faktoren verantwortlich. Erstens reagierte die Kreditentwicklung angesichts der Stärke des konjunkturellen Abschwungs womöglich einfach auf die rückläufige gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion. Dies liefert jedoch keine hinreichende Erklärung dafür, dass sich die Kreditver-

Abbildung A Wachstum der weit gefassten Geldmenge und des Bargeldumlaufs in den Vereinigten Staaten während der Weltwirtschaftskrise der 1930er-Jahre

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: NBER, US Bureau of Labor Statistics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Monatsdaten für die Geldmenge M2 und den Bargeldumlauf. Die reale Geldmenge M2 und der reale Bargeldumlauf sind mit dem VPI deflationiert. Die schattierten Bereiche stellen Rezessionen gemäß der Definition des NBER dar.

1 Siehe C. Romer, What ended the Great Depression?, in: The Journal of Economic History, Bd. 52, Nr. 4, 1992, S. 757-784. Die Autorin kommt zu dem Schluss, dass der kräftige Anstieg des Geldangebots (gemessen an der Geldmenge M1) nicht auf endogene nachfragebedingte Anpassungen zurückzuführen war, da sich in den Jahren 1933 bis 1940 weder das Verhältnis von Reserven zu Einlagen noch das Verhältnis von Einlagen zu Bargeld erhöhte. Solche Veränderungen sind bei einer monetären Basis in einer bestimmten Höhe notwendige Voraussetzungen für endogene M1-Erhöhungen.

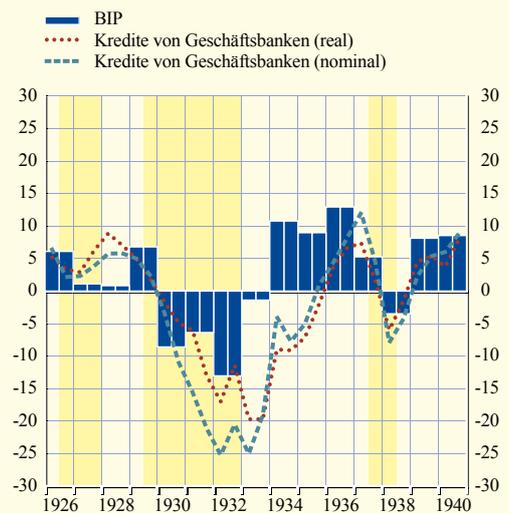
2 Siehe M. Friedman und A. Schwartz, A Monetary History of the United States, 1867-1960, Princeton University Press, Princeton, 1963.

gabe weiter abschwächte, nachdem der Wirtschaftsaufschwung eingesetzt hatte. Zweitens lässt sich die Kreditentwicklung möglicherweise durch angebotsseitige Beschränkungen erklären, die damit zusammenhängen, dass die Banken ihre (in der Regel über lange Zeit akkumulierten) Kreditnehmerdaten neu aufstellen mussten. Diese Informationen gingen im Zuge der zahlreichen Bankausfälle verloren, die ab 1930 zu beobachten waren und in deren Verlauf fast die Hälfte aller Banken ihre Tätigkeit aufgeben musste. Auch das veränderte Verhalten der Banken spielte eine Rolle, da sie angesichts der herrschenden Unsicherheit vorsorglich das Verhältnis ihrer Reserven zu den Einlagen erhöhten und verstärkt liquide Vermögenswerte (wie bei der Federal Reserve diskontierbare Staatsschuldentitel) bevorzugten. Dadurch konnten sie einen geringeren Anteil ihrer verfügbaren Mittel zur Gewährung langfristiger, illiquider Kredite an private Kreditnehmer einsetzen.<sup>3</sup> Drittens könnten auch nachfrageseitige Faktoren eine Rolle gespielt haben, da die Kreditnehmer womöglich bestrebt waren, ihren Verschuldungsgrad niedriger zu halten als vor der Großen Depression.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das Geldmengen- und Kreditwachstum in den USA während der Weltwirtschaftskrise drastisch einbrach. Die Erholung verlief schleppend und dauerte im Falle der Kreditvergabe sehr lange. Die in der Erholungsphase zu beobachtende Abkopplung der Geldmengendynamik von der Kreditentwicklung lässt sich wie folgt erklären: Einerseits spiegelte sich in der monetären Entwicklung das allmählich wieder aufkeimende Vertrauen in die Stabilität des Bankensystems wider.<sup>4</sup> Diese Tendenz wurde durch die konjunkturelle Erholung verstärkt, und auch die umfangreichen Mittelzuflüsse aus dem Ausland wirkten sich begünstigend aus. Andererseits war die gedämpfte Kreditdynamik im Großen und Ganzen auf angebotsseitige Beschränkungen zurückzuführen, die mit dem Bedürfnis der Banken, ihre im Zuge der unterschiedlichen Banken Krisen verloren gegangenen Kreditnehmerdaten neu aufzustellen, sowie mit der verstärkten Präferenz der Banken für als liquider oder risikogünstiger erachtete Vermögenswerte in Zusammenhang standen.

**Abbildung B Kreditwachstum in den Vereinigten Staaten während der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: US Bureau of Economic Analysis, US Bureau of Labor Statistics und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die halbjährlichen Daten zur Kreditvergabe basieren auf den Kreditsalden zum Juni und Dezember jeden Jahres. Die reale Kreditvergabe ist mit dem VPI deflationiert. Die schattierten Bereiche stellen Rezessionen gemäß der Definition des NBER dar.

3 Siehe B. Bernanke, Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression, in: American Economic Review, Bd. 73, Nr. 3, 1983, S. 257-276.

4 In Reaktion auf die Panik im Bankensystem im Jahr 1933 ergriff die US-Regierung eine Reihe von Maßnahmen zur Wahrung der Finanzstabilität, darunter die dauerhafte Einführung eines Einlagensicherungssystems.

## Kasten 2

**LEHREN AUS ASIEN: GELDMENGEN- UND KREDITWACHSTUM IN JAPAN IN UND NACH DEM „VERLORENEN JAHRZEHT“ SOWIE IN DEN AUFSTREBENDEN VOLKSWIRTSCHAFTEN ASIENS IN KRISENZEITEN**

Die japanische Krise der 1990er-Jahre (die häufig als verlorenes Jahrzehnt bezeichnet wird) und die Asienkrise der Jahre 1997 bis 1999 weisen einige Gemeinsamkeiten mit der jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise im Euro-Währungsgebiet auf. Ein Vergleich der Entwicklung des Geldmengen- und Kreditwachstums in diesen beiden Phasen kann daher aufschlussreich sein. Der vorliegende Kasten gliedert sich dementsprechend in zwei Abschnitte: Zunächst wird das Geldmengen- und Kreditwachstum in Japan in und nach dem verlorenen Jahrzehnt untersucht. Im Anschluss hieran wird auf die entsprechende Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens während der Asienkrise eingegangen.

**Geldmengen- und Kreditentwicklung während des verlorenen Jahrzehnts in Japan**

Nachfolgend werden drei wesentliche Beobachtungen im Hinblick auf die Geldmengen- und Kreditentwicklung in Japan in den 1990er-Jahren dargestellt. Erstens brach das Trendwachstum der Geldmenge und der Kreditvergabe nach dem Verfall der Aktien- und Grundstückspreise in den Jahren 1990 und 1991 drastisch ein. Zweitens begannen das Geldmengen- und das Kreditwachstum nach dem Ausbruch der Asienkrise im Jahr 1997 allmählich auseinanderzudriften, nachdem sie sich zuvor parallel entwickelt hatten. Während die breiter gefassten Geldmengenaggregate weiterhin ein moderates, aber stabiles Wachstum aufwiesen, ging der konjunkturelle Aufschwung nach der Asienkrise nicht mit einem Zuwachs bei den Krediten an den privaten Sektor einher. Letztere waren über fast ein ganzes Jahrzehnt hinweg rückläufig. Drittens traf das gemäßigte Wachstum der breit gefassten Geldmenge mit einer kräftigen Ausweitung der eng gefassten Geldmenge und einem sprunghaften Anstieg der Ausleihungen an den öffentlichen Sektor zusammen. Diese Erfahrungen aus Japan legen nahe, dass sich sowohl die Geldmenge als auch die Kreditvergabe im Gefolge von Finanzmarkturbulenzen längere Zeit verhalten entwickeln können und dass insbesondere das Kreditwachstum gedämpft bleiben kann, solange das Bankensystem weiter Schwächen aufweist.

In der Fachliteratur werden zur Erklärung der Abkopplung der Geldmengen- von der Kreditentwicklung in Japan während des verlorenen Jahrzehnts zwei wesentliche Hypothesen vorgebracht: die Kreditklemme und die Liquiditätsfalle. Die Hypothese der Kreditklemme führt die Abweichung der Geldmengendynamik von der Kreditexpansion in erster Linie auf die verzögerte Reaktion der Aufsichtsbehörden und die Rolle der Kreditangebotsbedingungen zurück. Der Preisverfall bei Aktien und Grundstücken Anfang der 1990er-Jahre zog große Verluste im Unternehmenssektor nach sich und beeinträchtigte zudem die Kreditwürdigkeit der Unternehmen, indem er die Werthaltigkeit ihrer Sicherheiten minderte. Dies hatte jedoch keine unmittelbare Einschränkung der Kreditvergabe zur Folge. Die Banken hielten ihre bestehenden Ausleihungen an notleidende Unternehmen aufrecht, um Ausfälle und Kreditabschreibungen zu begrenzen (eine Praktik, die als „Zombie Lending“<sup>1</sup> bezeichnet wird). Da zu jener Zeit nicht in großem Umfang Einlagen abgezogen wurden, hatten die Banken wenig Anreiz, ihre Bilanzen zu sanieren, und versuchten stattdessen, notleidende Kredite zu vertuschen. Folglich blieben ihre Bestände an Kredi-

1 Siehe R. J. Caballero, T. Hoshi und A. K. Kashyap, *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, in: *American Economic Review*, Bd. 98, Nr. 5, 2008, S. 1943-1977.

ten an den privaten Sektor zunächst im Großen und Ganzen stabil. Das Kreditwachstum kam fast zum Stillstand und gewann auch im Zuge der wirtschaftlichen Erholung ab 1994 nur geringfügig an Fahrt (siehe Abbildung A).

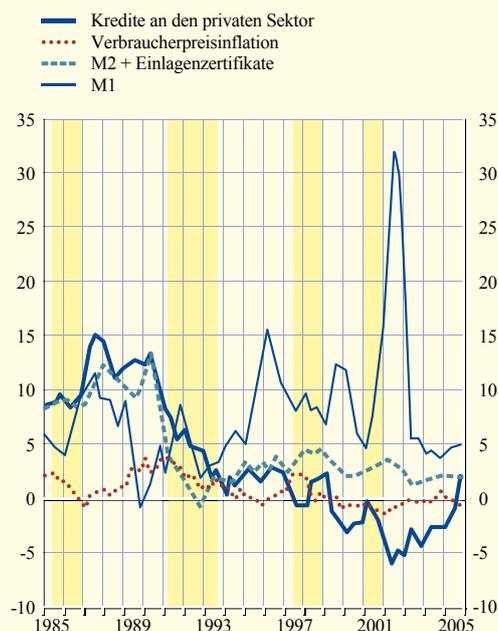
Die Regierung reagierte erst nach dem Ausfall einer Reihe von Banken im Jahr 1997 auf den Überhang an notleidenden Krediten, indem sie die Stundungsmöglichkeiten per Gesetz einschränkte und eine Rekapitalisierung finanzschwacher Banken erzwang. Die folgende lang anhaltende Phase der Kreditkontraktion wird von vielen Kommentatoren darauf zurückgeführt, dass die Behörden die Problematik der notleidenden Kredite zu spät angingen.<sup>2</sup> Tatsächlich ergaben sich empirischen Untersuchungen zufolge aufgrund der Aufsichtsreformen des Jahres 1997 Verluste im Kreditgeschäft, die sich negativ auf die Kapitalpolster der Banken auswirkten und dadurch ihre Fähigkeit zur Kreditvergabe an Privatkunden beeinträchtigten.<sup>3</sup> Die Banken engagierten sich stattdessen verstärkt in staatlichen Schuldtiteln, die ein Risikogewicht von 0 % aufwiesen und daher keine zusätzlichen Kapitalanforderungen mit sich brachten.

Im Gegensatz dazu führt die Hypothese der Liquiditätsfalle die Wachstumsabkopplung der eng gefassten von der weit gefassten Geldmenge darauf zurück, dass Japan in eine Situation geraten war, in der die nominalen Zinssätze bei oder nahe null lagen und eine konventionelle, auf der Ausweitung der monetären Basis fußende Geldpolitik somit außer Gefecht gesetzt war, da Basisgeld und Anleihen für private Anleger vollkommene Substitute darstellten.<sup>4</sup>

Als sich die Zinssätze Mitte der 1990er-Jahre der Nullmarke näherten, löste sich die Geldnachfrage von der realwirtschaftlichen Entwicklung. Der Liquiditätsfallenhypothese zufolge hing dies mit einer verstärkten Geldnachfrage aus Vorsichtsmotiven vor dem Hintergrund der finanziellen Instabilität und der steigenden Anzahl notleidender Kredite in den Bankbilanzen zusam-

**Abbildung A Geldmengen- und Kreditwachstum in Japan in und nach dem verlorenen Jahrzehnt**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Bank of Japan, japanisches Kabinettsbüro, IWF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die schattierten Bereiche markieren Rezessionsphasen. Die Daten sind um Abweichungen zwischen dem Monetary Survey der Bank of Japan und den International Financial Statistics des IWF bereinigt.

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

3 Siehe beispielsweise W. Watanabe, Prudential Regulation and the 'Credit Crunch': Evidence from Japan, in: Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 39, Nr. 2-3, 2007, S. 639-665, und D. Woo, In Search of the 'Capital Crunch': Supply Factors Behind the Credit Slowdown in Japan, in: Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 35, Nr. 6 (Teil 1), 2003, S. 1019-1038.

4 Siehe P. Krugman, It's baack: Japan's slump and the return of the liquidity trap, in: Brookings Papers on Economic Activity, Bd. 29, Nr. 2, 1998, S. 137-206, und B. Bernanke, Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis, in: R. Mikitani und A. Posen (Hrsg.), Japan's financial crisis and its parallels to the US experience, Institute for International Economics, Washington D.C., 2000, S. 149-166.

men.<sup>5</sup> Die Banken bevorzugten zunehmend liquide Aktiva, was sich auch an einem kräftigeren Wachstum der Kredite an den öffentlichen Sektor (vor allem der Bestände an Staatsanleihen) ablesen ließ. Die Zentralbank war durch die Nullzinsgrenze gebunden und konnte das private Kreditwachstum über Nominalzinssenkungen nicht weiter stützen, da die realen Zinssätze in einem deflationären Umfeld positiv blieben. Krugman<sup>6</sup> und Bernanke<sup>7</sup> argumentieren, dass das Erreichen der Nullzinsgrenze durch eine zeitigere geldpolitische Reaktion hätte vermieden werden können. Da der hartnäckige Deflationsdruck auf die Volkswirtschaft nicht nachließ, ergriff die Bank of Japan zwischen 2001 und 2006 nach und nach eine Reihe geldpolitischer Sondermaßnahmen zur quantitativen Lockerung.

### Geldmengen- und Kreditentwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens in Krisenzeiten

In diesem Abschnitt soll die Entwicklung der Geldmengen- und Kreditaggregate in den aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften während der Asienkrise der Jahre 1997 bis 1999 untersucht werden. Sie wird den entsprechenden Verlaufsmustern während der globalen Krise im Gefolge des Zusammenbruchs von Lehman Brothers im Jahr 2008 gegenübergestellt. Die beiden Krisen unterscheiden sich zwar im Hinblick auf ihre Ursachen sowie das Ausmaß der jeweiligen Schocks, doch in beiden Fällen übten umfangreiche Kapitalabflüsse Druck auf die Wechselkurse der nationalen Währungen aus und verursachten dadurch Spannungen in den Zahlungsbilanzen. 1997/1998 entwickelte sich hieraus jedoch schließlich eine Bankenkrise, während die Banken 2008/2009 viel weniger stark in Mitleidenschaft gezogen wurden. So hatte die Entstehung einer Zwillingskrise – d. h. einer gleichzeitigen Finanz- und Wechselkurskrise – in den 1990er-Jahren einen kräftigen, anhaltenden Rückgang der realen Produktion sowie des Kreditangebots an den privaten Sektor zur Folge, wohingegen sich die jüngste Krise durch eine gemäßigttere Kontraktion und eine schnellere Erholung auszeichnete. Nachfolgend werden die Unterschiede zwischen den beiden Krisenphasen im Hinblick auf die Entwicklung der Geldmengen- und Kreditaggregate beleuchtet.

Die Asienkrise der Jahre 1997 bis 1999 begann mit einem umfangreichen Mittelabzug aus den nationalen Finanzmärkten; letztlich wurde die Krise dadurch ausgelöst, dass die Anleger von den extrem hohen Engagements der Banken der Region in Aktiva mit einer unterdurchschnittlichen Entwicklung erfuhren. Die daraus resultierende politische Instabilität und die Unsicherheit hinsichtlich der tatsächlichen Umsetzung von Reformen im Bankensektor hatten eine Überreaktion der Märkte – geprägt durch das Herdenverhalten der Anleger – zur Folge, was erhebliche Währungsabwertungen nach sich zog. Im weiteren Verlauf kam durch die Kontraktion der Finanzmärkte das reale BIP-Wachstum in der gesamten Region zum Stillstand.

Im dritten Quartal 2008 wurden auch die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens stark von der globalen Finanzkrise in Mitleidenschaft gezogen, die auf die Lehman-Insolvenz folgte. Das Deleveraging internationaler Finanzinstitute und eine erhöhte Risikoaversion trieben die Kosten der Außenfinanzierung in den aufstrebenden Volkswirtschaften in die Höhe und schränkten die Verfügbarkeit externer Finanzierungsmittel ein. Von Ende August bis Ende November 2008 brachen die Aktienkurse in der gesamten Region ein und die Kosten von Credit Default Swaps stiegen an, was auf eine erhöhte Risikowahrnehmung der Anleger hindeutete. Indessen gaben die Wechsel-

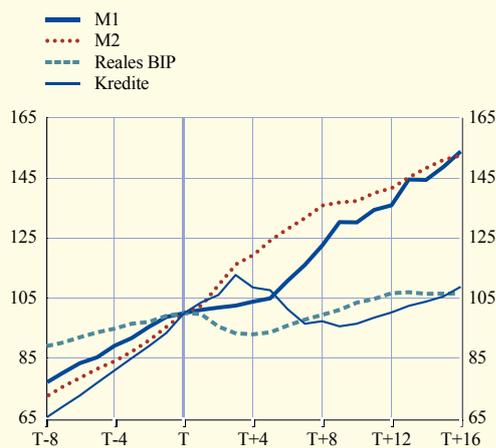
5 Siehe K. Iwata, The role of money and monetary policy in Japan, Rede anlässlich der vierten Zentralbankkonferenz der EZB zum Thema „The Role of Money: Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century“ in Frankfurt am Main am 9. und 10. November 2006.

6 Siehe das in Fußnote 4 zitierte Papier.

7 Siehe das in Fußnote 4 zitierte Papier.

**Abbildung B Entwicklung des Geldmengen- und Kreditwachstums vor, während und nach der Asienkrise der Jahre 1997 bis 1999**

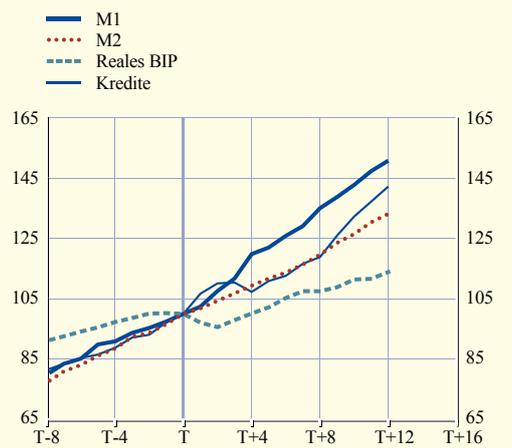
(Index: T = 100; Quartalsdurchschnitte)



Quelle: Haver Analytics.  
 Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf Hongkong, Indonesien, Malaysia, die Philippinen, Südkorea und Thailand. „T“ ist das dritte Quartal 1997.

**Abbildung C Entwicklung des Geldmengen- und Kreditwachstums vor, während und nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Jahr 2008**

(Index: T = 100; Quartalsdurchschnitte)



Quelle: Haver Analytics.  
 Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf Hongkong, Indonesien, Malaysia, die Philippinen, Südkorea und Thailand. „T“ ist das dritte Quartal 2008.

kurse gegenüber dem US-Dollar zwar leicht nach, doch es kam nicht zu einer ausgewachsenen Zahlungsbilanzkrise. Darüber hinaus erreichte die Produktionstätigkeit dank der vorausschauenden politischen Maßnahmen und der soliden Fundamentaldaten rasch wieder das vor der Krise verzeichnete Niveau.

Die Abbildungen B und C veranschaulichen die allgemeine Entwicklung der wichtigsten monetären Variablen in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften Asiens in den sechs Jahren um die Asienkrise bzw. den Zusammenbruch von Lehman Brothers im Jahr 2008 herum. Insgesamt ist festzustellen, dass sich die Asienkrise in den untersuchten Volkswirtschaften stärker auf die monetäre Entwicklung auswirkte. Die inländische Kreditvergabe (definiert als die Forderungen gegenüber dem privaten Sektor) zog im Gefolge beider Krisen zunächst an; der anschließende Rückgang vom Höchst- bis zum Tiefststand fiel jedoch nach der Asienkrise deutlich gravierender aus. Hinzu kommt, dass die inländische Kreditvergabe nach dem Schock des Jahres 1997 ganze 12 Quartale brauchte, um auf ihr Vorkrisenniveau zurückzukehren, während sie nach der Lehman-Insolvenz mit Ausnahme eines einzigen Quartals (drittes Quartal 2009) ihren Aufwärtstrend beibehielt. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 wies indessen in den ersten vier Quartalen nach Ausbruch der Asienkrise ein deutlich stärkeres Wachstum auf, um dann in der Phase unmittelbar nach der Krise in verhaltenerem Tempo anzusteigen; nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Jahr 2008 war eine ähnliche, aber gemäßigte Entwicklung zu verzeichnen. Was das Verhalten der weit gefassten Geldmenge (M2) betrifft, so gab es keine wesentlichen Unterschiede zwischen den beiden Krisen. Das reale BIP hingegen kehrte erst drei Jahre nach Ausbruch der Asienkrise, aber bereits fünf Quartale nach der Lehman-Insolvenz auf das vor der Krise verzeichnete Niveau zurück.

Ungeachtet der Unterschiede, was Ursprung und Ausmaß der Schocks betrifft, lassen sich die heterogenen Auswirkungen der beiden Krisen auf das Geldmengen- und Kreditwachstum weit-

gehend mit dem erheblich schwächeren Bankensystem in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens Ende der 1990er-Jahre und dem damals restriktiven politischen Umfeld erklären. Zu jener Zeit war das asiatische Bankensystem insgesamt hochgradig anfällig für kurzfristigen Außenfinanzierungsdruck; darüber hinaus hatten die meisten Banken zu stark in risikoreiche Projekte mit einer negativen Entwicklung investiert.<sup>8</sup> Hinzu kam, dass die Geld- und Zinspolitik derjenigen Länder, die Anpassungsprogramme mit dem IWF vereinbart hatten, durch strenge Grenzwerte und Konditionen in ihrem Handlungsspielraum eingeschränkt war. Im Jahr 2008 und den Folgejahren hingegen konnten die Regierungen vor dem Hintergrund deutlich verbesserter Fundamentaldaten mit einer geld- und fiskalpolitischen Lockerung auf die externen Spannungen reagieren, wobei sie von der im vorangegangenen Jahrzehnt vorgenommenen Umstrukturierung und Stärkung der Bankensysteme profitierten.

<sup>8</sup> Siehe G. Corsetti, P. Pesenti und N. Roubini, What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?, in: Japan and the World Economy, Bd. 11, Nr. 3, 1998, S. 305-373.

### 3 WESENTLICHE BESTIMMUNGSFAKTOREN DES GELDMENGEN- UND KREDITWACHSTUMS IN KRISENZEITEN

Es gibt mehrere Faktoren, die die Abweichung des Geldmengenwachstums vom Kreditwachstum in Zeiten von Wirtschafts- und Finanzkrisen in fortgeschrittenen Volkswirtschaften erklären, wovon nachfolgend einige wesentliche beleuchtet werden. Ferner wird auf Einflussgrößen eingegangen, die möglicherweise nur in den vergangenen Jahren zum Tragen gekommen sind und somit auf potenzielle Abweichungen von historischen Durchschnittswerten hinweisen.

#### GRUNDLEGENDE URSACHEN UND ÜBERTRAGUNGSKANÄLE VON KRISEN

Die Entwicklung der Geldmengen- und Kreditaggregate in Rezessionsphasen dürfte von den grundlegenden Ursachen und wesentlichen Übertragungskanälen der betreffenden Krise abhängen. Insbesondere die finanziellen Faktoren, die eine Krise auslösen und verbreiten können, dürften hierbei eine entscheidende Rolle spielen. Entsprechend gibt es eine große Auswahl an Fachliteratur, die sich mit der Rolle der Geldmenge und der Kreditvergabe in Zeiten von Rezessionen und Finanzkrisen aus historischer Sicht beschäftigt.<sup>12</sup> Als wichtige Erkenntnis ist festzuhalten, dass in vielen Fällen vor dem Ausbruch großer internationaler

Wirtschafts- und Finanzkrisen ein starkes Geldmengen- und Kreditwachstum verzeichnet wurde (in der Regel infolge zu optimistischer Erwartungen im Hinblick auf das Wirtschaftswachstum), vielfach von makroökonomischen Ungleichgewichten wie etwa Haushalts- oder Leistungsbilanzdefiziten begleitet, und das eine reichliche Liquiditätsausstattung zur Folge hatte. Um von einem Boom profitieren und daran teilhaben zu können, konzentrieren sich Marktteilnehmer auf kurzfristige Kursgewinne, die sich zunehmend von den realen Produktivitätsgewinnen ablösen. Ein Aufschwung wandelt sich unvermittelt in einen Abschwung um, wenn das Vertrauen in die Fähigkeit der Schuldner, ihren finanziellen Verpflichtungen nachkommen zu können, erschüttert wird oder ganz schwindet. Infolgedessen kommt es zu einem Einbruch der Vermögenspreise, einem teilweisen oder kompletten Wertverlust von Wertpapieren und einem Einfrieren, teilweisen

<sup>12</sup> Die Beiträge in der Fachliteratur zur Rolle der Geldmenge und der Kreditvergabe in der Gesamtwirtschaft im Verlauf des Konjunkturzyklus reichen von Irving Fisher (z. B. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, in: Econometrica, Bd. 1, Nr. 4, 1933, S. 337-357), der die Rolle monetärer Faktoren und der Schuldendeflation als Triebfeder konjunktureller Abschwünge erörtert, bis hin zu Friedman und Schwartz sowie Bernanke (siehe die in Fußnote 2 bzw. 3 in Kasten 1 genannten Veröffentlichungen), die sich mit der Bedeutung dieser beiden Größen während der Großen Depression in den Vereinigten Staaten befassen. Eine aktuellere Erörterung findet sich in der in Fußnote 1 angeführten Publikation (insbesondere Kapitel 1) sowie in X. Freixas und J.-C. Rochet, Microeconomics of Banking, MIT Press, 2008 (vor allem Kapitel 6).

oder vollständigen Zusammenbruch der Finanzmärkte.<sup>13</sup> Auf makroökonomischer Ebene erfolgt das Zusammenspiel zwischen Vermögenspreisen sowie Geldmenge und Kreditvergabe über verschiedene Kanäle. So wirken sich beispielsweise Auf- und Abschwünge von Vermögenspreisen auf die Geldnachfrage aus, da die Renditen der unterschiedlichen Vermögenswerte im Kontext des generellen Problems der Portfolioallokation die Geldhaltung bestimmen. Zudem beeinflussen Vermögenspreisentwicklungen auch die Kreditdynamik – etwa über die Bilanzen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und privater Haushalte oder über andere Kanäle. Genauer gesagt verschärfen sich die Kreditbeschränkungen dieser Wirtschaftsakteure (aufgrund von Informationsasymmetrien an den Kreditmärkten), wenn sich ihr Reinvermögen nach einem Einbruch der Vermögenspreise verringert, wodurch der Wert der den Krediten zugrunde liegenden Sicherheiten abnimmt.<sup>14</sup>

Seit dem Zweiten Weltkrieg ist eine beispiellose Expansion im Finanzsektor zu beobachten gewesen. Diese ist mit wichtigen Veränderungen einhergegangen. Hierzu zählen Finanzinnovationen, die Lockerung der Finanzmarktregulierung und die finanzielle Globalisierung in den vergangenen Jahrzehnten, insbesondere vor Ausbruch der jüngsten Finanzkrise.<sup>15</sup> Dies hat zwar einerseits eine Reihe von Vorteilen gebracht, etwa die bessere Verfügbarkeit von Privat- und Unternehmenskrediten für Konsum- und Investitionszwecke, andererseits hat der Finanzsektor aber sowohl im Hinblick auf die Verursachung von Instabilität als auch im Hinblick auf die Verbreitung von Schocks, die anderswo in der Wirtschaft entstanden sind, an Bedeutung gewonnen.

Die Evidenz legt nahe, dass die meisten seit 1960 in den Volkswirtschaften der OECD verzeichneten Rezessionen (d. h. Mitte der 1970er-Jahre, Anfang der 1980er-Jahre, Anfang der 1990er-Jahre und im Zeitraum von 2008 bis 2010; siehe Abbildung 3) auch mit Finanzkrisen einhergingen, die mehrere Länder betrafen. So erlebte eine Reihe von Ländern, wie bereits gezeigt, während der Rezession Anfang der 1990er-Jahre und jener

von 2008 bis 2010 auch eine systemische Bankenkrise. Außerdem gab es Wellen, in denen Vermögenspreisblasen platzten<sup>16</sup> und sich das Kreditwachstum verlangsamte;<sup>17</sup> diese deckten sich tendenziell mit den Rezessionsphasen (obgleich sie auch zu anderen Zeiten, wie etwa Anfang des letzten Jahrzehnts zu beobachten waren; siehe Abbildung 7).<sup>18</sup>

Insgesamt waren die meisten weitreichenden Wirtschaftskrisen mit irgendeiner Art von Finanzkrise verbunden, die sich in mehreren Ländern gleichzeitig manifestierte. Daher ist es auch nicht überraschend, dass in den meisten Rezessionen spürbare Schwankungen beim Geldmengen- und Kreditwachstum verzeichnet wurden. Allerdings haben sich die vergangenen Jahre durch eine tiefere und weitreichendere Wirtschafts- und Finanzkrise ausgezeichnet.

13 Siehe etwa C. Kindleberger und R. Aliber, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Palgrave Macmillan, 2005, die eine detaillierte historische Analyse der Rolle von monetären Einflussgrößen und Kreditfaktoren in Finanzkrisen liefern, sowie die in Fußnote 6 genannte Publikation, die sich ausführlicher mit der Bedeutung der Verschuldung im Hinblick auf das Auslösen und die Verbreitung von Finanzkrisen befasst.

14 Siehe die in Fußnote 1 genannte Publikation (insbesondere Kapitel 6) für einen genaueren Überblick über die Wirkungskanäle, die Vermögenspreise, Geldmenge und Kreditvergabe miteinander verbinden.

15 Siehe beispielsweise M. Schularick und A. Taylor, *Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles and financial crises, 1870-2008*, Working Paper Series des NBER, Nr. 15512, November 2009.

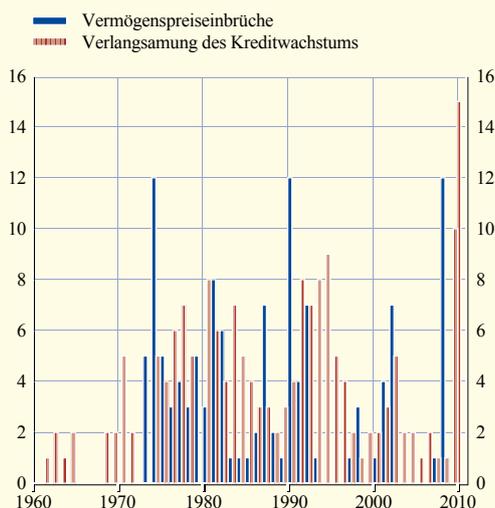
16 Im Zeitraum von 1970 bis 2008 kam es laut D. Gerdesmeier, H. E. Reimers und B. Roffia, *Asset price misalignments and the role of money and credit*, Working Paper Series der EZB, Nr. 1068, Juli 2009, in 17 OECD-Ländern zu Vermögenspreisinbrüchen. Weitgehend vergleichbare Ergebnisse liefert die für 18 OECD-Volkswirtschaften zwischen 1970 und 2007 erstellte Chronik in L. Alessi und C. Detken, *Quasi real time early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity*, in: *European Journal of Political Economy*, Bd. 27, Nr. 3, 2011, S. 520-533.

17 Eine Verlangsamung des Kreditwachstums wird hier als eine Phase negativen Wachstums des realen inländischen Kreditvolumens definiert.

18 Weitere Belege zum Zusammenhang zwischen Rezessionen und Finanzkrisen finden sich unter anderem in: S. Claessens, M. A. Kose und M. Terrones, *What happens during recessions, crunches and busts?*, in: *Economic Policy*, Bd. 24, Nr. 60, Oktober 2009, S. 653-700, sowie S. Claessens, M. A. Kose und M. Terrones, *How do the business and financial cycles interact?*, Working Paper Series des IWF, Nr. 11/88, Washington D.C., April 2011. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass die Interaktion zwischen makroökonomischen und finanziellen Variablen eine entscheidende Rolle bei der Bestimmung der Schwere und Dauer von Rezessionen spielt.

Abbildung 7 Vermögenspreiseinbrüche und  
Verlangsamung des Kreditwachstums

(Anzahl der Ereignisse)



Quellen: Europäische Kommission, Eurostat, IWF, OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Es werden 23 OECD-Länder betrachtet: 12 Länder des Euro-Währungsgebiets und 11 weitere OECD-Länder (siehe Fußnote 5). Eine Definition zu Vermögenspreiseinbrüchen und zur Verlangsamung des Kreditwachstums findet sich im Haupttext und in den Fußnoten 16 und 17. Daten zu Vermögenspreiseinbrüchen stehen lediglich für den Zeitraum von 1970 bis 2008 zur Verfügung.

Die Rolle des Finanzsektors als Verursacher und Verbreiter der jüngsten Krisen ist allgemein anerkannt und steht beispielsweise mit Blasen an den Wohnimmobilien- und Hypothekenmärkten sowie grundlegenden Veränderungen des Bankensystems (wie etwa der Expansion der Verbriefungsmärkte) im Zusammenhang.<sup>19</sup> Mit Blick auf die Zukunft lässt sich angesichts der zumindest seit dem Zweiten Weltkrieg beispiellosen Rolle der Banken- und Kreditmärkte in den jüngsten Krisen eine Abweichung des Geldmengen- und Kreditwachstums des Euroraums von den historischen Durchschnittswerten nicht ausschließen. Ein besonderes Merkmal der letzten Jahre ist die historisch betrachtet sehr hohe Verschuldung sowohl des privaten als auch des öffentlichen Sektors in den meisten OECD-Ländern.<sup>20</sup> Vor diesem Hintergrund könnte mit einer schwächeren Erholung des Kreditwachstums im Anschluss an Rezessionen zu rechnen sein, da die Wirtschaftsakteure versuchen bzw. gezwungen sein könnten, ihre Verschuldung zu begren-

zen, damit sie nicht untragbar wird. Dies weist möglicherweise auf die Notwendigkeit einer tiefgreifenderen Umstrukturierung hin, die eine dynamischere Erholung des realen BIP in mehreren fortgeschrittenen Volkswirtschaften, darunter auch im Eurogebiet, hinauszögern könnte. Daher dürfte ein schwächeres Kreditwachstum die Wirtschaftstätigkeit beeinträchtigen, was aufgrund struktureller Faktoren auch längere Zeit das Wachstum der Geldmenge und der Kreditvergabe dämpfen wird.

#### INTERNATIONALE DIMENSION VON KRISEN

Die internationale Dimension dürfte bei der Erklärung des Geldmengen- und Kreditwachstums in Rezessionsphasen und während Banken Krisen ebenfalls ein nicht zu vernachlässigender Faktor sein. Natürlich wird die Schwere, Verbreitung und Dauer wirtschaftlicher und finanzieller Turbulenzen verstärkt, wenn sie mit einer weitreichenden internationalen Krise einhergehen, die zu negativen Ansteckungseffekten für die Binnenwirtschaft führt und wenig Spielraum für die Ausnutzung der Vorteile einer wirtschaftlichen Expansion im Ausland lässt.

Die oben dargelegte Analyse lässt den Schluss zu, dass in mehreren Zeiträumen Krisen auftraten, die eine Reihe von Volkswirtschaften zugleich betrafen. Darüber hinaus sind systemische Ereignisse in der Weltwirtschaft – insbesondere in den großen Volkswirtschaften – in den vergangenen 50 Jahren vornehmlich in Zeiten relativ hohen weltweiten Liquiditätswachstums (gemessen an den Wachstumsraten der globalen Geldmengen-

19 Siehe beispielsweise M. Brunnermeier, Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 23, Nr. 1, 2009, S. 77-100.

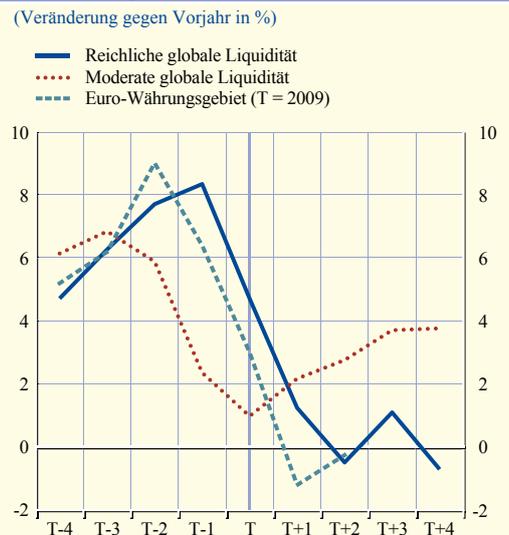
20 Siehe C. Reinhart und K. Rogoff, A Decade of Debt, Working Paper Series des NBER, Nr. 16827, Februar 2011. Die Verfasser zeigen auf, dass die öffentliche Verschuldung fortgeschrittener Volkswirtschaften in den vergangenen Jahren den höchsten Stand seit Ende des Zweiten Weltkrieges erreicht hat und sogar über dem Niveau liegt, das zwischen dem Ersten Weltkrieg und der Weltwirtschaftskrise der 1930er-Jahre verzeichnet wurde. Gleiches gilt für die private Verschuldung. Die Ergebnisse von Reinhart und Rogoff unterstreichen, dass ein historisch hoher Verschuldungsgrad einer empirischen Regelmäßigkeit folgend sehr häufig mit einem langsameren Wirtschaftswachstum verbunden ist.

und Kreditaggregate) aufgetreten. Angesichts der zunehmenden Integration der internationalen Finanzmärkte können die globalen Liquiditätsbedingungen, die sich durch eine zunehmende Verflechtung der Liquiditätslage der großen Industrieländer auszeichnen, somit erhebliche Folgen für die Binnenwirtschaft haben und dürfen daher nicht außer Acht gelassen werden.

Die Entwicklung des realen Wachstums der weit gefassten Geldmenge in Rezessionsphasen hängt tendenziell davon ab, ob das globale Liquiditätsniveau verhältnismäßig moderat oder reichlich ausfällt. Im Fall einer moderaten Liquiditätsausstattung schwächt sich das Wachstum nur kurzfristig und geringfügig ab, während es sich bei einer reichlichen Liquiditätsausstattung in der Erholungsphase längerfristig verringert. Die im Euro-Währungsgebiet verzeichnete Entwicklung während und nach der jüngsten Rezession stimmt weitgehend mit den Entwicklungsmustern überein, die bei einer reichlichen globalen Liquiditätsausstattung zu beobachten sind (siehe Abbildung 8).<sup>21</sup> Ähnliche Belege lassen sich für das reale inländische Kreditwachstum finden. Diese Erkenntnisse entsprechen der Einschätzung, dass vor der Rezession sehr großzügige globale Liquiditätsbedingungen herrschten und erst nach 2009 eine deutliche Korrektur vorgenommen wurde.

Grund für die unterschiedliche Entwicklung der Geldmenge und Kreditvergabe je nach globaler Liquiditätsausstattung ist, dass die globale Liquiditätslage, die internationalen Kapitalströme sowie die inländische Geldmenge und Kreditvergabe über verschiedene Kanäle unmittelbar miteinander verbunden sind. Dies wird aus der Zahlungsbilanz und deren monetärer Darstellung ersichtlich. Erstens bewirken internationale Kapitalströme – zu denen Transaktionen mit dem inländischen geldhaltenden Sektor (einschließlich der von diesem Sektor begebenen Wertpapiere) gehören, welche über gebietsansässige Banken abgewickelt werden – eine Veränderung der Nettoforderungen der Banken an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets und in vielen Fällen auch eine Veränderung der Geldmenge insgesamt. Daher können Kapitalzuflüsse unter bestimmten Voraussetzungen zu einem Anstieg

**Abbildung 8 Durchschnittliches reales Wachstum der weit gefassten Geldmenge vor, während und nach Rezessionen mit reichlicher bzw. moderater globaler Liquiditätsausstattung**



Quellen: EZB, Europäische Kommission, BIZ, IWF, OECD und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Es werden 23 OECD-Länder betrachtet: 12 Länder des Euro-Währungsgebiets und 11 weitere OECD-Länder (siehe Fußnote 5). Der Zeitraum „T“ bezieht sich auf das erste Jahr einer Rezession. Eine Definition reichlicher und moderater globaler Liquidität findet sich in Fußnote 21.

der inländischen Geldmengenaggregate beitragen und zeitweise auch zu einem übermäßigen Geldmengenwachstum. Umgekehrt können Kapitalabflüsse die Geldmenge – und letztendlich die Verfügbarkeit von Krediten – in der Binnenwirtschaft begrenzen und sich somit negativ auf den Finanzsektor und die Realwirtschaft auswirken. So gibt es Hinweise, dass die Länder, die vor einer Rezession Nettokapitalimporteure waren, im Schnitt eine stärkere Abnahme der Geldmenge hinnehmen müssen als jene, die zu diesem Zeitpunkt Nettokapitalexporteure waren. Zweitens kann der Zugang zu grenzüberschreitenden Kapitalströmen einen unmittelbaren Einfluss auf die inländische Kreditvergabe haben, der über das hinaus geht, was anhand der inländi-

21 Im Rahmen der vorliegenden Analyse wird eine reichliche globale Liquiditätsausstattung definiert als ein weltweites Wachstum der weit gefassten Geldmenge und der inländischen Kreditvergabe über dem 66. Perzentil. Unterhalb dieser Wachstumsschwelle wird die globale Liquiditätsausstattung als moderat betrachtet.

sehen monetären Bedingungen zu erwarten wäre. So ermöglicht die grenzüberschreitende Interbankencreditvergabe dem inländischen Bankensystem eine Kreditgewährung über das durch die verfügbaren inländischen Mittel vorgegebene Maß hinaus. Dies ist mit ein Grund, weshalb sich die Kreditvergabe in Krisenzeiten dynamischer entwickeln dürfte als die Geldmenge.

Insgesamt ist die internationale Dimension für die Beurteilung der Verlaufsmuster des Geldmengen- und Kreditwachstums in Krisenzeiten von großer Bedeutung. Das internationale Ausmaß der jüngsten Krise ist zweifellos hochsignifikant, wenngleich keineswegs beispiellos für die OECD-Länder – man denke nur an den Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems und die fortschreitende Liberalisierung der globalen Kapitalströme in den 1970er-Jahren.<sup>22</sup> Die jüngste Krise wies jedoch das größte internationale Ausmaß seit dem Zweiten Weltkrieg auf, was nahelegt, dass die Globalisierung auch eine Ursache für die Abweichung von historischen Durchschnittswerten sein könnte.

#### WIRTSCHAFTSPOLITIK UND ANDERE FAKTOREN

Da es sich bei der jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise um die schwerste – zumindest seit dem Zweiten Weltkrieg – handelte, ergriffen die politischen Entscheidungsträger in mehreren fortgeschrittenen Volkswirtschaften einige noch nie in der Art umgesetzte wirtschaftspolitische Maßnahmen. Einige davon waren speziell auf die Unterstützung des inländischen Kreditwachstums ausgerichtet, das für die Erholung als maßgeblich erachtet wird. Da die inländische Kreditvergabe zugleich als Hauptgegenposten der weit gefassten Geldmenge gilt, schlugen sich die Maßnahmen auch in der Entwicklung der Geldmengenaggregate nieder. Dass es in den vergangenen drei bis vier Jahren zu keiner beträchtlichen Abweichung des Geldmengen- und Kreditwachstums des Eurogebiets von den historischen Durchschnittswerten in Krisenzeiten kam, dürfte den beispiellosen wirtschaftspolitischen Maßnahmen, einschließlich der geldpolitischen Sondermaßnahmen, zuzuschreiben sein. So trugen die Sondermaßnahmen der EZB maßgeblich zur

Stützung des Bankensystems im Euroraum bei und verbesserten in erheblichem Maße die Liquiditätslage. Es gibt auch Hinweise darauf, dass diese Maßnahmen halfen, einen deutlichen Rückgang der Geldmengen- und Kreditaggregate zu verhindern, wodurch Rückkopplungen mit potenziell negativen Folgen für die makroökonomischen Variablen vermieden wurden.<sup>23</sup>

Zugleich gibt es nach wie vor bedeutende Unsicherheitsfaktoren. So herrscht zum Beispiel Unsicherheit im Hinblick auf die Dauer und die Auswirkungen der Staatsschuldenkrise in einigen europäischen Ländern sowie im Hinblick auf die Solidität der Bankbilanzen in einigen OECD-Ländern. Diese Unsicherheit dürfte eine erhöhte Risikoscheu der Wirtschaftsakteure ausgelöst und zu einer stärkeren Volatilität der Veränderung der monetären Größen in den vergangenen Jahren beigetragen haben. Eine solche Risikoaversion führt dazu, dass sich die eng gefasste – und bis zu einem gewissen Grad auch die weit gefasste – Geldmenge ausweitete, während das Kreditwachstum begrenzt bleibt. Dies kann eine Abweichung von den historischen Durchschnittswerten erklären. So dürften die ungewöhnlich starken Schwankungen der realen eng gefassten Geldmenge in den Jahren 2009 und 2010 auf diese Faktoren zurückzuführen sein.

#### 4 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die Verlaufsmuster des durchschnittlichen Geldmengen- und Kreditwachstums während vergangener Wirtschafts- und Finanzkrisen können ein nützlicher Richtwert für die Beurteilung der aktuellen und künftigen Entwicklung von Geldmenge, Kreditvergabe und Produktion sein. Im vorliegenden Aufsatz wurde gezeigt, dass bei

22 Hierbei ist anzumerken, dass eine Bewertung der Folgen von Kapitalverkehrskontrollen für die Geldmengen- und Kreditentwicklung in Krisenzeiten schwierig ist, da es in den in der Stichprobe aufgeführten Krisen zumeist keine Kontrollen dieser Art gab.

23 Für Belege zu den Auswirkungen auf die Geldmengen- und Kreditaggregate siehe EZB, Auswirkungen und Rücknahme der Sondermaßnahmen der EZB, Monatsbericht Juli 2011 (insbesondere Kasten 2).

solchen Vergleichsgrößen zwischen verschiedenen Rezessionstypen zu unterscheiden ist, und zwar zwischen Rezessionen, die mit Finanzkrisen zusammenfielen, und solchen, auf die dies nicht zutraf. Dies verdeutlicht das enge Zusammenspiel von Geldmenge, Kredit und Produktion, insbesondere in solchen Phasen. Bei einem Vergleich des jüngsten konjunkturellen Abschwungs mit Rezessionen, die von systemischen Banken Krisen begleitet wurden, scheint die aktuelle Entwicklung des Geldmengen- und Kreditwachstums im Euroraum weitgehend mit den allgemeinen Mustern übereinzustimmen, die in früheren Rezessions- und Erholungsphasen zu beobachten waren. So stand die langsame Erholung des Wachstums der weit gefassten Geldmenge und der inländischen Kreditvergabe 2011 mit der moderaten Konjunkturbelebung in den Jahren 2010 und 2011 nach der tiefen Rezessionsphase von 2008 bis 2009 im Einklang. Die verhaltene Entwicklung der Geldmengen- und Kreditaggregate dürfte auch die Korrektur des übermäßig starken Wachstums vor der Krise widerspiegeln. Zudem weisen das Wachstum der weit gefassten wie auch der eng gefassten Geldmenge sowie das inländische Kreditwachstum in solchen Zeiträumen in der Regel eine divergierende Entwicklung auf, wobei das M1-Wachstum dem konjunkturellen Umschwung üblicherweise vorausläuft, die weit gefasste Geldmenge sich im Einklang mit der Konjunktur entwickelt (wenngleich der Rückgang während des Abschwungs nicht ganz so stark ausgeprägt ist) und das Kreditwachstum der konjunkturellen Erholung für gewöhnlich mit einer Verzögerung folgt. Wenngleich die jüngste Entwicklung im Euro-Währungsgebiet im Großen und Ganzen diesen Gesetzmäßigkeiten entspricht, hat das Wachstum der eng gefassten Geldmenge in den letzten Jahren stärkere Schwankungen aufgewiesen als sonst (d. h. verglichen mit der üblichen Entwicklung in Zeiten von Wirtschafts- und Finanzkrisen), was womöglich Ausdruck der außergewöhnlich hohen Volatilität und Unsicherheit im Euroraum in den vergangenen Jahren ist.

In Zukunft kann eine gewisse Verstärkung der Wechselwirkungen zwischen den Geldmengen- und Kreditaggregaten des Eurogebiets nicht aus-

geschlossen werden (wobei die Produktion im Ergebnis möglicherweise von den historischen Durchschnittswerten abweicht), was vornehmlich auf das Nebeneinander verschiedener Faktoren zurückzuführen ist. Hierzu zählen unter anderem a) die ungewöhnlich hohe private und öffentliche Verschuldung in den vergangenen Jahren, b) das Zusammenwirken von Staatsschuldenkrise, Sorgen der Anleger und Druck im Bereich der Finanzierung und Kapitalausstattung von Banken in mehreren europäischen Ländern sowie c) das stärkere Übergreifen der Krise auf internationaler Ebene.

# UNTERNEHMENSVERSCHULDUNG IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

*Die Schuldenquote nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften ist seit der zweiten Jahreshälfte 2009 schrittweise zurückgegangen, nachdem zuvor eine hohe Schuldenlast aufgebaut worden war. Dies geschah in einem Umfeld, das durch den Ausbruch der Finanzkrise im Spätsommer 2007 Veränderungen unterworfen war, da das Kreditrisiko und die Risikoscheu deutlich zunahmen und die allgemeinen Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Verschuldung stiegen. Gemessen am Gesamtvermögen ist die Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften leicht gesunken und belief sich im ersten Quartal 2011 auf 43 %, verglichen mit 46 % im zweiten Jahresviertel 2009. Im zweiten Quartal 2011 stabilisierte sich dieses Verhältnis.<sup>1</sup>*

*Der allmähliche Rückgang der Schuldenquoten ist sowohl auf nachfrage- wie auch auf angebotsbedingte Faktoren zurückzuführen, die die Kreditvergabe an den Unternehmenssektor beeinflussen. Auf der Nachfrageseite haben eine schwächere Konjunktur und insbesondere geringere Investitionen sowie eine höhere Bereitschaft zur Einbehaltung von Gewinnen dazu beigetragen, dass sich der Außenfinanzierungsbedarf der Unternehmen verringert hat. Auf der Angebotsseite wurde das Wachstum der Kreditvergabe an den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften durch die verschärften Kreditrichtlinien der Banken eingeschränkt. Dadurch ist nicht nur der Fremdkapitalanteil der Unternehmen gesunken, sondern hat sich auch die Kapitalstruktur der Firmen insgesamt verändert. So hat der Anteil der Bankdarlehen abgenommen, während jener der marktbasierter Fremdfinanzierung gestiegen ist. Gleichzeitig sind die Schuldenquoten der Unternehmen historisch gesehen sehr hoch. Dies zeigt sich vor allem in einem Langzeitvergleich mit nichtfinanziellen Unternehmen in den Vereinigten Staaten.*

*Bei der Betrachtung der Unternehmensverschuldung im Euroraum ist die große Heterogenität zwischen den einzelnen Ländern ein wichtiger Aspekt; so gibt es vor allem in Bezug auf die Schuldenhöhe bei Ausbruch der Finanzkrise, aber auch hinsichtlich des Tempos des Fremdkapitalabbaus seit Mitte 2009 Unterschiede. Gleichwohl haben die Unternehmen in den meisten großen Euro-Ländern ihren Fremdkapitalanteil seit Mitte 2009 sukzessive reduziert, was mit dem Gesamtbild des Euro-Währungsgebiets im Einklang steht. Weitere länderspezifische Unterschiede ergeben sich auch aus der Größe der Unternehmen. Umfrageergebnissen zufolge haben im Zeitraum von 2009 bis 2011 per saldo mehr große Firmen ihre am Geldvermögen gemessene Schuldenquote verringert als kleine und mittlere Unternehmen (KMUs).*

*Betrachtet man die Auswirkungen dieses Fremdkapitalabbaus auf die Aussichten für die Tragfähigkeit der Verschuldung, so sind nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften diesbezüglich nun weniger anfällig, was daran zu erkennen ist, dass ihr Schuldendienst nach einem Höchststand im Jahr 2009 gesunken ist. Trotz dieses positiven Signals deutet die im historischen Vergleich weiterhin sehr hohe Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften darauf hin, dass nach wie vor Anfälligkeiten bestehen, insbesondere wenn die Fremdfinanzierungskosten steigen sollten.*

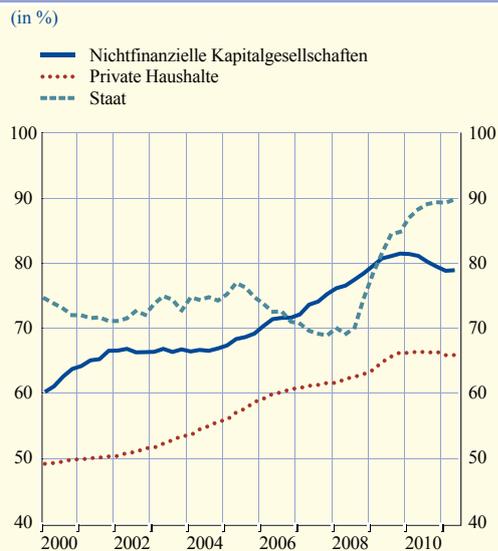
## I EINLEITUNG

Die Verschuldung der nichtfinanziellen privaten Sektoren (d. h. der privaten Haushalte und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften) im Euroraum stieg im letzten Jahrzehnt bis etwa 2009 rapide an. Infolgedessen hat sich die Anfälligkeit dieses Sektors für Zinsänderungen und negative Beurteilungen des Kreditrisikos durch die Marktteilnehmer erhöht.

Zwar wirken sich Schulden bis zu einem gewissen Grad durchaus positiv auf das Wachstum aus, da Investoren das Wachstum leichter finanzieren können, indem sie Kredite aufnehmen oder Schuldverschreibungen begeben, werden die Schulden aber zu hoch, belasten sie das

<sup>1</sup> Dieser Aufsatz enthält Daten aus den integrierten Sektorkonten des Euro-Währungsgebiets bis zum zweiten Quartal 2011.

**Abbildung 1 Am BIP gemessene Schuldenquoten der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet**



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die Verschuldung der privaten Haushalte bezieht sich auf Kredite. Die Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und des Staates umfasst Kredite (ohne Kredite zwischen verbundenen Unternehmen), Schuldverschreibungen und versicherungstechnische Rückstellungen. Die Schuldenquote des Staates wird gemäß den integrierten Sektorkonten des Euro-Währungsgebiets ausgewiesen.

Wachstum.<sup>2</sup> Die Finanzkrise, die Mitte 2007 einsetzte und sich im September 2008 verschärfte, führte zu einem Umdenken bei der Frage, welches Schuldenniveau als tragfähig gelten kann, und rückte die Kreditrisiken wieder stärker ins Bewusstsein. Dies wiederum führte dazu, dass Schuldner bestrebt waren, ihre Schulden abzubauen. Während die Schuldenquoten im Jahresverlauf 2009 bedingt durch die schwache Konjunktur weiter anstiegen, begann die am BIP gemessene Verschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften langsam zu sinken und lag im zweiten Jahresviertel 2011 bei 79 % nach 81 % im Schlussquartal 2009 (siehe Abbildung 1). Die am BIP gemessene Schuldenquote der privaten Haushalte setzte ihren Aufwärtstrend bis zum zweiten Vierteljahr 2010 fort, ging aber anschließend bis zum zweiten Quartal 2011 geringfügig zurück. Verglichen mit den nichtfinanziellen privaten Sektoren entwickelte sich die Verschuldung der öffentlichen Haushalte während der Krise in die entgegengesetzte Rich-

tung.<sup>3</sup> Der Wirtschaftsabschwung und die damit einhergehenden geringeren Staatseinnahmen und höheren Staatsausgaben hatten zur Folge, dass die gesamtstaatliche Schuldenquote während der Finanzkrise und bis zum zweiten Quartal 2011 stark anzog. Die größere Schuldenlast der öffentlichen Haushalte wirkt sich auf die Finanzierungsbedingungen des privaten Sektors aus, wenn die länderspezifischen Risikoprämien steigen und das Länderrisiko auf die Kreditvergabebedingungen der Banken sowie die Konditionen für die marktbasierete Finanzierung der Unternehmen durchschlägt. Damit hat die Finanzkrise klar gezeigt, dass zwischen den Bilanzen des privaten und des öffentlichen Sektors Wechselwirkungen bestehen.

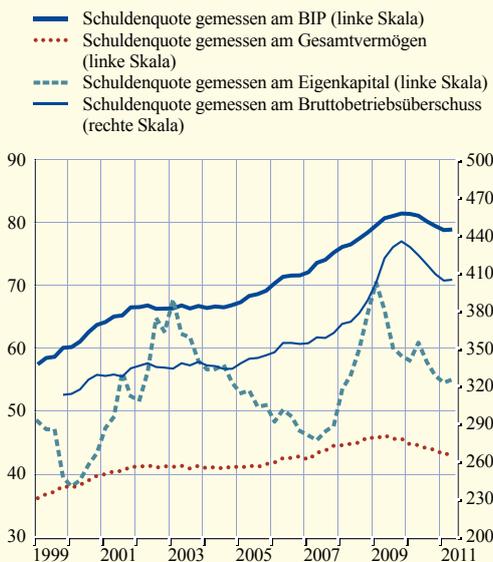
Basierend auf diesem Gesamtbild der sektorübergreifenden Schuldenentwicklung steht im vorliegenden Aufsatz die Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet im Vordergrund. In Abschnitt 2 werden die Schuldenstandsveränderungen dieses Sektors auf Ebene des Euroraums und in einzelnen Mitgliedstaaten im vergangenen Jahrzehnt eingehend dargestellt und die Hintergründe erläutert. Außerdem enthält dieser Abschnitt einen Kasten, in dem die Schuldenentwicklung des Unternehmenssektors im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten gegenübergestellt wird. Abschnitt 3 beschäftigt sich mit der Zusammensetzung der Außenfinanzierung und der Rolle der Fremdfinanzierung bei der Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum. Dabei wird insbesondere auf Veränderungen der Finanzierungsstruktur dieses Sektors während der Finanzkrise eingegangen. In Abschnitt 4 werden der Außenfinanzierungsbedarf und die Schuldenentwicklung von KMUs und großen Firmen im Eurogebiet anhand von Unternehmensdaten ebenso untersucht wie die Fremdfinanzierung in den wichtigsten Industrie-

2 Siehe S. G. Cecchetti, M. S. Mohanty und F. Zampolli, The real effects of debt, BIS Working Papers, Nr. 352. Siehe auch Abschnitt 5 dieses Aufsatzes.

3 Die Abgrenzung der Staatsverschuldung in den integrierten Sektorkonten des Euroraums weicht insofern von der Maastricht-Definition ab, als die Verschuldung nicht konsolidiert und zum Marktwert ausgewiesen wird.

**Abbildung 2** Schuldenquoten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

(in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften umfasst Kredite (ohne Kredite zwischen verbundenen Unternehmen), Schuldverschreibungen und versicherungstechnische Rückstellungen. Das Geldvermögen wurde mit den Krediten zwischen verbundenen Unternehmen, Aktien und sonstigen Forderungen (ohne Forderungen aus Lieferungen und Leistungen) konsolidiert.

sektoren. In Abschnitt 5 geht es um die zentrale Frage der Schuldentragfähigkeit; hier werden Indikatoren dargestellt, mit deren Hilfe die Tragfähigkeit der Unternehmensverschuldung erfasst werden kann. In Abschnitt 6 schließlich werden die wichtigsten Ergebnisse des Aufsatzes zusammengefasst.

## 2 ENTWICKLUNG DER UNTERNEHMENSVERSCHULDUNG IM EURO-WÄHRUNGSGBIET

Die drastische Zunahme der Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet von einer am BIP gemessenen Schuldenquote von 57 % im ersten Jahresviertel 1999 auf einen Höchststand von 81 % im Schlussquartal 2009 spiegelte einen Schuldenaufbau über verschiedene Phasen hinweg wider (siehe Abbildung 2 und Kasten).<sup>4</sup> Ab der zweiten Hälfte der

1990er-Jahre bis in die Anfänge des Jahres 2002 hinein erhöhten sich die Schuldenquoten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften vor dem Hintergrund des New-Economy-Booms, da die Bedingungen für die Finanzierung der Sach- und Geldvermögensbildung günstig waren und das Kreditgeschäft kräftig wuchs. Nach einer sich daran anschließenden Phase der Bilanzkonsolidierung stiegen die Schuldenquoten ab dem Jahr 2005 erneut an und erreichten 2009 einen Höchststand. Diese Entwicklung lässt sich anhand einer Reihe von Indikatoren veranschaulichen. Während bei der am BIP gemessenen Schuldenquote die Unternehmensverschuldung in Relation zur Konjunktur dargestellt wird, gibt die am Bruttobetriebsüberschuss gemessene Schuldenquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften Auskunft über das Verhältnis zwischen Unternehmensverschuldung und Einkommenserwirtschaftung. Die letztgenannte Quote ist insbesondere für die Beurteilung der Schuldentragfähigkeit von Bedeutung, da der Bruttobetriebsüberschuss zur Schuldentilgung herangezogen wird (siehe Abschnitt 5). Gemessen am Bruttobetriebsüberschuss nahm die Verschuldung von 313 % im Jahr 1999 auf 437 % im Schlussquartal 2009 zu und verringerte sich dann im zweiten Vierteljahr 2011 auf 405 % (siehe Abbildung 2). Der starke Anstieg in der zweiten Jahreshälfte 2008 und im Jahr 2009 war hauptsächlich durch einen Rückgang des Bruttobetriebsüberschusses infolge der schwachen Konjunkturlage bedingt. Gemessen am Vermögen fiel der Anstieg der Schuldenquote geringer aus, da diese Größe sowohl Anlage- als auch Geldvermögen beinhaltet und daher in Bezug auf die Vermögenswerte nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, die Einkommen generieren oder bei Bedarf veräußert werden können, umfassender ist. Die Quote aus Verschuldung und Gesamtvermögen<sup>5</sup> belief sich im ersten Jahresviertel 1999 auf 36,2 % und erreichte im zwei-

4 Die Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften umfasst Kredite (ohne Kredite zwischen verbundenen Unternehmen, d. h. Darlehen, die zwischen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gewährt werden), von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebene Schuldverschreibungen sowie Pensionsrückstellungen dieses Sektors.

5 Verschuldung und Vermögen verstehen sich ohne Kredite zwischen verbundenen Unternehmen. Bei der Definition des Vermögens wurden Anteilsrechte (ohne Investmentzertifikate) mit den sonstigen Forderungen (ohne Handelskredite) saldiert.

ten Quartal 2009 mit 46,2 % ein Rekordhoch. Im Anschluss daran sank sie allmählich und erreichte im zweiten Vierteljahr 2011 einen Wert von 43 %. Im Gegensatz zu anderen Messgrößen der Verschuldung ist die am Eigenkapital gemessene Schuldenquote volatiler, was in erster Linie auf Bewertungseffekte im Zusammenhang mit Aktienkursbewegungen zurückzuführen ist.

Somit lässt sich feststellen, dass die meisten Schuldenquoten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum im Jahresverlauf 2009 Höchststände erreichten und dann bis 2011 leicht zurückgingen, als offensichtlich eine gewisse Stabilisierung einsetzte. Darin kommen die Auswirkungen des Konjunkturzyklus und die Bestrebungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, in einem Umfeld erhöhter Kreditrisikosensibilität ihren Fremdkapitalanteil zu reduzieren, zum Ausdruck. Gemessen am Vermögen war der Anstieg der Schuldenquote insgesamt moderater als in Relation zur Konjunktur. Daraus wird ersichtlich, dass die Ausweitung der Verschuldung nichtfinanzieller Unternehmen in weiten Teilen durch eine Zunahme von Vermögenswerten gedeckt war, die als Sicherheiten eingesetzt werden können und es den Unternehmen ermöglichen, mehr Fremdkapital aufzunehmen. Indessen schürt die am Einkommen gemessene höhere Schuldenlast der Unternehmen Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Verschuldung (siehe Abschnitt 5).

Durch den Konjunkturunbruch in den Jahren 2008 und 2009 nahm die Kreditnachfrage deutlich ab, da die Investitionstätigkeit zurückging und die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften weniger Bedarf an Betriebskapital hatten. Zudem war im Zeitraum von 2008 bis zum ersten Quartal 2010 eine wesentlich geringere Fusions- und Übernahmeaktivität zu verzeichnen, wodurch sich die Nachfrage der nichtfinanziellen Unternehmen nach externen Finanzmitteln zusätzlich verringerte. So ging die Verschuldung bedingt durch nachfrageseitige Faktoren deutlich zurück. Dies spiegelt sich auch in den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken wider, bei der die teilnehmenden Kreditinstitute vom ersten Vierteljahr 2008 bis zum zweiten Quartal 2010 und dann nochmals im dritten Jahresviertel

2011 eine rückläufige Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten meldeten.

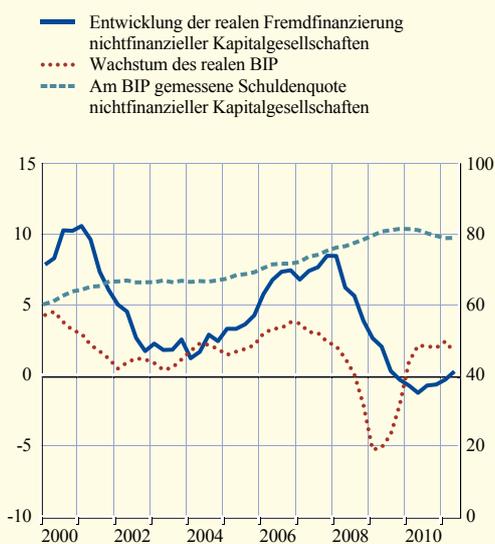
Überdies haben möglicherweise Beschränkungen des Angebots an Bankkrediten zum Fremdkapitalabbau der Unternehmen beigetragen. Im Vorfeld der Finanzkrise wurde der zunehmenden Schuldenhöhe der Unternehmen nur begrenzt Beachtung geschenkt, insbesondere da die Fremdfinanzierungskosten und die Zinslast der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften moderat waren. Allerdings veränderte sich die Haltung der Banken und Marktteilnehmer während der Krise, als die Banken aufgrund von Bedenken bezüglich ihrer Bilanzen nur eingeschränkten Zugang zu Finanzierungsmitteln hatten und so ihrerseits unter Druck gerieten. Die an der Umfrage zum Kreditgeschäft teilnehmenden Banken im Eurogebiet berichteten 2008 und 2009 sowie abermals im dritten Quartal 2011, dass die Finanzierungskosten sowie bilanzielle Restriktionen in erheblichem Maße zu ihren per saldo verschärften Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten beigetragen hatten.<sup>6</sup> Des Weiteren meldete ein beträchtlicher Anteil der Kreditinstitute in dieser Zeit per saldo eine Ausweitung der Kreditmargen, wovon risikoreichere Darlehen stärker betroffen waren als durchschnittliche Kredite. Was die marktbasiertere Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften betrifft, so erhöhten sich die Kosten für die Mittelbeschaffung über die Begebung von Schuldverschreibungen im Jahr 2008 vor dem Hintergrund zunehmender Bedenken an den Märkten hinsichtlich der Bonität der Kreditnehmer erheblich. Als Reaktion auf diese Entwicklungen bei der Bankkreditvergabe und der marktbasiertere Fremdfinanzierung sowie angesichts des konjunkturbedingten Rückgangs der Nachfrage nach Außenfinanzierungsmitteln könnten die Unternehmen ihre Bemühungen zum Abbau des Fremdkapitalanteils verstärkt haben, um ihre Kreditwürdigkeit zu sichern oder zu verbessern.

Die Schuldenrückführung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften wird auch aus der Entwicklung der realen Fremdfinanzierung und des realen BIP

<sup>6</sup> Siehe hierzu die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) auf der Website der EZB.

**Abbildung 3 Entwicklung der realen Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %, mit dem BIP-Deflator deflationiert; in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Fremdfinanzierung umfasst Kredite (ohne Kredite zwischen verbundenen Unternehmen), Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen.

ersichtlich (siehe Abbildung 3). In den Jahren 2008 und 2009 verlangsamte sich das Wachstum der realen Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen deutlich und lag vom letzten Quartal 2009 bis zum ersten Jahresviertel 2011 im negativen Bereich. Dieser Wachstumsrückgang setzte sich bis zum zweiten Quartal 2010 fort, wohingegen sich das Wachstum des realen BIP bereits ab dem Jahr 2009 wieder erholte. Dies deckt sich mit dem historischen Verlaufsmuster der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, deren Entwicklung dem Konjunkturzyklus in der Regel um etwa drei Quartale nachfolgt.<sup>7</sup> Wie ebenfalls aus Abbildung 3 hervorgeht, setzte die nach dem Höchststand im Schlussquartal 2009 verzeichnete Abnahme der am BIP gemessenen Schuldenquote nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum rund ein bis zwei Jahre nach dem Rückgang des BIP-Wachstums ein.

Der Fremdkapitalabbau nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften wurde durch das beträchtliche

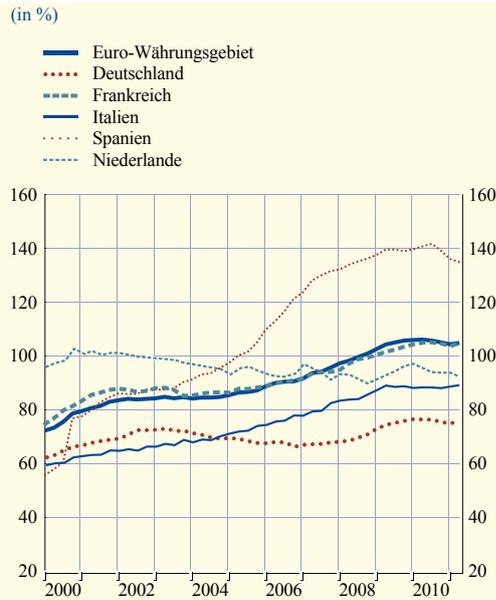
Volumen an internen Mitteln, welche die Unternehmen angesammelt hatten, gestützt. Vom dritten Quartal 2009 bis zum zweiten Vierteljahr 2010 steigerten die nichtfinanziellen Unternehmen ihre einbehaltenen Gewinne erheblich, was sich auch in ihrer Ersparnis (und den Nettovermögenstransfers) niederschlug. Die Unternehmensersparnis blieb von diesem Zeitpunkt an bis zum zweiten Jahresviertel 2011 in Relation zum BIP weitgehend stabil (siehe Abbildung D im Kasten). Im Zusammenspiel mit der stark rückläufigen Investitionstätigkeit führte dies zu einer beträchtlichen Verkleinerung der Finanzierungslücke der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. des Finanzierungssaldos im Verhältnis zum BIP); zeitweise – vom Schlussquartal 2009 bis zum letzten Vierteljahr 2010 – wurde sogar ein Finanzierungsüberschuss verbucht. Die Entwicklung der Unternehmensgewinne steht weitgehend im Einklang mit den entsprechenden auf Unternehmensdaten basierenden Belegen, wonach die Gesamtkapitalrendite der Unternehmen vom zweiten Halbjahr 2009 bis Mitte 2010 anstieg und dann vor dem Hintergrund eines zunehmenden Kostendrucks und eines schwächeren Umsatzwachstums bis Jahresmitte 2011 weitgehend stabil blieb.

Zwar deuten verschiedene Indikatoren darauf hin, dass sich die Verschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften 2010 und im ersten Jahresviertel 2011 auf Euroraum-Ebene verringert hat, doch ergibt sich bei Betrachtung der einzelnen Mitgliedstaaten ein uneinheitliches Bild.<sup>8</sup> Was die Höhe der Schuldenquoten anbelangt, so verzeichneten im Vergleich der fünf größten Euro-Länder die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Deutschland seit dem letzten Quartal 2004 gemessen am BIP die niedrigste Verschuldung (siehe Abbildung 4). Im Gegensatz dazu lag die Quote in Spanien über weite Strecken des untersuchten Zeitraums deutlich über dem

<sup>7</sup> Siehe EZB, Jüngste Entwicklung der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor, Monatsbericht Januar 2011.

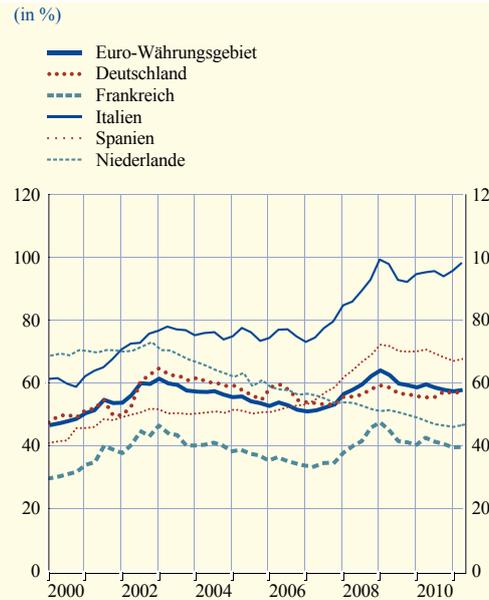
<sup>8</sup> In diesem Aufsatz werden in erster Linie die fünf größten Euro-Länder betrachtet.

**Abbildung 4 Am BIP gemessene Schuldenquote nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets**



Quellen: EZB und Eurostat.  
Anmerkung: Die Verschuldung umfasst sämtliche Kredite, Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen.

**Abbildung 5 Am Geldvermögen gemessene Schuldenquote nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets**



Quellen: EZB und Eurostat.  
Anmerkung: Die Verschuldung umfasst sämtliche Kredite, Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen. Zum Geldvermögen zählen Bargeld und Einlagen, Kredite, Schuldverschreibungen, Anteilsrechte, sonstige Forderungen sowie versicherungstechnische Rückstellungen.

Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets. Gleichzeitig wiesen die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Frankreich gemessen am Geldvermögen im gesamten Betrachtungszeitraum ein unterdurchschnittliches Schuldenniveau aus, während die entsprechenden Unternehmen in Italien deutlich über dem Schnitt des Eurogebiets lagen (siehe Abbildung 5). Für die Zeit ab dem Jahr 2000 bis zum zweiten Quartal 2011 ist mit Blick auf die fünf größten Euro-Länder festzustellen, dass sich die Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Verhältnis zum Geldvermögen in Italien und Spanien am stärksten erhöhte, während sie in Frankreich und Deutschland stabiler war. In allen vier Ländern begannen die Schuldenquoten dieses Sektors im zweiten Jahresviertel 2009 zu sinken, was die Entwicklung des gesamten Euroraums widerspiegelte. Während die am Geldvermögen gemessene Verschuldung nichtfinanzieller

Unternehmen in Deutschland, Frankreich und Spanien jedoch 2011 bis zum zweiten Quartal mehr oder weniger unverändert blieb, legte die entsprechende Quote in Italien im vergangenen Jahr wieder zu. Legt man die am Geldvermögen gemessenen Schuldenquoten zugrunde, so zeigt sich, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den Niederlanden bereits viel früher (nämlich ab dem ersten Vierteljahr 2003) mit dem Fremdkapitalabbau begannen als die betreffenden Unternehmen in den anderen vier großen Euro-Ländern.

Kasten

**VERGLEICH DER UNTERNEHMENSVERSCHULDUNG IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET UND IN DEN VEREINIGTEN STAATEN**

Im vorliegenden Kasten wird die Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet der Verschuldung des Sektors der nichtfinanziellen Unternehmen in den Vereinigten Staaten gegenübergestellt. Dieser ist am ehesten mit dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum vergleichbar.<sup>1</sup> Bei Ausbruch der Finanzkrise waren diese Unternehmen in beiden Volkswirtschaften hoch verschuldet und begannen im Zuge der Krise ab dem Jahr 2009 damit, ihren Fremdkapitalanteil zu reduzieren. Zum Rückgang der Schuldenquoten trugen sowohl Nachfragefaktoren im Zusammenhang mit dem im Schlussquartal 2008 einsetzenden Konjunkturunbruch als auch Beschränkungen des Kreditangebots der Banken bei. Darüber hinaus haben auch Gewinnzuwächse den Fremdkapitalabbau der nichtfinanziellen Unternehmen erleichtert.

**Schuldenquoten nichtfinanzieller Unternehmen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten in langfristiger Betrachtung**

Aus Abbildung A geht hervor, dass sich der Schuldenstand nichtfinanzieller Unternehmen in den USA in Relation zum BIP in den vergangenen 50 Jahren nahezu verdoppelt hat, und zwar von 37 % im Jahr 1960 auf 74 % im zweiten Quartal 2011. Im Verhältnis zum Gesamtvermögen der Unternehmen fiel der Schuldenzuwachs ähnlich hoch aus: Die entsprechende Quote erhöhte sich von 21 % im Jahr 1960 auf 45 % im zweiten Vierteljahr 2011. Besonders ausgeprägt war der Anstieg der Schuldenquote nichtfinanzieller US-Unternehmen während der 1980er-Jahre vor dem Hintergrund erhöhter Inflationsraten und Zinssätze, wohingegen die Verschuldung in der ersten Hälfte der 1990er-Jahre deutlich abnahm. In der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre bis 2002 zog die Schuldenquote bedingt durch den New-Economy-Boom wieder rasch an und erreichte ähnliche Werte

**Abbildung A Schuldenquoten nichtfinanzieller Unternehmen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten**

(in %)

- Am BIP gemessene Schuldenquote nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet
- ..... Am BIP gemessene Schuldenquote nichtfinanzieller Unternehmen in den Vereinigten Staaten
- Am Gesamtvermögen gemessene Schuldenquote nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet
- Am Gesamtvermögen gemessene Schuldenquote nichtfinanzieller Unternehmen in den Vereinigten Staaten



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Board of Governors des Federal Reserve System und EZB.

Anmerkung: Verschuldung ohne Kredite zwischen verbundenen Unternehmen. Für das Euro-Währungsgebiet sind die Aktiva mit Krediten zwischen verbundenen Unternehmen, Anteilsrechten sowie sonstigen Forderungen (ohne Forderungen aus Handelskrediten) konsolidiert. Anteilsrechte (ohne Investmentzertifikate) und sonstige Forderungen (ohne Handelskredite) wurden in dieser Abgrenzung der Aktiva saldiert, da diese Positionen in den US-Daten nicht enthalten sind.

<sup>1</sup> Der nichtfinanzielle Unternehmenssektor in den USA umfasst sämtliche nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und Nicht-Kapitalgesellschaften. Im Gegensatz zum entsprechenden Sektor im Euro-Währungsgebiet zählen hierzu auch Einzelunternehmen, die in den integrierten Sektorkonten des Euroraums den privaten Haushalten zugerechnet werden. Siehe auch EZB, Entwicklung der Unternehmensfinanzierung: Ein Vergleich zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten, Kasten 1, in: Entwicklung der Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht November 2005, sowie EZB, Vergleichbarkeit der Ergebnisse Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen für die Vereinigten Staaten und das Euro-Währungsgebiet, Kasten, in: Entwicklung der Bilanzen im privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets und der Vereinigten Staaten, Monatsbericht Februar 2004.

wie 1989. Diese Entwicklung war in erster Linie auf das sehr starke Kreditwachstum zur Finanzierung umfangreicher Investitionen zurückzuführen, das in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre bis zum Jahr 2000 zu beobachten war und von einem großen Vertrauen in kräftige Produktivitätszuwächse getragen wurde. Nach einer Phase der Bilanzkonsolidierung stieg die Schuldenquote der nichtfinanziellen Unternehmen in den Vereinigten Staaten wieder bis auf 79 % im zweiten Quartal 2009 an und kletterte damit auf den höchsten Stand seit 50 Jahren.

Zwar sind für das Euro-Währungsgebiet keine vergleichbaren Daten für einen solch langen Zeitraum verfügbar, doch wird aus Abbildung A ersichtlich, dass sich die Schuldenquoten nichtfinanzieller Unternehmen im Eurogebiet und in den USA seit 1999 ähnlich entwickelt haben. Im zweiten Quartal 2011 fiel der Schuldenstand in Relation zum BIP im Euroraum mit 78,9 % etwas höher aus als in den Vereinigten Staaten (74,3 %). Die Verschuldung im Verhältnis zu den Gesamtaktiva war in beiden Wirtschaftsräumen annähernd gleich und belief sich bei den nichtfinanziellen Unternehmen im Eurogebiet auf 43,4 % und jenseits des Atlantiks auf 44,7 %.

Obwohl sich die wirtschaftlichen Strukturen und Gegebenheiten in den vergangenen 50 Jahren grundlegend verändert haben, sind die nichtfinanziellen Unternehmen aufgrund der Tatsache, dass ihre Verschuldung im Jahr 2009 ein sehr hohes Niveau erreichte und bis heute noch hoch ist, anfällig gegen steigende Finanzierungskosten.

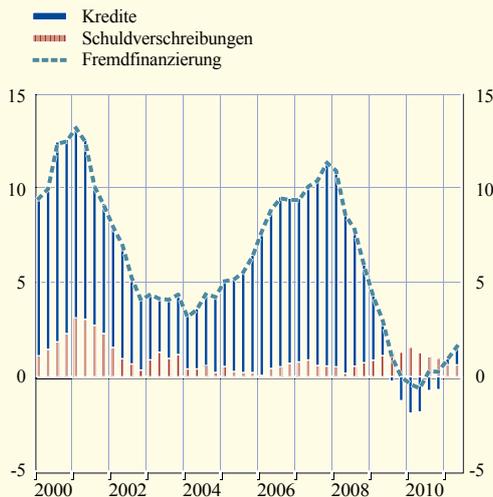
### **Belege für den Fremdkapitalabbau von Unternehmen während der Finanzkrise**

Vor dem Hintergrund der Finanzkrise verringerten sich die Schuldenquoten der nichtfinanziellen Unternehmen in beiden Volkswirtschaften ab dem Jahr 2009. Wie aus Abbildung B und C abzulesen ist, sank die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung vom Beginn der Finanzkrise im zweiten Halbjahr 2007 bis zum ersten Quartal 2010 deutlich. Dabei ging sie in den Vereinigten Staaten stärker zurück als im Euroraum. Vom dritten Quartal 2009 bis zum dritten Vierteljahr 2010 war die entsprechende Jahresänderungsrate bei den nichtfinanziellen Unternehmen in den USA sogar negativ, während für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet nur in der ersten Jahreshälfte 2010 eine geringfügig negative Zwölfmonatsrate verzeichnet wurde. Dies hatte zur Folge, dass die Schuldenquote nichtfinanzieller US-Unternehmen gegenüber ihrem Höchststand im zweiten Quartal 2009 bis zum zweiten Vierteljahr 2011 etwas stärker gesunken ist, während der Schuldenabbau bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet (gegenüber dem Höchststand vom Schlussquartal 2009) langsamer vonstattenging.

Ausschlaggebend für den Rückgang der Fremdfinanzierung in den beiden Wirtschaftsräumen war die deutliche Konjunkturabschwächung während der Finanzkrise. Darüber hinaus geht aus dem „Senior Loan Officer Survey“ in den USA und der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet hervor, dass die Richtlinien der Banken für die Vergabe von Unternehmenskrediten im Zuge der Finanzkrise erheblich verschärft wurden. Diese Entwicklung setzte im dritten Jahresviertel 2007 ein und erreichte im Schlussquartal 2008 einen Höhepunkt. Die Kreditvergabebedingungen sind für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum und hier vor allem für kleinere Unternehmen von besonderer Bedeutung, da diese sich bei ihrer Außenfinanzierung überwiegend auf Bankkredite stützen. Von 2009 bis 2011 wurden die Richtlinien für Unternehmenskredite tendenziell weniger stark verschärft und in den Vereinigten Staaten zuletzt sogar per saldo gelockert, während sie im Eurogebiet im dritten Quartal 2011 erneut insgesamt restriktiver gestaltet wurden. Hieraus ergibt sich, dass insbesondere in der Anfangsphase der Finanzkrise das Angebot an Bankkrediten offenbar beschränkt war. Demzufolge haben sowohl

**Abbildung B Beiträge zum Wachstum der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet**

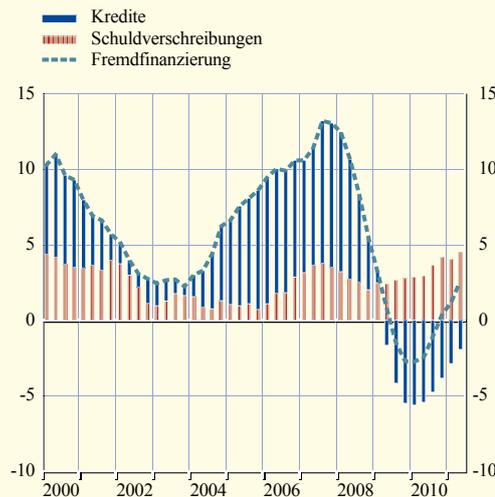
(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die Fremdfinanzierung umfasst Kredite (ohne Kredite zwischen verbundenen Unternehmen) und Schuldverschreibungen.

**Abbildung C Beiträge zum Wachstum der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen in den Vereinigten Staaten**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quelle: Board of Governors des Federal Reserve System.  
Anmerkung: Die Fremdfinanzierung ist definiert als Kreditmarktinstrumente gemäß der US-Finanzierungsrechnung.

die Nachfrage nach als auch das Angebot an Fremdkapital zum rückläufigen Wachstum der Fremdfinanzierung in beiden Volkswirtschaften beigetragen.

Im Zuge der Finanzkrise kam es im Hinblick auf die Zusammensetzung der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten zu bedeutenden Veränderungen. In beiden Volkswirtschaften erfolgte die Finanzierung während der Finanzkrise zunehmend über den Markt (siehe Abbildung B und C). Gleichzeitig reduzierten die nichtfinanziellen Unternehmen in den USA zwischen dem zweiten Quartal 2009 und dem zweiten Vierteljahr 2011 ihre Finanzierung über Bankkredite. Ähnlich verhielten sich die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet vom dritten Jahresviertel 2009 bis zum Schlussquartal 2010, wenngleich deren Anteil an Bankkrediten weniger stark sank als bei den US-Unternehmen.

In beiden Volkswirtschaften begünstigte der beträchtliche Anstieg der einbehaltenen Gewinne den Verschuldungsabbau nichtfinanzieller Unternehmen und verringerte damit auch deren Abhängigkeit von Fremdfinanzierungsmitteln. In den Vereinigten Staaten spiegeln sich die höheren Unternehmensgewinne in der Bruttoersparnis und den Nettovermögenstransfers nichtfinanzieller Unternehmen im Verhältnis zum BIP wider. Die entsprechende Quote stieg von 8,7 % im zweiten Quartal 2008 auf 11,1 % im zweiten Vierteljahr 2011 (siehe Abbildung D). Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet war ein ähnlicher Zuwachs zu beobachten, und zwar von 8,8 % im zweiten Quartal 2009 auf 10,5 % im zweiten Jahresviertel 2011. Hinzu kommt, dass die Investitionen in den Jahren 2008 und 2009 krisenbedingt einbrachen. Infolge dieser Entwicklungen nahm der Außenfinanzierungsbedarf nichtfinanzieller Unternehmen drastisch ab. Die (als Finanzierungsüberschuss (+) bzw. Finanzierungsdefizit (-) in Relation zum BIP definierte) Finanzierungslücke, die bei Unternehmen mit Bedarf an Außenfinanzierungsmitteln für ihre Investitionen in der Regel negativ ist, kehrte sich bei den nichtfinanziellen Unternehmen in den USA vom

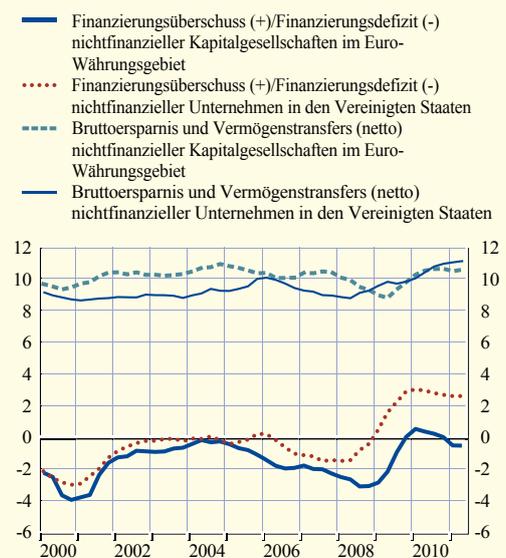
ersten Quartal 2009 (0,5 %) bis zum zweiten Vierteljahr 2011 (2,6 %) ins Positive. Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet war vom vierten Quartal 2009 bis zum letzten Jahresviertel 2010 ebenfalls eine positive Finanzierungslücke zu verzeichnen.

### Fazit

Insgesamt ist die Verschuldung nichtfinanzieller Unternehmen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten sowohl hinsichtlich ihrer Höhe als auch ihres Verlaufsmusters offenbar weitgehend vergleichbar. In beiden Volkswirtschaften hatten die nichtfinanziellen Unternehmen vor Ausbruch der Finanzkrise im Spätsommer 2007 einen historisch sehr hohen Schuldenstand erreicht, in der Folgezeit nahm die Verschuldung jedoch ab. Gleichwohl sind die Schuldenquoten im historischen Vergleich immer noch hoch und bilden eine bedeutende Quelle der Verwundbarkeit für die Aussichten des Unternehmenssektors, insbesondere im Hinblick auf die mit höheren Kosten der Fremdfinanzierung verbundenen Risiken.

**Abbildung D Finanzierungslücke und einbehaltene Gewinne nichtfinanzieller Unternehmen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten**

(in % des BIP)



Quellen: Board of Governors des Federal Reserve System und EZB.  
Anmerkung: Die Finanzierungslücke ist definiert als Finanzierungsurberschuss (+)/ Finanzierungsurberschuss (-) im Verhältnis zum BIP und entspricht in etwa der Bruttoersparnis und den Vermögenstransfers (netto) abzüglich der Bruttoinvestitionen in Relation zum BIP.

### 3 DIE BEDEUTUNG DER FREMDFINANZIERUNG FÜR DIE AUSSENFINANZIERUNG NICHTFINANZIELLER KAPITALGESELLSCHAFTEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Die Festlegung der Kapitalstruktur ist eine der wichtigsten Entscheidungen, die es in einem Unternehmen zu treffen gilt. Entgegen dem 1958 in einem Forschungsbeitrag vorgestellten Irrelevanztheorem von Modigliani und Miller<sup>9</sup> wird heute allgemein anerkannt, dass der Wert eines Unternehmens – bedingt durch die Unvollkommenheit der Kapitalmärkte – doch von seiner Kapitalstruktur abhängig ist. Verschiedene theoretische Ansätze, in denen die Annahme von Modigliani und Miller relativiert wird, betrachten in unterschiedlichen Szenarien, inwieweit Agency-Kosten, Informationsasymmetrien, Überlegungen zur Unternehmenskontrolle sowie Steuern die Entscheidungen von Unternehmen hinsichtlich ihrer

Kapitalstruktur beeinflussen. Der Pecking-Order-Theorie zufolge gehen die Entscheidungsträger in einem Unternehmen davon aus, dass die Märkte die Aktien des Unternehmens aufgrund von Informationsasymmetrien im Allgemeinen unterbewerten, weshalb die Entscheidungsträger die Innen- gegenüber der Außenfinanzierung und Fremd- gegenüber Eigenkapital bevorzugen.<sup>10</sup> Gemäß dieser Theorie spiegelt der Verschuldungsgrad eines Unternehmens in erster Linie die Ertragsentwicklung und Investitionsmöglichkeiten der Vergangenheit wider. Versucht die Unternehmensleitung hingegen, die Informationsasymmetrien zum Vorteil der aktuellen Anteilseigner zu nutzen, so verkauft sie in der Regel dann Aktien,

<sup>9</sup> Siehe F. Modigliani und H. M. Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: American Economic Review, Bd. 48(3), Juni 1958, S. 261-297.

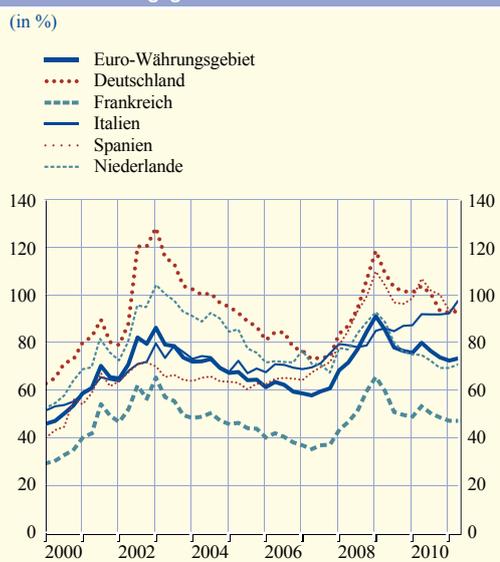
<sup>10</sup> Siehe S. C. Myers, The capital structure puzzle, in: Journal of Finance, Nr. 39, 1984, S. 575-592.

wenn der Unternehmenswert hoch ist, und stellt so eine Verbindung zwischen Kapitalstruktur und Aktienkursschwankungen her.<sup>11</sup> In beiden Ansätzen ist der Unternehmensführung nicht wirklich daran gelegen, ein genaues Schuldenziel festzulegen, sodass für sie kein Anlass besteht, Veränderungen des Fremdkapitalanteils infolge eines veränderten Unternehmenswerts rückgängig zu machen. Demgegenüber geht die sogenannte Trade-Off-Theorie davon aus, dass aufgrund von Unvollkommenheiten des Marktes ein Zusammenhang zwischen dem Verschuldungsgrad und dem Wert eines Unternehmens besteht.<sup>12</sup> Dieser Theorie zufolge spiegelt die optimale Kapitalstruktur bei jedem Unternehmen ein Gleichgewicht zwischen verschuldungsbedingten Steuervorteilen und steigenden Agency- und Financial-Distress-Kosten (z. B. Insolvenzkosten), die mit einer hohen Verschuldung einhergehen, wider. In diesem Fall greifen die Entscheidungsträger aktiv ein, um Abweichungen von der optimalen Schuldenquote zu korrigieren.

Aktuelle Umfragen<sup>13</sup> haben ergeben, dass die meisten Unternehmen durchaus ein bestimmtes Ziel für die Mischung aus festverzinslichen bzw. variabel verzinslichen und kurz- bzw. langfristigen Schulden verfolgen und auch in Bezug auf die durchschnittliche Laufzeit, die Duration sowie den Anteil an Bankkrediten an der Gesamtverschuldung gewisse Vorgaben einzuhalten versuchen. Bei der Beurteilung der Frage, welche Schuldenhöhe angemessen ist, spielen vor allem die Bestimmungsgrößen der Zielquoten, die finanzielle Flexibilität, Bonitätseinstufungen, die Ertragsvolatilität sowie die steuerlichen Vorteile von Zinsaufwendungen eine Rolle.

Die am Eigenkapital gemessene Schuldenquote nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften liefert Informationen über die Höhe der Schulden im Vergleich zum Eigenkapital und somit über die Kapitalstruktur der Unternehmen. Seit dem Jahr 2000 liegt diese Quote für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum im Schnitt bei 69 % (siehe Abbildung 6). Obwohl sie wegen der Volatilität der Aktienkurse stark schwankt, bedeutet dies, dass innerhalb der Kapitalstruktur eines Unternehmens in der Regel ein höherer Anteil auf

Abbildung 6 Am Eigenkapital gemessene Schuldenquote nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets



Quelle: EZB.

Aktien (insbesondere auf nicht börsennotierte Aktien)<sup>14</sup> entfällt als auf Fremdkapital. In Frankreich lag der Anteil der Verschuldung gemessen am Eigenkapital der Unternehmen unter dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets, in Deutschland hingegen darüber. Insgesamt scheinen in den einzelnen Ländern des Eurogebiets gewisse Unterschiede hinsichtlich der Kapitalstruktur zu bestehen.

Was die Schuldenstruktur der Unternehmen angeht, so umfasst die Verschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

11 Siehe M. P. Baker und J. A. Wurgler, Market timing and capital structure, in: *Journal of Finance*, Bd. 57(1), 2002, S. 1-32.

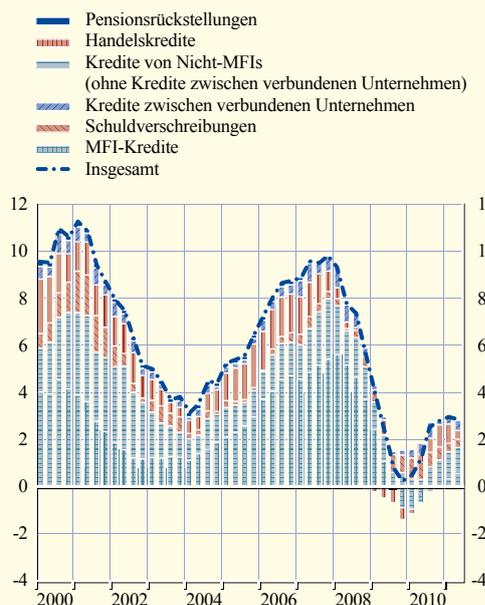
12 Siehe H. DeAngelo und R. Masulis, Optimal capital structure under corporate and personal taxation, in: *Journal of Financial Economics*, Bd. 8, 1980, S. 3-29.

13 Siehe J. R. Graham und C. R. Harvey, The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, in: *Journal of Financial Economics*, Nr. 60, 2001, S. 187-243; D. Brounen, A. de Jong und K. Koedijk, Capital structure policies in Europe: Survey evidence, in: *Journal of Banking and Finance*, Bd. 30(5), 2006, S. 1409-1442; sowie H. Servaes und P. Tufano, *The Theory and Practice of Corporate Debt Structure*, Deutsche Bank, 2006.

14 Der Anteil börsennotierter Aktien an den gesamten Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften betrug im Zeitraum von 2000 bis zum zweiten Quartal 2011 im Durchschnitt 17 %, der Anteil nicht börsennotierter Aktien lag bei 34 %.

**Abbildung 7 Beiträge zur Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die Fremdfinanzierung umfasst sämtliche Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Pensionsrückstellungen.

traditionell vor allem Bankkredite.<sup>15</sup> Insbesondere kleinere Firmen greifen zur Aufnahme externer Mittel häufig auf diese Quelle zurück, da ihr Zugang zur marktbasierter Finanzierung begrenzt ist. Während der Finanzkrise hat sich dies jedoch spürbar verändert (siehe Abbildung 7). Der Anteil der Bankkredite an der Fremdfinanzierung insgesamt war ab dem zweiten Quartal 2008 rückläufig und lag vom dritten Jahresviertel 2009 bis zum dritten Quartal 2010 sogar im negativen Bereich, was auf einen Trend hin zur Disintermediation hinweist. Dafür gewannen andere Fremdfinanzierungsquellen an Bedeutung. So war vor allem die Begebung von Schuldverschreibungen während der Finanzkrise bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sehr beliebt. Was die Finanzierungskosten betrifft, so verbilligte sich die marktbasierter Fremdfinanzierung für nichtfinanzielle Unternehmen nach dem im November 2008 (also kurz nach der Insolvenz von Lehman Brothers) verzeichneten Rekordniveau bis September 2010 erheblich; anschließend stiegen die Kosten wie-

der leicht an. Ebenso führten die vom EZB-Rat eingeleiteten geldpolitischen Maßnahmen dazu, dass die Bankkreditzinsen, die bis Oktober 2008 mehrmals erhöht worden waren, bis Anfang 2010 wieder sanken; in der Folge legten sie bis Mitte 2011 wieder etwas zu. Zwar liefert die Entwicklung der Finanzierungskosten somit nur begrenzt Hinweise auf eine veränderte Fremdfinanzierungsstruktur nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, doch deuten die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet darauf hin, dass die Unternehmen möglicherweise deshalb weniger Bankkredite aufnahmen, weil das entsprechende Angebot eingeschränkt war (siehe Abschnitt 2).

Zudem könnte die Finanzierung zwischen Unternehmen das geringere Angebot an Bankkrediten aufgefangen haben.<sup>16</sup> So dürften insbesondere Kredite von Mutter- an Tochtergesellschaften (Kredite zwischen verbundenen Unternehmen) kleinen Firmen den Zugang zu Finanzierungsmitteln erleichtert haben. Auch Handelskredite, die mit dem Austausch von Waren verbunden sind, gewannen an Bedeutung und könnten so in gewisser Weise als Puffer fungiert haben.<sup>17</sup>

#### 4 FREMDFINANZIERUNGSBEDARF UND SCHULDENENTWICKLUNG NACH UNTERNEHMENSGRÖSSE UND WICHTIGEN INDUSTRIESEKTOREN IM EURO-WÄHRUNGSGBEIT

Ein wichtiger Grund für die Heterogenität des Verschuldungsgrads der Unternehmen im Euro-Raum ist in der Unternehmensgröße zu sehen. Es ist allgemein bekannt, dass kleine Firmen – überwiegend aufgrund ihrer spezifischen Finanzie-

15 Um der relativen Bedeutung der verschiedenen Instrumente Rechnung zu tragen, umfasst der Begriff „Verschuldung“ in diesem Zusammenhang Kredite (ohne Kredite zwischen verbundenen Unternehmen), Schuldverschreibungen und Handelskredite (abzüglich Forderungen aus Handelskrediten).

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

17 Zur jüngsten Entwicklung der Handelskredite siehe EZB, Inanspruchnahme von Handelskrediten durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften des Euro-Währungsgebiets, Kasten 2, Monatsbericht April 2011.

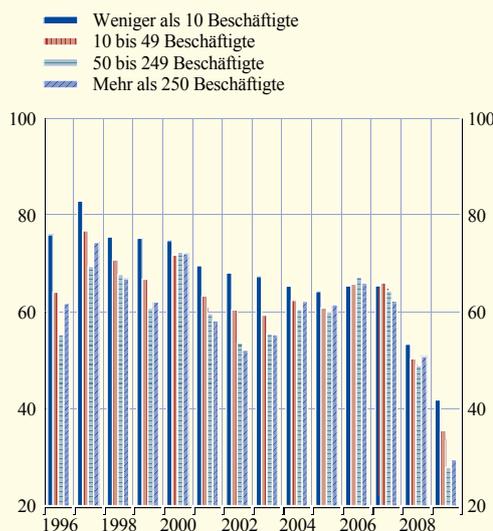
rungssituation – vor anderen und oftmals größeren Finanzierungsproblemen stehen als große Unternehmen.<sup>18</sup> Erstens werden kleine Firmen häufig als undurchsichtiger und ausfallgefährdeter wahrgenommen. Zweitens sind sie in vielen Fällen weniger gut etabliert und hatten noch nicht genügend Zeit, an ihrer Firmengeschichte und -reputation zu arbeiten. Drittens begeben KMUs in der Regel keine gehandelten Wertpapiere, die ständig an öffentlichen Märkten bewertet werden. Daher ist ihnen die Möglichkeit verwehrt, den Markt auf diesem Wege mit Informationen über ihr Unternehmen zu versorgen. Gleichzeitig benötigen kleine Unternehmen Fremdmittel wie insbesondere Bankkredite, um ihr Wachstum zu finanzieren. Aus diesem Grund können größere Finanzierungshindernisse ein beträchtliches Problem für KMUs darstellen, was wiederum dazu führen kann, dass die Kreditrisiken im Unternehmenssektor steigen und auch die gesamtwirtschaftliche Produktivität in Mitleidenschaft gezogen wird. Dies scheint heutzutage sogar noch von größerer Relevanz zu sein, da die Finanzierungsquellen der Unternehmen knapper geworden sind und die Verfügbarkeit von Finanzierungsinstrumenten im Zuge der Finanzkrise abgenommen hat.

In Abbildung 8 ist der Anteil der Firmen ausgewiesen, die zur Finanzierung ihres Wachstums auf die Fremdfinanzierung zurückgreifen.<sup>19</sup> Daraus wird ersichtlich, welche Bedeutung dieser Art der Finanzierung je nach Größe des jeweiligen Unternehmens zukommt.

Aus der Abbildung lassen sich zwei stilisierte Ergebnisse ableiten. Zum einen neigte ein hoher Prozentsatz kleiner Unternehmen Ende der 1990er-Jahre dazu, Fremdmittel einzusetzen, um ein höheres Wachstum zu erzielen, als auf Grundlage ihrer eigenen Mittel allein möglich gewesen wäre. Zum anderen verringerte sich dieser Anteil mit der Zeit, da es den Unternehmen immer schwerer fiel, ihre Zinszahlungen aus den von ihnen erwirtschafteten Einnahmen zu bestreiten. So stiegen die Zinsbelastungsquote, die die Auswirkungen sämtlicher Zinsänderungen (in Bezug auf die allgemeinen Kreditbedingungen auf Länderebene) erfasst, sowie die Profitabilität und der Verschuldungsgrad der

**Abbildung 8 Unternehmen mit höherem Wachstum als auf Basis ihrer internen Mittel zu erwarten gewesen wäre<sup>1)</sup>**

(in % der Unternehmen)



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

1) Gemäß dem Ansatz von Demirgüç-Kunt und Maksimovic (Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data, in: Journal of Financial Economics, Bd. 65, S. 337-363) wird das umsatzbezogene Finanzplanungsmodell („Percentage of Sales“) verwendet, um für jedes Unternehmen die maximale Wachstumsrate, die bei ausschließlichen Einsatz interner Mittel erzielt werden kann, zu errechnen.

Unternehmen bereits seit dem Jahr 2005 und erreichten 2009, also im letzten Jahr des Beobachtungszeitraums, einen Höchststand (siehe Abbildung 9). Während die Zinslast der kleinen Firmen insgesamt überproportional hoch war, nahm ihre Verschuldung im Verlauf der Finanzkrise bis zum Jahr 2009 zu.

Die im Rahmen einer Befragung auf Firmenebene<sup>20</sup> direkt von einer Stichprobe nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in der EU erhobenen

18 Ein Überblick hierzu findet sich in: Corporate finance in the euro area, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 63, Juni 2007.

19 Die in diesem Abschnitt dargestellte Analyse basiert auf Unternehmensdaten aus der AMADEUS-Datenbank des Bureau van Dijk. Die Stichprobe umfasst überwiegend nicht börsennotierte nichtfinanzielle Unternehmen aus neun Euro-Ländern (BE, DE, ES, GR, FR, IT, NL, PT und FI); nicht enthalten sind die Sektoren Land- und Forstwirtschaft, Fischerei sowie Bergbau. Es sind rund 300 000 Firmen erfasst, die im Zeitraum von 1994 bis 2009 mindestens vier Jahre in Folge vertreten waren.

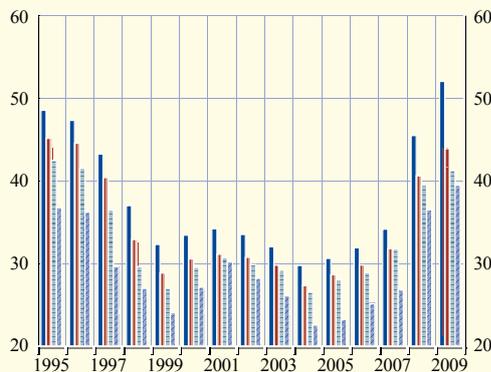
20 Weitere Angaben zur Umfrage über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen des Euro-Währungsgebiets zu Finanzmitteln sowie die Berichte zu den einzelnen Umfragerunden finden sich unter [www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html).

Abbildung 9 Zinszahlungen und Schuldenquoten nach Firmengröße

(in %)

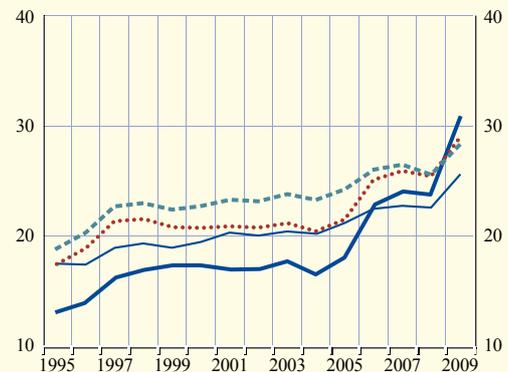
a) Zinslast

- Weniger als 10 Beschäftigte
- 10 bis 49 Beschäftigte
- 50 bis 249 Beschäftigte
- Mehr als 250 Beschäftigte



b) Schuldenquote

- Weniger als 10 Beschäftigte
- 10 bis 49 Beschäftigte
- 50 bis 249 Beschäftigte
- Mehr als 250 Beschäftigte



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

Anmerkung: Die Zinslast ist definiert als das Verhältnis zwischen Zinszahlungen und Einkünften vor Zinsen, Steuern, Abschreibung und Amortisierung plus finanzielle Erträge.

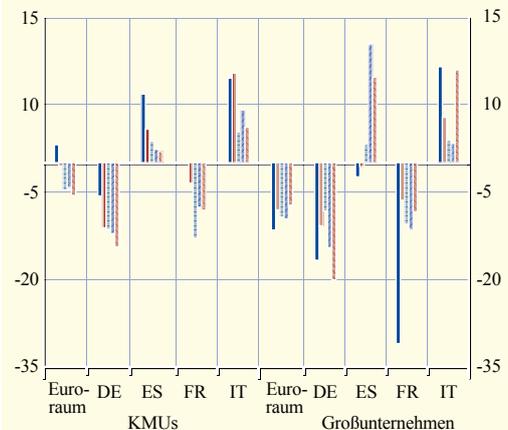
Daten geben Aufschluss über die jüngere Entwicklung der Unternehmensverschuldung nach Firmengröße. Die Befragung wurde vom Sommer 2009 bis September 2011 fünf Mal durchgeführt und spiegelt daher wider, wie die Unternehmen die kurzfristige Entwicklung ihres Finanzierungsbedarfs und ihres Zugangs zu Finanzmitteln mit Fortschreiten der Finanzkrise einschätzten. Die Angaben der Firmen lassen insbesondere erkennen, dass die Höhe ihrer Schulden im Verhältnis zu ihrem Vermögen auf Ebene des Eurogebiets seit Einführung der Umfrage tendenziell gesunken ist (siehe Abbildung 10). Dies deutet auf einen leichten Fremdkapitalabbau hin, der offenbar bei großen Unternehmen stärker zu Buche schlug als bei KMUs. Auf Länderebene meldeten spanische und in geringerem Umfang auch italienische Unternehmen, dass ihre Schuldenquoten 2010 und 2011 noch weiter stiegen. Interessanterweise zeichnen diese Entwicklungen die in Abbildung 5 dargestellten makroökonomischen Verläufe nach.

Die Umfrage bietet auch wertvolle Informationen zu dem Faktor, der den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln von 2009 bis 2011 am stärksten einschränkte. Während auf Ebene des Euroraums laut über einem

Abbildung 10 Quote aus Verschuldung und Gesamtvermögen

(in den vorangegangenen sechs Monaten; prozentualer Saldo der Befragten)

- H1 2009
- H2 2009
- H1 2010
- H2 2010
- H1 2011

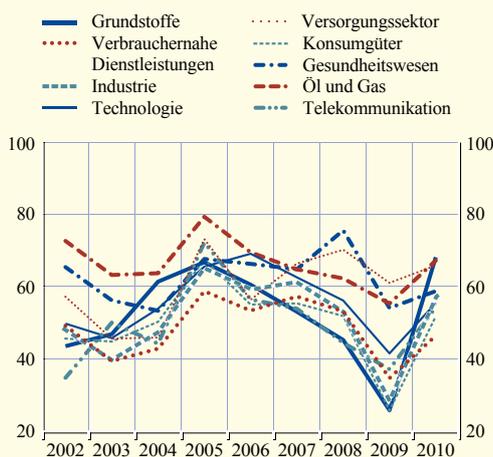


Quelle: EZB und Umfrage der Europäischen Kommission über den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln.

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

Abbildung 11 Unternehmen mit einer positiven Finanzierungslücke nach Sektoren

(in %)



Quellen: Thompson Datastream und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der Indikator zeigt den Anteil der Unternehmen mit einer positiven Finanzierungslücke. Eine Finanzierungslücke ist definiert als die Differenz zwischen den Anlageinvestitionen und den verfügbaren internen Finanzmitteln eines Unternehmens dividiert durch die Anlageinvestitionen. Die Sachvermögensbildung wird als erste Differenz der Sachanlagen und immateriellen Anlagewerte zuzüglich Abschreibung berechnet. Netto-Cashflow ist definiert als der Cashflow (Erträge im Bezugszeitraum zuzüglich Abschreibung) abzüglich der Zunahme des Umlaufvermögens ohne Bargeld (Vorräte plus Forderungen) zuzüglich der Zunahme der Handelskredite.

Drittel der Firmen keine Hindernisse bei der Beschaffung von Finanzmitteln bestanden, hingegen die gemeldeten Finanzierungsprobleme vor allem mit einem Mangel an Sicherheiten oder Garantien zusammen sowie mit Zinssätzen oder Preisen, die als zu hoch empfunden wurden.

Abbildung 11 veranschaulicht die Entwicklung der Finanzierungslücke großer börsennotierter Unternehmen im Zeitverlauf für einige wichtige Industriesektoren. Der Indikator zeigt den Prozentsatz der Firmen mit einer positiven Finanzierungslücke, deren Investitionen also nicht intern über den Cashflow finanziert werden können und die somit externer Finanzierungsquellen bedürfen. Da gelistete Unternehmen auf eine Vielzahl von Finanzierungsquellen (sowohl Wertpapiere als auch Kredite) zurückgreifen und die globalen Wachstumschancen über die internationalen Märkte bestmöglich ausschöpfen können, wird unterstellt, dass diese Firmen die geringsten Reibungsverluste beim Zugang zu

externen Finanzmitteln erleiden. Dementsprechend sollte sich die Inanspruchnahme externer Mittel durch die börsennotierten Unternehmen eines Sektors eng mit dem Bedarf dieses Sektors an Fremdfinanzierungsmitteln decken.<sup>21</sup>

Der Indikator weist eindeutig auf ein prozyklisches Verhalten der Finanzierungslücke, aber auch auf strukturelle Unterschiede zwischen den Sektoren hin. So sind Unternehmen aus dem Öl-, Gas-, Gesundheits- und Versorgungssektor stärker von externen Finanzmitteln abhängig, was auf die außergewöhnlich hohen Investitionsraten in diesen Bereichen zurückzuführen sein könnte. Dagegen nehmen Firmen in den Sektoren Grundstoffe und Konsumgüter seltener externe Finanzierungsquellen in Anspruch, was jedoch weniger durch hohe Gewinne als durch niedrige Investitionen bedingt sein dürfte. Die Wirtschafts- und Finanzkrise hatte über alle Wirtschaftszweige hinweg einen weitgehend vergleichbaren Einfluss auf den sektoralen Finanzierungsbedarf. Im Jahr 2009 fiel der Prozentsatz der Unternehmen, die auf Fremdmittel angewiesen waren, auf den niedrigsten Wert seit Anfang 2000, und zwar in allen Branchen außer dem Versorgungssektor.

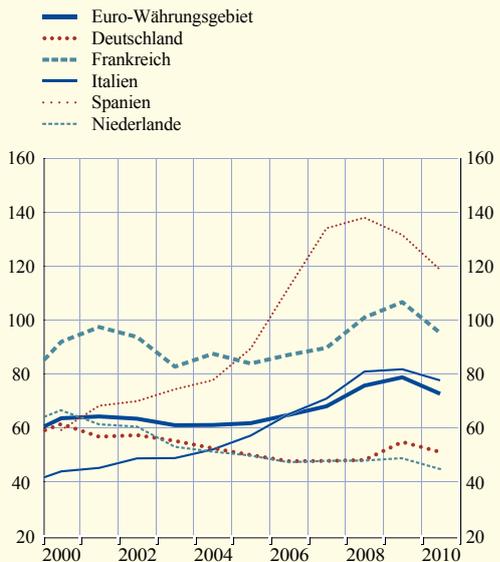
## 5 TRAGFÄHIGKEIT DER VERSCHULDUNG NICHTFINANZIELLER KAPITALGESELLSCHAFTEN IM EURO-WÄHRUNGSGBIET

Die Schuldenquoten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sind zwar seit 2009 im Zuge der Finanzkrise leicht gesunken, doch liegen sie im historischen Vergleich nach wie vor auf hohem Niveau (siehe Kasten in Abschnitt 2). Daten zur Höhe der Schuldenquoten allein sind indes nicht ausreichend, um die Tragfähigkeit der Verschuldung beurteilen zu können. Bei der Beantwortung dieser Frage spielen auch Faktoren wie die Stärke eines Unternehmens hinsichtlich der Erwirtschaftung seines Einkommens

21 Der Ansatz ähnelt dem von G. R. Rajan und L. Zingales vorgeschlagenen Konzept für börsennotierte Unternehmen in den Vereinigten Staaten. Siehe Financial Dependence and Growth, in: The American Economic Review, Bd. 88(3), S. 559-586.

**Abbildung 12 Schuldendienst nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets**

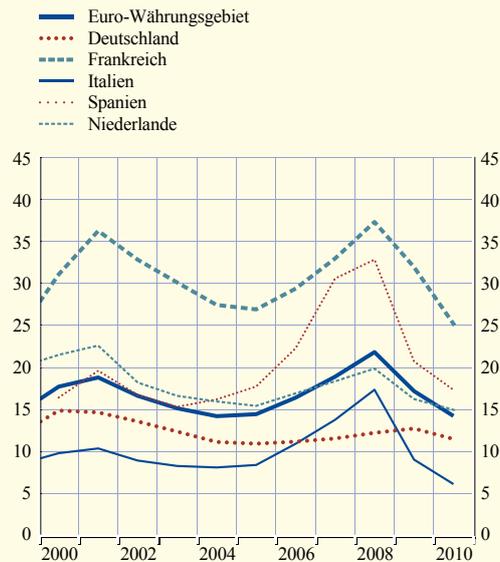
(in % des Bruttobetriebsüberschusses)



Quellen: EZB, Dealogic (Laufzeit Schuldverschreibungen) und ENSR-Umfrage 2002 (Laufzeit Bankkredite).  
Anmerkung: Der Schuldendienst ist definiert als die Summe aus Bruttozinszahlungen und geschätzten Schuldentilgungen (auf Basis des Umlaufs an langfristigen Krediten (netto), langfristigen Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen sowie der durchschnittlichen Laufzeit der Schulden) in Prozent des Bruttobetriebsüberschusses.

**Abbildung 13 Zinslast nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets**

(in % des Bruttobetriebsüberschusses)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Bruttozinszahlungen im Verhältnis zum Bruttobetriebsüberschuss.

sowie das Zinsumfeld und die Fälligkeitsstruktur seiner Schulden eine Rolle.

Ein wichtiger Aspekt, der sich auf die Tragfähigkeit der Verschuldung auswirkt, ist der von den Unternehmen zu erbringende Schuldendienst. Er umfasst die kumulierte Belastung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, die sich aus Zinszahlungen und Schuldentilgungen ergibt. In Abbildung 12 ist der Schuldendienst im Verhältnis zum Bruttobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Unternehmen dargestellt. Daraus geht hervor, dass der Schuldendienst der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet nach dem Höchststand von 2009 tendenziell rückläufig war. Dies hängt mit einem Rückgang der Bruttozinszahlungen dieser Firmen zwischen dem Schlussquartal 2008 und dem zweiten Vierteljahr 2010 sowie einem Wiederanstieg des Bruttobetriebsüberschusses im Jahr 2010 zusammen, während die Schul-

denentilgung weitgehend stabil blieb. Von den fünf größten Euro-Ländern erhöhte sich der Schuldendienst nichtfinanzieller Unternehmen in Spanien bis 2008 sowie in Frankreich und Italien bis 2009; anschließend nahm er dann wieder etwas ab. Aus den in Abbildung 13 enthaltenen Angaben zur Zinsbelastung geht hervor, dass der Schuldendienst der französischen und spanischen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften über dem Durchschnitt des Eurogebiets liegt. In Deutschland und den Niederlanden liegt er hingegen darunter, nachdem er über weite Strecken des Beobachtungszeitraums leicht gesunken war.

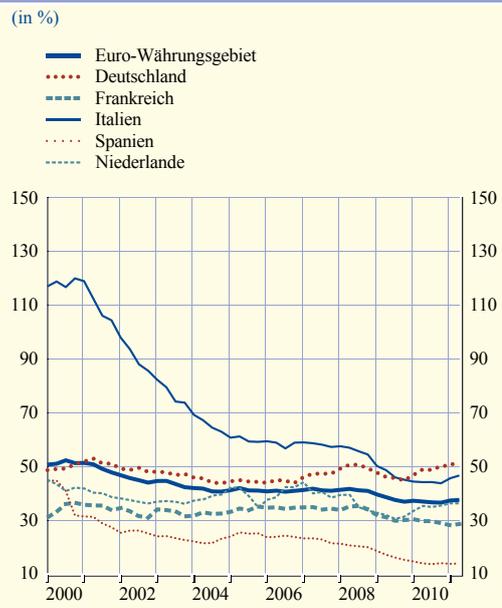
Betrachtet man ausschließlich die Zinsbelastung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, so geht aus Abbildung 13 klar hervor, dass diese gemessen am Bruttobetriebsüberschuss in den Jahren 2009 und 2010 rückläufig war. Im Euroraum verringerte sich die entsprechende Quote von einem Höchstwert

von 22 % im Schlussquartal 2008 auf 15 % im zweiten Vierteljahr 2011. In den fünf größten Euro-Ländern nahm die Zinsbelastung nach 2008 deutlich ab; dies gilt indes nicht für Deutschland, wo die Entwicklung weitgehend stabil blieb.

Das Fälligkeitsprofil der Unternehmensverschuldung liefert ebenfalls Hinweise darauf, ob Zins- und Liquiditätsrisiken vorliegen, und ist daher für die Einschätzung der Tragfähigkeit der Schulden relevant. Allgemein gilt, dass ein geringerer Anteil an kurzfristigen Schulden die Anfälligkeit eines Unternehmens verringert, da Schuldentilgungen und -prolongationen seltener zum Tragen kommen.

Während der Finanzkrise veränderte sich die Fristenstruktur der Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften insofern, als sich das Verhältnis der kurzfristigen zu den langfristigen Schulden von 42 % im zweiten Jahresviertel 2008 auf 37 % im Schlussquartal 2010 verringerte und anschließend bis zum zweiten Quartal 2011 überwiegend stabil blieb (siehe Abbildung 14). Dieser Rückgang der kurzfristigen Schulden nichtfinanzieller Unternehmen war in allen großen Mitgliedstaaten des Eurogebiets (außer Deutschland) zu beobachten. In Deutschland und Italien war der Anteil kurzfristiger Schulden am höchsten, während er im Fall französischer und spanischer Firmen unterhalb des euroraumweiten Durchschnitts lag.

Abbildung 14 Verhältnis von kurzfristigen zu langfristigen Schulden nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Zu den Schulden zählen alle Kredite, Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen.

Was die marktbasierende Fremdfinanzierung angeht, so sank die durchschnittliche Laufzeit der Unternehmensanleihen in den meisten in der Tabelle ausgewiesenen Euro-Ländern im Zeitraum von 2010 bis 2011. Gleichzeitig war von Land zu Land eine beträchtliche Heterogenität

Durchschnittliche Laufzeit von Unternehmensanleihen in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets

(in Jahren)	1999-2007	2008	2009	2010	2011
Belgien	12,4	6,0	8,7	6,0	7,1
Deutschland	4,7	5,1	5,9	5,0	4,8
Irland	8,8	9,0	7,0	8,4	9,0
Griechenland	7,8	5,0	7,5	8,5	5,8
Spanien	7,3	10,1	8,0	6,2	9,2
Frankreich	6,3	6,7	7,5	9,2	8,3
Italien	8,5	8,8	8,9	8,3	7,3
Luxemburg	7,5	5,7	8,9	11,2	10,2
Niederlande	7,6	9,7	8,3	8,6	8,7
Österreich	7,6	5,3	7,3	8,1	7,8
Portugal	7,5	7,2	7,8	7,8	7,0
Finnland	6,8	5,0	8,0	5,7	6,1

Quelle: Dealogic.

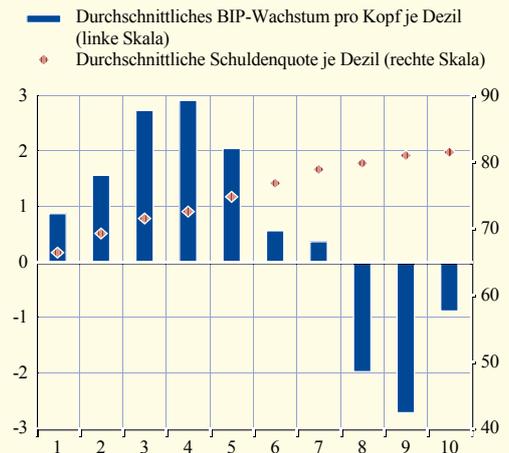
festzustellen. Aus dem Kreis der fünf größten Euro-Staaten ging die durchschnittliche Laufzeit der Unternehmensbonds in Frankreich und Italien von 2010 bis 2011 stark zurück, wohingegen sie insbesondere in Spanien zunahm; in Deutschland und den Niederlanden blieb sie indessen weitgehend stabil. Von den fünf größten Euro-Ländern wiesen deutsche Unternehmensanleihen im Mittel die kürzeste Laufzeit auf.

Wenngleich die einschlägige Literatur keine konkreten Hinweise auf die optimale Verschuldungshöhe einer Volkswirtschaft liefert, fördern hohe Schuldenstände bei Änderungen des Konjunkturzyklus, der Inflation oder der Zinssätze per se die Anfälligkeit der Unternehmen. Wenn zudem die Schuldenquoten ein bestimmtes Maß überschreiten, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass es zu Finanzkrisen kommt und diese auch noch gravierender ausfallen; darüber hinaus schließen sich tendenziell lang anhaltende Phasen des Schuldenabbaus an.<sup>22</sup> Einige Volkswirtschaften können allerdings in der Lage sein, eine wesentlich höhere Fremdverschuldung zu verkraften als andere; zurückzuführen ist dies auf länderspezifische institutionelle Besonderheiten (insbesondere im Hinblick auf das Finanzsystem) oder auf Produktivitätsunterschiede, die ein höheres relatives Wirtschaftswachstum nach sich ziehen. Entsprechend ist die Verschuldungsquote nicht als präziser Indikator der Tragfähigkeit zu betrachten, sondern im Verbund mit anderen Faktoren zu sehen. Gleichwohl kann ein Anstieg der Verschuldungsquote, der in Relation zum historischen Trend oder gegenüber der entsprechenden Zunahme in vergleichbaren Ländern sehr kräftig oder rasch ausfällt, auf einen Kreditboom hindeuten, der möglicherweise nicht durch die gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten gerechtfertigt ist.<sup>23</sup>

Eine aktuelle Analyse der BIZ zu den Auswirkungen der Verschuldung auf die konjunkturelle Aktivität ausgewählter OECD-Länder zeigt, dass es Schwellenwerte für die Verschuldung gibt, bei deren Überschreitung ein Anstieg der Schulden mit einem Rückgang des Trendwachstums einhergeht.<sup>24</sup> In Abbildung 15 wird die Beziehung zwischen der am BIP gemessenen Schul-

**Abbildung 15 Verschuldung und Wirtschaftswachstum**

(in % und Jahreswachstumsrate)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Die Verschuldung umfasst Kredite (ohne Kredite zwischen verbundenen Unternehmen), Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen. Das Wirtschaftswachstum ergibt sich aus dem pro Kopf erzielten BIP-Wachstum. Die Daten beziehen sich auf den Zeitraum von März 1999 bis Juni 2011.

denquote des Eurogebiets und dem BIP-Wachstum pro Kopf im Zeitraum von 1999 bis 2011 dargestellt. Sie wird berechnet, indem das pro Kopf erwirtschaftete BIP-Wachstum des Euroraums auf die Dezilverteilung der aggregierten Schuldenquote des Eurogebiets (ohne Kredite zwischen verbundenen Unternehmen) aufgeteilt wird. Vom ersten bis zum vierten Dezil erhöht sich der durchschnittliche Pro-Kopf-Zuwachs des BIP, was einer durchschnitt-

22 Siehe G. Tang und C. Upper, Debt reduction after crises, in: Quarterly Review, BIZ, September 2010.

23 So hat die Europäische Kommission bei der Erstellung des Indikatorenkatalogs (Scoreboard) für die Überwachung gesamtwirtschaftlicher Ungleichgewichte jüngst einige Schwellenwerte festgelegt, die sich auf die Schuldenquote und die Kreditvergabe (jeweils gemessen am BIP) im privaten Sektor insgesamt (d. h. nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte) beziehen. Der Schwellenwert für die Schuldenquote (160 %) wird anhand der Daten für die EU 27 im Zeitraum 1994-2007 als das obere Quartil berechnet.

24 S. Cecchetti, M. S. Mohanty und F. Zampolli, The real effects of debt?, BIS Working Papers, Nr. 352, 2011. Im Rahmen der Untersuchung der BIZ liegt der geschätzte Schwellenwert für den Unternehmenssektor, bei dessen Überschreitung ein Anstieg der Schuldenquote (gemessen am BIP) einen Rückgang des BIP-Wachstums bedeutet, bei rund 90 %. Die Datenreihe zur Verschuldung basiert auf nicht konsolidierten Angaben.

lichen Schuldenquote von 73 % entspricht. Während die Verschuldungsquote zunimmt, geht die Wachstumsrate des BIP zurück und kehrt sich in den letzten Dezilen ins Negative. Im Vergleich dazu zeigen die aktuellsten verfügbaren Daten, dass sich die aggregierte Schuldenquote des Euroraums im zweiten Quartal 2011 auf 79 % und die jährliche Zuwachsrate des BIP pro Kopf auf 1,6 % belief. Wie Abbildung 15 verdeutlicht, ist es im Euro-Währungsgebiet historisch durchaus zutreffend, dass ein höheres Niveau der Schuldenquote mit niedrigeren (bzw. negativen) Wachstumsraten des BIP pro Kopf verbunden war. Diese einfache Analyse liefert jedoch keinen Hinweis auf den künftigen Verschuldungspfad und auf die voraussichtlichen Folgen für das Wirtschaftswachstum.

## 6 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet haben im Vorfeld der Finanzkrise, d. h. bis zum Spätsommer 2007, insgesamt eine hohe Verschuldung angehäuft. Zwar begannen die Schuldenquoten dieser Unternehmen vor dem Hintergrund der Krise allmählich zu sinken, doch blieb das Ausmaß der Verschuldung bis zum zweiten Quartal 2011 beträchtlich. Dies lässt sich anhand eines historischen Vergleichs mit den Daten nichtfinanzieller Unternehmen in den Vereinigten Staaten bestätigen.

Die Schuldenquoten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum sind über Länder- und Sektorgrenzen hinweg von Heterogenität geprägt. Dies bezieht sich in erster Linie auf die Schuldenhöhe bei Ausbruch der Finanzkrise, aber auch auf das Tempo des Schuldenabbaus seit Mitte 2009. Dessen ungeachtet und weitgehend im Einklang mit der euroraumweiten Entwicklung gingen die am Geldvermögen gemessenen Schuldenquoten nichtfinanzieller Unternehmen in den meisten der fünf größten Euro-Länder ab Mitte 2009 zurück. Entsprechend nahm der Fremdfinanzierungsbedarf dieser Unternehmen seit dem Jahr 2009 sektorübergreifend ab.

Was die Tragfähigkeit der Verschuldung angeht, so haben die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet ihre Anfälligkeit seit 2009 leicht verringert, da ihr Schuldendienst gesunken ist. Die historisch gesehen beträchtliche Schuldenhöhe dieser Unternehmen stellt gleichwohl noch immer eine ernsthafte Gefährdung für die Aussichten des Unternehmenssektors dar, insbesondere was die Risiken im Zusammenhang mit den gestiegenen Kosten der Fremdfinanzierung anbelangt.



# GRENZÜBERSCHREITENDE KAPITALSTRÖME DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die Europäische Währungsunion spielt seit der Einführung der Gemeinschaftswährung im Jahr 1999 eine entscheidende Rolle im Finanzintegrationsprozess, und zwar nicht nur innerhalb des Euroraums, sondern auch auf globaler Ebene. Durch die weltweite Finanzkrise, die Mitte 2007 begann und nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 ihren Höhepunkt erreichte, wurde die stetig voranschreitende internationale Finanzmarktintegration unvermittelt unterbrochen. Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Aufsatz die Bedeutung des Euro-Währungsgebiets für den weltweiten grenzüberschreitenden Kapitalverkehr vor und nach Ausbruch der globalen Finanzkrise untersucht.

## I DIE BEDEUTUNG DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS FÜR DEN GLOBALEN GRENZÜBERSCHREITENDEN KAPITALVERKEHR

Der Prozess der globalen Finanzintegration schlägt sich in stetig steigenden grenzüberschreitenden Finanzströmen sowie in der Akkumulation umfangreicher und zunehmender Auslandsaktiva und -passiva nieder. Hierbei handelt es sich beispielsweise um Anlagen in Anleihen oder Aktien und Investmentzertifikaten, Direktinvestitionen in Unternehmen oder um Kredite zwischen Ansässigen in unterschiedlichen Ländern.<sup>1</sup> Zusammengefasst stellen die grenzübergreifenden Kapitalflüsse daher eine aggregierte Messgröße des Umfangs der Transaktionen mit finanziellen Vermögenswerten und allgemei-

ner betrachtet der Intensität der finanziellen Verflechtungen zwischen verschiedenen Volkswirtschaften dar.

Von 1980 bis 2007, das heißt vor dem Ausbruch der weltweiten Finanzkrise, stiegen die globalen Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten um das Sechsfache an, von rund 60 % auf mehr als 360 % des weltweiten BIP; dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum um mehr als 10 % des globalen BIP (siehe Abbildung 1). Zugleich legten die Brutto-Kapitalströme weltweit ebenso kräftig zu und erhöh-

<sup>1</sup> Eine genauere Darstellung der Klassifizierung von internationalen Kapitalströmen und ihrer Erfassung in der Zahlungsbilanzstatistik findet sich in Abschnitt 2.

**Abbildung 1 Bestände an grenzüberschreitenden finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten insgesamt**

(in % des weltweiten BIP)

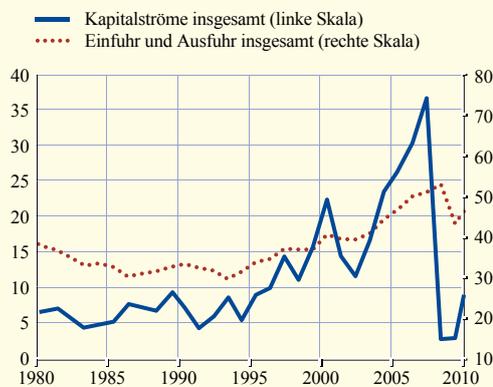


Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2010. Die Daten basieren auf den International Financial Statistics (IFS) des IWF. Das Verfahren, mit dessen Hilfe Datenlücken in den IFS gefüllt werden, wird beschrieben in: P. R. Lane und G. M. Milesi-Ferretti, The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004, in: Journal of International Economics, Bd. 73, Nr. 2, 2007, S. 223-250.

**Abbildung 2 Grenzüberschreitende Kapitalströme insgesamt, Wareneinfuhr und -ausfuhr insgesamt**

(in % des weltweiten BIP)



Quelle: World Economic Outlook des IWF.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2010.

ten sich von 6 % des globalen BIP im Jahr 1980 auf 36 % im Jahr 2007. Bei einer derartigen Erfassung des internationalen Handels mit Vermögenswerten bleibt dieser zwar immer noch hinter dem Handel mit Waren und Dienstleistungen zurück; dennoch verzeichnete Letzterer im selben Zeitraum eine wesentlich niedrigere Wachstumsrate und nahm von rund 40 % des weltweiten BIP im Jahr 1980 auf etwa 50 % des globalen BIP 2007 zu (siehe Abbildung 2).

Während der Finanzkrise brachen weltweit sowohl der Warenhandel als auch der Handel mit Finanzaktiva ein. Die internationalen grenzüberschreitenden Investitionen, gemessen an den globalen Strömen von finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten, fielen von über

20 Billionen USD (mehr als 35 % des weltweiten BIP) im Jahr 2007 auf rund 1,5 Billionen USD (weniger als 5 % des globalen BIP) im Jahr 2008 (siehe Abbildung 2). Seither haben sich die länderübergreifenden Engagements kontinuierlich erholt, und der jährliche Wert der internationalen Transaktionen mit finanziellen Vermögenswerten beläuft sich derzeit auf mehr als 10 Billionen USD. Dies deutet darauf hin, dass die Krise den Prozess der zunehmenden Finanzintegration nur zeitweilig unterbrochen hat und dass die Weltwirtschaft in der Zukunft weiterhin von den beträchtlichen Vorteilen profitieren dürfte, die die internationale Finanzmarktintegration den beteiligten Volkswirtschaften bieten kann (nähere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 1).

#### Kasten I

##### VORTEILE UND HERAUSFORDERUNGEN DER GRENZÜBERSCHREITENDEN FINANZINTEGRATION

In der Fachliteratur zur internationalen Finanzintegration herrscht ein breiter Konsens darüber, dass weltweite grenzüberschreitende Investitionen sowohl für die Volkswirtschaften, die Mittel anlegen, als auch für die Empfängerländer Vorteile bieten und dass der Nutzen – insbesondere längerfristig gesehen – beträchtlich ausfallen kann.<sup>1</sup>

Erstens ermöglicht das grenzüberschreitende Halten von Aktiva und Passiva den Volkswirtschaften, das mit ihren jeweiligen inländischen Konjunkturzyklen verbundene Risiko zu teilen.<sup>2</sup> Indem die Länder in die Lage versetzt werden, während eines Wirtschaftsabschwungs Mittel aufzunehmen und bei einem konjunkturellen Aufschwung Mittel zu vergeben, stärkt die finanzielle Offenheit die Diversifizierung des Konsum- und Einkommensrisikos und verringert zugleich die Volatilität des Konsumwachstums. Dieser antizyklische Effekt der globalen Kapitalmärkte auf reale Variablen ist dabei von besonderer Bedeutung, da Schocks tendenziell vorübergehender Natur oder idiosynkratisch sind. Zudem fördert die bessere Risikoverteilung wiederum die Fähigkeit der Länder, sich auf ihre produktivsten Sektoren zu spezialisieren, was zu höherer wirtschaftlicher Effizienz führt.<sup>3</sup>

Zweitens spielen internationale Finanzströme eine wesentliche Rolle, wenn es darum geht, das weltweite Kapital in diejenigen Bereiche zu lenken, in denen es am produktivsten eingesetzt werden kann. Diese Beobachtung basiert auf dem neoklassischen Wachstumsmodell, dem zufolge Kapital – unter der Annahme sinkender Grenzerträge des Kapitals – von Volkswirtschaften, in

1 Siehe G. L. Kaminsky und S. L. Schmukler, Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalisation, Working Paper des NBER, Nr. 9787, 2003.

2 Siehe M. Fratzscher und J. Imbs, Risk sharing, finance, and institutions in international portfolios, in: Journal of Financial Economics, Bd. 94, Nr. 3, 2009, S. 428-447.

3 Siehe S. Kalemli-Özcan, B. Sorensen und O. Yosha, Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence, in: American Economic Review, Bd. 93, Nr. 3, 2003, S. 903-918.

denen sein Einsatz einen relativ geringeren Grenzertrag erzielt, in die Wirtschaftsräume fließen sollte, in denen die Grenzproduktivität des Kapitals höher ist. Die Möglichkeit, auf einen internationalen Ressourcenpool zurückzugreifen, beeinflusst ihrerseits die inländischen Investitionen und das eigene Wachstum, da die Volkswirtschaften Investitionen und Produktion ausweiten können, ohne dass die Inlandsersparnis dies beschränken würde. In vielen Schwellenländern wird die Fähigkeit zur Ersparnisbildung durch ein niedriges Einkommensniveau begrenzt. Nettokapitalimporte können in diesen Fällen die inländischen Ersparnisse ergänzen und den Umfang des eingesetzten Kapitals erhöhen, was dazu beitragen kann, das Wirtschaftswachstum im Empfängerland zu steigern und den Lebensstandard zu verbessern.<sup>4</sup>

Drittens wird oftmals angeführt, dass die Präsenz ausländischer Anleger das Produktivitätsniveau im Empfängerland steigert, zum Beispiel durch einen damit einhergehenden Wissenstransfer, der in den Kapitalströmen selbst nicht zum Ausdruck kommt.<sup>5</sup> Darüber hinaus wird argumentiert, dass finanzielle Offenheit einen positiven Einfluss auf die Effizienz des inländischen Bankensystems ausüben kann, indem die Tiefe und Breite des heimischen Finanzmarkts gefördert und die mit oligopolistischen Märkten einhergehenden Kosten gesenkt werden.<sup>6</sup>

Viertens gibt es einen weiteren indirekten Effekt (einen sogenannten Kollateralnutzen) der länderübergreifenden Finanzmarktintegration; dieser ergibt sich aus der disziplinierenden Wirkung, die die finanzielle Integration auf die Wirtschaftspolitik der entsprechenden Staaten sowie auf öffentliche Verwaltungsstrukturen und die Unternehmensführung ausüben kann.<sup>7</sup> Die Literatur zu grenzüberschreitenden Anlagen kommt allgemein zu dem Schluss, dass ausländische Investoren besonders stark auf Informationsasymmetrien reagieren und bevorzugt in Staaten investieren, die solide Institutionen und eine stabile makroökonomische Entwicklung aufweisen.<sup>8</sup> Wollen die inländischen Stellen von den erwähnten Vorteilen der Finanzintegration profitieren und somit Anreize für ausländische Investitionen in ihren Volkswirtschaften bieten, so kann die finanzielle Integration eine disziplinierende Wirkung auf die politischen Entscheidungsträger im Land haben, da diese veranlasst werden, wieder auf eine stabilitätsorientierte und nachhaltige Wirtschafts- und Geldpolitik zu setzen.<sup>9</sup> Da sich eine verbesserte politische Disziplin in einer höheren gesamtwirtschaftlichen Stabilität niederschlägt, führt dies bereits für sich genommen, genau wie die direkten Effekte der Finanzmarktintegration, zu einem schnelleren Wirtschaftswachstum; dies wird in der neueren Literatur zum endogenen Wachstum herausgestellt.

Vor dem Hintergrund der weltweiten Finanzkrise ist die Bedeutung von makroökonomischer Disziplin und Stabilität in jüngster Zeit in das Zentrum der öffentlichen Debatte und der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung zur globalen Finanzintegration gerückt. Dies liegt darin begründet,

4 Siehe R. Levine, International financial liberalization and economic growth, in: *Review of International Economics*, Bd. 9, Nr. 4, 2001, S. 688-702.

5 Siehe M. A. Kose, E. S. Prasad und E. M. Terrones, Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth?, in: *Journal of International Money and Finance*, Bd. 28, Nr. 4, 2009, S. 554-580.

6 Siehe R. Levine, Finance and development: Issues and experience, in: *Journal of International Economics*, Bd. 37, Nr. 3, 1994, S. 273-277.

7 Siehe M. A. Kose, E. Prasad, K. Rogoff und S.-J. Wei, Financial Globalization: A Reappraisal, *Staff Papers des IWF*, Bd. 56, Nr. 1, 2009, S. 8-62.

8 Informationen über die Bedeutung von Institutionen finden sich in: L. Alfaro, S. Kalemli-Özcan und V. Volosovych, Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions, Working Paper des NBER, Nr. 11696, 2005; M. Fidora, M. Fratzscher und C. Thimann, Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate volatility, in: *Journal of International Money and Finance*, Bd. 26, Nr. 4, 2007, S. 631-655; R. G. Gelos und S.-J. Wei, Transparency and International Portfolio Holdings, in: *Journal of Finance*, Bd. 60, Nr. 6, 2005, S. 2987-3020.

9 Siehe IWF, Financial Globalization and Monetary Policy Discipline: A Survey With New Evidence from Financial Remoteness, *Staff Papers des IWF*, Bd. 56, Nr. 1, 2009, S. 198-221.

dass Ungleichgewichte bei den Kapitalströmen – ungeachtet der auf lange Sicht gesehen unbestreitbar positiven Auswirkungen der Finanzmarktintegration auf das Wachstum und das Gemeinwohl der Gesellschaft – auch beträchtliche Herausforderungen mit sich bringen und erhebliche Risiken für die heimischen Volkswirtschaften in sich bergen, wenn die jeweiligen Länder eine auf Dauer nicht tragfähige Politik verfolgen, der es nicht gelingt, die Ziele von externer und inländischer Stabilität in Einklang zu bringen.

So können übermäßig lang anhaltende und sehr umfangreiche Nettokapitalimporte unerwünschte makroökonomische Auswirkungen haben, darunter ein rasches Geldmengenwachstum sowie Inflationsdruck, und können damit die Vermögenspreise aufblähen und das Kreditwachstum stark ansteigen lassen, was die Gefahr von Boom-Bust-Zyklen erhöht. Finanzströme, die auf volatile Faktoren (wie Herdenverhalten unter Anlegern oder die sogenannte Renditejagd) zurückzuführen sind, haben in einem Umfeld verstärkter Risikobereitschaft möglicherweise eine Fehlbewertung finanzieller Vermögenswerte zur Folge und, damit einhergehend, das Risiko plötzlicher Berichtigungen, was schmerzhaft Konsequenzen für die Realwirtschaft nach sich ziehen kann. Gleichzeitig dürfte der Einfluss derartiger spekulativer Zuflüsse auf das langfristige Wachstum gering ausfallen, sofern diese Mittel zur Finanzierung spekulativer inländischer Investitionen oder solcher mit niedriger Qualität verwendet werden.

Daher lässt sich aus der volkswirtschaftlichen Literatur zur Finanzintegration und zu grenzüberschreitenden Kapitalströmen die Lehre ziehen, dass ausgewogene und nachhaltige gesamtwirtschaftliche Maßnahmen notwendig sind, um von den Vorteilen der globalen Finanzintegration zu profitieren, da Länder hierdurch Anreize für stabile und ausgeglichene Kapitalzuflüsse schaffen können, die dem langfristigen Wirtschaftswachstum dienlich sind. Darüber hinaus müssen die wirtschaftspolitischen Maßnahmen sorgfältig mit dem Ziel der externen Tragfähigkeit abgestimmt werden, da die mit grenzüberschreitenden Kapitalströmen in Verbindung stehenden Schwankungen erhebliche Folgen für die Volatilität der inländischen gesamtwirtschaftlichen Variablen haben können, sofern in den einzelnen Ländern keine stabilitätsorientierte Wirtschafts-, Geld- und Wechselkurspolitik umgesetzt wird.

Der Euroraum hat bei der raschen Ausweitung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs eine wichtige Rolle übernommen, indem die Intensivierung der finanziellen Verflechtungen nicht nur zwischen den Euro-Ländern, sondern auch zwischen dem Eurogebiet und der Weltwirtschaft erleichtert wurde. Was die Finanzbeziehungen zwischen den Euro-Ländern betrifft, so ist der katalysatorische Effekt der Europäischen Währungsunion, die einen andauernden Integrationsprozess an den europäischen Finanzmärkten stützte und einen sprunghaften Anstieg der grenzüberschreitenden Investitionen innerhalb des Euroraums zur Folge hatte, in der Fachliteratur zur Finanzintegration gut dokumentiert.<sup>2</sup> Durch die Einführung der Gemeinschaftswährung hat die Europäische Währungsunion auch zu einer Zunahme der Kapitalströme im Finanz-

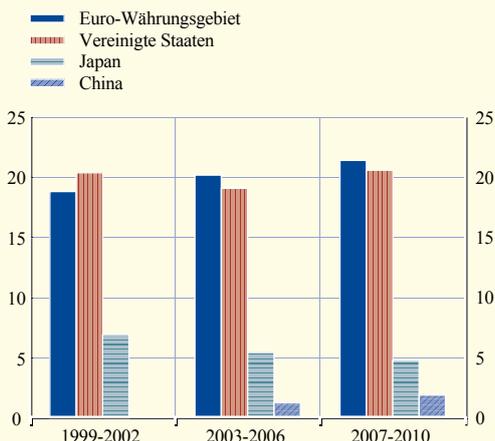
handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets und zu einem stetig wachsenden Anteil des Euroraums am Welthandel mit finanziellen Vermögenswerten geführt (siehe Abbildung 3).

Gängige Messgrößen der Finanzintegration lassen darauf schließen, dass das Eurogebiet unter den größten Wirtschaftsräumen der Welt den höchsten Grad an finanziellen Verflechtungen mit der übrigen Welt aufweist. Von 2007 bis 2010 entfielen auf den Euroraum im Durch-

2 Siehe P. R. Lane, Global Bond Portfolios and EMU, in: International Journal of Central Banking, Bd. 2, Nr. 2, 2006, S. 1-23. Siehe auch EZB, Der Beitrag der EZB und des Eurosystems zur Finanzmarktintegration in Europa, Monatsbericht Mai 2006, sowie EZB, Die Integration der europäischen Finanzmärkte, Monatsbericht Oktober 2003.

**Abbildung 3 Anteil an den gesamten weltweiten Auslandsaktiva und -passiva**

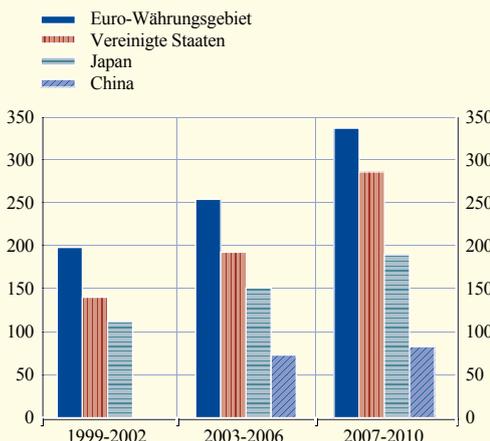
(durchschnittlicher Anteil am weltweiten Gesamtbestand in %)



Quellen: IWF, EZB und EZB-Berechnungen.<sup>1)</sup>  
Anmerkung: Die Daten für das Euro-Währungsgebiet sind ohne grenzüberschreitende Investitionen innerhalb des Euroraums ausgewiesen. Daten für China sind lediglich für den Zeitraum 2005-2009 verfügbar.  
1) Siehe Anmerkung zu Abbildung 1.

**Abbildung 4 Auslandsaktiva und -passiva gemessen am BIP des jeweiligen Wirtschaftsraums**

(durchschnittlicher Anteil in % des BIP)



Quellen: IWF, EZB und EZB-Berechnungen.<sup>1)</sup>  
Anmerkung: Die Daten für das Euro-Währungsgebiet sind ohne grenzüberschreitende Investitionen innerhalb des Euroraums ausgewiesen. Daten für China sind lediglich für den Zeitraum 2005-2009 verfügbar.  
1) Siehe Anmerkung zu Abbildung 1.

schnitt 21 % des weltweiten Bestands an Auslandsaktiva und -passiva; somit lag das Eurogebiet knapp vor den Vereinigten Staaten. Diese Zahlen spiegeln den relativ großen Anteil der Euro-Länder und der Vereinigten Staaten an der Weltwirtschaft wider; allerdings übertrifft der Bestand des Euroraums an ausländischen Forderungen und Verbindlichkeiten auch dann jenen der USA und anderer wichtiger Volkswirtschaften, wenn man als Maßstab das BIP der jeweiligen Wirtschaftsräume zugrunde legt (siehe Abbildung 4). Dieses Muster zeigt sich noch deutlicher, wenn die grenzüberschreitenden Finanzgeschäfte in den einzelnen Volkswirtschaften – sowohl in Bezug auf Bestands- und Stromgrößen als auch auf Aktiva und Passiva – mit Messgrößen der inländischen Finanzaktivität wie beispielsweise der heimischen Aktienmarktkapitalisierung, dem Anteil der umlaufenden Schuldverschreibungen und dem Gesamtumsatz an den inländischen Finanzmärkten verglichen werden.

Das Euro-Währungsgebiet spielt daher nicht nur an den internationalen Finanzmärkten eine wichtige Rolle (wie sich anhand seines großen

Anteils an den weltweiten Beständen und Stromgrößen der finanziellen Vermögenswerte zeigt), sondern zeichnet sich auch durch einen hohen Grad an Integration mit dem globalen Finanzwesen aus (was am Verhältnis von Beständen und Stromgrößen der Auslandsaktiva und -passiva zum BIP des Euroraums deutlich wird). Alles in allem ist dies ein Hinweis auf die Bedeutung der grenzüberschreitenden Kapitalströme des Eurogebiets, wenn die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten beurteilt und deren Einfluss auf die Finanz- und die Realwirtschaft in den Euro-Ländern untersucht werden soll.

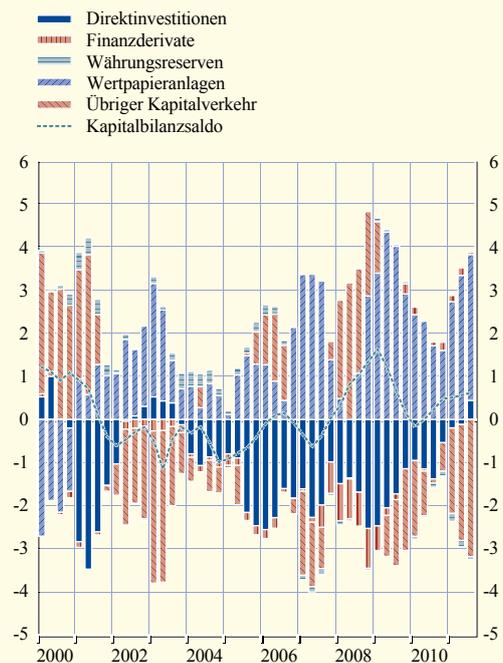
Der vorliegende Beitrag befasst sich mit den wichtigsten Entwicklungen im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr des Euroraums seit Beginn der Europäischen Währungsunion. Ein besonderes Augenmerk liegt hierbei auf den Veränderungen, die mit dem Ausbruch der weltweiten Finanzkrise 2007 eintraten. Zudem werden einige der entscheidenden Antriebskräfte der Kapitalströme des Eurogebiets in der jüngsten Vergangenheit erläutert. Abschließend werden die politischen Implikationen erörtert.

## 2 ENTWICKLUNG DER GRENZÜBERSCHREITENDEN FINANZTRANSAKTIONEN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die grenzübergreifenden Finanztransaktionen des Euroraums werden in der Kapitalbilanz als Bestandteil der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets zusammengefasst (eine kurze Erläuterung hierzu findet sich in Kasten 2). Seit Beginn der Europäischen Währungsunion ist die Kapitalbilanz des Euroraums stabil geblieben und zugleich weitgehend ausgeglichen. So beträgt der Saldo der Kapitalbilanz seit 1999 durchschnittlich 0,1 % des BIP und schwankt in einem engen Band von etwa  $\pm 1$  % des BIP (siehe Abbildung 5).

Abbildung 5 Kapitalbilanz des Euro-Währungsgebiets nach Anlagenart

(vierteljährliche Ströme; Vierquartalsumme in % des BIP)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2011.

### Kasten 2

#### DIE KAPITALBILANZ IN DER ZAHLUNGSBILANZ DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die wirtschaftlichen Transaktionen zwischen dem Euroraum und der übrigen Welt werden in der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets erfasst.<sup>1</sup> In der Zahlungsbilanz entspricht die Summe der Salden der Vermögensübertragungen und der Leistungsbilanz – wobei ersterer Saldo in den meisten führenden Industrie- und Schwellenländern in der Regel viel niedriger ausfällt – dem Kapitalbilanzsaldo (vorbehaltlich des Restpostens), der sämtliche außenwirtschaftlichen Transaktionen mit Finanzkapital umfasst. Im speziellen Fall der Zahlungsbilanz des Euroraums werden nur Transaktionen verbucht, die mit der übrigen Welt getätigt werden, das heißt, Transaktionen innerhalb des Eurogebiets werden nicht berücksichtigt. Die erfassten Vorgänge werden üblicherweise in fünf Teilkomponenten aufgeschlüsselt: Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, Finanzderivate, übriger Kapitalverkehr und Währungsreserven.

Direktinvestitionen spiegeln die Absicht eines in einem Land ansässigen Wirtschaftssubjekts wider, auf Dauer eine Beteiligung an einem Unternehmen zu erwerben, das in einem anderen Land ansässig ist. Eine dauerhaft angelegte Beteiligung impliziert sowohl das Vorhandensein einer langfristigen wirtschaftlichen Beziehung als auch einen maßgeblichen Einfluss des Direkt-

<sup>1</sup> Die EZB folgt bei der Aufbereitung ihrer Außenwirtschaftsstatistik den Empfehlungen des Balance of Payments Manual des IWF.

investors auf das Management des Unternehmens. Im Einklang mit internationalen Standards und den „best practices“, die im Balance of Payments Manual des IWF aufgeführt sind, handelt es sich bei Direktinvestitionen um Transaktionen, bei denen ein Erwerber eine Beteiligung von mindestens 10 % am Zielunternehmen erlangt hat.

In der Position der Wertpapieranlagen werden Transaktionen mit Schuldverschreibungen sowie mit Aktien und Investmentzertifikaten – ohne die in den Posten Direktinvestitionen und Währungsreserven (siehe unten) enthaltenen Wertpapiergeschäfte – ausgewiesen.

Bei den Finanzderivaten handelt es sich um Finanzinstrumente, die an einen bestimmten zugrunde liegenden Vermögenswert oder Index gekoppelt sind. Die gängigsten unter den Finanzderivaten erfassten Instrumente sind Optionen, Terminkontrakte, Swaps, Devisentermingeschäfte und Kreditderivate.

Die Währungsreserven des Euroraums bestehen aus dem Bestand des Eurosystems an ausländischen Vermögenswerten, d. h. aus den Währungsreserven der EZB und den von den nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten des Eurogebiets gehaltenen Währungsreserven. Hierzu zählen Gold, Sonderziehungsrechte, die Reserveposition beim Internationalen Währungsfonds, Devisenreserven (dazu gehören Bargeld und Einlagen sowie Wertpapiere) und sonstige Forderungen.

Der übrige Kapitalverkehr ist ein Restposten, der sämtliche Finanztransaktionen mit dem Ausland beinhaltet, die nicht in den zuvor aufgeführten Teilkomponenten der Kapitalbilanz ausgewiesen werden und die keine Veränderungen der Währungsreserven des Euroraums widerspiegeln. Hierzu gehören vor allem grenzüberschreitende Finanzkredite und Einlagen sowie Handelskredite und sonstige Aktiva oder Passiva.

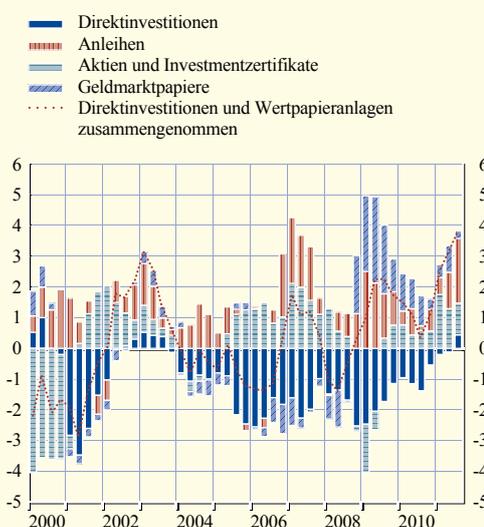
Wertpapieranlagen stellen in der Regel die wichtigste Finanzierungsquelle für das Eurogebiet dar. Seit 2001 ist der Euroraum ohne Unterbrechung Nettoimporteur von Wertpapieranlagen, und zwar sowohl bei Schuldverschreibungen (in Form von Anleihen und Geldmarktpapieren) – was die Größe und Tiefe der Anleihemärkte des Eurogebiets widerspiegelt – als auch bei Aktien und Investmentzertifikaten (siehe Abbildung 5 und 6).

Gleichzeitig ist das Eurogebiet üblicherweise als Nettoexporteur von Direktinvestitionen in Erscheinung getreten, vor allem mittels Beteiligungskapital und (in geringerem Umfang) durch reinvestierte Gewinne und sonstige Anlagen; bei der letztgenannten Position handelt es sich in erster Linie um Kredite zwischen verbundenen Unternehmen.

Das Grundmuster von Nettoabflüssen bei den Direktinvestitionen, die Nettokapitalimporte bei den Wertpapieranlagen ausgleichen, ist in fortge-

**Abbildung 6 Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets zusammengenommen**

(vierteljährliche Ströme; Vierquartalsumme in % des BIP)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2011.

schrittenen Volkswirtschaften ein gängiges Merkmal grenzüberschreitender Kapitalströme. Grund hierfür ist zum einen, dass die Wertpapiermärkte in Industrieländern über genug Größe und Tiefe verfügen, um umfangreiche Zuflüsse bei den Wertpapieranlagen anzuziehen. Zum anderen bevorzugen Anleger aus fortgeschrittenen Volkswirtschaften in Schwellenländern oftmals Direktinvestitionen gegenüber Wertpapieranlagen, da sie auf diese Weise eine unmittelbare Beteiligung und Kontrolle über ein Unternehmen erhalten. Dies hängt damit zusammen, dass die Finanzmärkte in Schwellenländern tendenziell weniger Tiefe und einen schlechter entwickelten institutionellen Rahmen mit einer geringer ausgeprägten Kontrolle von öffentlichen Verwaltungsstrukturen und der Unternehmensführung aufweisen.<sup>3</sup> Überdies sind Direktinvestitionen häufig Teil von Marktdurchdringungsstrategien großer multinationaler Firmen, die ihren Sitz in fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben.

Während Finanzderivate und Währungsreserven in der Regel nur ein geringes Gewicht in der Kapitalbilanz haben, ist die Restkomponente „übriger Kapitalverkehr“ oftmals umfangreich und volatil. Dies ist zum Großteil durch die Aktivitäten des Bankensektors im Euroraum bedingt, die Transaktionen mit Finanzkrediten, Bargeld und Einlagen umfassen.

### 3 ANTRIEBSKRÄFTE DER KAPITALSTRÖME DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS SEIT DER KRISE

Zwar hat sich das allgemeine Verlaufsmuster der Nettokapitalströme während der globalen Finanzkrise nicht dramatisch gewandelt, doch die stabilen Salden der Kapitalbilanz insgesamt und aufgeschlüsselt nach Instrumenten verschleiern beträchtliche Veränderungen bei den grenzüberschreitenden Bruttoströmen von Forderungen und Verbindlichkeiten sowie bei der sektoralen Zusammensetzung. In diesem Zusammenhang stellt die jüngste Verringerung der Mittelflüsse drei wichtige Aspekte heraus, die bei der Analyse grenzüberschreitender Kapitalströme berücksichtigt werden müssen. Erstens können die Ströme an Aktiva und Passiva weit-

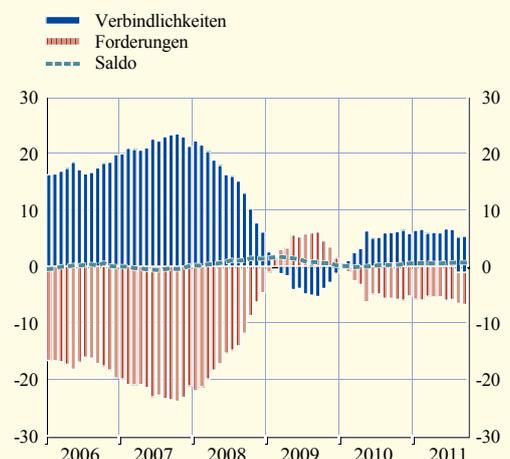
aus größer sein als die Nettoströme. Zweitens können externe Kapitalströme Schwankungen unterliegen und leicht umkehrbar sein. Und drittens kann sich hinter ausgeglichenen Nettoströmen der allmähliche Aufbau makroökonomischer Ungleichgewichte und finanzieller Risiken verbergen, da eine zeitgleiche Zunahme von Forderungen und Verbindlichkeiten in Relation zum BIP dazu führt, dass sich die Anfälligkeit eines Landes für plötzliche Veränderungen der Finanzmarktbedingungen sowie für negative Vermögens- und Bilanzschocks erhöht.

Nach der ersten Phase der Finanzmarkturbulenzen, die den Beginn der globalen Finanzkrise im Jahr 2007 darstellte, brachen die Kapitalströme an Forderungen und Verbindlichkeiten des Euro-Währungsgebiets ein und sanken von 20 % des BIP auf unter 5 % des BIP im Jahr 2008; im darauffolgenden Jahr führten internationale Investoren – im Euroraum wie auch in anderen wichtigen Volkswirtschaften – im Ergebnis ihre Anlagen im Ausland zurück (siehe Abbildung 7).

3 Siehe auch C. Daude und M. Fratzscher, The pecking order of cross-border investment, in: Journal of International Economics, Bd. 74, Nr. 1, 2008, S. 94-119.

**Abbildung 7 Kapitalströme des Euro-Währungsgebiets: Forderungen und Verbindlichkeiten**

(über 12 Monate kumulierte monatliche Ströme in % des BIP)

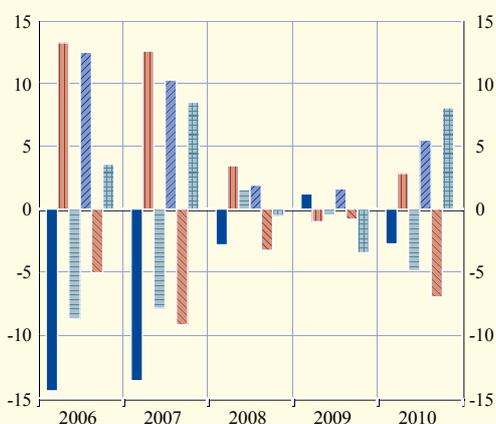


Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2011.

**Abbildung 8 Kapitalströme ausgewählter fortgeschrittener Volkswirtschaften: Forderungen und Verbindlichkeiten**

(jährliche Ströme in % der eigenen Bestände)

- Forderungen des Euro-Währungsgebiets
- Verbindlichkeiten des Euro-Währungsgebiets
- Forderungen der Vereinigten Staaten
- Verbindlichkeiten der Vereinigten Staaten
- Forderungen Japans
- Verbindlichkeiten Japans

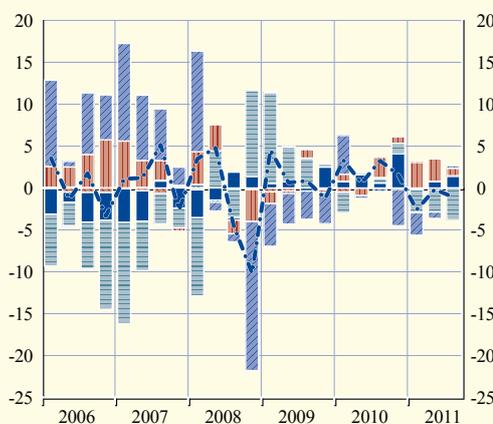


Quellen: Haver und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 9 Kapitalbilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet**

(vierteljährliche Ströme; in % des BIP)

- Forderungen aus Wertpapieranlagen
- Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen
- Forderungen aus dem übrigen Kapitalverkehr
- Verbindlichkeiten aus dem übrigen Kapitalverkehr
- Forderungen aus Direktinvestitionen
- Verbindlichkeiten aus Direktinvestitionen
- - - - - - Insgesamt



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2011. Finanzderivate werden nicht berücksichtigt.

Wenngleich das Wiedererstarken der Kapitalflüsse seitdem zu einer Zunahme der grenzüberschreitenden Finanzströme sowohl weltweit als auch im Euro-Währungsgebiet geführt hat, bleibt der Umfang der internationalen Finanztransaktionen noch immer deutlich unterhalb der Vorkrisenstände, die vor dem Rückgang der Kapitalströme in den Jahren 2008 und 2009 verzeichnet wurden (siehe Abbildung 8).

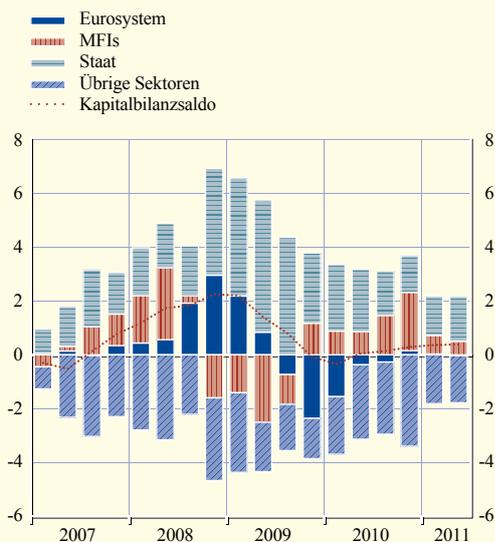
Mit dem Fremdkapitalabbau ging auch eine erhebliche Umstrukturierung der Bilanzen von Banken des Euroraums einher, wodurch sich die grenzüberschreitende Kreditvergabe vonseiten des Bankensektors im Euro-Währungsgebiet verringerte. Die Kreditinstitute führten ihre im Ausland gehaltenen Aktiva zurück, während ihre Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Anlegern sanken. Dies war vor allem im Schlussquartal 2008 unmittelbar nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers zu beobachten, als die Verbindlichkeiten im übrigen Kapitalverkehr – größtenteils Einlagen und Finanzkredite – um mehr als 20 % des BIP im Euroraum zurückgingen (siehe Abbildung 9).

Weitere außergewöhnliche Umstände verstärkten die Abnahme der Forderungen und Verbindlichkeiten aus grenzüberschreitenden Investitionen. Zum einen hatten Liquiditätsengpässe aufgrund des Zusammenbruchs des Interbankenmarkts und des Marktes für Asset-Backed Securities zunächst umfangreiche Verkäufe anderer Vermögenswerte zur Folge, da die internationalen Anleger bestrebt waren, liquide Mittel zu beschaffen. Zum anderen brachten die erhöhte Unsicherheit und Informationsasymmetrien zwischen Kreditgebern und Kreditnehmern eine plötzliche Zunahme der Risikoaversion mit sich, was wahrscheinlich zu einem Herdenverhalten der Investoren führte. Aufgrund der Liquiditätsengpässe im globalen Bankensektor wurden die Banken des Euroraums im Schlussquartal 2008 und bis über weite Strecken des Jahres 2009 von Nettoschuldnern zu Nettogläubigern (siehe Abbildung 10).<sup>4</sup>

4 Siehe auch K. Forster, M. Vasardani und M. Ca' Zorzi, Euro area cross-border financial flows and the global financial crisis, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 126, Frankfurt am Main, Juli 2011.

**Abbildung 10 Kapitalbilanz des Euro-Währungsgebiets nach Sektoren**

(vierteljährliche Ströme; Vierquartalsumme in % des BIP)



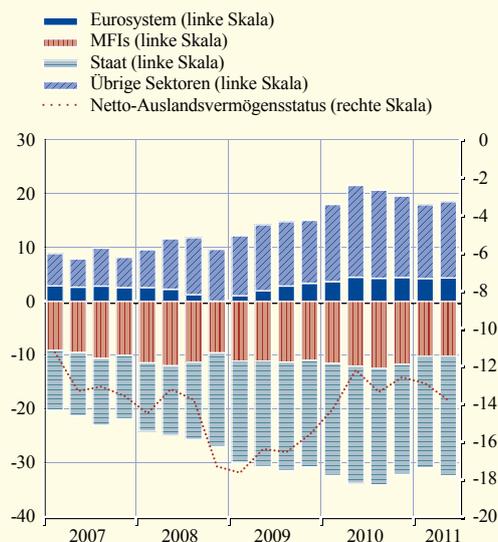
Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2011. Finanzderivate werden nicht berücksichtigt.

Der Fremdkapitalabbau des Bankensektors wurde von einer höheren Staatsverschuldung der Euro-Länder begleitet, die im Verlauf der Finanzkrise Ersatz für privates Fremdkapital boten (siehe Abbildung 10).

Angesichts des zunehmenden Finanzierungsbedarfs der Länder des Euroraums aufgrund automatischer Stabilisatoren sowie der während der globalen Finanzkrise geschnürten Konjunkturpakete weitete sich der Saldo der Kapitalbilanz des Staates (d. h. die öffentliche Netto-Auslandskreditaufnahme) von rund 2 % des BIP in den Jahren vor der Krise auf über 4 % des BIP im letzten Jahresviertel 2008 und in den ersten drei Quartalen 2009 aus (siehe Abbildung 10). Der Anstieg der Verschuldung der öffentlichen Haushalte im Euroraum – der sich in steigenden Zuflüssen bei den Wertpapieranlagen, die einen Teil der Emissionen von Staatsschuldtiteln der Euro-Länder aufnahmen, widerspiegelte – und die temporäre Verlängerung von Devisenswap-Vereinbarungen in Absprache mit ausländischen Währungsbehörden waren ausschlaggebend für die moderate

**Abbildung 11 Netto-Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets nach Sektoren**

(vierteljährliche Bestände am Ende des Berichtszeitraums in % des BIP)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2011. Finanzderivate werden nicht berücksichtigt.

Ausweitung der Salden der Kapitalbilanz während der Finanzkrise. Zudem wurde durch die anschließende Kehrtwende, die auf die Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung zurückzuführen war, der Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors der Euro-Länder verringert.

Der vorübergehende Anstieg der Nettozuflüsse in das Euro-Währungsgebiet hatte außerdem zur Folge, dass beim Auslandsvermögensstatus des Euroraums, der die grenzüberschreitenden Forderungen und Verbindlichkeiten enthält, eine temporäre Zunahme der Netto-Schuldnerposition zu verzeichnen war. Grund für diese Entwicklung war in erster Linie der Anstieg der Netto-Schuldnerposition des Staates um knapp 10 % des BIP, der nur teilweise durch eine höhere Netto-Vermögensposition der übrigen Sektoren kompensiert wurde (siehe Abbildung 11).<sup>5</sup> Seit 2009 hat sich

5 Zu den übrigen Sektoren zählen nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften – d. h. Investmentfonds, Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen und sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften – sowie private Haushalte.

der Auslandsvermögensstatus des Euroraums seinem Vorkrisenniveau angenähert, was geringeren Nettozuflüssen in das Euro-Währungsgebiet, der Abwertung der Gemeinschaftswährung im Jahr 2010 – wodurch nicht auf Euro lautende Auslandsaktiva dem Wert nach zulegte – und der vergleichsweise schwächeren Entwicklung der Aktienmärkte im Euroraum gegenüber der übrigen Welt zuzuschreiben ist (siehe Abbildung 12).

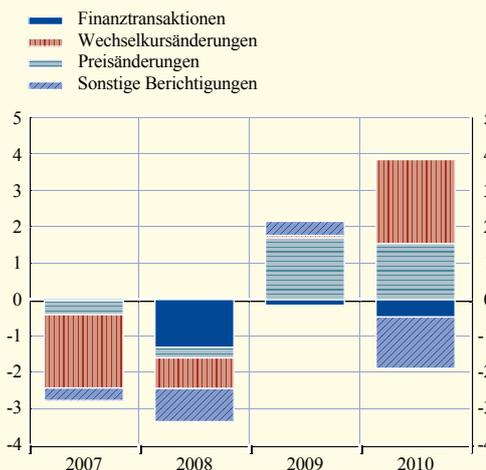
Hinter der insgesamt verzeichneten Stabilität der grenzüberschreitenden Nettokapitalströme und des Auslandsvermögensstatus des Euroraums verbergen sich jedoch signifikante Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern (siehe Abbildung 13). So waren einige von ihnen in den letzten Jahren Nettokapitalexporteur, während andere einen großen und anhaltenden Finanzierungsbedarf aufwiesen und für längere Zeit als Nettokapitalimporteure auftraten. In manchen Ländern spiegelten die anhaltenden Nettokapitalzuflüsse auch länger andauernde Phasen mit einer kräftig wachsenden Binnennachfrage wider, was zu übertriebenen optimistischen Erwartungen hinsichtlich der künftigen Einnahmen und Gewinne führte. Begleitet oder verstärkt wurde diese Entwicklung häufig von unausgewogenen nationalen Politikmaßnahmen und insbesondere von einem nicht hinreichend strikten haushaltspolitischen Kurs, der letztlich das langfristige Wachstumspotenzial verringerte und progressive Wettbewerbsverluste mit sich brachte.

Infolgedessen hat sich der Netto-Auslandsvermögensstatus einiger Euro-Länder in den vergangenen Jahren weiter verschlechtert, was zu wachsenden Bedenken an den internationalen Finanzmärkten hinsichtlich des Finanzierungsbedarfs dieser Länder führte, wobei sich die Spannungen seit dem ersten Halbjahr 2010 intensivierten, als erneut eine stärkere Risikoaversion auftrat und sich die Volatilität an den Finanzmärkten erhöhte.

Die im Verlauf der Krise eingetretenen Ereignisse haben gezeigt, dass Kapitalströme schnell auf negative Schocks reagieren können. So können Unsicherheit auslösende Vorfälle rasche

Abbildung 12 Aufschlüsselung der Veränderungen des Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets

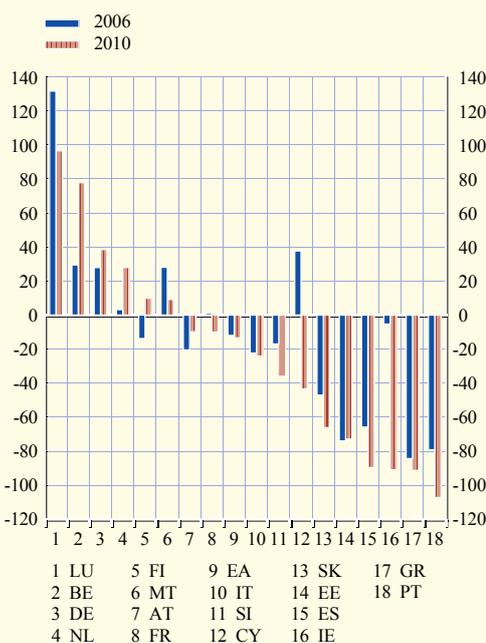
(jährliche Ströme; in % des BIP)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2010.

Abbildung 13 Auslandsvermögensstatus von Ländern des Euro-Währungsgebiets in den Jahren 2006 und 2010

(in % des BIP)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die Länder sind entsprechend ihres Auslandsvermögensstatus in Prozent des jeweiligen BIP im Jahr 2010 aufgeführt. EA steht für Euro-Währungsgebiet.

Veränderungen der Anlegerstimmung mit sich bringen, die sich in plötzlichen Umschwüngen niederschlagen könnten. Obwohl zunächst die globalen wirtschaftlichen und finanziellen Aussichten die wichtigsten Einflussfaktoren der Entwicklung der grenzüberschreitenden Kapitalströme des Euro-Währungsgebiets darstellten, haben länderspezifische Risikofaktoren stetig an Bedeutung gewonnen. Dies kam beispielsweise Anfang 2010 zum Ausdruck, als sich die grenz-

überschreitenden Zuflüsse in Schuldtitel des Euroraums angesichts des erneuten Aufkommens von Spannungen in einigen Finanzmarktsegmenten verringerten. Weiteren Aufschluss über die Auswirkungen der Risikoaversion auf die Entwicklung der Kapitalströme bietet Kasten 3 und stützt sich dabei auf eine Analyse der Korrelation zwischen Kapitalströmen und Messgrößen der Risikoaversion während der Krise sowie anderer möglicher Antriebskräfte.

### Kasten 3

#### **DIE AUSWIRKUNGEN DER RISIKOAVERSION AUF DIE KAPITALSTRÖME DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS SEIT DER KRISE**

Das Vorhandensein umfangreicher Fachliteratur zu den Bestimmungsfaktoren der internationalen Kapitalströme überrascht nicht, da der Finanzmarktintegration und dem grenzüberschreitenden Kapitalverkehr für gewöhnlich eine wichtige Rolle bei der Förderung von Investitionen und Wachstum in den Volkswirtschaften, die am weltweiten Handel mit Vermögenswerten teilnehmen, zukommt (siehe hierzu Kasten 1 im vorliegenden Aufsatz).<sup>1</sup> Zugleich hat die Volatilität der Kapitalströme in den vergangenen Jahrzehnten und insbesondere in Zeiten verstärkter Finanzmarktspannungen das Interesse der akademischen Forschung an den Bestimmungsfaktoren des internationalen Kapitalverkehrs weiter erhöht. Zuletzt hat die Fachliteratur den Einflussfaktoren für die unterschiedlichen „Wellen“ von Finanzströmen verstärkte Aufmerksamkeit zuteilwerden lassen. Diese Wellen lassen sich nach Richtung und Ursprung – d. h. aus der oder in die inländische Volkswirtschaft bzw. aus dem oder in das Ausland – unterscheiden und können zum Stillstand kommen oder plötzlich ansteigen (bei Kapitalimporten) bzw. vermehrt abfließen oder sich verringern (bei Kapalexporten).<sup>2</sup>

Der Fokus der Fachliteratur liegt angesichts des langfristigen Prozesses der Finanzmarktintegration jedoch üblicherweise auf Datenstichproben über längere Zeitspannen. Um die Determinanten für die grenzüberschreitenden Kapitalströme des Euroraums über den relativ kurzen Zeitraum seit Beginn der Krise bewerten zu können, wurde daher eine Methode angewandt, die auf die Erfassung zeitvariabler Faktoren abzielt, die in den unterschiedlichen Phasen der Krise Auswirkungen auf den internationalen Kapitalverkehr des Euro-Währungsgebiets hatten.

Die Quantifizierung des zeitvariablen Einflusses der verschiedenen Triebkräfte auf die Nettokapitalströme des Euroraums bei den Wertpapieranlagen basiert auf einem Modell, in dem sich die Regressionskoeffizienten in jeder Phase ändern können. Zeitvariable Regressionskoeffizienten

1 Die Fachliteratur zu den Bestimmungsfaktoren der grenzüberschreitenden Kapitalströme ist zu umfangreich, um hier einen vollständigen Überblick zu geben. Neben den an anderer Stelle in diesem Aufsatz aufgeführten Publikationen finden sich einige interessante Beiträge in: A. G. Ahearne, W. L. Grier und F. E. Warnock, Information costs and home bias: an analysis of U.S. holdings of foreign equities, in: *Journal of International Economics*, Bd. 62, Nr. 2, 2004, S. 313-363; K. Chan, V. Covrig und L. Ng, What Determines the Domestic Bias and the Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide, in: *Journal of Finance*, Bd. 60, Nr. 3, 2005, S. 1495-1534; H. Rey und Y. Oh, Information and Capital Flows: The Determinants of Transactions in Financial Assets, in: *European Economic Review*, Bd. 45, Nr. 4, 2001, S. 783-796.

2 Siehe beispielsweise K. Forbes und F. Warnock, Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment, Working Paper des NBER, Nr. 17351, 2011.

werden eingesetzt, um mögliche Veränderungen der Marktstimmung zu erfassen, da sich der Fokus der Marktteilnehmer und somit auch die Bestimmungsfaktoren der Kapitalflüsse bei den Wertpapieren im Laufe der Zeit verändern.<sup>3</sup>

Die monatlichen Wertpapieranlagen (netto) und der übrige Kapitalverkehr (netto) werden auf der Grundlage der folgenden reduzierten Regressionsgleichung dargestellt:

$$y_t = \sum_i^n \beta_{i,t} x_{i,t-1} + \varepsilon_t$$

Dabei entspricht die Variable  $y_t$  den Wertpapieranlagen (netto) bzw. dem übrigen Kapitalverkehr (netto), und die vier Variablen  $x_{it}$  entsprechen a) einem Index der impliziten Volatilität an den Aktienmärkten als Näherungswert für den Grad der weltweiten Risikoaversion, b) der Differenz zwischen den Renditen von Staatsanleihen des Euroraums und einer aggregierten Messgröße für die Renditen von Staatsanleihen fortgeschrittener Volkswirtschaften außerhalb des Euro-Währungsgebiets, c) der Veränderung des effektiven Wechselkurses des Euro und d) der Wachstumsdifferenz zwischen der Industrieproduktion im Euroraum und der in den nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden fortgeschrittenen Volkswirtschaften als Näherungswert für die Fundamentaldaten, die sich auf die Realwirtschaft auswirken.

Das Ausmaß, in dem die Wertpapieranlagen (netto) und der übrige Kapitalverkehr (netto) auf Veränderungen ihrer jeweiligen Bestimmungsfaktoren reagieren (d. h.  $\beta_{it}$ ), kann im Zeitverlauf wiederum aufgrund möglicher Änderungen der Marktlage, auf die in diesem Modell nicht eingegangen wird, variieren.<sup>4</sup>

$$\beta_{i,t} = \beta_{i,t-1} + \mu_{i,t}$$

Die sich hieraus ergebenden geschätzten Reaktionen der Kapitalströme bei den Wertpapieranlagen und den übrigen Anlagen auf ihre Bestimmungsfaktoren können dann zusammen mit den tatsächlichen Änderungen der Faktoren selbst auf der Grundlage des reduzierten Modells in Beiträge zur gesamten Veränderung der Ströme umgewandelt werden. In Ermangelung eines Strukturmodells auf Basis mikroökonomischer Grundlagen können diese Beiträge ökonometrisch als zeitvariable bedingte Korrelationen zwischen den Wertpapieranlagen (netto), dem übrigen Kapitalverkehr (netto) und ihren Bestimmungsgrößen interpretiert werden.

Das wesentliche Ergebnis der modellbasierten Analyse ist die Erkenntnis, dass die Risikoaversion seit Beginn der globalen Finanzkrise die Haupttriebfeder der Kapitalströme des Euroraums ist. So haben sich die Auswirkungen der Risikoaversion auf die Richtung der Finanzströme des Euro-Währungsgebiets in den unterschiedlichen Phasen der Krise verändert. Andere Einflussfaktoren dieser Ströme, die normalerweise tendenziell die Hauptantriebskräfte sind, wie z. B. Wechselkursentwicklungen und Zinsdifferenzen, haben hingegen nur eine untergeordnete Rolle gespielt. Die Differenz zwischen den Renditen für Staatsanleihen des Euroraums und denjenigen für Anleihen anderer wichtiger Industrieländer (insbesondere der Vereinigten Staaten), die seit Ausbruch

<sup>3</sup> Eine ausführliche Beschreibung der Methode und ihre Anwendbarkeit auf die Kapitalströme der Schwellenländer findet sich unter dem Abschnitt „Special Features“ in: EZB, Portfolio flows to emerging market economies: determinants and domestic impact, Financial Stability Review, Frankfurt am Main, Juni 2011.

<sup>4</sup> Das Modell kann auf Grundlage des Kalman-Filters mittels der Maximum-Likelihood-Methode (wie vorgeschlagen in: C.-J. Kim und E. Nelson, State Space Models with Regime Switching: Classical and Gibbs-Sampling Approaches with Applications, MIT Press, 1998) oder unter Verwendung bayesianischer Methoden geschätzt werden.

der Krise im Allgemeinen positiv ist, hat jedoch in gewissem Maße die Nettokapitalzuflüsse in das Euro-Währungsgebiet gestützt (siehe Abbildung A und B).

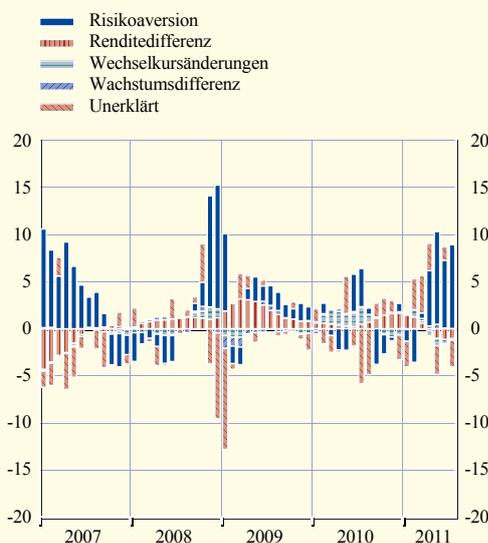
Was die Wertpapieranlagen betrifft, so bringt das Modell die Ende 2008 verzeichneten höheren Kapitalimporte mit der deutlichen Zunahme der Risikoaversion nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers in Zusammenhang (siehe Abbildung A). Dem Modell zufolge trug die Risikoaversion zu Beginn der Krise somit insgesamt zu den Nettokapitalzuflüssen in das Eurogebiet bei, da zu diesem Zeitpunkt wohl davon ausgegangen wurde, dass sich die Hauptrisikoprüfung außerhalb des Euroraums befand und dieser daher für gebietsansässige wie auch für gebietsfremde Anleger als sicherer Hafen galt.

Die erneute Verstärkung der Finanzmarktspannungen im Jahr 2009 – vor allem in Europa –, die im neuerlichen Anstieg der Risikoscheu zum Ausdruck kam, scheint bei der allmählichen Verringerung der Zuflüsse bei den Wertpapieranlagen in den Euroraum und später bei den Nettokapitalabflüssen aus dem Eurogebiet eine Rolle gespielt zu haben; ausschlaggebend hierfür dürften die Verwerfungen an den Staatsanleihemärkten einiger Länder gewesen sein, die in den Mittelpunkt der Aufmerksamkeit rückten (siehe Abbildung A).

Für den Zeitraum von 2010 bis Mitte 2011 assoziiert das Modell die Risikoaversion mit einem allgemeinen starken Anstieg der umfangreichen Nettokapitalzuflüsse in den Euroraum. Dies könnte Umschichtungen zugunsten sicherer Anlagen durch gebietsfremde Investoren widerspiegeln, genauer gesagt in (Staats-)Anleihen, die von den Kernländern des Euroraums emittiert wurden (siehe Abbildung A). Zugleich befeuert die Risikoaversion nach wie vor die Nettokapitalabflüsse beim übrigen Kapitalverkehr, der eine Restkomponente darstellt und in erster Linie Transaktionen des Bankensektors des Euro-Währungsgebiets erfasst (siehe Abbildung B).

**Abbildung A Geschätzte Bestimmungsfaktoren der Wertpapieranlagen (netto)**

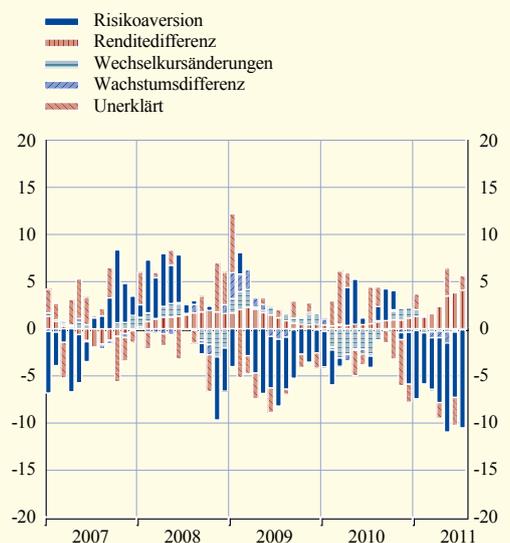
(in % des BIP; über drei Monate kumulierte Ströme)



Quelle: EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2011.

**Abbildung B Geschätzte Bestimmungsfaktoren des übrigen Kapitalverkehrs (netto)**

(in % des BIP; über drei Monate kumulierte Ströme)



Quelle: EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2011.

#### 4 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die aktuelle Krise hat das Grundmuster grenzüberschreitender Kapitalströme erheblich verändert. Diese Veränderungen, die durch plötzliche Umschwünge und gestiegene Volatilität bedingt sind, haben dazu geführt, dass der grenzübergreifende Kapitalverkehr zunehmend ins Blickfeld gerückt ist und seine Bedeutung für die gesamtwirtschaftliche und finanzielle Stabilität sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften anerkannt wird.<sup>6</sup> Die in diesem Aufsatz durchgeführte Analyse lässt die folgenden Schlüsse zu.

Erstens sollte der Aufbau von Ungleichgewichten genau beobachtet werden; hierbei ist ein besonderes Augenmerk auf Defizite, die mit Finanzierungsschwierigkeiten und Währungskrisen Hand in Hand gehen könnten, aber auch auf Überschüsse zu richten, da sie mit Kredit- und Immobilienpreisbooms in Zusammenhang stehen können, sofern diese durch spekulative Bruttokapitalimporte bedingt sind.

Zweitens ist der Umfang der Ströme und Bestände an finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten auch dann von Bedeutung, wenn kein großer und anhaltender Finanzierungsbedarf besteht, d. h. in Ländern, die relativ ausgeglichene Leistungsbilanzen haben. Fallen diese Ströme bzw. Positionen gemessen an der wirtschaftlichen Aktivität eines Landes hoch aus, könnte dies auf die Gefahr einer großen Anfälligkeit für Ansteckungseffekte aus dem Ausland hindeuten. Darüber hinaus sind Länder mit einem äußerst hohen Maß an finanzieller Offenheit anfälliger in Phasen mit stärkeren Spannungen an den Finanzmärkten, die eine Minderung der Kapitalströme oder sogar die Rückführung von ausländischem Investitionskapital zur Folge haben. Der daraus resultierende eingeschränkte Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten kann rasch zu Liquiditätsschocks und einem plötzlichen Einbruch der Vermögenspreise führen, insbesondere bei Konjunkturabschwüngen, was signifikante negative Auswirkungen für die Realwirtschaft hätte.

Drittens müssen innerhalb des Euro-Währungsgebiets sektor- und länderspezifische Faktoren gebührende Berücksichtigung finden. So sollten nationale Ungleichgewichte genau beobachtet werden, um mögliche Anfälligkeiten zu identifizieren, die auf Euroraum-Ebene nicht erkennbar sind.

Schließlich können aus der Krise auch einige Lehren bezüglich gesamtwirtschaftlicher Disziplin gezogen werden. Der Grund dafür ist, dass Ungleichgewichte bei den Kapitalströmen – ungeachtet der auf lange Sicht unbestreitbar positiven Auswirkungen der Finanzmarktintegration auf das Wachstum und das Gemeinwohl der Gesellschaft – beträchtliche Risiken für Volkswirtschaften bergen, wenn sie mit einer auf Dauer nicht tragfähigen nationalen Politik einhergehen. Ausgewogene und nachhaltige gesamtwirtschaftliche Maßnahmen sind eine Grundvoraussetzung, wenn es darum geht, die Vorteile der weltweiten Finanzintegration zu nutzen, da die Staaten hierdurch Anreize für stabile und ausgeglichene Kapitalzuflüsse schaffen können, die einem langfristigen Wirtschaftswachstum dienlich sind. Darüber hinaus müssen die wirtschaftspolitischen Maßnahmen sorgfältig mit dem Ziel der außenwirtschaftlichen Tragfähigkeit abgestimmt werden, da die mit grenzüberschreitenden Kapitalströmen in Verbindung stehenden Schwankungen erhebliche Folgen für die Volatilität der inländischen gesamtwirtschaftlichen Variablen haben können, sofern in den einzelnen Ländern keine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik umgesetzt wird.

6 Siehe auch K. Forster, M. Vasardani und M. Ca' Zorzi, a. a. O.



# STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS





# INHALT<sup>1</sup>

## ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Übersicht über volkswirtschaftliche Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet

S 5

### I MONETÄRE STATISTIK

1.1 Konsolidierter Ausweis des Eurosystems

S 6

1.2 Leitzinsen der EZB

S 7

1.3 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren)

S 8

1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik

S 9

### 2 MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND SONSTIGE FINANZIELLE KAPITALGESELLSCHAFTEN

2.1 Aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet

S 10

2.2 Konsolidierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet

S 11

2.3 Monetäre Statistik

S 12

2.4 Kredite der MFIs: Aufschlüsselung

S 14

2.5 Einlagen bei MFIs: Aufschlüsselung

S 17

2.6 Wertpapierbestände der MFIs: Aufschlüsselung

S 20

2.7 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen

S 21

2.8 Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet

S 22

2.9 Von Investmentfonds gehaltene Wertpapiere nach Wertpapieremittenten

S 23

2.10 Aggregierte Bilanz der Verbriefungszweckgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

S 24

2.11 Aggregierte Bilanz der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euro-Währungsgebiet

S 25

### 3 VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

3.1 Integrierte Wirtschafts- und Finanzkonten nach institutionellen Sektoren

S 26

3.2 Nichtfinanzielle Konten des Euro-Währungsgebiets

S 30

3.3 Private Haushalte

S 32

3.4 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

S 33

3.5 Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

S 34

### 4 FINANZMÄRKTE

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

S 35

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

S 36

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

S 38

4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet

S 40

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

S 42

4.6 Geldmarktsätze

S 44

4.7 Zinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets

S 45

4.8 Börsenindizes

S 46

### 5 PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

S 47

5.2 Produktion und Nachfrage

S 50

5.3 Arbeitsmärkte

S 54

<sup>1</sup> Weitere Informationen sind unter [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu) erhältlich. Längere Zeiträume und detailliertere Angaben finden sich im Statistical Data Warehouse im Abschnitt „Statistics“ auf der Website der EZB (<http://sdw.ecb.europa.eu>).

<b>6</b>	<b>ÖFFENTLICHE FINANZEN</b>	
6.1	Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo	S56
6.2	Verschuldung	S57
6.3	Veränderung der Verschuldung	S58
6.4	Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis	S59
6.5	Vierteljährliche Verschuldung und Veränderung der Verschuldung	S60
<b>7</b>	<b>AUSSENWIRTSCHAFT</b>	
7.1	Zahlungsbilanz – Gesamtübersicht	S61
7.2	Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen	S62
7.3	Kapitalbilanz	S64
7.4	Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz	S70
7.5	Warenhandel	S71
<b>8</b>	<b>WECHSELKURSE</b>	
8.1	Effektive Wechselkurse	S73
8.2	Bilaterale Wechselkurse	S74
<b>9</b>	<b>ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS</b>	
9.1	Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen in anderen EU-Mitgliedstaaten	S75
9.2	Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und Japan	S76
	<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS</b>	S77
	<b>TECHNISCHER HINWEIS</b>	S79
	<b>ERLÄUTERUNGEN</b>	S85

---

#### In den Tabellen verwendete Abkürzungen und Zeichen

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



# ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

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

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

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup>	Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3 <sup>2),3)</sup>	Kredite der MFIs an Ansässige im Euro-Währungs- gebiet (ohne MFIs und öffent- liche Haushalte) <sup>3)</sup>	Von Kapitalge- sellschaften ohne MFIs begebene Wertpapiere ohne Aktien in Euro <sup>2)</sup>	Dreimonats- zinssatz (EURIBOR; in % p. a.; Durchschnitts- werte der Berichtszeit- räume)	Zehnjähriger Kassazinssatz (in % p. a.; Stand am Ende des Berichts- zeitraums) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,1	0,81	3,36
2011	2,0	2,3	2,2	-	2,4	.	1,39	2,65
2011 Q1	3,2	2,4	1,9	-	2,4	2,1	1,10	3,66
Q2	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,5	1,42	3,41
Q3	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,6	1,56	2,48
Q4	1,9	2,1	2,3	-	2,1	.	1,50	2,65
2011 Aug.	1,7	2,4	2,8	2,6	2,5	0,1	1,55	2,76
Sept.	2,0	2,5	2,9	2,8	2,5	0,0	1,54	2,48
Okt.	1,7	1,9	2,6	2,5	2,7	0,8	1,58	2,79
Nov.	2,1	2,1	2,0	2,1	1,7	-0,7	1,48	3,07
Dez.	1,6	1,8	1,6	.	1,0	.	1,43	2,65
2012 Jan.	.	.	.	.	.	.	1,22	2,67

## 2. Preise, Produktion, Nachfrage und Arbeitsmärkte<sup>5)</sup>

	Harmonisierter Verbraucher- preisindex (HVPI) <sup>1)</sup>	Industrielle Erzeugerpreise	Arbeitskosten pro Stunde	BIP in konstanten Preisen (saisonbereinigt)	Industrie- produktion (ohne Baugewerbe)	Kapazitäts- auslastung im verarbeitenden Gewerbe (in %)	Erwerbstätige (saisonbereinigt)	Arbeitslose (in % der Erwerbs- personen; saisonbereinigt)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	1,6	2,9	1,6	1,9	7,4	76,7	-0,5	10,1
2011	2,7	5,9	.	.	.	80,3	.	10,1
2011 Q2	2,8	6,3	3,3	1,6	4,2	80,9	0,4	10,0
Q3	2,7	5,9	2,7	1,3	4,0	80,0	0,3	10,2
Q4	2,9	5,1	.	.	.	79,8	.	10,4
2011 Aug.	2,5	5,8	-	-	6,0	-	-	10,2
Sept.	3,0	5,8	-	-	2,2	-	-	10,3
Okt.	3,0	5,5	-	-	1,0	79,6	-	10,3
Nov.	3,0	5,4	-	-	0,1	-	-	10,4
Dez.	2,7	4,3	-	-	.	-	-	10,4
2012 Jan.	2,7	.	-	-	.	79,9	-	.

## 3. Außenwirtschaftsstatistik

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €)

	Zahlungsbilanz (Netto transaktionen)			Währungs- reserven (Stand am Ende des Berichts- zeitraums)	Netto-Aus- landsvermö- gensstatus (in % des BIP)	Bruttoauslands- verschuldung (in % des BIP)	Effektiver Wechselkurs des Euro; EWK-20 <sup>6)</sup> (Index: 1999 Q1 = 100)		USD/EUR- Wechselkurs
	Leistungsbilanz und Vermögens- übertragungen	Warenhandel	Direkt- investitionen und Wert- papieranlagen zusammen- genommen				Nominal	Real (VPI)	
2010	-36,7	12,9	98,1	591,2	-13,4	120,4	103,6	101,6	1,3257
2011	.	.	.	667,1	.	.	103,4	100,7	1,3920
2011 Q1	-27,8	-13,0	118,7	576,6	-13,4	117,6	102,7	100,1	1,3680
Q2	-20,4	-3,0	121,2	580,9	-14,1	119,5	105,2	102,6	1,4391
Q3	0,6	3,1	21,1	646,6	-13,8	123,1	103,5	100,6	1,4127
Q4	.	.	.	667,1	.	.	102,1	99,4	1,3482
2011 Aug.	-1,5	-4,2	33,3	656,3	.	.	103,8	100,8	1,4343
Sept.	0,9	3,6	29,7	646,6	.	.	102,8	99,9	1,3770
Okt.	4,1	1,7	-34,1	651,6	.	.	103,0	100,3	1,3706
Nov.	3,2	6,4	-4,5	683,4	.	.	102,6	99,9	1,3556
Dez.	.	.	.	667,1	.	.	100,8	98,2	1,3179
2012 Jan.	.	.	.	.	.	.	98,9	96,4	1,2905

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

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

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

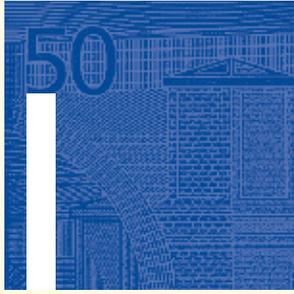
2) Bei Monatsangaben beziehen sich die prozentualen Veränderungen gegenüber dem Vorjahr auf das Monatsende, bei Quartals- und Jahresangaben auf die jährliche Veränderung der Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Einzelheiten hierzu finden sich im „Technischen Hinweis“.

3) 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.

4) Auf der Grundlage der Zinsstrukturkurven von Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets. Weitere Informationen finden sich in Abschnitt 4.7.

5) Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die Angaben auf die 17 Euro-Länder.

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



## MONETÄRE STATISTIK

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

#### 1. Aktiva

	13. Januar 2012	20. Januar 2012	27. Januar 2012	3. Februar 2012
<b>Gold und Goldforderungen</b>	423 451	423 450	423 446	423 446
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	246 024	245 306	244 971	246 012
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>	94 543	94 514	96 673	100 434
<b>Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	23 489	25 732	25 009	24 180
<b>Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	817 255	831 730	809 248	794 978
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	110 881	126 877	130 317	115 579
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	703 894	701 478	676 505	676 505
Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Spitzenrefinanzierungsfazilität	2 386	3 323	2 366	2 799
Forderungen aus Margenausgleich	94	53	59	94
<b>Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	69 534	75 550	72 292	73 319
<b>Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	623 042	623 968	624 849	623 229
Wertpapiere für geldpolitische Zwecke	278 835	282 215	282 579	282 541
Sonstige Wertpapiere	344 207	341 753	342 270	340 688
<b>Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte</b>	33 926	33 926	33 926	31 176
<b>Sonstige Aktiva</b>	345 723	352 020	352 164	345 352
<b>Aktiva insgesamt</b>	2 676 987	2 706 197	2 682 576	2 662 126

#### 2. Passiva

	13. Januar 2012	20. Januar 2012	27. Januar 2012	3. Februar 2012
<b>Banknotenumlauf</b>	876 589	871 841	869 167	871 508
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	840 822	845 255	797 868	815 235
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	132 536	134 722	88 939	83 915
Einlagefazilität	493 272	491 780	488 884	511 438
Termineinlagen	213 000	217 000	219 000	219 000
Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	2 015	1 752	1 045	882
<b>Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	1 354	1 480	1 676	2 017
<b>Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen</b>	0	0	0	0
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	87 509	108 874	136 115	93 804
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	117 730	118 930	118 556	122 474
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	3 224	1 969	2 845	3 541
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	9 777	9 965	9 523	9 584
<b>Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte</b>	55 942	55 942	55 942	55 942
<b>Sonstige Passiva</b>	208 460	216 363	215 299	212 116
<b>Ausgleichsposten aus Neubewertung</b>	394 031	394 028	394 028	394 028
<b>Kapital und Rücklagen</b>	81 550	81 550	81 558	81 877
<b>Passiva insgesamt</b>	2 676 987	2 706 197	2 682 576	2 662 126

Quelle: EZB.

## 1.2 Leitzinsen der EZB

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

Mit Wirkung vom: <sup>1)</sup>	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. <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22.	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9. April	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5. Nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4. Febr.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17. März	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28. April	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9. Juni	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28. <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1. Sept.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6. Okt.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11. Mai	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31. Aug.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18. Sept.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9. Nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6. Dez.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7. März	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6. Juni	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6. Dez.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8. März	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15. Juni	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9. Aug.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11. Okt.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13. Dez.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14. März	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13. Juni	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9. Juli	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8. Okt.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9. <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15. <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12. Nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10. Dez.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21. Jan.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
11. März	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8. April	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
13. Mai	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011 13. April	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
13. Juli	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
9. Nov.	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
14. Dez.	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25

Quelle: EZB.

- Im Zeitraum vom 1. Januar 1999 bis zum 9. März 2004 bezieht sich das Datum auf die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität. Änderungen des Zinssatzes für Hauptrefinanzierungsgeschäfte sind ab dem ersten auf das angegebene Datum folgenden Geschäft wirksam. Die Änderung vom 18. September 2001 wurde am selben Tag wirksam. Seit dem 10. März 2004 bezieht sich das Datum, soweit nicht anders angegeben, sowohl auf die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität als auch auf die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (Änderungen sind ab dem ersten Hauptrefinanzierungsgeschäft, das auf den Beschluss des EZB-Rats folgt, wirksam).
- Am 22. Dezember 1998 kündigte die EZB an, dass vom 4. bis zum 21. Januar 1999 ausnahmsweise ein enger Korridor von 50 Basispunkten zwischen den Zinssätzen für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität angewandt werde. Damit sollte den Marktteilnehmern der Übergang zu dem neuen System erleichtert werden.
- Am 8. Juni 2000 kündigte die EZB an, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft als Zinstender durchgeführt würden. Der Mindestbietungssatz bezieht sich auf den Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können.
- Mit Wirkung vom 9. Oktober 2008 verringerte die EZB den Korridor für die ständigen Fazilitäten von 200 Basispunkten auf 100 Basispunkte um den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte. Mit Wirkung vom 21. Januar 2009 wurde dieser Korridor wieder auf 200 Basispunkte erweitert.
- Am 8. Oktober 2008 gab die EZB bekannt, dass die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte beginnend mit dem am 15. Oktober abzuwickelnden Geschäft als Mengentender mit vollständiger Zuteilung zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte durchgeführt würden. Durch diese Änderung wurde der vorherige (am selben Tag gefasste) Beschluss, den Mindestbietungssatz für die als Zinstender durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäfte um 50 Basispunkte zu senken, außer Kraft gesetzt.

### 1.3 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren)<sup>1), 2)</sup>

(in Mio €; Zinssätze in % p. a.)

#### 1. Hauptrefinanzierungsgeschäfte und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte<sup>3)</sup>

Abwicklungstag	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Mengtender			Zinstender			Laufzeit (Tage)
				Festzinssatz	Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungssatz <sup>4)</sup>	Gewichteter Durchschnittssatz			
	1	2	3	4	5	6	7	8		
<b>Hauptrefinanzierungsgeschäfte</b>										
2011 1. Nov.	182 773	143	182 773	1,50	-	-	-	-	8	
9.	194 765	150	194 765	1,25	-	-	-	7		
16.	230 265	161	230 265	1,25	-	-	-	7		
23.	247 175	178	247 175	1,25	-	-	-	7		
30.	265 456	192	265 456	1,25	-	-	-	7		
7. Dez.	252 100	197	252 100	1,25	-	-	-	7		
14.	291 629	197	291 629	1,00	-	-	-	7		
21.	169 024	146	169 024	1,00	-	-	-	7		
28.	144 755	171	144 755	1,00	-	-	-	7		
2012 4. Jan.	130 622	138	130 622	1,00	-	-	-	7		
11.	110 923	131	110 923	1,00	-	-	-	7		
18.	126 877	143	126 877	1,00	-	-	-	7		
25.	130 317	136	130 317	1,00	-	-	-	7		
1. Feb.	115 579	135	115 579	1,00	-	-	-	7		
8.	109 462	135	109 462	1,00	-	-	-	7		
<b>Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte</b>										
2011 14. Sept.	54 222	37	54 222	1,50	-	-	-	28		
29. <sup>5)</sup>	140 628	214	140 628	1,35	-	-	-	84		
12. Okt.	59 062	39	59 062	1,50	-	-	-	28		
27. <sup>5)</sup>	56 934	181	56 934	.	-	-	-	371		
27.	44 564	91	44 564	1,17	-	-	-	91		
9. Nov.	55 547	47	55 547	1,25	-	-	-	35		
1. Dez. <sup>5)</sup>	38 620	108	38 620	.	-	-	-	91		
14.	41 150	42	41 150	1,00	-	-	-	35		
22. <sup>5)</sup>	29 741	72	29 741	.	-	-	-	98		
22. <sup>5)6)</sup>	489 191	523	489 191	.	-	-	-	1 134		
2012 18. Jan.	38 734	44	38 734	1,00	-	-	-	28		
26.	19 580	54	19 580	.	-	-	-	91		

#### 2. Sonstige Tendergeschäfte

Abwicklungstag	Art des Geschäfts	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Mengen- tender		Zinstender			Laufzeit (Tage)
					Festzinssatz	Mindest- bietungs- satz	Höchst- bietungs- satz	Marginaler Zuteilungs- satz <sup>4)</sup>	Gewichteter Durch- schnittssatz	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 8. Nov.	Hereinnahme von Termineinlagen	284 108	165	284 043	-	-	1,50	1,30	1,27	1
9.	Hereinnahme von Termineinlagen	214 817	99	183 000	-	-	1,25	0,69	0,64	7
16.	Hereinnahme von Termineinlagen	260 476	100	187 000	-	-	1,25	0,65	0,61	7
23.	Hereinnahme von Termineinlagen	233 094	88	194 500	-	-	1,25	0,63	0,60	7
30.	Hereinnahme von Termineinlagen	194 199	85	194 199	-	-	1,25	1,25	0,62	7
7. Dez.	Hereinnahme von Termineinlagen	246 344	113	207 000	-	-	1,25	1,00	0,65	7
13.	Hereinnahme von Termineinlagen	260 883	137	258 029	-	-	1,25	1,05	1,03	1
14.	Hereinnahme von Termineinlagen	241 403	110	207 500	-	-	1,00	0,80	0,49	7
21.	Hereinnahme von Termineinlagen	257 035	106	211 000	-	-	1,00	0,75	0,53	7
28.	Hereinnahme von Termineinlagen	263 336	95	211 000	-	-	1,00	0,89	0,56	7
2012 4. Jan.	Hereinnahme von Termineinlagen	336 926	134	211 500	-	-	1,00	0,44	0,36	7
11.	Hereinnahme von Termineinlagen	376 720	131	213 000	-	-	1,00	0,34	0,32	7
18.	Hereinnahme von Termineinlagen	377 640	118	217 000	-	-	1,00	0,31	0,29	7
25.	Hereinnahme von Termineinlagen	345 649	113	219 000	-	-	1,00	0,30	0,28	7
1. Feb.	Hereinnahme von Termineinlagen	325 503	100	219 000	-	-	1,00	0,28	0,27	7

Quelle: EZB.

- Geringfügige Abweichungen von den in Abschnitt 1.1 ausgewiesenen Beträgen sind aufgrund von zugeweilten, jedoch nicht abgewickelten Geschäften möglich.
- Mit Wirkung vom April 2002 werden Ausgleichstender (d. h. Operationen mit einer Laufzeit von einer Woche, die parallel zu einem Hauptrefinanzierungsgeschäft als Standardtender durchgeführt werden) als Hauptrefinanzierungsgeschäfte klassifiziert.
- Am 8. Juni 2000 kündigte die EZB an, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft als Zinstender durchgeführt würden. Der Mindestbietungssatz bezieht sich auf den Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können. Am 8. Oktober 2008 gab die EZB bekannt, dass die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte beginnend mit dem am 15. Oktober abzuwickelnden Geschäft als Mengentender mit vollständiger Zuteilung zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte durchgeführt würden. Am 4. März 2010 beschloss die EZB, die regelmäßigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit beginnend mit dem am 28. April 2010 zuzuteilenden und am 29. April 2010 abzuwickelnden Geschäft wieder als Zinstender durchzuführen.
- Bei liquiditätszuführenden (-abschöpfenden) Geschäften bezieht sich der marginale Zuteilungssatz auf den niedrigsten (höchsten) Zinssatz, zu dem Gebote angenommen wurden.
- Bei diesem längerfristigen Refinanzierungsgeschäft erfolgt die volle Zuteilung aller Gebote zu dem durchschnittlichen Mindestbietungssatz aller Hauptrefinanzierungsgeschäfte während der Laufzeit des Geschäfts. Die Zinssätze dieser längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte werden auf zwei Dezimalstellen gerundet. Die genaue Berechnungsmethode findet sich im „Technischen Hinweis“.
- Nach einem Jahr haben die Geschäftspartner die Option, einen beliebigen Anteil der im Rahmen dieses Geschäfts zugeweilten Liquidität an einem frei wählbaren Tag, an dem auch die Abwicklung eines Hauptrefinanzierungsgeschäfts ansteht, zurückzuzahlen.

**1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik**

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

**1. Mindestreservebasis der reservspflichtigen Kreditinstitute**

Reservebasis per: <sup>1)</sup>	Insgesamt	Verbindlichkeiten mit einem positiven <sup>2)</sup> Reservesatz			Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 0 %		
		Täglich fällige Einlagen und Einlagen mit vereinbarter Laufzeit oder Kündigungsfrist von bis zu 2 Jahren	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit oder Kündigungsfrist von mehr als 2 Jahren	Repogeschäfte	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	
	1	2	3	4	5	6	
2008	18 169,6	10 056,8	848,7	2 376,9	1 243,5	3 643,7	
2009	18 318,2	9 808,5	760,4	2 475,7	1 170,1	4 103,5	
2010	18 948,1	9 962,6	644,3	2 683,3	1 335,4	4 322,5	
2011 Juli	19 046,3	9 695,1	635,0	2 777,7	1 502,7	4 435,8	
Aug.	19 095,3	9 688,3	645,8	2 782,6	1 557,4	4 421,3	
Sept.	19 247,9	9 761,9	650,5	2 808,3	1 576,5	4 450,7	
Okt.	19 126,2	9 718,9	657,4	2 788,5	1 562,7	4 398,7	
Nov.	19 073,0	9 708,5	673,6	2 776,0	1 509,5	4 405,4	

**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
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2011 13. Sept.	207,0	209,5	2,5	0,0	1,50
11. Okt.	206,1	208,7	2,6	0,0	1,50
8. Nov.	206,2	208,9	2,8	0,0	1,50
13. Dez.	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012 17. Jan.	207,0	212,3	5,3	0,0	1,00
14. Feb.	103,3	.	.	.	.

**3. Liquidität**

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode	Liquiditätszuführende Faktoren					Liquiditätsabschöpfende Faktoren					Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Basisgeld
	Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems											
	Nettoaktiva des Eurosystems in Gold und Devisen	Hauptrefinanzierungsgeschäfte	Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	Spitzenrefinanzierungsfazilität	Sonstige liquiditätszuführende Faktoren <sup>3)</sup>	Einlagefazilität	Sonstige liquiditätsabschöpfende Faktoren <sup>4)</sup>	Banknoten-umlauf	Einlagen von Zentralstaaten beim Eurosystem	Sonstige Faktoren (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1 073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1 335,3
2011 9. Aug.	541,3	171,7	321,5	0,1	133,9	56,7	79,2	854,2	71,4	-104,5	211,5	1 122,4
13. Sept.	540,3	135,1	389,8	0,3	178,0	121,8	109,8	853,2	52,3	-103,0	209,5	1 184,5
11. Okt.	571,0	193,0	373,6	1,5	217,4	168,7	162,9	854,9	50,0	-88,5	208,7	1 232,2
8. Nov.	612,1	196,1	387,1	2,8	231,9	204,6	178,0	861,4	57,9	-80,8	208,9	1 274,8
13. Dez.	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1 335,3
2012 17. Jan.	683,9	169,4	627,3	6,0	278,6	399,3	210,8	883,7	67,7	-8,7	212,3	1 495,3

Quelle: EZB.

- Stand am Ende des Berichtszeitraums.
- Für die am 18. Januar 2012 beginnende Mindestreserve-Erfüllungsperiode gilt ein Satz von 1%. Für alle vorherigen Erfüllungsperioden gilt ein Satz von 2%.
- Einschließlich der im Rahmen des Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen des Eurosystems und des Programms für die Wertpapiermärkte des Eurosystems bereitgestellten Liquidität.
- Einschließlich der durch Devisenswapgeschäfte des Eurosystems abgeschöpften Liquidität. Weitere Einzelheiten finden sich unter [www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html).



# MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND SONSTIGE FINANZIELLE KAPITALGESELLSCHAFTEN

## 2.1 Aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>

(in Mrd €, Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

### 1. Aktiva

	Insgesamt	Kredite an Ansässige im Euro-Währungsgebiet				Wertpapiere ohne Aktien von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet				Geldmarkt-fonds-anteile <sup>2)</sup>	Aktien und sonstige Dividenden-werte sowie Beteiligungen an Ansässigen im Euro-Währungs-gebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungs-gebiets	Sach-anlagen	Sonstige Aktiv-positionen <sup>3)</sup>
		Zu-sammen	Öffent-liche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro-Währungs-gebiet	MFIs	Zu-sammen	Öffent-liche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro-Währungs-gebiet	MFIs					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosysteem</b>														
2010	3 212,4	1 551,0	18,6	0,9	1 531,5	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,1	8,5	376,3
2011 <sup>(p)</sup>	4 701,9	2 728,6	18,0	1,0	2 709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	-	19,9	779,2	8,8	448,6
2011 Q3	3 928,6	2 043,3	18,0	1,0	2 024,4	659,9	544,3	10,9	104,7	-	17,9	767,4	8,7	431,3
Q4 <sup>(p)</sup>	4 701,9	2 728,6	18,0	1,0	2 709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	-	19,9	779,2	8,8	448,6
2011 Sept.	3 928,6	2 043,3	18,0	1,0	2 024,4	659,9	544,3	10,9	104,7	-	17,9	767,4	8,7	431,3
Okt.	4 013,1	2 122,5	18,0	1,0	2 103,6	667,3	551,8	10,8	104,7	-	18,6	757,7	8,7	438,3
Nov.	4 329,7	2 383,6	18,0	1,0	2 364,7	691,8	576,5	10,9	104,3	-	18,4	784,5	8,8	442,7
Dez. <sup>(p)</sup>	4 701,9	2 728,6	18,0	1,0	2 709,6	716,9	600,3	10,9	105,7	-	19,9	779,2	8,8	448,6
<b>MFIs ohne Eurosysteem</b>														
2010	32 199,5	17 763,1	1 221,8	11 026,1	5 515,2	4 938,6	1 524,2	1 528,6	1 885,8	59,9	1 233,1	4 323,4	223,5	3 658,0
2011 <sup>(p)</sup>	33 552,5	18 511,9	1 159,6	11 163,2	6 189,1	4 760,4	1 397,7	1 514,6	1 848,1	50,6	1 213,6	4 246,7	232,3	4 536,9
2011 Q3	33 661,5	18 445,7	1 145,8	11 296,1	6 003,8	4 674,6	1 416,1	1 458,7	1 799,7	58,4	1 229,9	4 420,8	230,3	4 601,7
Q4 <sup>(p)</sup>	33 552,5	18 511,9	1 159,6	11 163,2	6 189,1	4 760,4	1 397,7	1 514,6	1 848,1	50,6	1 213,6	4 246,7	232,3	4 536,9
2011 Sept.	33 661,5	18 445,7	1 145,8	11 296,1	6 003,8	4 674,6	1 416,1	1 458,7	1 799,7	58,4	1 229,9	4 420,8	230,3	4 601,7
Okt.	33 341,6	18 438,3	1 145,4	11 266,6	6 026,3	4 715,2	1 393,6	1 518,8	1 802,9	55,9	1 226,5	4 277,8	230,8	4 397,0
Nov.	33 401,1	18 538,5	1 144,2	11 256,8	6 137,6	4 711,9	1 382,5	1 524,2	1 805,3	56,3	1 227,6	4 283,4	231,2	4 352,2
Dez. <sup>(p)</sup>	33 552,5	18 511,9	1 159,6	11 163,2	6 189,1	4 760,4	1 397,7	1 514,6	1 848,1	50,6	1 213,6	4 246,7	232,3	4 536,9

### 2. Passiva

	Insgesamt	Bargeld-umlauf	Einlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet			Geldmarkt-fonds-anteile <sup>4)</sup>	Begebene Schuld-verschrei-bungen <sup>5)</sup>	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungs-gebiets	Sonstige Passiv-positionen <sup>3)</sup>	
			Zusammen	Zentral-staaten	Sonstige öffentliche Haushalte/ sonstige Ansässige im Euro-Währungs-gebiet						MFIs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosysteem</b>											
2010	3 212,4	863,7	1 394,8	68,0	8,7	1 318,1	-	0,0	428,5	153,8	371,7
2011 <sup>(p)</sup>	4 701,9	913,7	2 609,5	63,8	12,1	2 533,6	-	0,0	483,5	287,7	407,6
2011 Q3	3 928,6	882,1	1 984,0	50,1	6,6	1 927,3	-	0,0	475,8	189,4	397,3
Q4 <sup>(p)</sup>	4 701,9	913,7	2 609,5	63,8	12,1	2 533,6	-	0,0	483,5	287,7	407,6
2011 Sept.	3 928,6	882,1	1 984,0	50,1	6,6	1 927,3	-	0,0	475,8	189,4	397,3
Okt.	4 013,1	889,2	2 068,0	66,4	10,6	1 991,0	-	0,0	477,1	177,5	401,3
Nov.	4 329,7	892,7	2 367,8	60,9	12,0	2 294,9	-	0,0	489,4	178,2	401,8
Dez. <sup>(p)</sup>	4 701,9	913,7	2 609,5	63,8	12,1	2 533,6	-	0,0	483,5	287,7	407,6
<b>MFIs ohne Eurosysteem</b>											
2010	32 199,5	-	16 497,6	196,2	10 526,4	5 774,9	612,3	4 845,2	2 045,5	4 220,4	3 978,5
2011 <sup>(p)</sup>	33 552,5	-	17 284,9	195,2	10 752,1	6 337,6	574,2	5 000,4	2 232,6	3 801,0	4 659,5
2011 Q3	33 661,5	-	17 079,4	211,4	10 783,6	6 084,4	607,5	4 952,8	2 203,5	4 033,4	4 785,0
Q4 <sup>(p)</sup>	33 552,5	-	17 284,9	195,2	10 752,1	6 337,6	574,2	5 000,4	2 232,6	3 801,0	4 659,5
2011 Sept.	33 661,5	-	17 079,4	211,4	10 783,6	6 084,4	607,5	4 952,8	2 203,5	4 033,4	4 785,0
Okt.	33 341,6	-	17 073,5	195,5	10 763,5	6 114,5	594,0	4 920,7	2 203,2	3 953,5	4 596,7
Nov.	33 401,1	-	17 115,5	204,2	10 724,9	6 186,3	606,9	4 941,8	2 204,0	3 976,8	4 556,1
Dez. <sup>(p)</sup>	33 552,5	-	17 284,9	195,2	10 752,1	6 337,6	574,2	5 000,4	2 232,6	3 801,0	4 659,5

Quelle: EZB.

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

**2.2 Konsolidierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>**

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

**I. Aktiva**

	Insgesamt	Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Wertpapiere ohne Aktien von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Aktien und sonstige Dividendenwerte sowie Beteiligungen an sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sachanlagen	Sonstige Aktivpositionen <sup>2)</sup>
		Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2010	25 812,0	12 267,4	1 240,4	11 027,0	3 526,2	1 988,0	1 538,2	799,9	5 007,5	232,0	3 979,1
2011 <sup>(p)</sup>	26 801,7	12 341,8	1 177,6	11 164,2	3 523,5	1 998,0	1 525,5	739,9	5 025,9	241,0	4 929,5
2011 Q3	27 052,7	12 460,9	1 163,8	11 297,0	3 430,0	1 960,4	1 469,6	752,4	5 188,2	239,0	4 982,1
Q4 <sup>(p)</sup>	26 801,7	12 341,8	1 177,6	11 164,2	3 523,5	1 998,0	1 525,5	739,9	5 025,9	241,0	4 929,5
2011 Sept.	27 052,7	12 460,9	1 163,8	11 297,0	3 430,0	1 960,4	1 469,6	752,4	5 188,2	239,0	4 982,1
Okt.	26 716,1	12 430,9	1 163,4	11 267,5	3 475,0	1 945,4	1 529,6	751,6	5 035,5	239,5	4 783,6
Nov.	26 718,9	12 419,9	1 162,1	11 257,8	3 494,1	1 959,0	1 535,1	753,5	5 067,9	239,9	4 743,6
Dez. <sup>(p)</sup>	26 801,7	12 341,8	1 177,6	11 164,2	3 523,5	1 998,0	1 525,5	739,9	5 025,9	241,0	4 929,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2010	600,2	413,0	206,3	206,7	142,5	144,8	-2,3	5,7	-109,0	2,4	145,5
2011 <sup>(p)</sup>	993,0	47,6	-59,2	106,8	143,6	166,0	-22,4	-31,3	-50,9	6,8	877,1
2011 Q3	1 379,5	46,2	-6,9	53,1	30,7	37,1	-6,4	-23,2	19,6	1,6	1 304,6
Q4 <sup>(p)</sup>	-276,6	-104,7	13,1	-117,9	94,8	59,3	35,6	-12,6	-189,1	2,5	-67,5
2011 Sept.	553,1	51,6	3,0	48,6	12,6	21,1	-8,4	-12,0	-12,4	0,6	512,5
Okt.	-253,3	0,5	-0,3	0,8	39,9	-1,1	40,9	-4,8	-90,7	0,5	-198,7
Nov.	-78,7	-19,6	-1,4	-18,2	44,8	40,4	4,4	5,1	-69,1	0,5	-40,4
Dez. <sup>(p)</sup>	55,4	-85,6	14,9	-100,5	10,1	19,9	-9,8	-13,0	-29,3	1,6	171,6

**2. Passiva**

	Insgesamt	Bargeld- umlauf	Einlagen von Zentralstaaten	Einlagen von sonstigen öffentlichen Haushalten/ sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Geldmarkt- fonds- anteile <sup>3)</sup>	Begebene Schuld- verschrei- bungen <sup>4)</sup>	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sonstige Passiv- positionen <sup>2)</sup>	Überschuss der Inter- MFI-Ver- bindlich- keiten gegenüber den Inter-MFI- Forderungen
<b>Bestände</b>										
2010	25 812,0	808,6	264,2	10 535,1	552,4	2 858,3	2 022,6	4 374,2	4 350,2	46,3
2011 <sup>(p)</sup>	26 801,7	857,6	259,0	10 764,2	523,6	3 046,6	2 222,5	4 088,8	5 067,0	-27,6
2011 Q3	27 052,7	831,2	261,5	10 790,2	549,0	3 048,3	2 183,8	4 222,8	5 182,3	-16,5
Q4 <sup>(p)</sup>	26 801,7	857,6	259,0	10 764,2	523,6	3 046,6	2 222,5	4 088,8	5 067,0	-27,6
2011 Sept.	27 052,7	831,2	261,5	10 790,2	549,0	3 048,3	2 183,8	4 222,8	5 182,3	-16,5
Okt.	26 716,1	837,5	261,9	10 774,1	538,1	3 013,1	2 186,8	4 131,0	4 998,0	-24,5
Nov.	26 718,9	841,4	265,1	10 736,9	550,6	3 032,2	2 200,9	4 155,0	4 957,9	-21,0
Dez. <sup>(p)</sup>	26 801,7	857,6	259,0	10 764,2	523,6	3 046,6	2 222,5	4 088,8	5 067,0	-27,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2010	600,2	38,6	11,8	331,6	-98,2	41,2	101,7	-25,4	146,2	52,7
2011 <sup>(p)</sup>	993,0	49,2	-1,1	167,1	-24,2	54,0	142,0	-204,3	893,0	-82,7
2011 Q3	1 379,5	11,5	-77,5	104,8	6,3	-16,6	49,6	-10,9	1 339,3	-26,9
Q4 <sup>(p)</sup>	-276,6	26,4	-2,5	-39,5	-4,1	-44,3	52,9	-124,3	-102,8	-38,5
2011 Sept.	553,1	7,7	4,9	58,0	-11,1	-10,5	2,2	-34,4	543,4	-7,3
Okt.	-253,3	6,3	0,5	-7,5	-10,9	-16,9	4,1	-38,2	-179,6	-11,2
Nov.	-78,7	3,9	3,2	-47,3	12,8	-9,6	18,7	-42,3	-21,1	3,1
Dez. <sup>(p)</sup>	55,4	16,2	-6,1	15,2	-5,9	-17,8	30,1	-43,9	98,0	-30,4

Quelle: EZB.

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

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

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

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

	M3				Zentrierter gleitender Drei- monats- durch- schnitt von M3	Länger- fristige finanzielle Verbind- lichkeiten	Kredite an öffentliche Haushalte	Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Nettoforde- rungen an Ansässige außerhalb des Euro- Währungs- gebiets <sup>3)</sup>	
	M2		M3-M2	Buchkredite				Um Kreditabsatz und Kreditverbriefungen bereinigte Buchkredite <sup>4)</sup>				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände</b>												
2010	4 698,5	3 696,2	8 394,8	1 125,2	9 520,0	-	7 313,7	3 270,4	13 379,4	11 047,8	-	615,1
2011 <sup>(p)</sup>	4 782,1	3 790,8	8 572,8	1 151,5	9 724,3	-	7 718,3	3 220,0	13 444,5	11 185,7	-	918,3
2011 Q3	4 783,5	3 821,2	8 604,7	1 230,5	9 835,3	-	7 709,2	3 121,0	13 505,1	11 267,6	-	959,3
Q4 <sup>(p)</sup>	4 782,1	3 790,8	8 572,8	1 151,5	9 724,3	-	7 718,3	3 220,0	13 444,5	11 185,7	-	918,3
2011 Sept.	4 783,5	3 821,2	8 604,7	1 230,5	9 835,3	-	7 709,2	3 121,0	13 505,1	11 267,6	-	959,3
Okt.	4 769,5	3 809,9	8 579,3	1 200,1	9 779,4	-	7 711,9	3 106,2	13 555,4	11 261,3	-	893,1
Nov.	4 789,0	3 800,6	8 589,6	1 185,8	9 775,4	-	7 723,4	3 125,6	13 527,9	11 254,5	-	904,3
Dez. <sup>(p)</sup>	4 782,1	3 790,8	8 572,8	1 151,5	9 724,3	-	7 718,3	3 220,0	13 444,5	11 185,7	-	918,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2010	194,7	-12,8	181,9	-25,5	156,4	-	254,5	355,2	209,7	207,7	264,6	-83,6
2011 <sup>(p)</sup>	73,8	76,7	150,5	-1,6	148,9	-	210,4	108,0	54,0	107,4	131,5	152,8
2011 Q3	57,0	35,6	92,6	71,7	164,3	-	69,2	62,6	44,0	57,2	68,9	23,8
Q4 <sup>(p)</sup>	-6,3	-32,7	-39,1	-72,2	-111,3	-	-11,0	119,7	-66,2	-67,0	-32,6	-77,6
2011 Sept.	-5,4	16,7	11,3	9,5	20,7	-	14,5	15,6	-8,3	11,1	9,5	16,3
Okt.	-10,5	-7,6	-18,1	-29,6	-47,7	-	22,8	-0,7	57,4	24,0	53,0	-57,9
Nov.	14,8	-12,5	2,3	-14,8	-12,5	-	-14,1	46,2	-33,8	-15,3	-11,9	-24,0
Dez. <sup>(p)</sup>	-10,7	-12,5	-23,3	-27,8	-51,0	-	-19,7	74,3	-89,8	-75,7	-73,7	4,3
<b>Wachstumsraten</b>												
2010	4,3	-0,4	2,2	-2,3	1,7	1,8	3,7	12,1	1,6	1,9	2,4	-83,6
2011 <sup>(p)</sup>	1,6	2,1	1,8	-0,2	1,6	2,1	2,9	3,6	0,4	1,0	1,2	152,8
2011 Q3	2,0	3,1	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	193,7
Q4 <sup>(p)</sup>	1,6	2,1	1,8	-0,2	1,6	2,1	2,9	3,6	0,4	1,0	1,2	152,8
2011 Sept.	2,0	3,1	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	193,7
Okt.	1,7	2,3	1,9	7,7	2,6	2,5	4,3	-0,5	2,1	2,7	3,0	224,7
Nov.	2,1	2,1	2,1	1,1	2,0	2,1	3,4	0,3	1,0	1,7	1,9	189,7
Dez. <sup>(p)</sup>	1,6	2,1	1,8	-0,2	1,6	.	2,9	3,6	0,4	1,0	1,2	152,8

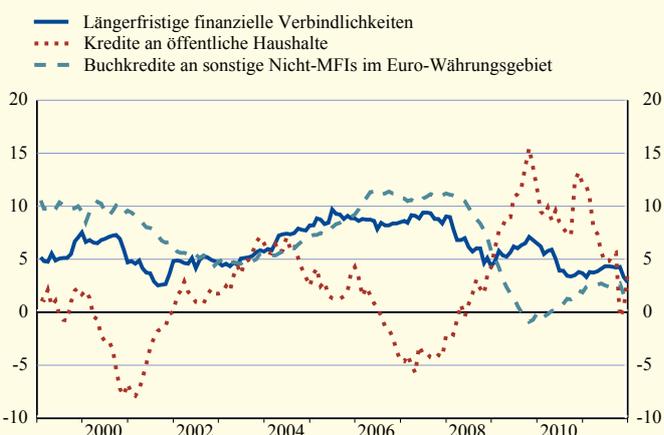
### A1 Geldmengenaggregate<sup>1)</sup>

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



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

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- Die Geldmengenaggregate umfassen die monetären Verbindlichkeiten der MFIs und der Zentralstaaten (Post, Schatzämter etc.) gegenüber im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs (ohne Zentralstaaten). Zur Definition von M1, M2 und M3 siehe Glossar.
- Die unter „Wachstumsraten“ ausgewiesenen Werte stellen die Summe der transaktionsbedingten Veränderungen während der zwölf Monate, die im angegebenen Zeitraum enden, dar.
- Bereinigt um Buchkredite, die im Rahmen von Verkäufen bzw. Verbriefungen aus der MFI-Bilanzstatistik ausgegliedert wurden.

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

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

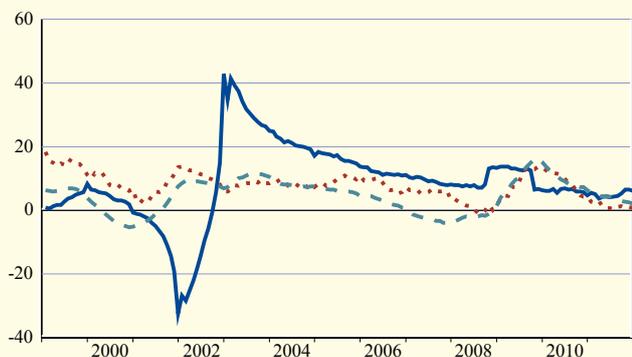
### 2. Komponenten der Geldmengenaggregate und längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten

	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit ver- einbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo- geschäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von mehr als 3 Monaten	Einlagen mit ver- einbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2010	793,6	3 904,9	1 781,3	1 914,9	433,8	570,2	121,2	2 753,6	118,4	2 436,0	2 005,8
2010 <sup>(p)</sup>	842,2	3 939,9	1 830,4	1 960,3	402,2	540,4	209,0	2 855,3	114,9	2 545,0	2 203,2
2011 Q3	832,3	3 951,2	1 862,7	1 958,6	508,8	552,6	169,1	2 878,6	119,4	2 529,6	2 181,6
Q4 <sup>(p)</sup>	842,2	3 939,9	1 830,4	1 960,3	402,2	540,4	209,0	2 855,3	114,9	2 545,0	2 203,2
2011 Sept.	832,3	3 951,2	1 862,7	1 958,6	508,8	552,6	169,1	2 878,6	119,4	2 529,6	2 181,6
Okt.	843,3	3 926,2	1 846,3	1 963,5	486,8	543,1	170,2	2 840,6	118,6	2 568,5	2 184,2
Nov.	847,3	3 941,7	1 828,7	1 971,9	464,3	549,3	172,1	2 865,7	115,6	2 550,4	2 191,7
Dez. <sup>(p)</sup>	842,2	3 939,9	1 830,4	1 960,3	402,2	540,4	209,0	2 855,3	114,9	2 545,0	2 203,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2010	36,0	158,7	-125,7	112,9	95,3	-101,2	-19,6	62,1	-14,1	108,3	98,2
2011 <sup>(p)</sup>	48,7	25,1	38,1	38,6	-13,8	-24,7	36,8	18,4	-2,5	55,4	139,1
2011 Q3	16,9	40,1	15,1	20,5	74,6	7,3	-10,2	-1,3	-0,4	23,0	47,9
Q4 <sup>(p)</sup>	9,8	-16,2	-32,3	-0,4	-107,5	9,9	25,4	-51,6	-3,5	8,4	35,7
2011 Sept.	6,9	-12,3	11,7	5,0	11,2	3,2	-5,0	0,9	-0,5	16,1	-2,0
Okt.	11,0	-21,4	-12,7	5,1	-21,7	-9,4	1,5	-20,1	-0,7	39,9	3,7
Nov.	4,0	10,8	-20,2	7,7	-22,8	6,4	1,6	-3,1	-2,1	-21,0	12,1
Dez. <sup>(p)</sup>	-5,1	-5,6	0,6	-13,1	-63,0	12,9	22,3	-28,3	-0,7	-10,6	19,9
<b>Wachstumsraten</b>											
2010	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-14,4	2,3	-10,7	4,7	5,3
2011 <sup>(p)</sup>	6,1	0,6	2,1	2,0	-3,3	-4,3	26,8	0,7	-2,1	2,2	6,9
2011 Q3	5,3	1,4	3,2	3,0	31,1	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
Q4 <sup>(p)</sup>	6,1	0,6	2,1	2,0	-3,3	-4,3	26,8	0,7	-2,1	2,2	6,9
2011 Sept.	5,3	1,4	3,2	3,0	31,1	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
Okt.	6,5	0,7	1,9	2,6	34,8	-8,9	8,3	2,5	-1,1	4,5	6,7
Nov.	6,5	1,2	1,6	2,6	12,4	-8,9	13,3	2,0	-2,0	2,8	6,2
Dez. <sup>(p)</sup>	6,1	0,6	2,1	2,0	-3,3	-4,3	26,8	0,7	-2,1	2,2	6,9

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

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)

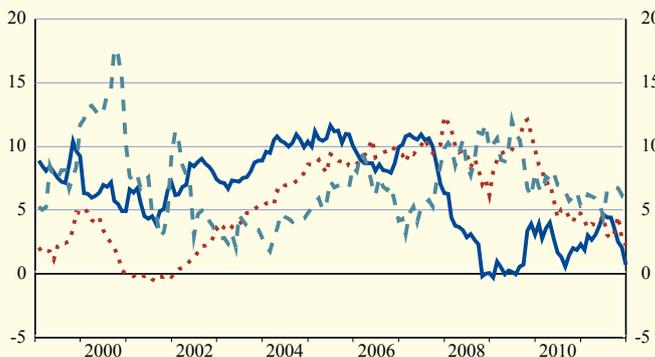
- Bargeldumlauf
- ..... Täglich fällige Einlagen
- - - Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten



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

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)

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



Quelle: EZB.

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

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

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

### 1. Kredite an Finanzintermediäre, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

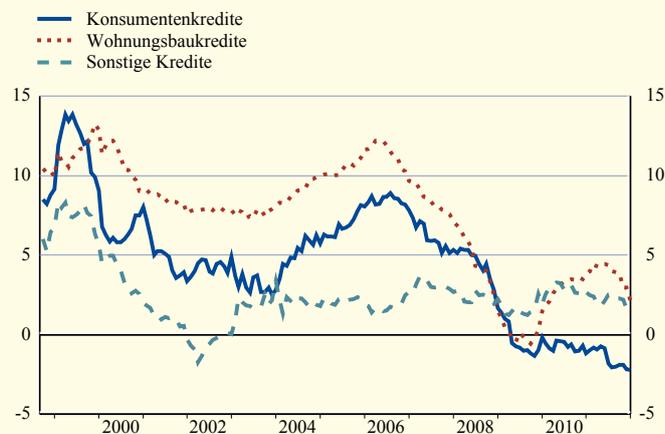
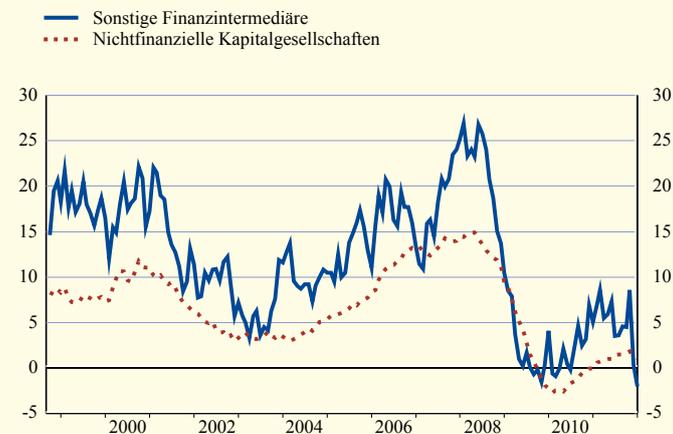
	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen		Sonstige Finanzintermediäre		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			Private Haushalte <sup>3)</sup>				
	Insgesamt	Insgesamt	Insgesamt	Kredite bereinigt um Absatz und Verbriefungen <sup>4)</sup>	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Kredite bereinigt um Absatz und Verbriefungen <sup>4)</sup>	Konsumentenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
<b>Bestände</b>												
2010	95,0	1 126,4	4 667,2	-	1 127,3	899,0	2 640,9	5 159,3	-	639,3	3 701,3	818,7
2011 <sup>(p)</sup>	92,1	1 137,4	4 721,1	-	1 151,4	857,4	2 712,2	5 235,2	-	611,5	3 778,0	845,8
2011 Q3	97,0	1 140,7	4 761,0	-	1 178,0	870,3	2 712,6	5 269,0	-	627,6	3 805,8	835,6
2011 Q4 <sup>(p)</sup>	92,1	1 137,4	4 721,1	-	1 151,4	857,4	2 712,2	5 235,2	-	611,5	3 778,0	845,8
2011 Sept.	97,0	1 140,7	4 761,0	-	1 178,0	870,3	2 712,6	5 269,0	-	627,6	3 805,8	835,6
2011 Okt.	93,7	1 176,6	4 760,6	-	1 180,7	868,0	2 711,9	5 230,4	-	626,7	3 768,1	835,5
2011 Nov.	93,2	1 163,1	4 758,2	-	1 177,4	864,4	2 716,3	5 240,0	-	626,1	3 777,9	836,0
2011 Dez. <sup>(p)</sup>	92,1	1 137,4	4 721,1	-	1 151,4	857,4	2 712,2	5 235,2	-	611,5	3 778,0	845,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2010	7,0	55,7	-2,1	45,7	-37,5	-26,2	61,6	147,1	155,7	-7,6	133,7	21,0
2011 <sup>(p)</sup>	1,0	-22,4	52,0	56,8	28,4	-31,6	55,1	76,9	96,1	-14,2	79,5	11,5
2011 Q3	8,5	18,8	24,2	25,0	-0,7	1,4	23,4	5,7	17,1	-3,1	7,4	1,5
2011 Q4 <sup>(p)</sup>	-5,0	-6,2	-36,7	-35,1	-21,7	-12,8	-2,1	-19,1	14,0	-2,7	-16,1	-0,3
2011 Sept.	-2,0	-11,8	18,5	18,5	6,9	2,2	9,5	6,3	5,1	-0,7	7,2	-0,1
2011 Okt.	-3,2	38,0	7,0	8,6	4,6	-0,3	2,7	-17,8	9,7	-0,9	-17,7	0,9
2011 Nov.	-0,6	-16,8	-6,8	-6,3	-5,0	-4,0	2,3	8,8	12,0	-0,5	8,7	0,6
2011 Dez. <sup>(p)</sup>	-1,2	-27,5	-36,9	-37,4	-21,3	-8,5	-7,1	-10,1	-7,7	-1,3	-7,0	-1,8
<b>Wachstumsraten</b>												
2010	8,0	5,1	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,2	3,8	2,7
2011 <sup>(p)</sup>	1,3	-2,0	1,1	1,2	2,5	-3,6	2,1	1,5	1,9	-2,2	2,1	1,4
2011 Q3	9,8	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3
2011 Q4 <sup>(p)</sup>	1,3	-2,0	1,1	1,2	2,5	-3,6	2,1	1,5	1,9	-2,2	2,1	1,4
2011 Sept.	9,8	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3
2011 Okt.	5,7	8,5	1,8	2,2	4,6	-3,2	2,4	2,2	2,5	-1,9	3,0	2,2
2011 Nov.	1,4	0,5	1,6	1,9	3,9	-3,2	2,2	2,1	2,3	-2,2	3,0	1,6
2011 Dez. <sup>(p)</sup>	1,3	-2,0	1,1	1,2	2,5	-3,6	2,1	1,5	1,9	-2,2	2,1	1,4

### A5 Kredite an sonstige Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt)

### A6 Kredite an private Haushalte<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

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

### 2. Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen				Sonstige Finanzintermediäre					Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Reverse-Repo-Geschäfte mit zentralen Kontrahenten	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Bestände</b>													
2011 <sup>(p)</sup>	83,8	64,0	6,2	13,6	1 114,7	155,6	580,1	212,9	321,8	4 720,2	1 144,0	857,0	2 719,2
2011 Q3	98,3	78,8	5,2	14,2	1 168,0	178,1	631,3	207,4	329,3	4 754,9	1 176,5	870,6	2 707,7
2011 Q4 <sup>(p)</sup>	83,8	64,0	6,2	13,6	1 114,7	155,6	580,1	212,9	321,8	4 720,2	1 144,0	857,0	2 719,2
2011 Okt.	95,2	76,1	5,3	13,8	1 187,1	212,2	648,4	206,4	332,3	4 750,8	1 174,3	868,3	2 708,2
Nov.	93,6	74,5	5,4	13,8	1 161,9	186,8	613,2	214,9	333,7	4 759,4	1 179,1	864,0	2 716,3
2011 Dez. <sup>(p)</sup>	83,8	64,0	6,2	13,6	1 114,7	155,6	580,1	212,9	321,8	4 720,2	1 144,0	857,0	2 719,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2011 <sup>(p)</sup>	1,5	2,3	1,1	-1,8	-23,3	12,8	-29,6	-9,3	15,7	51,0	27,6	-31,6	55,0
2011 Q3	7,6	7,5	0,0	0,0	31,1	25,1	26,7	1,0	3,3	10,0	-11,4	0,4	21,0
2011 Q4 <sup>(p)</sup>	-14,6	-14,9	1,0	-0,7	-56,2	-22,5	-65,6	5,4	4,0	-31,5	-27,7	-13,6	9,8
2011 Okt.	-3,0	-2,7	0,1	-0,4	21,2	34,1	18,8	-0,4	2,8	3,3	-0,2	-0,4	3,8
Nov.	-1,7	-1,7	0,1	-0,1	-28,4	-25,4	-37,0	8,0	0,5	4,3	3,1	-4,8	5,9
2011 Dez. <sup>(p)</sup>	-9,9	-10,5	0,8	-0,2	-48,9	-31,2	-47,4	-2,2	0,7	-39,0	-30,5	-8,5	0,0
<b>Wachstumsraten</b>													
2011 <sup>(p)</sup>	1,6	3,1	20,6	-12,4	-2,0	8,9	-4,9	-4,4	5,0	1,1	2,5	-3,6	2,1
2011 Q3	9,9	15,2	-7,0	-8,1	4,5	20,1	6,4	-4,5	7,1	1,6	4,1	-3,7	2,3
2011 Q4 <sup>(p)</sup>	1,6	3,1	20,6	-12,4	-2,0	8,9	-4,9	-4,4	5,0	1,1	2,5	-3,6	2,1
2011 Okt.	5,7	11,1	-5,1	-14,2	8,6	58,5	14,3	-4,4	7,0	1,8	4,6	-3,2	2,4
Nov.	1,2	4,6	-6,8	-11,4	0,4	8,9	-1,5	-1,4	5,5	1,6	3,9	-3,2	2,2
2011 Dez. <sup>(p)</sup>	1,6	3,1	20,6	-12,4	-2,0	8,9	-4,9	-4,4	5,0	1,1	2,5	-3,6	2,1

### 3. Kredite an private Haushalte<sup>3)</sup>

	Insgesamt	Konsumentenkredite				Wohnungsbaukredite				Sonstige Kredite				
		Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Einzelunternehmen	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Bestände</b>														
2011 <sup>(p)</sup>	5 244,5	613,8	125,4	183,8	304,6	3 784,1	14,5	56,8	3 712,9	846,6	420,7	158,3	87,6	600,7
2011 Q3	5 274,9	629,7	138,6	186,3	304,8	3 809,8	14,4	56,7	3 738,7	835,4	409,7	147,5	87,9	600,0
2011 Q4 <sup>(p)</sup>	5 244,5	613,8	125,4	183,8	304,6	3 784,1	14,5	56,8	3 712,9	846,6	420,7	158,3	87,6	600,7
2011 Okt.	5 233,4	629,2	138,8	185,1	305,2	3 771,0	14,4	56,5	3 700,1	833,3	408,2	145,8	87,4	600,0
Nov.	5 241,9	627,2	137,7	184,8	304,8	3 775,3	14,3	56,8	3 704,1	839,4	410,1	150,6	87,3	601,5
2011 Dez. <sup>(p)</sup>	5 244,5	613,8	125,4	183,8	304,6	3 784,1	14,5	56,8	3 712,9	846,6	420,7	158,3	87,6	600,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2011 <sup>(p)</sup>	77,5	-14,2	-6,2	-6,6	-1,4	80,1	-0,2	2,8	77,6	11,6	-3,3	-3,6	-2,3	17,4
2011 Q3	4,5	-4,6	-2,4	-0,8	-1,4	13,2	-0,2	1,3	12,1	-4,1	-1,3	-5,8	-0,8	2,6
2011 Q4 <sup>(p)</sup>	-15,6	-2,4	-0,2	-2,1	-0,1	-13,9	0,2	0,4	-14,5	0,7	-2,0	-2,2	0,0	2,9
2011 Okt.	-20,6	-0,6	0,0	-0,7	0,1	-18,9	-0,1	0,1	-19,0	-1,2	-1,4	-1,5	-0,3	0,6
Nov.	7,7	-1,7	-1,0	-0,3	-0,3	3,2	-0,1	0,3	2,9	6,3	1,7	4,7	-0,1	1,7
2011 Dez. <sup>(p)</sup>	-2,7	-0,2	0,8	-1,1	0,1	1,8	0,4	-0,1	1,5	-4,4	-2,3	-5,3	0,4	0,6
<b>Wachstumsraten</b>														
2011 <sup>(p)</sup>	1,5	-2,2	-4,2	-3,5	-0,5	2,2	-1,7	5,1	2,1	1,4	-0,8	-2,4	-2,7	3,0
2011 Q3	2,9	-1,9	-2,0	-3,6	-0,8	3,9	-3,0	0,6	3,9	2,3	0,0	-0,1	-3,7	3,8
2011 Q4 <sup>(p)</sup>	1,5	-2,2	-4,2	-3,5	-0,5	2,2	-1,7	5,1	2,1	1,4	-0,8	-2,4	-2,7	3,0
2011 Okt.	2,2	-1,9	-1,9	-3,8	-0,7	3,0	-2,9	0,4	3,0	2,2	0,1	0,7	-3,2	3,4
Nov.	2,1	-2,2	-3,4	-3,7	-0,7	3,0	-4,1	0,4	3,0	1,6	-0,6	-1,3	-3,4	3,1
2011 Dez. <sup>(p)</sup>	1,5	-2,2	-4,2	-3,5	-0,5	2,2	-1,7	5,1	2,1	1,4	-0,8	-2,4	-2,7	3,0

Quelle: EZB.

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

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

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

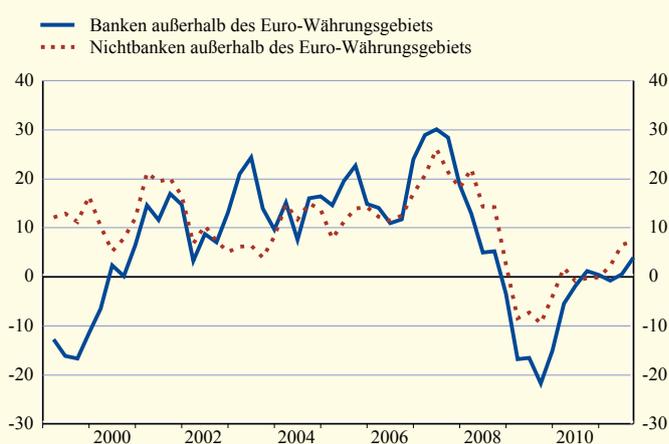
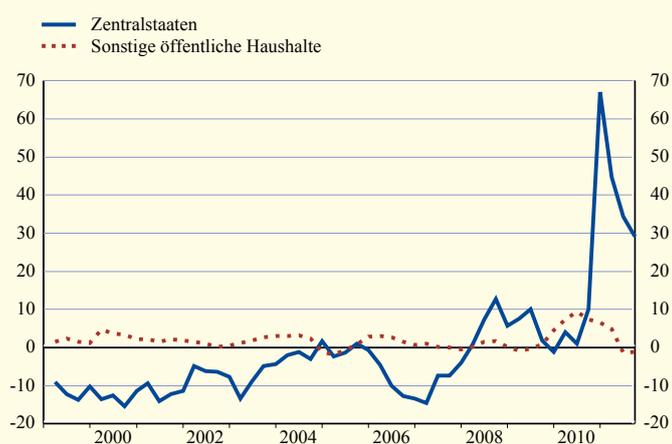
	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken <sup>3)</sup>	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
2009	1 001,7	229,3	209,8	528,8	33,8	2 821,7	1 914,9	906,8	46,2	860,7
2010	1 221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2 963,0	2 010,9	952,1	49,5	902,6
2010 Q4	1 221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2 963,0	2 010,9	952,1	49,5	902,6
2011 Q1	1 188,8	359,4	229,6	557,8	41,9	2 934,4	1 957,5	976,9	54,5	922,4
Q2	1 152,7	346,4	223,4	555,9	27,0	3 006,5	2 012,0	994,5	60,1	934,4
Q3 <sup>3)</sup>	1 145,8	343,5	224,0	553,7	24,7	3 155,0	2 132,4	1 022,7	62,7	960,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2009	30,5	-2,7	0,1	21,6	11,5	-384,4	-345,9	-38,2	-1,4	-36,9
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,0	8,0	-2,3	0,6	-3,0
2010 Q4	138,6	126,6	1,6	8,8	1,5	-16,9	-2,4	-14,5	-2,0	-12,5
2011 Q1	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	56,1	0,0	56,0	6,9	49,0
Q2	-36,5	-13,0	-6,5	-2,1	-14,9	44,4	21,8	22,6	6,1	16,6
Q3 <sup>3)</sup>	-7,1	-3,3	0,6	-2,1	-2,4	65,5	59,0	6,4	1,4	5,0
<b>Wachstumsraten</b>										
2009	3,1	-1,2	0,1	4,2	51,9	-11,7	-15,1	-4,0	-2,9	-4,1
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2010 Q4	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011 Q1	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,5	-0,7	2,3	16,2	1,5
Q2	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,6	2,6	0,5	6,6	30,3	5,3
Q3 <sup>3)</sup>	6,2	29,1	0,0	1,8	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4

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

(Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt)

### A8 Kredite an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

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

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

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

## 2.5 Einlagen bei MFIs: Aufschlüsselung<sup>1), 2)</sup>

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

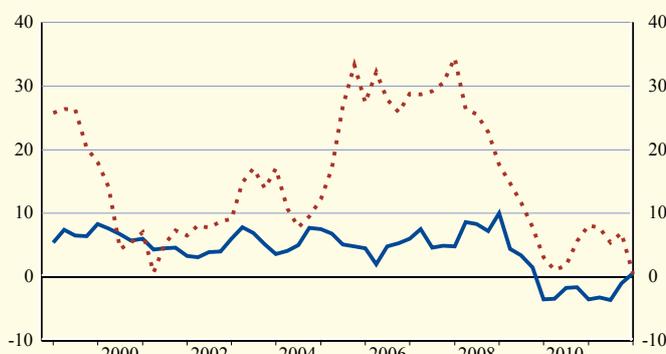
### 1. Einlagen von Finanzintermediären

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen							Sonstige Finanzintermediäre							
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Mit zentralen Kontra-henten
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Bestände</b>															
2010	716,9	84,6	79,3	528,3	2,6	0,3	21,9	2 168,3	358,5	305,7	1 132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011 <sup>(p)</sup>	709,0	92,4	80,1	512,6	4,0	0,2	19,6	2 214,3	389,7	286,6	1 186,9	14,8	0,5	335,8	258,5
2011 Q3	718,0	88,4	85,0	520,2	3,6	0,2	20,6	2 313,1	382,6	308,8	1 167,4	11,4	0,5	442,4	338,7
2011 Q4 <sup>(p)</sup>	709,0	92,4	80,1	512,6	4,0	0,2	19,6	2 214,3	389,7	286,6	1 186,9	14,8	0,5	335,8	258,5
2011 Sept.	718,0	88,4	85,0	520,2	3,6	0,2	20,6	2 313,1	382,6	308,8	1 167,4	11,4	0,5	442,4	338,7
2011 Okt.	721,5	93,2	85,2	520,3	3,8	0,2	18,7	2 298,5	382,0	295,5	1 187,9	10,9	0,4	421,7	325,4
2011 Nov.	709,3	88,3	79,8	518,0	4,0	0,2	19,0	2 279,7	396,1	288,7	1 181,6	19,1	0,4	393,7	303,9
2011 Dez. <sup>(p)</sup>	709,0	92,4	80,1	512,6	4,0	0,2	19,6	2 214,3	389,7	286,6	1 186,9	14,8	0,5	335,8	258,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>															
2010	-26,5	-3,3	-8,4	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,9	45,1	-37,6	52,8	-8,0	0,4	104,2	-
2011 <sup>(p)</sup>	4,1	11,9	4,4	-13,9	1,3	-0,1	0,5	10,8	29,2	-26,7	8,9	4,0	0,1	-4,7	4,1
2011 Q3	13,9	3,3	12,8	-3,9	0,4	0,0	1,3	89,9	10,3	8,6	7,3	-1,1	0,2	64,7	48,6
2011 Q4 <sup>(p)</sup>	-6,3	3,8	-5,0	-6,2	0,3	0,0	0,8	-108,9	4,9	-22,3	11,5	3,4	0,1	-106,6	-80,3
2011 Sept.	0,4	0,9	3,3	-3,2	0,0	0,0	-0,5	48,9	10,1	-0,4	12,0	-0,4	0,0	27,6	24,3
2011 Okt.	5,7	5,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,2	-10,2	0,7	-11,4	21,4	-0,5	0,0	-20,4	-13,2
2011 Nov.	-12,8	-5,1	-5,5	-2,3	0,2	0,0	-0,1	-24,3	12,6	-8,2	-8,7	8,2	0,0	-28,2	-21,7
2011 Dez. <sup>(p)</sup>	0,8	3,9	0,2	-4,0	0,0	0,0	0,7	-74,4	-8,4	-2,7	-1,2	-4,3	0,1	-57,9	-45,5
<b>Wachstumsraten</b>															
2010	-3,6	-3,4	-9,6	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,4	-11,1	4,9	-48,5	-	41,1	-
2011 <sup>(p)</sup>	0,6	14,5	5,8	-2,6	50,8	-	3,5	0,5	8,1	-8,5	0,7	37,0	-	-1,6	1,5
2011 Q3	-1,0	4,3	-0,6	-2,3	28,7	-	8,1	6,9	1,5	-0,2	2,6	2,8	-	33,8	47,4
2011 Q4 <sup>(p)</sup>	0,6	14,5	5,8	-2,6	50,8	-	3,5	0,5	8,1	-8,5	0,7	37,0	-	-1,6	1,5
2011 Sept.	-1,0	4,3	-0,6	-2,3	28,7	-	8,1	6,9	1,5	-0,2	2,6	2,8	-	33,8	47,4
2011 Okt.	0,5	10,2	3,7	-1,7	37,2	-	2,1	7,7	3,3	-8,8	5,3	-3,0	-	39,3	58,9
2011 Nov.	0,1	4,3	4,9	-1,7	45,1	-	9,4	2,4	3,9	-10,8	1,7	79,5	-	13,0	17,2
2011 Dez. <sup>(p)</sup>	0,6	14,5	5,8	-2,6	50,8	-	3,5	0,5	8,1	-8,5	0,7	37,0	-	-1,6	1,5

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

(Jahreswachstumsraten)

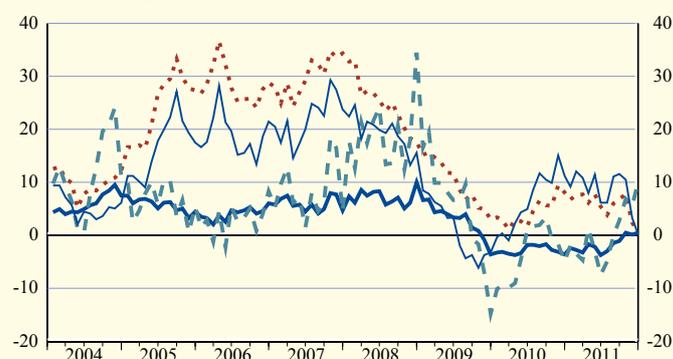
- Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (insgesamt)
- Sonstige Finanzintermediäre (insgesamt)



### A10 Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

- Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (insgesamt)
- Sonstige Finanzintermediäre (insgesamt)
- - - Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (in M3 enthalten)<sup>3)</sup>
- Sonstige Finanzintermediäre (in M3 enthalten)<sup>4)</sup>



Quelle: EZB.

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

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

3) Umfasst die in Spalte 2, 3, 5 und 7 enthaltenen Einlagen.

4) Umfasst die in Spalte 9, 10, 12 und 14 enthaltenen Einlagen.

## 2.5 Einlagen bei MFIs: Aufschlüsselung<sup>1), 2)</sup>

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

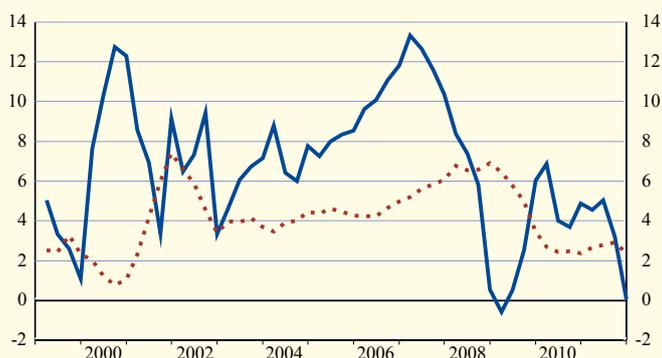
### 2. Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und privater Haushalte

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften							Private Haushalte <sup>3)</sup>						
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte
			Bis zu 2 Jahre	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahre	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Bestände</b>														
2010	1 670,7	1 036,4	455,5	87,2	75,8	1,5	14,2	5 739,1	2 244,5	901,0	665,0	1 788,5	110,3	29,8
2011 <sup>(p)</sup>	1 686,6	1 045,5	453,3	97,7	71,8	2,0	16,3	5 895,1	2 255,7	949,0	724,7	1 836,6	106,7	22,6
2011 Q3	1 663,6	999,2	471,0	96,7	76,5	1,7	18,5	5 835,4	2 240,9	921,9	709,8	1 820,1	109,0	33,9
Q4 <sup>(p)</sup>	1 686,6	1 045,5	453,3	97,7	71,8	2,0	16,3	5 895,1	2 255,7	949,0	724,7	1 836,6	106,7	22,6
2011 Sept.	1 663,6	999,2	471,0	96,7	76,5	1,7	18,5	5 835,4	2 240,9	921,9	709,8	1 820,1	109,0	33,9
Okt.	1 663,8	998,3	472,1	97,3	74,5	2,0	19,6	5 833,7	2 234,6	925,7	712,0	1 820,2	108,8	32,3
Nov.	1 653,8	1 001,4	460,8	97,6	72,4	1,9	19,6	5 825,0	2 223,2	935,0	713,0	1 815,8	107,2	30,8
Dez. <sup>(p)</sup>	1 686,6	1 045,5	453,3	97,7	71,8	2,0	16,3	5 895,1	2 255,7	949,0	724,7	1 836,6	106,7	22,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2010	78,1	40,3	23,2	9,0	7,8	-0,2	-2,1	132,9	81,7	-98,9	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011 <sup>(p)</sup>	1,0	1,5	-2,6	8,8	-6,6	0,5	-0,5	135,9	7,0	43,3	51,4	43,9	-2,6	-7,2
2011 Q3	2,9	-17,3	17,1	1,8	-0,9	-0,4	2,6	4,6	-18,9	15,6	3,7	4,2	-0,4	0,4
Q4 <sup>(p)</sup>	20,3	44,4	-17,1	0,8	-5,8	0,3	-2,4	58,2	14,1	26,7	14,6	15,4	-1,3	-11,3
2011 Sept.	6,9	0,6	6,8	1,5	-0,9	-0,1	-1,0	2,8	3,3	2,2	2,8	-3,8	-0,4	-1,2
Okt.	2,8	0,6	2,0	0,7	-1,9	0,3	1,1	-0,6	-5,7	4,4	2,2	0,2	-0,1	-1,6
Nov.	-12,8	0,8	-11,9	0,1	-1,7	-0,1	0,0	-10,1	-12,1	8,9	0,8	-5,5	-0,7	-1,5
Dez. <sup>(p)</sup>	30,3	43,0	-7,2	0,1	-2,1	0,0	-3,5	68,9	31,9	13,3	11,7	20,7	-0,5	-8,2
<b>Wachstumsraten</b>														
2010	4,9	4,1	5,3	11,2	11,4	-10,1	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011 <sup>(p)</sup>	0,1	0,1	-0,6	9,9	-8,5	29,3	-5,1	2,4	0,3	4,8	7,7	2,5	-2,4	-24,1
2011 Q3	3,2	0,3	8,3	12,0	-2,5	-19,9	31,2	2,9	1,5	2,4	7,5	3,4	-1,7	8,0
Q4 <sup>(p)</sup>	0,1	0,1	-0,6	9,9	-8,5	29,3	-5,1	2,4	0,3	4,8	7,7	2,5	-2,4	-24,1
2011 Sept.	3,2	0,3	8,3	12,0	-2,5	-19,9	31,2	2,9	1,5	2,4	7,5	3,4	-1,7	8,0
Okt.	2,6	0,5	5,2	12,7	-4,4	-3,4	44,7	2,5	0,6	2,8	7,4	3,2	-0,6	4,8
Nov.	1,2	0,0	3,2	11,8	-9,6	-2,8	17,2	2,6	0,8	3,9	7,3	2,7	-1,7	3,3
Dez. <sup>(p)</sup>	0,1	0,1	-0,6	9,9	-8,5	29,3	-5,1	2,4	0,3	4,8	7,7	2,5	-2,4	-24,1

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

(Jahreswachstumsraten)

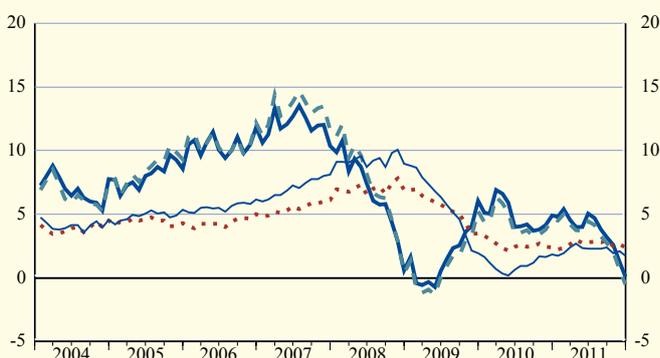
- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (insgesamt)
- Private Haushalte (insgesamt)



### A12 Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (insgesamt)
- Private Haushalte (insgesamt)
- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (in M3 enthalten)<sup>4)</sup>
- Private Haushalte (in M3 enthalten)<sup>5)</sup>



Quelle: EZB.

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

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

3) Hierzu gehören auch private Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Umfasst die in Spalte 2, 3, 5 und 7 enthaltenen Einlagen.

5) Umfasst die in Spalte 9, 10, 12 und 14 enthaltenen Einlagen.

## 2.5 Einlagen bei MFIs: Aufschlüsselung<sup>1), 2)</sup>

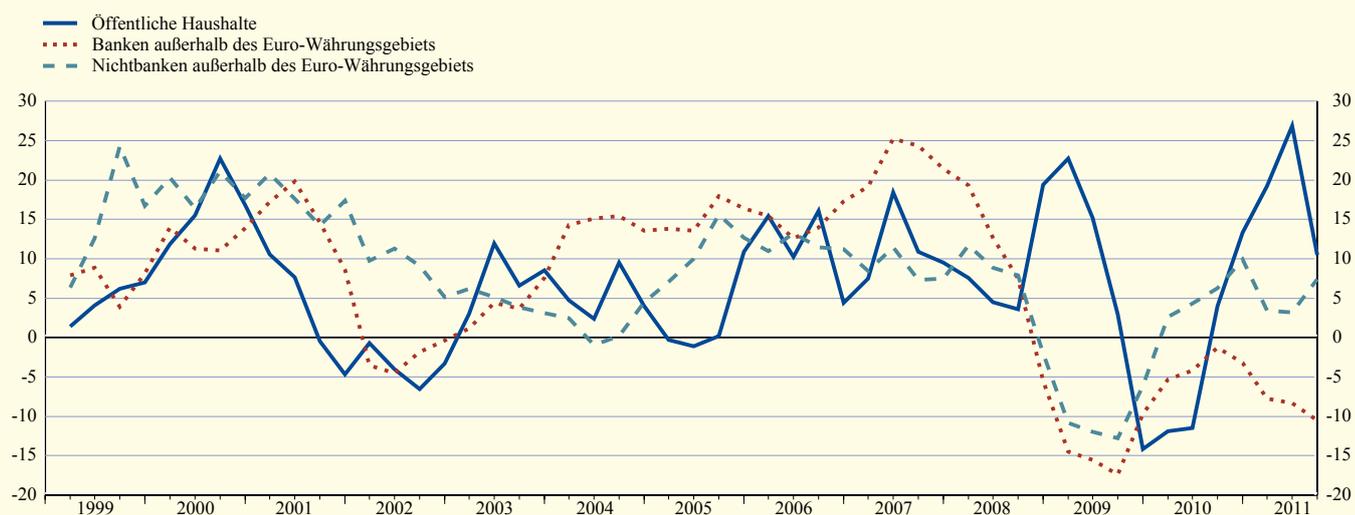
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

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

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken <sup>3)</sup>	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2009	374,9	146,0	43,4	114,3	71,2	3 369,4	2 532,8	836,7	56,7	780,0
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3 488,8	2 492,0	996,9	45,9	950,9
2010 Q4	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3 488,8	2 492,0	996,9	45,9	950,9
2011 Q1	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3 314,1	2 346,8	967,4	41,4	926,0
Q2	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3 280,6	2 295,8	984,8	47,7	937,1
Q3 <sup>(p)</sup>	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3 346,4	2 298,8	1 047,6	50,0	997,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2009	-62,8	-36,2	-8,7	-2,5	-15,0	-329,9	-274,8	-55,0	-4,5	-50,5
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,2	-84,4	84,6	7,5	77,1
2010 Q4	5,4	19,3	-11,0	-2,3	-0,5	-102,8	-108,3	5,5	-2,7	8,2
2011 Q1	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-77,2	-71,7	-5,6	-3,6	-1,9
Q2	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,8	-41,6	21,8	6,4	15,4
Q3 <sup>(p)</sup>	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	0,4	-49,4	49,7	1,4	48,4
<b>Wachstumsraten</b>										
2009	-14,1	-18,9	-16,7	-2,1	-17,4	-8,7	-9,7	-6,2	-6,9	-6,1
2010	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,3	9,9	12,7	9,6
2010 Q4	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,3	9,9	12,7	9,6
2011 Q1	19,2	41,4	4,0	-1,3	9,2	-4,7	-7,8	3,4	-10,5	4,2
Q2	26,8	61,3	1,2	-2,5	14,0	-5,1	-8,3	3,2	5,0	3,1
Q3 <sup>(p)</sup>	10,5	21,6	-7,8	-1,8	17,0	-5,5	-10,5	7,4	3,3	7,6

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

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

- 1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.
- 2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 3) Der Begriff „Banken“ bezeichnet in dieser Tabelle MFI-ähnliche Institute, die außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässig sind.

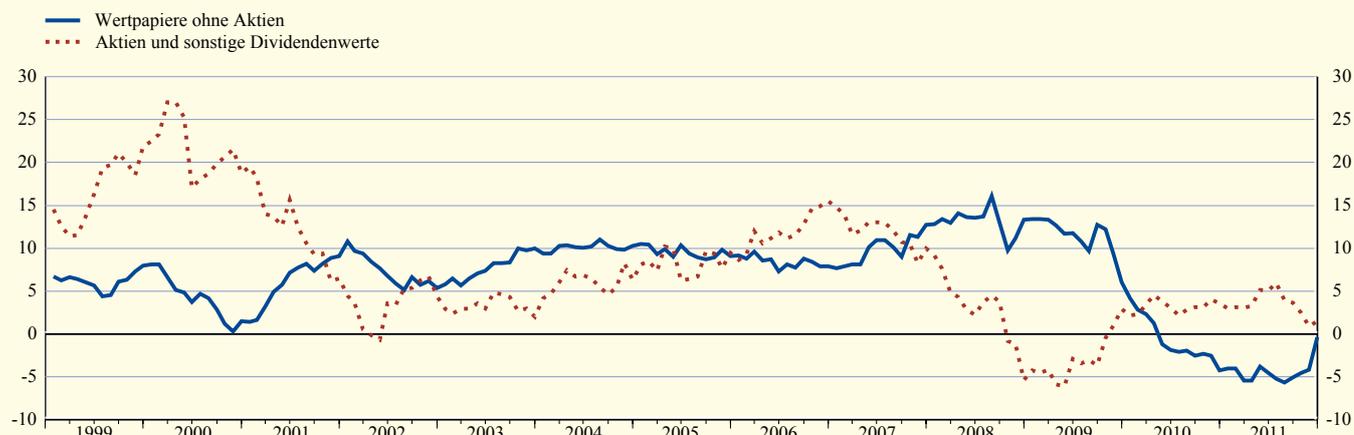
## 2.6 Wertpapierbestände der MFIs: Aufschlüsselung<sup>1), 2)</sup>

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

	Wertpapiere ohne Aktien							Aktien und sonstige Dividendenwerte				
	Insgesamt	MFIs		Öffentliche Haushalte		Sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet		Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Insgesamt	MFIs	Nicht-MFIs	Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets
		Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2010	5 993,1	1 778,4	107,4	1 507,8	16,4	1 500,8	27,8	1 054,5	1 535,9	445,3	787,8	302,8
2011 <sup>(p)</sup>	5 692,6	1 760,3	87,7	1 374,8	22,9	1 486,2	28,4	932,2	1 509,1	486,2	727,4	295,4
2011 Q3	5 635,8	1 706,9	92,8	1 393,8	22,3	1 433,7	25,0	961,2	1 530,5	489,3	740,6	300,5
Q4 <sup>(p)</sup>	5 692,6	1 760,3	87,7	1 374,8	22,9	1 486,2	28,4	932,2	1 509,1	486,2	727,4	295,4
2011 Sept.	5 635,8	1 706,9	92,8	1 393,8	22,3	1 433,7	25,0	961,2	1 530,5	489,3	740,6	300,5
Okt.	5 654,0	1 709,9	93,0	1 371,7	21,9	1 493,9	24,9	938,8	1 522,8	487,3	739,2	296,3
Nov.	5 653,3	1 707,9	97,4	1 360,6	21,9	1 497,5	26,7	941,4	1 521,7	486,4	741,2	294,1
Dez. <sup>(p)</sup>	5 692,6	1 760,3	87,7	1 374,8	22,9	1 486,2	28,4	932,2	1 509,1	486,2	727,4	295,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2010	-268,6	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,2	-14,8	-130,8	54,4	28,2	5,2	20,9
2011 <sup>(p)</sup>	-23,6	43,2	8,1	6,4	5,5	-24,3	0,4	-63,0	22,5	61,2	-33,0	-5,7
2011 Q3	-48,0	37,0	0,3	-43,4	0,3	-6,7	-0,7	-34,9	-13,6	17,2	-23,2	-7,6
Q4 <sup>(p)</sup>	80,1	63,8	0,6	-4,3	-0,2	33,2	2,4	-15,5	-9,9	6,3	-13,2	-2,9
2011 Sept.	-0,3	17,0	4,2	-10,8	-2,5	-5,5	-3,3	0,7	-2,4	8,8	-12,0	0,8
Okt.	22,4	2,4	2,3	-14,0	0,2	40,4	0,6	-9,5	-10,7	-2,2	-4,8	-3,7
Nov.	-0,9	4,2	1,9	4,6	-0,8	3,3	1,0	-14,9	4,4	0,4	4,8	-0,7
Dez. <sup>(p)</sup>	58,5	57,3	-3,6	5,1	0,4	-10,5	0,8	8,9	-3,6	8,1	-13,2	1,6
<b>Wachstumsraten</b>												
2010	-4,3	-8,5	-5,5	2,9	-11,1	0,7	-35,4	-11,1	3,6	6,5	0,6	7,5
2011 <sup>(p)</sup>	-0,4	2,5	8,0	0,4	33,7	-1,6	1,0	-6,4	1,5	14,0	-4,3	-1,9
2011 Q3	-5,1	-4,9	8,0	-1,0	24,8	-4,3	-16,9	-13,0	3,6	13,4	-1,0	1,0
Q4 <sup>(p)</sup>	-0,4	2,5	8,0	0,4	33,7	-1,6	1,0	-6,4	1,5	14,0	-4,3	-1,9
2011 Sept.	-5,1	-4,9	8,0	-1,0	24,8	-4,3	-16,9	-13,0	3,6	13,4	-1,0	1,0
Okt.	-4,5	-2,3	6,8	-8,2	49,7	-0,1	-6,3	-10,6	2,4	12,6	-2,3	-0,4
Nov.	-4,2	-3,0	6,6	-5,2	28,8	-2,2	0,9	-9,3	0,9	11,8	-3,8	-2,8
Dez. <sup>(p)</sup>	-0,4	2,5	8,0	0,4	33,7	-1,6	1,0	-6,4	1,5	14,0	-4,3	-1,9

## A14 Wertpapierbestände der MFIs<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

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

**2.7 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen<sup>1), 2)</sup>**  
(in % der Gesamtsumme; Bestände in Mrd €; Stand am Ende des Berichtszeitraums)

**1. Kredite, Bestände an Wertpapieren ohne Aktien und Einlagen**

	MFIs <sup>3)</sup>							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen (Bestände)	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen				Alle Währungen (Bestände)	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen					
			Insgesamt						Insgesamt					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kredite</b>														
<i>An Ansässige im Euro-Währungsgebiet</i>														
2009	5 916,1	-	-	-	-	-	11 785,6	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010	5 515,2	-	-	-	-	-	12 247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2011 Q2	5 502,4	-	-	-	-	-	12 376,6	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,4	
Q3 <sup>(p)</sup>	6 003,8	-	-	-	-	-	12 441,9	96,1	3,9	1,9	0,3	1,1	0,4	
<i>An Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</i>														
2009	1 914,9	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	906,8	40,0	60,0	42,1	1,2	3,7	8,0	
2010	2 010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7	
2011 Q2	2 012,0	45,4	54,6	31,8	2,7	3,2	994,5	41,4	58,6	39,8	1,4	3,6	6,8	
Q3 <sup>(p)</sup>	2 132,4	44,2	55,8	34,7	2,8	3,3	1 022,7	40,0	60,0	41,3	2,2	3,3	7,0	
<b>Bestände an Wertpapieren ohne Aktien</b>														
<i>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben</i>														
2009	2 079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2 980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010	1 885,8	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3 052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011 Q2	1 760,3	94,8	5,2	2,9	0,2	0,3	1,4	2 929,9	98,5	1,5	0,8	0,1	0,1	0,4
Q3 <sup>(p)</sup>	1 799,7	94,8	5,2	2,6	0,1	0,3	1,8	2 874,8	98,4	1,6	0,9	0,2	0,1	0,4
<i>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben</i>														
2009	552,1	55,3	44,7	27,1	0,4	0,5	14,6	595,6	35,3	64,7	37,9	4,3	0,9	15,3
2010	545,9	49,9	50,1	27,6	0,3	0,5	16,8	508,6	33,6	66,4	40,3	3,9	0,9	13,5
2011 Q2	493,0	53,1	46,9	24,9	0,3	0,6	15,7	480,2	33,9	66,1	38,6	5,3	0,8	12,4
Q3 <sup>(p)</sup>	478,6	54,7	45,3	21,8	0,3	0,4	17,1	482,9	32,6	67,4	39,2	6,0	0,8	12,5
<b>Einlagen</b>														
<i>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</i>														
2009	6 281,6	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10 187,4	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010	5 774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10 722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011 Q2	5 692,3	92,5	7,5	4,3	0,2	1,5	0,8	10 922,0	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
Q3 <sup>(p)</sup>	6 084,4	92,2	7,8	4,6	0,3	1,4	0,8	10 995,0	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
<i>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</i>														
2009	2 532,8	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,7	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010	2 492,0	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011 Q2	2 295,8	53,5	46,5	29,8	2,2	1,9	8,0	984,8	58,7	41,3	29,3	1,3	1,4	4,5
Q3 <sup>(p)</sup>	2 298,8	57,1	42,9	26,9	2,1	1,8	7,8	1 047,6	59,1	40,9	28,6	1,5	1,7	4,6

**2. Schuldverschreibungen der MFIs im Euro-Währungsgebiet**

	Alle Währungen (Bestände)	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen				
			Insgesamt				
			USD	JPY	CHF	GBP	
	1	2	3	4	5	6	7
2009	5 168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010	5 082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011 Q2	5 155,8	81,9	18,1	9,6	1,6	2,2	2,4
Q3 <sup>(p)</sup>	5 180,3	81,8	18,2	9,7	1,7	2,1	2,5

Quelle: EZB.

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

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

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

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

## 2.8 Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>

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

### 1. Aktiva

	Insgesamt	Einlagen und Kreditforderungen	Wertpapiere außer Aktien	Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen (ohne Investmentfonds-/Geldmarktfondsanteile)	Investmentfonds-/Geldmarktfondsanteile	Nichtfinanzielle Vermögenswerte	Sonstige Aktiva (einschließlich Finanzderivaten)
	1	2	3	4	5	6	7
Bestände							
2011 Mai	6 431,0	392,2	2 399,8	1 992,2	897,8	224,9	524,0
Juni	6 352,7	390,6	2 386,8	1 958,6	886,8	224,9	505,0
Juli	6 435,7	394,8	2 420,4	1 943,8	891,5	226,5	558,6
Aug.	6 192,9	411,8	2 382,8	1 736,5	840,2	227,9	593,8
Sept.	6 072,2	420,9	2 383,0	1 632,5	829,9	229,5	576,4
Okt.	6 191,2	423,1	2 370,3	1 734,3	842,8	227,5	593,1
Nov. <sup>(p)</sup>	6 117,4	421,8	2 344,0	1 701,6	826,4	227,5	596,2
Transaktionsbedingte Veränderungen							
2011 Q1	110,1	19,2	25,2	14,9	8,4	2,4	40,0
Q2	68,9	5,6	38,2	25,9	12,3	5,8	-18,9
Q3	-6,3	29,1	-21,3	-42,0	-16,8	2,8	41,9

### 2. Passiva

	Insgesamt	Entgegen-genommene Kredite und Einlagen	Emittierte Investmentfondsanteile			Sonstige Passiva (einschließlich Finanzderivaten)		
			Insgesamt	Gehalten von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	Gehalten von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets			
	1	2	3	Investmentfonds	4	5	6	7
Bestände								
2011 Mai	6 431,0	126,8	5 861,2	4 532,4	682,9	1 328,8	443,0	
Juni	6 352,7	121,0	5 790,3	4 466,8	672,6	1 323,5	441,4	
Juli	6 435,7	122,3	5 825,8	4 465,3	672,8	1 360,6	487,6	
Aug.	6 192,9	128,6	5 545,2	4 267,8	621,7	1 277,4	519,1	
Sept.	6 072,2	125,1	5 416,4	4 162,3	602,2	1 254,1	530,7	
Okt.	6 191,2	130,4	5 521,3	4 225,4	614,1	1 295,9	539,5	
Nov. <sup>(p)</sup>	6 117,4	135,7	5 437,4	4 147,0	597,4	1 290,5	544,3	
Transaktionsbedingte Veränderungen								
2011 Q1	110,1	12,0	55,4	27,1	4,1	28,3	42,8	
Q2	68,9	-2,9	79,0	25,8	9,6	53,3	-7,3	
Q3	-6,3	6,4	-45,2	-56,0	-32,9	10,8	32,5	

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

	Insgesamt	Fonds nach Anlageschwerpunkten					Fonds nach Art		Nachrichtlich: Geldmarktfonds	
		Rentenfonds	Aktienfonds	Gemischte Fonds	Immobilienfonds	Hedgefonds	Sonstige Fonds	Offene Fonds		Geschlossene Fonds
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2011 April	5 814,3	1 797,4	1 724,8	1 429,1	269,6	113,3	480,2	5 728,8	85,5	1 070,8
Mai	5 861,2	1 825,3	1 729,6	1 438,2	271,2	114,5	482,5	5 775,6	85,6	1 090,1
Juni	5 790,3	1 812,5	1 689,6	1 424,5	272,5	112,5	478,8	5 703,5	86,8	1 047,5
Juli	5 825,8	1 836,8	1 674,4	1 434,3	287,0	116,2	477,3	5 737,3	88,6	1 032,5
Aug.	5 545,2	1 807,2	1 495,2	1 381,7	286,2	114,1	460,8	5 456,9	88,4	1 060,3
Sept.	5 416,4	1 786,1	1 413,9	1 386,8	286,5	119,2	424,0	5 327,2	89,2	1 066,9
Okt.	5 521,3	1 787,3	1 500,2	1 405,8	288,2	115,8	423,9	5 439,2	82,1	1 049,5
Nov. <sup>(p)</sup>	5 437,4	1 756,2	1 470,6	1 383,8	287,3	119,0	420,6	5 354,6	82,8	1 083,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2011 Mai	27,8	9,8	9,7	5,9	-0,2	-1,0	3,6	28,1	-0,3	8,1
Juni	8,8	2,1	2,1	1,5	2,8	-0,3	0,6	6,8	2,0	-36,9
Juli	36,4	12,0	5,6	2,5	13,3	2,0	1,0	34,9	1,5	-20,0
Aug.	-49,0	-14,0	-22,8	-10,8	0,8	-0,2	-2,0	-49,0	0,0	32,8
Sept.	-32,6	-16,3	-11,1	-4,9	1,1	0,6	-2,0	-32,9	0,3	-12,3
Okt.	-25,6	-2,1	-6,7	-6,4	-0,2	-0,8	-9,5	-18,9	-6,7	-7,5
Nov. <sup>(p)</sup>	-22,4	-10,3	-7,5	-5,4	-0,4	0,0	1,2	-23,0	0,6	21,2

Quelle: EZB.

1) Ohne Geldmarktfonds (nachrichtlich in Tabelle 3, Spalte 10, in diesem Abschnitt ausgewiesen). Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

**2.9 Von Investmentfonds<sup>1)</sup> gehaltene Wertpapiere nach Wertpapieremittenten**  
(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

**1. Wertpapiere außer Aktien**

	Insgesamt		Euro-Währungsgebiet					Übrige Welt			
	Zusammen	MFIs	Öffentliche Haushalte	Sonstige Finanzintermediäre	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörende EU-Mitgliedstaaten	Vereinigte Staaten	Japan		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2010 Q4	2 369,5	1 432,6	375,5	692,0	193,9	6,2	165,0	936,8	247,0	365,8	16,1
2011 Q1	2 354,9	1 430,3	383,4	675,7	200,2	5,6	165,5	924,5	246,5	354,5	14,1
Q2	2 386,8	1 429,8	386,3	671,3	196,3	5,8	170,1	957,0	252,3	358,6	17,8
Q3 <sup>(p)</sup>	2 383,0	1 413,6	380,7	682,1	184,1	4,7	162,0	969,4	252,3	369,7	18,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2011 Q1	25,2	10,7	9,3	-8,3	7,9	-0,1	1,8	14,5	1,9	2,3	-1,0
Q2	38,2	-0,4	1,7	-3,5	-1,6	0,4	2,7	37,0	8,2	7,7	3,6
Q3 <sup>(p)</sup>	-21,3	-16,9	-5,8	1,3	-7,7	-0,3	-4,3	-4,5	6,0	-4,1	5,3

**2. Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen (ohne Investmentfonds- und Geldmarktfondsanteile)**

	Insgesamt		Euro-Währungsgebiet					Übrige Welt			
	Zusammen	MFIs	Öffentliche Haushalte	Sonstige Finanzintermediäre	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörende EU-Mitgliedstaaten	Vereinigte Staaten	Japan		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2010 Q4	1 987,7	751,1	77,8	-	39,5	25,2	608,7	1 236,5	171,4	355,8	83,8
2011 Q1	1 973,7	782,8	89,2	-	41,7	26,2	625,7	1 191,0	167,2	365,2	71,1
Q2	1 958,6	773,6	84,5	-	41,2	26,1	621,9	1 185,0	166,4	362,8	77,0
Q3 <sup>(p)</sup>	1 632,5	615,4	53,3	-	35,7	20,4	506,0	1 017,0	141,8	323,6	72,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2011 Q1	14,9	11,6	5,5	-	2,3	-0,9	4,7	3,3	-0,5	16,0	-3,9
Q2	25,9	-0,9	-0,6	-	1,3	0,3	-2,0	26,8	2,9	8,5	6,9
Q3 <sup>(p)</sup>	-42,0	-8,9	-4,9	-	-0,7	0,2	-3,5	-33,1	-5,1	-11,8	-3,2

**3. Investmentfonds-/Geldmarktfondsanteile**

	Insgesamt		Euro-Währungsgebiet					Übrige Welt			
	Zusammen	MFIs <sup>2)</sup>	Öffentliche Haushalte	Sonstige Finanzintermediäre <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörende EU-Mitgliedstaaten	Vereinigte Staaten	Japan		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2010 Q4	875,6	740,5	76,0	-	664,4	-	-	135,1	23,8	38,6	0,6
2011 Q1	882,9	746,3	78,0	-	668,3	-	-	136,6	22,6	41,7	0,5
Q2	886,8	752,0	79,4	-	672,6	-	-	134,8	22,1	42,8	0,5
Q3 <sup>(p)</sup>	829,9	697,5	95,3	-	602,2	-	-	132,4	20,1	42,6	0,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2011 Q1	8,4	6,1	2,1	-	4,1	-	-	2,3	-0,9	3,3	-0,1
Q2	12,3	10,8	1,2	-	9,6	-	-	1,5	0,3	1,3	0,0
Q3 <sup>(p)</sup>	-16,8	-16,2	16,7	-	-32,9	-	-	-0,6	-0,5	-0,3	0,0

Quelle: EZB.

1) Ohne Geldmarktfonds. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

2) Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfondsanteile) werden von sonstigen Finanzintermediären emittiert. Geldmarktfondsanteile werden von MFIs begeben.

## 2.10 Aggregierte Bilanz der finanziellen Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften(FMKGs) im Euro-Währungsgebiet (in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 1. Aktiva

	Insgesamt 1	Einlagen und Kreditforderungen 2	Verbriefte Buchkredite						Wertpapiere ohne Aktien 10	Sonstige verbrieft Aktiva 11	Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen 12	Sonstige Aktiva 13	
			Zusammen 3	Von Originatoren mit Sitz im Euro-Währungsgebiet				Von Originatoren außerhalb des Euro-Währungsgebiets 9					
				MFI's 4	Ohne Auswirkungen auf die MFI-Buchkreditbestände <sup>1)</sup> 5	Sonstige Finanzinstitute <sup>2)</sup> 6	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften 7						Öffentliche Haushalte 8
<b>Bestände</b>													
2010 Q2	2 285,9	363,2	1 437,5	1 131,2	570,6	140,6	25,0	6,4	134,2	278,8	101,3	41,1	64,0
Q3	2 284,9	350,2	1 467,1	1 173,3	582,4	133,7	24,8	6,4	128,8	260,4	100,3	41,4	65,6
Q4	2 350,1	373,6	1 521,9	1 237,6	606,4	124,9	22,9	6,0	130,4	251,8	92,5	41,9	68,5
2011 Q1	2 256,1	353,1	1 482,1	1 193,7	595,3	131,3	23,3	5,9	127,8	242,0	89,0	36,8	53,1
Q2	2 215,8	339,7	1 461,1	1 177,1	585,5	134,1	21,8	5,2	123,0	232,5	88,6	35,7	58,2
Q3	2 200,2	321,4	1 470,1	1 195,7	590,5	132,3	21,8	5,2	115,1	231,5	86,5	34,4	56,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2010 Q3	-4,5	-12,1	23,4	32,9	-	-2,3	-0,6	-0,1	-6,5	-16,3	-0,5	0,4	0,7
Q4	44,8	24,5	24,2	30,1	-	-4,7	-2,1	-0,4	1,3	-5,5	-0,9	-0,6	3,0
2011 Q1	-92,3	-23,1	-36,5	-44,2	-	8,8	0,6	0,0	-1,8	-10,0	-2,4	-4,9	-15,3
Q2	-44,6	-11,7	-26,0	-22,3	-	2,5	-0,9	-0,3	-4,9	-7,9	0,0	0,0	1,0
Q3	-23,4	-18,3	4,6	14,6	-	-2,0	-0,2	0,0	-7,8	-2,3	-2,2	-1,1	-4,2

### 2. Passiva

	Insgesamt 1	Entgegengenommene Kredite und Einlagen 2	Begebene Schuldverschreibungen			Kapital und Rücklagen 6	Sonstige Passiva 7
			Insgesamt 3	Bis zu 2 Jahren 4	Mehr als 2 Jahre 5		
2010 Q2	2 285,9	107,6	1 961,1	91,1	1 870,0	45,0	172,2
Q3	2 284,9	119,9	1 946,8	86,5	1 860,3	43,2	175,1
Q4	2 350,1	134,4	1 970,0	93,5	1 876,5	42,6	203,2
2011 Q1	2 256,1	133,1	1 887,6	83,9	1 803,6	37,7	197,7
Q2	2 215,8	134,0	1 844,0	82,6	1 761,4	34,8	203,1
Q3	2 200,2	131,1	1 824,8	80,0	1 744,8	34,4	209,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>							
2010 Q3	-4,5	11,6	-10,9	-4,2	-6,7	-0,1	-5,1
Q4	44,8	15,9	24,0	5,7	18,3	-2,1	7,0
2011 Q1	-92,3	-1,0	-79,2	-9,9	-69,3	-4,5	-7,7
Q2	-44,6	0,9	-48,6	-5,7	-42,8	-1,2	4,3
Q3	-23,4	-2,2	-22,6	-4,1	-18,6	-1,7	3,1

### 3. Verbriefte Buchkredite von MFI-Originatoren mit Sitz im Euro-Währungsgebiet und Wertpapiere ohne Aktien im Bestand

	Verbriefte Buchkredite von MFI-Originatoren mit Sitz im Euro-Währungsgebiet						Wertpapiere ohne Aktien					Emittenten mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets 13	
	Insgesamt 1	Schuldner der verbrieften Buchkredite mit Sitz im Euro-Währungsgebiet				Schuldner der verbrieften Buchkredite mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets 7	Insgesamt 8	Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet			Emittenten mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets 12		
		Private Haushalte 2	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften 3	Sonstige Finanzintermediäre 4	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen 5			Öffentliche Haushalte 6	Zusammen 9	MFI's 10			Nicht-MFI's 11
<b>Bestände</b>													
2010 Q2	1 131,2	812,6	215,9	19,4	14,7	7,4	61,1	278,8	149,2	50,5	98,7	45,5	129,6
Q3	1 173,3	828,7	221,2	18,2	15,0	7,0	83,2	260,4	140,8	47,4	93,4	38,3	119,6
Q4	1 237,6	852,7	251,4	17,2	15,3	7,1	94,1	251,8	131,9	45,7	86,3	36,5	119,9
2011 Q1	1 193,7	804,1	250,7	17,0	15,4	7,2	99,3	242,0	125,7	42,4	83,3	36,8	116,3
Q2	1 177,1	788,8	250,9	18,8	15,4	9,8	93,4	232,5	124,5	41,1	83,4	35,4	108,2
Q3	1 195,7	795,2	257,5	18,1	15,2	9,6	100,1	231,5	121,6	41,7	79,9	33,8	109,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2010 Q3	32,9	9,7	1,3	-0,8	0,3	-0,4	22,8	-16,3	-9,8	-2,5	-7,4	-6,7	-6,5
Q4	30,1	16,3	14,1	-1,6	-0,2	0,1	1,4	-5,5	-5,3	-1,1	-4,2	-2,2	-0,2
2011 Q1	-44,2	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	5,2	-10,0	-5,9	-3,1	-2,8	0,1	-4,1
Q2	-22,3	-21,1	0,3	0,6	-0,2	2,6	-4,4	-7,9	0,6	-0,4	0,9	-0,7	-8,5
Q3	14,6	6,3	2,5	-0,7	0,0	-0,2	6,7	-2,3	-3,3	-0,2	-3,1	-1,2	1,0

Quelle: EZB.

1) Über Verbriefungszweckgesellschaften im Euro-Währungsgebiet verbrieft Buchkredite, die in der Bilanz des betreffenden MFI verbleiben, d. h. nicht ausgebucht wurden. Ob Kredite ausgebucht werden oder nicht, hängt von den jeweiligen Rechnungslegungsvorschriften ab. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

2) Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen und -fonds und sonstige Finanzierungsinstitute; einschließlich Unternehmen, die mit Finanz- und Versicherungsdienstleistungen verbundene Tätigkeiten erbringen.

**2.11 Aggregierte Bilanz der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euro-Währungsgebiet**  
(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

**1. Aktiva**

	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Kredite	Wertpapiere ohne Aktien	Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	Investmentfondsanteile	Geldmarktfondsanteile	Prämienüberträge, Anteile der Rückversicherer an den versicherungstechnischen Passiva	Sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten und Finanzderivate	Nicht-finanzielle Vermögenswerte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 Q4	6 158,6	800,7	478,6	2 292,9	819,1	1 088,2	93,9	245,7	184,8	154,5
2009 Q1	6 188,0	797,2	493,7	2 361,0	785,6	1 071,9	101,6	244,1	176,2	156,7
Q2	6 329,9	782,8	487,7	2 384,4	818,9	1 200,3	89,7	248,6	162,1	155,3
Q3	6 517,3	784,2	483,4	2 424,9	792,4	1 377,3	86,0	252,0	163,2	153,8
Q4	6 642,1	786,9	477,9	2 462,8	804,3	1 456,7	86,4	256,2	158,1	152,8
2010 Q1	6 864,3	784,5	486,3	2 575,8	815,3	1 534,1	83,4	267,1	169,4	148,4
Q2	6 891,1	785,5	488,9	2 613,5	792,7	1 518,4	79,8	272,1	190,2	150,1
Q3	7 060,3	783,2	498,0	2 698,8	807,4	1 559,7	75,3	272,9	215,1	149,9
Q4	6 978,8	774,1	501,6	2 642,2	823,1	1 579,1	65,3	271,8	170,0	151,5
2011 Q1	7 050,6	775,1	499,7	2 676,3	826,6	1 602,0	63,5	279,0	174,3	154,1
Q2	7 073,9	778,4	506,8	2 691,8	830,6	1 605,3	66,8	269,5	171,8	153,0
Q3	7 060,5	793,6	498,8	2 714,4	780,2	1 553,4	74,6	267,4	225,2	152,9

**2. Bestände an Wertpapieren ohne Aktien**

	Insgesamt	Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben					Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben
		Zusammen	MFIs	Öffentliche Haushalte	Sonstige Finanzintermediäre	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen		
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008 Q4	2 292,9	1 874,6	505,9	1 014,0	207,0	11,4	136,4	418,3
2009 Q1	2 361,0	1 939,5	531,1	1 040,5	218,3	13,5	136,1	421,5
Q2	2 384,4	1 987,6	541,7	1 060,8	231,2	15,0	139,0	396,8
Q3	2 424,9	2 021,7	552,6	1 086,7	229,4	15,1	137,8	403,2
Q4	2 462,8	2 053,6	543,8	1 114,4	239,3	16,7	139,5	409,2
2010 Q1	2 575,8	2 157,9	578,5	1 184,6	231,7	16,2	146,9	417,9
Q2	2 613,5	2 190,3	581,7	1 196,8	244,3	16,6	150,9	423,1
Q3	2 698,8	2 271,6	593,4	1 242,3	264,1	19,5	152,4	427,2
Q4	2 642,2	2 218,7	594,3	1 215,0	236,1	17,7	155,5	423,5
2011 Q1	2 676,3	2 260,2	617,3	1 208,6	261,9	19,0	153,5	416,0
Q2	2 691,8	2 266,7	638,0	1 229,6	223,5	16,1	159,5	425,1
Q3	2 714,4	2 289,6	640,4	1 236,2	235,6	17,4	160,1	424,8

**3. Passiva und Reinvermögen**

	Verbindlichkeiten								Sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten und Finanzderivate	Reinvermögen
	Insgesamt	Entgegen-genommene Kredite	Wertpapiere ohne Aktien	Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	Versicherungstechnische Rückstellungen					
					Insgesamt	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionskassen	Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008 Q4	6 123,7	348,8	31,7	422,1	5 178,6	2 909,2	1 445,8	823,6	142,6	34,8
2009 Q1	6 129,8	347,8	31,8	378,6	5 228,6	2 927,5	1 460,2	841,0	142,9	58,2
Q2	6 215,9	321,6	33,1	395,1	5 325,5	3 005,5	1 477,4	842,6	140,6	114,1
Q3	6 363,7	303,8	36,1	440,0	5 438,6	3 094,8	1 501,7	842,2	145,1	153,6
Q4	6 441,3	284,6	39,5	436,2	5 527,8	3 168,6	1 519,8	839,3	153,3	200,8
2010 Q1	6 622,5	293,6	39,5	455,4	5 676,6	3 255,9	1 560,2	860,5	157,5	241,7
Q2	6 661,4	298,9	40,9	427,9	5 733,7	3 281,4	1 589,1	863,2	160,0	229,7
Q3	6 774,7	315,0	39,8	435,7	5 829,0	3 338,9	1 629,5	860,5	155,2	285,6
Q4	6 816,8	284,5	42,3	444,6	5 895,6	3 381,8	1 651,3	862,4	149,8	162,0
2011 Q1	6 919,1	304,2	40,1	459,7	5 965,0	3 414,1	1 664,5	886,3	150,0	131,5
Q2	6 933,4	305,6	43,2	447,4	5 987,2	3 437,1	1 674,4	875,6	149,9	140,6
Q3	6 892,2	311,4	42,4	401,5	5 972,6	3 422,1	1 678,9	871,6	164,3	168,3

Quelle: EZB.



## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

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

Mittelverwendung	2011 Q3	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>Außenkonto</b>							
Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen							584
<i>Handelsbilanz<sup>1)</sup></i>							-20
<b>Einkommensentstehungskonto</b>							
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)							
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen							
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)							
Arbeitnehmerentgelt		1 108	115	701	56	235	
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen		27	6	14	4	4	
Abschreibungen		362	97	206	11	49	
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto<sup>1)</sup></i>		600	284	279	37	-1	
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>							
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto							
Arbeitnehmerentgelt							6
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen							
Vermögenseinkommen		667	39	249	308	71	104
Zinsen		399	37	74	217	71	55
Sonstige Vermögenseinkommen		268	2	175	91	0	49
<i>Nationaleinkommen, netto<sup>1)</sup></i>		1 979	1 588	129	49	214	
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>							
Nationaleinkommen, netto							
Einkommen- und Vermögensteuer		266	210	46	9	0	2
Sozialbeiträge		428	428				1
Monetäre Sozialleistungen		457	1	17	33	405	1
Sonstige laufende Transfers		184	68	23	45	49	10
Nettoprämien für Schadenversicherungen		43	33	9	1	1	2
Schadenversicherungsleistungen		43			43		1
Sonstige		98	35	14	1	48	8
<i>Verfügbares Einkommen, netto<sup>1)</sup></i>		1 954	1 421	72	56	404	
<b>Einkommensverwendungskonto</b>							
Verfügbares Einkommen, netto							
Konsumausgaben		1 850	1 365			484	
Konsumausgaben für den Individualverbrauch		1 665	1 365			300	
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch		184				184	
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche		16	0	0	16	0	0
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen<sup>1)</sup></i>		104	71	72	41	-80	1
<b>Vermögensbildungskonto</b>							
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen							
Bruttoinvestitionen		468	148	255	11	54	
Bruttoanlageinvestitionen		455	145	245	11	54	
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen		13	3	10	0	0	
Abschreibungen							
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern		0	-1	0	0	0	0
Vermögenstransfers		30	9	1	2	19	5
Vermögenswirksame Steuern		6	6	1	0	0	0
Sonstige Vermögenstransfers		24	3	0	2	19	5
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)<sup>1)</sup></i>		1	21	37	39	-97	-1
Statistische Abweichung		0	-15	15	0	0	0

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Einzelheiten zur Berechnung der Kontensalden finden sich im Abschnitt „Technischer Hinweis“.

**3.1 Noch: Integrierte Wirtschafts- und Finanzkonten nach institutionellen Sektoren**  
(in Mrd €)

Mittelaufkommen 2011 Q3	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>Außenkonto</b>						
Einfuhr von Waren und Dienstleistungen						564
<i>Handelsbilanz</i>						
<b>Einkommensentstehungskonto</b>						
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)	2 097	502	1 200	108	287	
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	240					
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>	2 338					
Arbeitnehmerentgelt						
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen						
Abschreibungen						
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>						
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>						
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto	600	284	279	37	-1	
Arbeitnehmerentgelt	1 109	1 109				4
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen	267				267	1
Vermögenseinkommen	671	233	99	319	19	100
Zinsen	391	62	49	269	10	63
Sonstige Vermögenseinkommen	280	172	49	50	9	37
<i>Nationaleinkommen, netto</i>						
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>						
Nationaleinkommen, netto	1 979	1 588	129	49	214	
Einkommen- und Vermögensteuer	267				267	1
Sozialbeiträge	428	1	17	50	360	1
Monetäre Sozialleistungen	455	455				3
Sonstige laufende Transfers	160	85	12	45	18	35
Nettoprämien für Schadenversicherungen	43			43		2
Schadenversicherungsleistungen	43	35	7	1	0	2
Sonstige	74	50	5	0	18	32
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>						
<b>Einkommensverwendungskonto</b>						
Verfügbares Einkommen, netto	1 954	1 421	72	56	404	
Konsumausgaben						
Konsumausgaben für den Individualverbrauch						
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch						
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	16	16				0
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen</i>						
<b>Vermögensbildungskonto</b>						
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen	104	71	72	41	-80	1
Bruttoinvestitionen						
Bruttoanlageinvestitionen						
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen						
Abschreibungen	362	97	206	11	49	
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern						
Vermögenstransfers	32	9	16	1	7	3
Vermögenswirksame Steuern	6				6	0
Sonstige Vermögenstransfers	26	9	16	1	1	3
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i>						
Statistische Abweichung						

Quellen: EZB und Eurostat.

2) Das Bruttoinlandsprodukt entspricht der Bruttowertschöpfung aller inländischen Sektoren zuzüglich der Nettogütersteuern (d. h. Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen).

### 3.1 Noch: Integrierte Wirtschafts- und Finanzkonten nach institutionellen Sektoren

(in Mrd €)

Aktiva	Euro- Währungs- gebiet	Private Haushalte	Nichtfinan- zielle Kapital- gesell- schaften	MFIs	Sonstige Finanz- intermediäre	Versiche- rungsgesell- schaften und Pensions- kassen	Staat	Übrige Welt
<b>2011 Q3</b>								
<b>Bilanz am Jahresanfang, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		18 903	16 948	32 249	15 364	6 834	3 874	16 763
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				412				
Bargeld und Einlagen		6 708	1 901	9 114	2 364	805	787	3 572
Kurzfristige Schuldverschreibungen		57	76	464	317	47	32	714
Langfristige Schuldverschreibungen		1 371	244	5 973	2 436	2 659	442	3 824
Kredite		80	3 132	13 430	3 588	472	545	1 900
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		59	1 796	10 308	2 560	352	463	.
Anteilsrechte		4 397	7 901	1 912	6 383	2 469	1 363	6 033
Börsennotierte Aktien		829	1 413	370	2 154	572	262	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		2 204	6 078	1 242	3 233	297	933	.
Investmentzertifikate		1 364	410	300	996	1 600	168	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		5 815	178	3	0	230	4	241
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		476	3 516	941	276	152	701	479
<i>Finanzielles Reinvermögen</i>								
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Forderungen</b>								
Transaktionen mit Forderungen insgesamt		28	195	1 340	50	54	-27	118
Währungsgold und SZRs				0				0
Bargeld und Einlagen		12	19	1 140	92	26	-86	31
Kurzfristige Schuldverschreibungen		-3	4	47	-3	7	0	-18
Langfristige Schuldverschreibungen		-10	7	-15	-62	-15	-5	19
Kredite		0	93	53	55	-3	-15	38
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		0	27	-140	30	0	-2	.
Anteilsrechte		-17	69	0	-32	43	13	8
Börsennotierte Aktien		6	40	1	-69	3	3	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		8	34	10	56	3	14	.
Investmentzertifikate		-30	-5	-11	-19	37	-4	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		24	0	0	0	-1	0	-3
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		22	4	114	0	-3	66	43
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Forderungen</b>								
Sonstige Forderungsänderungen insgesamt		-466	-840	61	-340	-113	-46	8
Währungsgold und SZRs				57				
Bargeld und Einlagen		9	5	94	0	2	0	73
Kurzfristige Schuldverschreibungen		-2	3	-1	4	0	-1	21
Langfristige Schuldverschreibungen		-43	-16	43	11	21	2	172
Kredite		-1	11	41	21	-1	0	24
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		-1	2	19	13	0	0	.
Anteilsrechte		-406	-823	-155	-383	-137	-58	-283
Börsennotierte Aktien		-182	-231	-71	-302	-52	-45	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		-145	-561	-79	-34	-7	-3	.
Investmentzertifikate		-79	-31	-5	-46	-78	-9	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		-13	0	0	0	2	0	2
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		-10	-20	-18	6	0	11	-1
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Bilanz am Jahresende, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		18 466	16 303	33 651	15 074	6 776	3 800	16 889
Währungsgold und SZRs				469				
Bargeld und Einlagen		6 728	1 925	10 348	2 456	833	700	3 676
Kurzfristige Schuldverschreibungen		52	83	510	318	54	31	717
Langfristige Schuldverschreibungen		1 318	235	6 001	2 385	2 666	439	4 015
Kredite		79	3 237	13 524	3 664	468	530	1 961
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		58	1 825	10 187	2 603	352	461	.
Anteilsrechte		3 974	7 146	1 758	5 968	2 375	1 318	5 758
Börsennotierte Aktien		652	1 222	301	1 782	523	220	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		2 066	5 551	1 173	3 254	293	943	.
Investmentzertifikate		1 255	374	284	932	1 559	155	.
Versicherungstechnische Rückstellungen		5 827	177	3	0	231	4	240
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		488	3 499	1 037	282	149	777	521
<i>Finanzielles Reinvermögen</i>								

Quelle: EZB.

**3.1 Noch: Integrierte Wirtschafts- und Finanzkonten nach institutionellen Sektoren**  
(in Mrd €)

Passiva	Euro- Währungs- gebiet	Private Haushalte	Nichtfinan- zielle Kapital- gesell- schaften	MFIs	Sonstige Finanz- intermediäre	Versicherungs- gesellschaften und Pensions- kassen	Staat	Übrige Welt
<b>2011 Q3</b>								
<b>Bilanz am Jahresanfang, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		6 670	26 813	31 393	14 736	6 891	9 218	14 801
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			30	22 301	21	0	259	2 640
Kurzfristige Schuldverschreibungen			82	623	78	1	687	235
Langfristige Schuldverschreibungen			799	4 540	2 738	33	6 002	2 838
Kredite		6 152	8 564		3 376	270	1 706	3 079
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		5 784	6 077		1 855	121	1 401	.
Anteilsrechte		7	13 364	2 691	8 389	423	6	5 577
Börsennotierte Aktien			3 914	489	250	122	0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		7	9 451	1 155	2 552	300	6	.
Investmentzertifikate				1 048	5 587			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		35	335	70	1	6 029	1	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		476	3 638	1 168	133	135	558	431
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 550	12 233	-9 865	856	628	-57	-5 345	
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Verbindlichkeiten</b>								
Transaktionen mit Verbindlichkeiten insgesamt		22	143	1 288	100	18	69	118
Währungsgold und SZRs								
Bargeld und Einlagen			-1	1 148	12	0	3	72
Kurzfristige Schuldverschreibungen			11	6	-10	0	15	11
Langfristige Schuldverschreibungen			3	-17	-7	0	-35	-24
Kredite		16	40		96	6	28	35
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		24	25		43	-2	27	.
Anteilsrechte		0	54	27	23	1	0	-20
Börsennotierte Aktien			4	17	3	1	0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		0	50	9	75	0	0	.
Investmentzertifikate				0	-55			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		0	0	2	0	17	0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		6	34	122	-13	-6	58	44
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	1	6	53	52	-50	36	-97	-1
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Verbindlichkeiten</b>								
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten insgesamt		6	-1 435	-2	-367	-83	90	-2
Währungsgold und SZRs								
Bargeld und Einlagen			0	117	0	0	0	66
Kurzfristige Schuldverschreibungen			0	10	0	0	0	15
Langfristige Schuldverschreibungen			27	64	-32	-1	97	36
Kredite		1	13		42	-1	1	38
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		2	1		14	-1	1	.
Anteilsrechte		0	-1 461	-200	-379	-45	0	-159
Börsennotierte Aktien			-776	-158	-68	-25	0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		0	-685	-61	0	-20	0	.
Investmentzertifikate				19	-311			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		0	0	0	0	-9	0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		4	-14	8	3	-28	-7	3
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	47	-472	595	64	26	-29	-137	10
<b>Bilanz am Jahresende, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		6 698	25 520	32 680	14 470	6 825	9 378	14 917
Währungsgold und SZRs								
Bargeld und Einlagen			30	23 566	32	0	262	2 778
Kurzfristige Schuldverschreibungen			94	639	68	1	702	261
Langfristige Schuldverschreibungen			828	4 587	2 699	32	6 064	2 850
Kredite		6 169	8 617		3 514	275	1 735	3 151
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		5 811	6 104		1 912	118	1 429	.
Anteilsrechte		7	11 958	2 518	8 033	378	6	5 398
Börsennotierte Aktien			3 142	348	185	97	0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		7	8 816	1 103	2 627	279	6	.
Investmentzertifikate				1 067	5 221			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		35	335	72	1	6 038	1	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		487	3 658	1 298	123	101	609	479
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 502	11 767	-9 217	971	604	-50	-5 578	

Quelle: EZB.

### 3.2 Nichtfinanzielle Konten des Euro-Währungsgebiets

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme)

Mittelverwendung	2007	2008	2009	2009 Q4- 2010 Q3	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1	2010 Q3- 2011 Q2	2010 Q4- 2011 Q3
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)								
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen								
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)								
Arbeitnehmerentgelt	4 278	4 460	4 442	4 472	4 490	4 517	4 548	4 575
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen	99	94	85	87	82	84	88	94
Abschreibungen	1 294	1 361	1 384	1 405	1 415	1 425	1 435	1 442
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	2 398	2 360	2 117	2 187	2 213	2 240	2 259	2 271
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto								
Arbeitnehmerentgelt								
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen								
Vermögenseinkommen	3 689	3 936	2 959	2 759	2 803	2 848	2 922	2 976
Zinsen	2 129	2 383	1 606	1 401	1 410	1 441	1 484	1 532
Sonstige Vermögenseinkommen	1 560	1 553	1 353	1 358	1 393	1 407	1 438	1 445
<i>Nationaleinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	7 773	7 807	7 538	7 680	7 733	7 797	7 862	7 920
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto								
Einkommen- und Vermögensteuern	1 136	1 145	1 028	1 043	1 054	1 071	1 081	1 096
Sozialbeiträge	1 596	1 671	1 676	1 689	1 699	1 708	1 717	1 733
Monetäre Sozialleistungen	1 586	1 657	1 774	1 813	1 821	1 826	1 831	1 837
Sonstige laufende Transfers	738	771	775	779	771	771	773	772
Nettoprämien für Schadenversicherungen	183	187	181	180	180	178	178	179
Schadenversicherungsleistungen	184	188	182	180	180	179	178	179
Sonstige	370	395	412	419	412	414	416	415
<i>Verfügbares Einkommen, netto<sup>1)</sup></i>	7 679	7 705	7 430	7 565	7 621	7 684	7 750	7 810
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto								
Konsumausgaben	6 884	7 135	7 140	7 259	7 301	7 350	7 399	7 438
Konsumausgaben für den Individualverbrauch	6 185	6 399	6 369	6 486	6 529	6 576	6 623	6 660
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch	699	737	771	773	772	774	776	778
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	61	70	62	56	55	54	55	58
<i>Sparen, netto<sup>1)</sup></i>	796	570	290	306	320	334	351	373
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto								
Bruttoinvestitionen	2 065	2 074	1 719	1 768	1 793	1 838	1 855	1 871
Bruttoanlageinvestitionen	1 990	2 011	1 763	1 761	1 773	1 799	1 814	1 828
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen	75	63	-43	7	19	39	41	43
Abschreibungen								
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern	-1	1	1	2	1	1	1	1
Vermögenstransfers	153	152	185	221	226	214	206	164
Vermögenswirksame Steuern	24	24	34	30	25	26	25	25
Sonstige Vermögenstransfers	129	128	151	191	201	188	181	139
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)<sup>1)</sup></i>	40	-135	-37	-47	-49	-70	-61	-48

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Einzelheiten zur Berechnung der Kontosalen finden sich im Abschnitt „Technischer Hinweis“.

**3.2 Noch: Nichtfinanzielle Konten des Euro-Währungsgebiets**  
(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme)

Mittelaufkommen	2007	2008	2009	2009 Q4- 2010 Q3	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1	2010 Q3- 2011 Q2	2010 Q4- 2011 Q3
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)	8 069	8 275	8 028	8 151	8 200	8 265	8 329	8 382
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	960	946	894	931	940	956	958	966
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>	9 029	9 221	8 922	9 082	9 139	9 221	9 288	9 347
Arbeitnehmerentgelt								
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen								
Abschreibungen								
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>								
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto	2 398	2 360	2 117	2 187	2 213	2 240	2 259	2 271
Arbeitnehmerentgelt	4 286	4 468	4 450	4 481	4 500	4 527	4 558	4 585
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen	1 067	1 047	996	1 032	1 035	1 053	1 059	1 072
Vermögenseinkommen	3 711	3 867	2 933	2 740	2 788	2 825	2 908	2 968
Zinsen	2 092	2 327	1 561	1 358	1 370	1 402	1 446	1 496
Sonstige Vermögenseinkommen	1 619	1 540	1 372	1 382	1 418	1 423	1 462	1 473
<i>Nationaleinkommen, netto</i>								
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto	7 773	7 807	7 538	7 680	7 733	7 797	7 862	7 920
Einkommen- und Vermögensteuern	1 144	1 153	1 034	1 047	1 059	1 076	1 087	1 103
Sozialbeiträge	1 595	1 670	1 674	1 688	1 698	1 707	1 716	1 732
Monetäre Sozialleistungen	1 578	1 649	1 767	1 807	1 814	1 819	1 824	1 830
Sonstige laufende Transfers	644	671	669	665	662	660	662	664
Nettoprämien für Schadenversicherungen	184	188	182	180	180	179	178	179
Schadenversicherungsleistungen	180	184	178	177	176	175	175	175
Sonstige	280	298	309	308	306	306	309	310
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>								
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto	7 679	7 705	7 430	7 565	7 621	7 684	7 750	7 810
Konsumausgaben								
Konsumausgaben für den Individualverbrauch								
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch								
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	61	70	62	56	55	54	55	58
<i>Sparen, netto</i>								
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto	796	570	290	306	320	334	351	373
Bruttoinvestitionen								
Bruttoanlageinvestitionen								
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen								
Abschreibungen	1 294	1 361	1 384	1 405	1 415	1 425	1 435	1 442
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern								
Vermögenstransfers	168	162	194	231	236	224	215	174
Vermögenswirksame Steuern	24	24	34	30	25	26	25	25
Sonstige Vermögenstransfers	144	138	160	202	211	198	190	149
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i>								

Quellen: EZB und Eurostat.

2) Das Bruttoinlandsprodukt entspricht der Bruttowertschöpfung aller inländischen Sektoren zuzüglich der Nettogütersteuern (d. h. Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen).

### 3.3 Private Haushalte

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	2007	2008	2009	2009 Q4- 2010 Q3	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1	2010 Q3- 2011 Q2	2010 Q4- 2011 Q3
<b>Einkommen, Sparen und Reinvermögensänderung</b>								
Arbeitnehmerentgelt (+)	4 286	4 468	4 450	4 481	4 500	4 527	4 558	4 585
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, brutto (+)	1 483	1 521	1 449	1 446	1 455	1 466	1 482	1 491
Empfangene Zinsen (+)	316	351	241	213	214	221	229	238
Geleistete Zinsen (-)	221	249	146	125	126	130	137	142
Empfangene sonstige Vermögenseinkommen (+)	788	785	714	704	713	726	736	748
Geleistete sonstige Vermögenseinkommen (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Einkommen- und Vermögensteuern (-)	834	872	841	844	848	858	864	873
Sozialbeiträge, netto (-)	1 592	1 667	1 671	1 684	1 694	1 703	1 712	1 728
Monetäre Sozialleistungen, netto (+)	1 573	1 644	1 762	1 802	1 809	1 814	1 819	1 824
Empfangene laufende Transfers, netto (+)	62	70	73	72	70	69	68	69
<b>= Verfügbares Einkommen, brutto</b>	<b>5 853</b>	<b>6 041</b>	<b>6 020</b>	<b>6 054</b>	<b>6 083</b>	<b>6 122</b>	<b>6 169</b>	<b>6 202</b>
Konsumausgaben (-)	5 078	5 237	5 153	5 246	5 288	5 329	5 373	5 408
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche (+)	60	69	61	56	54	54	55	57
<b>= Sparen, brutto</b>	<b>835</b>	<b>874</b>	<b>928</b>	<b>864</b>	<b>850</b>	<b>846</b>	<b>851</b>	<b>851</b>
Abschreibungen (-)	358	372	375	378	380	381	382	384
Empfangene Vermögenstransfers, netto (+)	12	-1	10	5	10	9	9	9
Sonstige Vermögensänderungen (+)	1 273	-2 040	-499	854	858	590	456	-130
<b>= Reinvermögensänderung</b>	<b>1 762</b>	<b>-1 539</b>	<b>64</b>	<b>1 346</b>	<b>1 339</b>	<b>1 065</b>	<b>934</b>	<b>346</b>
<b>Investitionen, Finanzierung und Reinvermögensänderung</b>								
Sachvermögensbildung, netto (+)	661	646	553	554	558	565	568	574
Abschreibungen (-)	358	372	375	378	380	381	382	384
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	420	455	-13	-23	56	115	125	130
Bargeld und Einlagen	351	438	121	89	120	141	139	149
Geldmarktfondsanteile	37	-9	-41	-82	-51	-38	-33	-23
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	32	27	-93	-30	-13	11	19	4
Langfristige Forderungen	156	26	516	485	407	321	280	242
Einlagen	-31	-27	85	80	56	40	50	51
Schuldverschreibungen	86	14	28	-9	-6	37	37	57
Anteilsrechte	-108	-96	179	167	130	44	12	-21
Börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien sowie sonstige Anteilsrechte	37	72	131	109	107	55	22	22
Investmentzertifikate	-145	-167	48	59	23	-11	-9	-43
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	209	135	225	247	228	199	180	155
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Kredite	384	258	110	111	125	125	141	126
<i>Darunter: Von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	283	83	65	135	147	170	168	149
Sonstige Vermögensänderungen (+)								
Sachvermögen	1 224	-672	-796	762	797	619	217	330
Forderungen	67	-1 412	275	97	82	-14	193	-457
Anteilsrechte	48	-1 158	85	-43	41	32	172	-354
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	8	-239	175	141	85	25	46	-37
Übrige Veränderungen, netto (+)	-24	48	14	-39	-57	-34	75	38
<b>= Reinvermögensänderung</b>	<b>1 762</b>	<b>-1 539</b>	<b>64</b>	<b>1 346</b>	<b>1 339</b>	<b>1 065</b>	<b>934</b>	<b>346</b>
<b>Vermögensbilanz</b>								
Sachvermögen (+)	27 914	27 515	26 897	27 732	27 872	27 769	27 812	28 252
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	5 261	5 804	5 780	5 767	5 841	5 875	5 915	5 911
Bargeld und Einlagen	4 851	5 321	5 475	5 500	5 599	5 599	5 652	5 659
Geldmarktfondsanteile	277	309	236	200	186	203	191	187
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	132	174	70	68	56	73	73	64
Langfristige Forderungen	12 141	10 710	11 538	11 905	12 015	12 082	12 102	11 653
Einlagen	965	915	971	1 015	1 028	1 037	1 056	1 069
Schuldverschreibungen	1 286	1 303	1 379	1 343	1 317	1 330	1 355	1 306
Anteilsrechte	5 103	3 808	4 104	4 172	4 274	4 266	4 206	3 786
Börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien sowie sonstige Anteilsrechte	3 710	2 870	2 983	2 998	3 065	3 092	3 032	2 719
Investmentzertifikate	1 392	938	1 121	1 174	1 209	1 174	1 174	1 068
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	4 787	4 683	5 083	5 375	5 396	5 450	5 484	5 493
Übrige Nettoforderungen (+)	324	324	306	301	293	280	369	372
Verbindlichkeiten (-)								
Kredite	5 569	5 821	5 925	6 031	6 087	6 094	6 152	6 169
<i>Darunter: Von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	4 831	4 914	4 968	5 159	5 213	5 256	5 304	5 313
<b>= Reinvermögen</b>	<b>40 071</b>	<b>38 532</b>	<b>38 596</b>	<b>39 673</b>	<b>39 934</b>	<b>39 913</b>	<b>40 045</b>	<b>40 019</b>

Quellen: EZB und Eurostat.

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

**3.4 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	2007	2008	2009	2009 Q4- 2010 Q3	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1	2010 Q3- 2011 Q2	2010 Q4- 2011 Q3
<b>Einkommen und Sparen</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise) (+)	4 646	4 755	4 499	4 590	4 627	4 676	4 720	4 758
Arbeitnehmerentgelt (-)	2 711	2 833	2 774	2 788	2 804	2 827	2 854	2 876
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen (-)	49	46	39	39	33	34	37	41
= <b>Bruttobetriebsüberschuss (+)</b>	1 886	1 876	1 686	1 763	1 790	1 814	1 829	1 841
Abschreibungen (-)	725	767	783	796	802	809	816	820
= <b>Nettobetriebsüberschuss (+)</b>	1 161	1 110	903	967	987	1 005	1 014	1 021
Empfangene Vermögenseinkommen (+)	639	637	541	520	535	540	561	571
Empfangene Zinsen	218	239	173	154	157	164	171	183
Empfangene sonstige Vermögenseinkommen	421	398	369	366	377	376	389	388
Geleistete Zinsen und Pachten (-)	366	421	297	260	263	269	280	292
= <b>Unternehmensgewinn, netto (+)</b>	1 434	1 326	1 147	1 226	1 259	1 276	1 294	1 299
Ausschüttungen und Entnahmen (-)	1 002	1 023	927	915	937	954	961	969
Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern (-)	248	236	152	161	167	173	176	181
Empfangene Sozialbeiträge (+)	64	68	70	69	69	69	70	70
Monetäre Sozialleistungen (-)	63	65	68	69	69	70	70	70
Geleistete sonstige laufende Transfers, netto (-)	43	48	46	46	45	45	43	43
= <b>Sparen, netto</b>	142	22	24	105	109	104	114	106
<b>Investitionen, Finanzierung und Sparen</b>								
Sachvermögensbildung, netto (+)	409	369	83	142	163	196	199	209
Bruttoanlageinvestitionen (+)	1 058	1 077	912	931	946	966	978	990
Abschreibungen (-)	725	767	783	796	802	809	816	820
Sonstige Sachvermögensbildung, netto (+)	76	58	-46	7	20	39	37	39
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	167	72	93	26	18	20	37	-3
Bargeld und Einlagen	153	15	88	51	67	61	64	43
Geldmarktfondsanteile	-20	33	40	-28	-41	-27	-20	-34
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	34	24	-34	3	-8	-14	-7	-12
Langfristige Forderungen	769	681	263	377	438	438	512	560
Einlagen	-10	36	5	-7	0	15	21	30
Schuldverschreibungen	49	-37	17	-11	-5	10	25	27
Anteilsrechte	423	337	124	130	172	176	240	268
Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen Unternehmen)	307	344	116	265	270	236	226	235
Übrige Nettoforderungen (+)	184	-41	48	82	-3	2	-1	-92
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schulden	919	670	80	215	209	243	306	259
<i>Darunter: Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	537	394	-114	-35	-8	28	71	73
<i>Darunter: Schuldverschreibungen</i>	32	48	90	71	67	45	44	46
Anteilsrechte	400	310	296	226	224	235	257	242
Börsennotierte Aktien	58	6	67	36	30	29	28	29
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	342	304	230	190	195	206	229	212
Empfangene Vermögenstransfers, netto (-)	69	75	83	79	72	70	69	67
= <b>Sparen, netto</b>	142	22	24	105	109	104	114	106
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen								
Kurzfristige Forderungen	1 788	1 878	1 959	1 926	1 973	1 952	1 938	1 935
Bargeld und Einlagen	1 507	1 538	1 632	1 626	1 693	1 667	1 672	1 678
Geldmarktfondsanteile	163	192	214	182	174	178	167	151
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	118	148	113	119	107	107	99	105
Langfristige Forderungen	10 759	9 327	10 283	10 743	11 030	11 201	11 316	10 692
Einlagen	208	247	228	242	225	225	229	247
Schuldverschreibungen	228	184	197	206	201	222	221	212
Anteilsrechte	7 984	6 248	7 078	7 289	7 540	7 682	7 733	6 996
Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen Unternehmen)	2 339	2 648	2 779	3 007	3 064	3 072	3 132	3 237
Übrige Nettoforderungen	259	210	187	180	36	134	86	48
Verbindlichkeiten								
Schulden	8 651	9 340	9 453	9 632	9 641	9 660	9 780	9 875
<i>Darunter: Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	4 466	4 871	4 711	4 709	4 698	4 728	4 755	4 766
<i>Darunter: Schuldverschreibungen</i>	648	704	827	900	887	864	881	922
Anteilsrechte	14 316	11 071	12 388	12 631	13 101	13 378	13 364	11 958
Börsennotierte Aktien	5 061	2 935	3 516	3 542	3 814	3 923	3 914	3 142
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	9 255	8 136	8 872	9 090	9 287	9 455	9 451	8 816

Quellen: EZB und Eurostat.

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

### 3.5 Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	2007	2008	2009	2009 Q4- 2010 Q3	2010 Q1- 2010 Q4	2010 Q2- 2011 Q1	2010 Q3- 2011 Q2	2010 Q4- 2011 Q3
<b>Finanzierungskonto, finanzielle Transaktionen</b>								
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	23	78	-49	-4	-10	-24	-37	3
Bargeld und Einlagen	7	57	-33	6	-10	-9	-15	9
Geldmarktfondsanteile	5	18	-2	-4	-6	-23	-25	-15
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	11	3	-14	-6	5	8	3	9
Langfristige Forderungen	229	126	281	261	230	215	232	199
Einlagen	47	-9	21	-12	-8	8	10	16
Schuldverschreibungen	108	75	101	159	142	112	105	51
Kredite	-15	26	6	12	28	22	25	17
Börsennotierte Aktien	20	-7	-60	14	14	17	15	10
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	7	18	-22	-18	-13	-8	-5	2
Investmentzertifikate	63	24	235	106	66	64	82	103
Übrige Nettoforderungen (+)	9	20	38	38	21	0	-42	-35
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schuldverschreibungen	3	4	5	2	0	0	2	3
Kredite	-2	24	-18	5	3	10	6	0
Anteilsrechte	2	8	1	4	4	4	0	1
Versicherungstechnische Rückstellungen	245	130	229	279	256	209	176	140
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	211	126	225	269	244	200	176	144
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	34	4	4	10	12	9	0	-4
<b>= Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	<b>13</b>	<b>58</b>	<b>53</b>	<b>6</b>	<b>-24</b>	<b>-32</b>	<b>-31</b>	<b>24</b>
<b>Konto sonstiger Vermögensänderungen</b>								
Sonstige Änderungen der Forderungen (+)								
Anteilsrechte	34	-562	228	126	118	37	68	-119
Übrige Nettoforderungen	-38	52	20	68	-10	-33	-12	-22
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten (-)								
Anteilsrechte	-21	-173	11	-19	-9	-9	12	-38
Versicherungstechnische Rückstellungen	30	-260	188	144	94	35	54	-18
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	18	-248	185	146	97	38	58	-24
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	12	-12	4	-2	-3	-3	-5	6
<b>= Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	<b>-14</b>	<b>-77</b>	<b>49</b>	<b>69</b>	<b>23</b>	<b>-22</b>	<b>-11</b>	<b>-85</b>
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	321	401	346	369	341	328	329	365
Bargeld und Einlagen	163	224	195	203	190	181	181	203
Geldmarktfondsanteile	94	110	99	106	94	85	86	93
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	63	67	52	60	57	62	62	69
Langfristige Forderungen	5 503	5 074	5 662	5 989	5 997	6 092	6 123	6 030
Einlagen	594	599	617	610	610	624	624	630
Schuldverschreibungen	2 203	2 269	2 446	2 637	2 575	2 628	2 643	2 650
Kredite	411	434	439	453	467	468	472	468
Börsennotierte Aktien	750	492	524	542	563	578	572	523
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	381	313	305	297	307	301	297	293
Investmentzertifikate	1 164	965	1 331	1 449	1 474	1 494	1 515	1 466
Übrige Nettoforderungen (+)	173	241	228	294	252	257	247	279
Verbindlichkeiten (-)								
Schuldverschreibungen	20	23	31	31	33	31	33	33
Kredite	245	273	255	279	262	267	270	275
Anteilsrechte	578	413	425	415	420	438	423	378
Versicherungstechnische Rückstellungen	5 295	5 165	5 582	5 916	5 932	6 005	6 029	6 038
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	4 472	4 350	4 760	5 081	5 101	5 161	5 195	5 201
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	822	815	822	835	831	844	835	837
<b>= Finanzielles Reinvermögen (Nettogeldvermögen)</b>	<b>-140</b>	<b>-159</b>	<b>-56</b>	<b>11</b>	<b>-57</b>	<b>-64</b>	<b>-57</b>	<b>-50</b>

Quelle: EZB.

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



# FINANZMÄRKTE

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

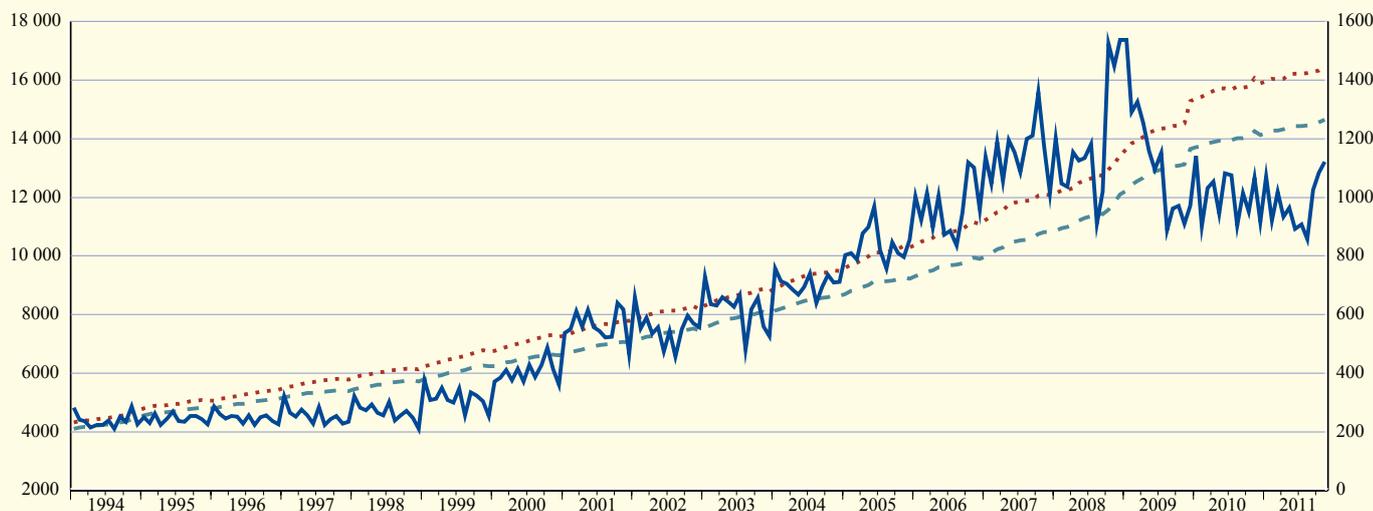
(in Mrd € und Wachstumsraten im Berichtszeitraum; saisonbereinigt; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)

	Euro insgesamt <sup>1)</sup>			Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet								
	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Euro			Alle Währungen			Jahreswachstumsraten	Saisonbereinigt <sup>2)</sup>	
				Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz		Nettoabsatz	Sechsmonatsraten
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Insgesamt</b>												
2010 Nov.	16 457,7	993,0	183,2	14 266,7	954,0	202,1	16 063,0	1 067,0	234,7	4,3	156,2	5,5
Dez.	16 294,1	876,6	-162,2	14 120,4	843,9	-144,9	15 879,3	916,4	-176,9	3,6	-57,0	4,5
2011 Jan.	16 370,0	1 005,0	75,1	14 193,3	954,5	72,2	15 952,5	1 070,7	91,8	3,7	78,1	5,0
Febr.	16 469,4	866,8	100,3	14 284,4	813,9	92,2	16 044,6	920,2	98,0	4,1	47,7	4,1
März	16 468,2	978,7	-0,9	14 275,9	911,8	-8,2	16 021,1	1 019,8	1,0	3,4	10,5	3,5
April	16 489,6	889,1	22,0	14 324,0	850,3	48,7	16 048,2	934,9	52,1	3,2	26,2	3,3
Mai	16 592,8	922,5	101,6	14 416,6	865,9	90,9	16 196,6	963,7	118,1	3,6	41,6	1,8
Juni	16 623,8	848,3	30,9	14 439,0	796,4	22,3	16 213,8	893,3	22,9	3,9	49,0	3,2
Juli	16 745,8	852,7	-31,3	14 428,7	824,9	-10,9	16 225,3	906,8	-11,7	3,7	13,8	2,4
Aug.	16 774,4	805,8	28,9	14 459,5	771,8	31,0	16 232,8	857,7	18,7	3,2	47,4	2,4
Sept.	16 813,3	1 001,1	37,8	14 472,3	925,7	13,1	16 285,5	1 026,2	15,1	3,3	67,6	3,1
Okt.	.	.	.	14 550,6	992,0	79,0	16 328,8	1 085,1	69,4	3,4	59,2	3,5
Nov.	.	.	.	14 645,9	1 009,4	93,0	16 455,9	1 121,0	96,2	2,5	7,3	3,1
<b>Langfristig</b>												
2010 Nov.	14 898,4	337,5	146,7	12 798,1	321,0	161,6	14 386,8	359,5	186,8	4,8	111,3	5,5
Dez.	14 856,7	186,8	-39,1	12 774,2	179,6	-21,3	14 339,4	193,8	-41,1	4,8	19,4	5,6
2011 Jan.	14 920,1	308,9	64,9	12 823,2	278,0	50,5	14 386,7	320,1	67,4	4,8	97,2	6,2
Febr.	15 025,6	284,3	105,7	12 918,3	253,2	95,5	14 474,3	285,2	92,1	5,0	42,8	5,6
März	15 036,6	305,4	11,6	12 936,0	269,2	18,2	14 468,2	303,5	15,6	4,3	21,2	5,1
April	15 089,5	302,7	53,1	13 000,2	278,4	64,5	14 514,4	308,9	67,8	4,3	48,4	4,8
Mai	15 165,6	275,8	75,0	13 067,9	243,4	66,5	14 620,1	266,4	80,2	4,5	14,8	3,4
Juni	15 216,9	255,5	50,8	13 117,4	224,3	49,0	14 668,6	253,1	52,0	4,6	42,2	3,7
Juli	15 345,5	203,1	-21,1	13 105,9	191,7	-13,8	14 678,1	213,3	-13,4	4,4	25,3	2,7
Aug.	15 338,8	120,6	-6,4	13 105,0	112,0	-1,0	14 658,1	122,0	-9,6	4,0	28,4	2,5
Sept.	15 335,0	228,0	-3,4	13 099,2	189,8	-5,3	14 693,2	213,9	2,3	4,0	49,1	2,9
Okt.	.	.	.	13 179,0	251,1	81,7	14 739,6	268,2	70,2	4,0	74,2	3,2
Nov.	.	.	.	13 262,6	189,6	81,7	14 855,2	210,2	88,5	3,3	5,6	3,1

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

(in Mrd €)

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



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

- 1) Gesamte auf Euro lautende Wertpapiere (ohne Aktien), die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben wurden.
- 2) Einzelheiten zur Berechnung der Wachstumsraten finden sich im Abschnitt „Technischer Hinweis“. Die Sechsmonatsraten sind auf Jahresraten hochgerechnet.

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

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

### 1. Umlauf und Bruttoabsatz

	Umlauf						Bruttoabsatz <sup>1)</sup>					
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Insgesamt</b>											
2009	15 287	5 371	3 226	803	5 418	469	1 126	734	68	80	215	29
2010	15 879	5 246	3 296	851	5 932	554	1 007	625	80	69	205	29
2010 Q4	15 879	5 246	3 296	851	5 932	554	978	566	110	63	206	32
2011 Q1	16 021	5 348	3 260	825	6 024	564	1 004	592	89	59	220	43
Q2	16 214	5 364	3 254	833	6 167	597	931	551	85	60	192	43
Q3	16 285	5 425	3 239	855	6 160	607	930	579	78	60	180	33
2011 Aug.	16 233	5 393	3 231	847	6 165	597	858	572	57	52	145	32
Sept.	16 285	5 425	3 239	855	6 160	607	1 026	633	92	65	202	34
Okt.	16 329	5 412	3 269	860	6 181	607	1 085	627	144	86	197	31
Nov.	16 456	5 453	3 283	870	6 229	621	1 121	729	104	63	181	45
	<b>Kurzfristig</b>											
2009	1 639	733	90	71	714	31	876	635	25	63	133	20
2010	1 540	572	122	67	724	54	758	534	34	57	115	19
2010 Q4	1 540	572	122	67	724	54	716	484	38	52	117	25
2011 Q1	1 553	618	113	71	700	52	701	462	41	49	118	30
Q2	1 545	582	124	72	702	65	654	440	31	51	102	32
Q3	1 592	613	113	83	712	72	747	512	42	53	114	26
2011 Aug.	1 575	604	117	82	707	64	736	516	41	51	104	24
Sept.	1 592	613	113	83	712	72	812	555	54	56	120	28
Okt.	1 589	625	109	83	703	70	817	544	68	73	109	24
Nov.	1 601	651	108	82	686	74	911	665	66	54	95	31
	<b>Langfristig<sup>2)</sup></b>											
2009	13 648	4 638	3 136	731	4 704	438	251	99	44	17	82	9
2010	14 339	4 674	3 174	784	5 207	499	248	91	46	12	90	9
2010 Q4	14 339	4 674	3 174	784	5 207	499	262	83	72	11	89	8
2011 Q1	14 468	4 730	3 148	754	5 325	512	303	130	48	10	102	13
Q2	14 669	4 781	3 130	761	5 465	532	276	111	54	9	90	12
Q3	14 693	4 812	3 126	772	5 448	535	183	67	36	7	66	7
2011 Aug.	14 658	4 789	3 113	765	5 458	533	122	56	17	1	41	8
Sept.	14 693	4 812	3 126	772	5 448	535	214	78	38	9	82	6
Okt.	14 740	4 788	3 160	777	5 478	537	268	84	76	13	88	7
Nov.	14 855	4 802	3 175	788	5 544	547	210	64	38	9	85	13
	<b>Darunter: Festverzinslich</b>											
2009	8 816	2 563	1 043	598	4 261	351	172	60	18	16	72	6
2010	9 481	2 634	1 103	670	4 697	377	156	50	13	10	77	6
2010 Q4	9 481	2 634	1 103	670	4 697	377	142	43	19	11	65	5
2011 Q1	9 640	2 700	1 111	655	4 787	387	195	78	12	8	87	9
Q2	9 865	2 743	1 144	665	4 912	401	173	62	20	8	74	8
Q3	9 887	2 773	1 150	677	4 887	400	112	35	8	6	58	5
2011 Aug.	9 850	2 748	1 143	671	4 889	399	67	27	4	0	31	5
Sept.	9 887	2 773	1 150	677	4 887	400	144	47	10	8	75	3
Okt.	9 891	2 758	1 145	682	4 903	403	132	48	4	11	66	4
Nov.	9 971	2 764	1 146	691	4 962	407	117	28	7	9	64	8
	<b>Darunter: Variabel verzinslich</b>											
2009	4 382	1 786	2 016	123	372	85	62	28	25	1	6	2
2010	4 387	1 760	1 966	108	432	121	78	34	29	1	10	4
2010 Q4	4 387	1 760	1 966	108	432	121	102	33	44	1	22	2
2011 Q1	4 335	1 741	1 920	94	458	123	87	42	29	1	11	4
Q2	4 303	1 765	1 841	91	477	129	82	42	22	1	13	4
Q3	4 301	1 767	1 819	90	491	133	56	26	21	0	5	3
2011 Aug.	4 292	1 765	1 816	90	490	132	41	22	8	0	8	3
Sept.	4 301	1 767	1 819	90	491	133	55	26	24	0	3	3
Okt.	4 343	1 754	1 863	90	503	133	121	27	70	2	20	3
Nov.	4 371	1 762	1 873	92	507	138	80	28	27	1	19	5

Quelle: EZB.

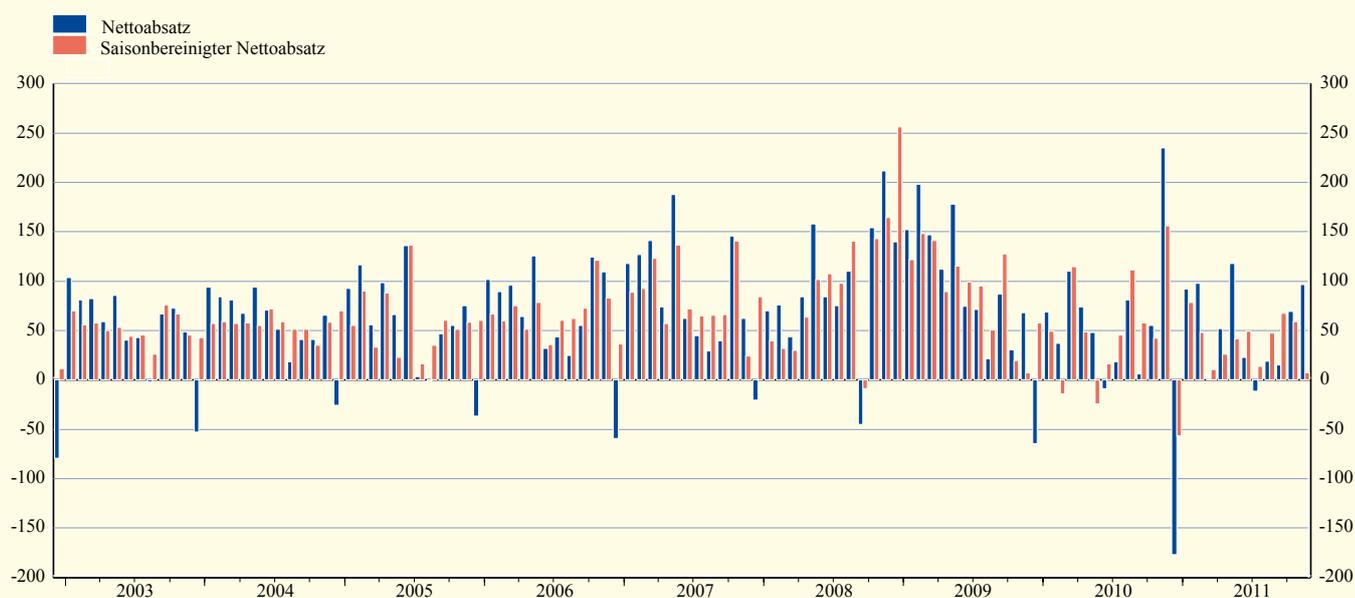
- Die Monatsangaben zum Bruttoabsatz beziehen sich auf die in dem Monat getätigten Transaktionen. Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Quartals- und Jahreswerte auf die jeweiligen Monatsdurchschnitte.
- Die Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen und den langfristigen festverzinslichen und langfristigen variabel verzinslichen Schuldverschreibungen zusammengenommen ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

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

**2. Nettoabsatz**

	Nicht saisonbereinigt <sup>1)</sup>						Saisonbereinigt <sup>1)</sup>					
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Insgesamt</b>												
2009	89,6	10,2	21,7	8,6	44,9	4,2	89,4	10,1	21,6	8,3	45,2	4,2
2010	45,6	-1,2	4,8	5,0	31,6	5,3	45,4	-1,4	5,0	5,0	31,8	5,1
2010 Q4	37,7	-19,9	25,5	1,5	22,9	7,7	47,0	-4,5	-1,4	4,3	44,0	4,6
2011 Q1	63,6	43,0	-20,4	4,2	32,5	4,3	45,5	24,0	-3,9	2,7	16,7	5,9
Q2	64,4	4,9	-1,9	2,8	47,5	11,0	39,0	0,5	-7,0	-0,2	34,2	11,5
Q3	7,4	12,6	-8,0	4,5	-3,8	2,0	42,9	20,1	7,3	6,3	5,6	3,7
2011 Aug.	18,7	27,2	-24,3	1,3	4,8	9,6	47,4	33,3	-18,0	8,4	10,1	13,6
Sept.	15,1	13,6	0,6	3,5	-8,9	6,3	67,6	31,9	42,5	4,8	-20,2	8,6
Okt.	69,4	1,5	34,2	8,3	23,2	2,2	59,2	9,4	12,9	7,4	35,1	-5,7
Nov.	96,2	25,6	8,0	6,4	45,1	11,2	7,3	18,1	-35,2	5,6	8,1	10,7
<b>Langfristig</b>												
2009	90,2	14,9	24,7	12,8	33,0	4,8	90,3	15,1	24,6	12,8	33,0	4,8
2010	54,1	1,8	2,1	5,4	41,3	3,5	54,5	1,9	2,3	5,4	41,4	3,5
2010 Q4	70,4	-5,3	16,4	3,0	53,1	3,3	65,6	8,2	-8,7	4,4	58,8	2,9
2011 Q1	58,4	27,4	-16,6	2,3	40,5	4,9	53,7	17,1	-1,6	2,5	31,2	4,6
Q2	66,6	16,6	-5,6	2,4	46,7	6,5	35,1	5,5	-9,9	-0,6	35,1	5,0
Q3	-6,9	2,8	-4,3	0,9	-6,9	0,6	34,3	10,7	9,5	2,3	9,1	2,7
2011 Aug.	-9,6	0,8	-21,9	-1,3	9,0	3,9	28,4	10,2	-13,0	4,6	20,9	5,7
Sept.	2,3	6,9	5,2	2,6	-13,4	1,0	49,1	21,7	41,5	0,6	-16,9	2,2
Okt.	70,2	-10,8	38,1	8,4	31,4	3,1	74,2	-3,9	21,2	9,4	45,2	2,3
Nov.	88,5	1,4	8,6	6,7	63,4	8,4	5,6	5,7	-35,8	6,2	21,0	8,4

**A16 Nettoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien: saisonbereinigt und nicht saisonbereinigt**  
(in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen; Nominalwerte)



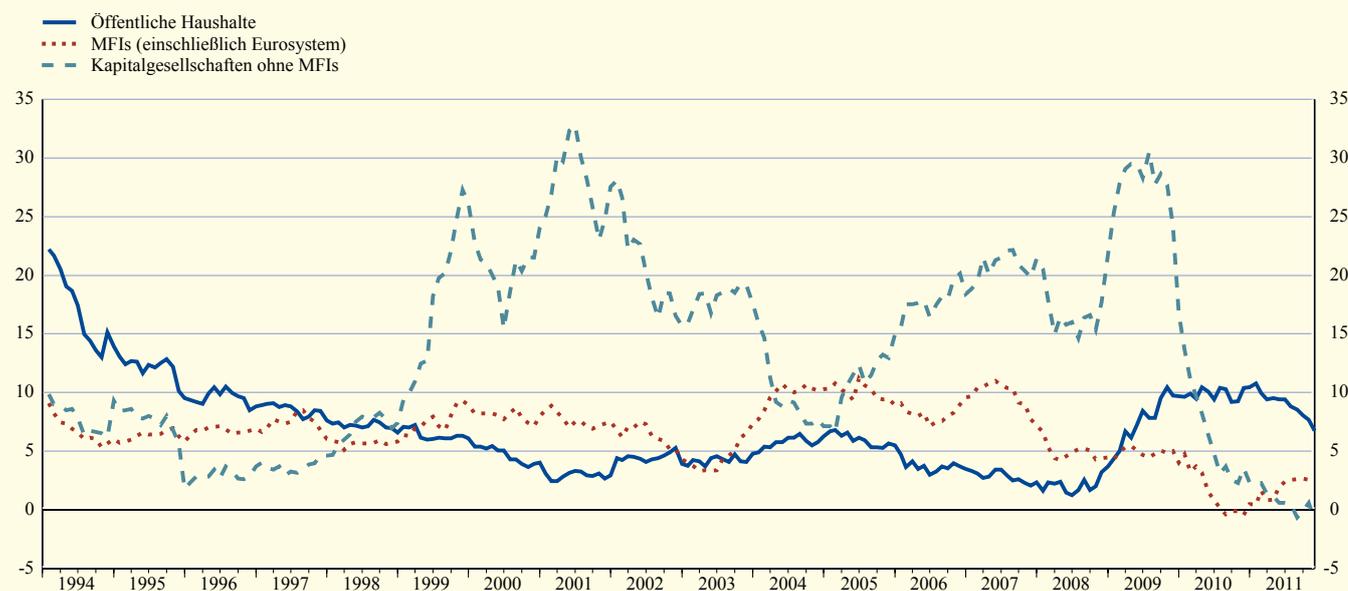
Quelle: EZB.

1) Die Monatsangaben zum Nettoabsatz beziehen sich auf die in dem Monat getätigten Transaktionen. Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Quartals- und Jahreswerte auf die jeweiligen Monatsdurchschnitte.

#### 4.3 Wachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gegebenen Wertpapiere ohne Aktien<sup>1)</sup> (Veränderung in %)

	Jahreswachstumsraten (nicht saisonbereinigt)						Sechsmonatsraten (saisonbereinigt)					
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Insgesamt											
2010 Nov.	4,3	0,1	2,5	8,5	8,1	12,8	5,5	0,5	4,9	4,9	9,7	19,1
Dez.	3,6	-0,3	1,8	7,5	7,0	13,2	4,5	0,6	3,2	6,8	8,0	13,3
2011 Jan.	3,7	0,0	1,8	7,1	7,1	13,4	5,0	2,3	3,8	6,8	7,3	10,9
Febr.	4,1	1,6	2,3	5,4	6,7	11,9	4,1	2,5	1,4	6,0	6,4	9,4
März	3,4	0,8	1,3	4,7	5,9	14,5	3,5	2,2	-1,0	5,2	6,3	12,1
April	3,2	0,4	1,2	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,7	2,5	5,3	12,3
Mai	3,6	1,7	0,4	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,0	3,7	2,7	15,8
Juni	3,9	1,8	0,5	4,2	6,5	16,1	3,2	2,8	-2,0	1,8	5,2	20,1
Juli	3,7	1,8	0,4	4,9	6,2	13,3	2,4	1,2	-2,8	2,9	5,1	15,9
Aug.	3,2	1,9	-1,2	5,2	5,6	15,3	2,4	1,2	-3,8	4,4	4,9	22,0
Sept.	3,3	2,3	-0,4	4,8	5,1	14,2	3,1	2,3	0,1	4,4	4,0	16,8
Okt.	3,4	2,9	0,0	4,7	4,7	12,9	3,5	2,9	0,8	6,9	4,2	12,9
Nov.	2,5	3,1	-1,9	5,0	3,0	13,6	3,1	3,2	0,0	6,3	3,4	11,1
	Langfristig											
2010 Nov.	4,8	-0,5	2,1	9,6	10,4	10,9	5,5	0,4	4,1	7,3	10,4	13,0
Dez.	4,8	0,5	0,8	8,8	10,5	9,2	5,6	1,9	1,8	7,4	11,2	6,8
2011 Jan.	4,8	0,4	0,8	8,0	11,0	8,3	6,2	3,7	2,0	7,4	10,9	7,5
Febr.	5,0	1,7	1,3	6,4	10,1	8,6	5,6	4,1	0,2	6,0	10,0	8,5
März	4,3	0,8	0,3	5,7	9,4	9,0	5,1	3,3	-1,9	5,6	11,0	9,4
April	4,3	0,9	0,2	5,0	9,5	9,5	4,8	3,4	-1,5	4,0	10,0	8,7
Mai	4,5	2,0	-0,5	5,2	9,1	12,1	3,4	3,6	-4,8	3,1	7,9	11,0
Juni	4,6	2,4	-0,3	4,4	9,4	9,4	3,7	2,9	-2,2	1,5	7,8	11,9
Juli	4,4	2,5	-0,5	4,7	8,7	9,8	2,7	1,4	-2,9	2,1	6,6	12,2
Aug.	4,0	2,6	-1,8	4,4	8,4	10,2	2,5	1,1	-3,9	2,9	6,8	12,1
Sept.	4,0	2,7	-1,0	3,4	7,9	9,4	2,9	2,1	-0,1	1,3	5,0	9,3
Okt.	4,0	2,5	-0,1	3,5	7,6	8,7	3,2	1,7	1,4	3,1	5,3	8,5
Nov.	3,3	2,7	-2,0	4,0	6,4	10,0	3,1	1,8	0,6	4,9	4,9	9,1

#### A17 Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen (Veränderung gegen Vorjahr in %)



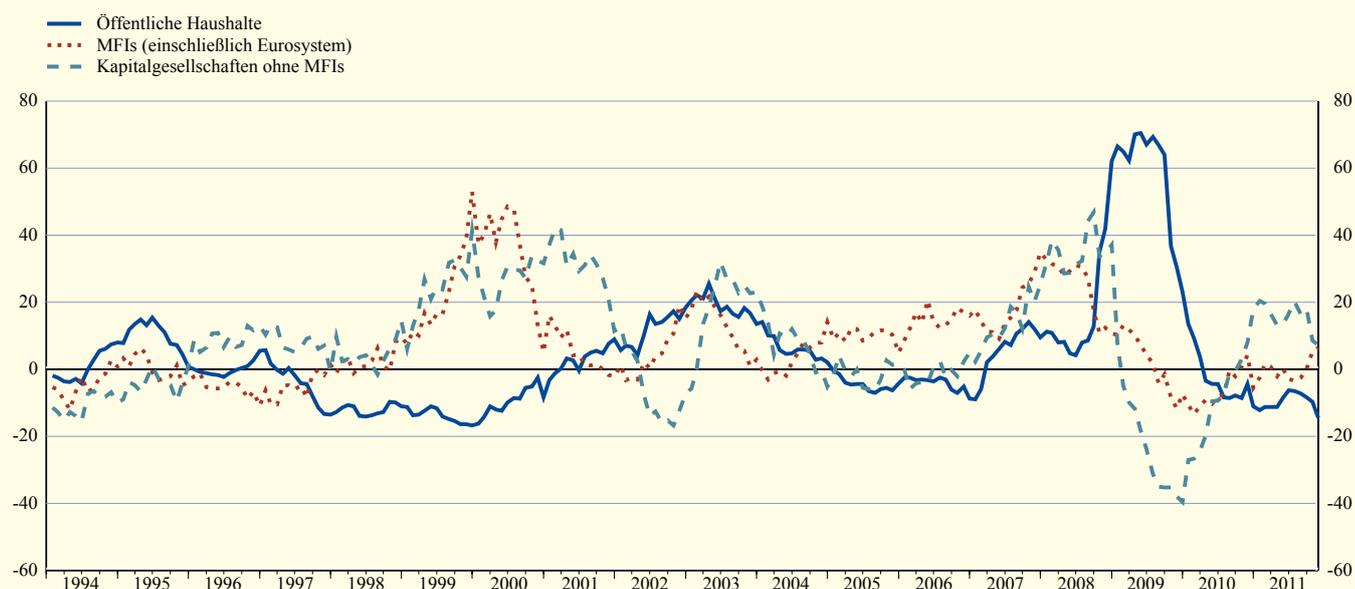
Quelle: EZB.

1) Einzelheiten zur Berechnung der Wachstumsraten finden sich im Abschnitt „Technischer Hinweis“. Die Sechsmonatsraten sind auf Jahresraten hochgerechnet.

**4.3 Noch: Wachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien<sup>1)</sup>**  
(Veränderung in %)

	Langfristig festverzinslich						Langfristig variabel verzinslich					
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
	Alle Währungen											
2009	9,5	7,1	17,3	25,3	8,0	5,4	12,2	1,7	36,9	-1,8	-0,3	22,2
2010	8,8	5,8	6,4	19,7	9,9	8,8	-0,6	-3,9	0,7	-1,5	6,4	27,5
2010 Q4	7,0	2,8	3,2	12,4	9,8	7,2	-0,2	-3,3	-0,9	-1,0	12,1	25,7
2011 Q1	6,9	3,4	3,2	9,2	9,7	5,6	0,5	-1,8	-1,9	-1,2	19,0	20,0
Q2	6,5	4,6	3,7	6,4	8,2	7,9	-0,4	-2,1	-4,5	-1,5	23,5	18,4
Q3	6,6	6,2	4,3	5,2	7,4	8,9	-1,4	-1,4	-7,6	-2,3	25,7	13,0
2011 Juni	7,0	5,9	4,4	5,3	8,3	8,6	-0,7	-1,2	-6,2	-1,9	25,7	12,3
Juli	6,8	6,1	4,4	5,5	7,7	9,0	-1,3	-1,3	-7,2	-1,8	24,4	12,7
Aug.	6,5	6,3	3,9	5,2	7,2	9,4	-1,9	-1,5	-8,5	-2,2	25,6	13,4
Sept.	6,1	6,3	4,6	4,3	6,4	8,3	-1,4	-1,2	-8,1	-3,7	28,3	13,4
Okt.	5,7	5,7	3,5	4,2	6,2	7,5	-0,5	-1,0	-5,9	-2,9	25,8	12,7
Nov.	5,2	5,1	1,6	4,6	5,8	8,5	-1,6	0,0	-7,4	-2,3	14,6	15,1
	Euro											
2009	10,0	9,0	20,4	23,6	8,3	4,4	14,7	3,9	39,3	-2,3	-0,4	21,4
2010	9,1	5,6	7,4	20,1	10,0	8,3	-0,3	-3,3	0,5	-1,9	5,9	26,2
2010 Q4	7,2	1,6	4,2	12,8	10,0	6,6	0,1	-2,4	-1,3	-1,5	12,3	26,5
2011 Q1	7,0	2,2	3,4	9,5	9,9	4,5	1,0	-0,1	-2,7	-1,7	19,1	21,0
Q2	6,6	3,8	4,1	6,5	8,5	7,3	0,3	-0,6	-4,6	-2,6	23,5	18,1
Q3	6,7	5,4	4,5	5,9	7,6	8,6	-1,1	-0,2	-8,3	-3,4	25,6	11,1
2011 Juni	7,1	5,0	4,8	6,0	8,5	8,1	0,0	0,1	-6,0	-2,4	25,5	10,6
Juli	6,9	5,3	4,7	6,3	7,9	8,4	-1,2	-0,2	-8,2	-3,2	24,3	10,7
Aug.	6,6	5,6	4,0	6,0	7,4	9,0	-1,6	-0,5	-9,1	-3,6	25,6	11,5
Sept.	6,1	5,7	4,5	4,8	6,6	8,4	-1,4	0,0	-9,4	-4,5	28,3	11,4
Okt.	5,8	5,4	3,4	4,5	6,4	8,2	0,0	0,5	-6,5	-3,9	25,6	11,0
Nov.	5,4	5,1	1,8	4,7	6,1	9,0	-1,1	1,5	-7,9	-3,3	14,3	13,7

**A18 Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen**  
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

1) Bei Monatsangaben beziehen sich die prozentualen Veränderungen gegenüber dem Vorjahr auf das Monatsende, bei Quartals- und Jahresangaben auf die jährliche Veränderung der Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Einzelheiten hierzu finden sich im Abschnitt „Technischer Hinweis“.

#### 4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Marktkurse)

##### 1. Umlauf und Jahreswachstumsraten

(Umlauf am Ende des Berichtszeitraums)

	Insgesamt			MFIs		Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
	Umlauf	Index Dez. 2008 = 100	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
2009 Nov.	4 079,4	102,6	2,7	563,8	8,8	319,9	2,2	3 195,7	1,9
Dez.	4 410,6	103,0	3,0	566,0	9,2	350,9	5,4	3 493,7	1,8
2010 Jan.	4 242,8	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3 385,4	1,9
Febr.	4 161,5	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3 323,0	2,0
März	4 474,4	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3 565,5	1,8
April	4 409,1	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3 555,0	1,7
Mai	4 093,4	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3 324,9	1,5
Juni	4 054,6	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3 292,7	1,0
Juli	4 256,1	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3 398,3	0,9
Aug.	4 121,2	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3 327,5	0,9
Sept.	4 345,2	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3 531,6	0,9
Okt.	4 531,0	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3 683,1	0,8
Nov.	4 413,3	104,4	1,8	437,8	6,8	316,6	5,4	3 658,9	0,8
Dez.	4 596,2	104,4	1,4	458,4	6,5	334,0	2,3	3 803,8	0,7
2011 Jan.	4 759,8	104,6	1,4	514,3	6,2	365,8	3,0	3 879,7	0,6
Febr.	4 845,8	104,7	1,5	535,0	6,8	378,9	3,9	3 931,9	0,6
März	4 767,3	104,8	1,4	491,7	6,2	363,2	4,1	3 912,5	0,5
April	4 891,8	105,0	1,5	497,5	6,8	371,5	4,1	4 022,8	0,6
Mai	4 777,5	105,0	1,5	475,9	7,4	356,2	4,1	3 945,4	0,4
Juni	4 722,7	105,5	1,7	491,6	10,2	350,5	4,6	3 880,6	0,4
Juli	4 504,3	105,7	1,9	458,8	12,1	325,5	4,9	3 720,0	0,4
Aug.	3 975,4	105,9	2,0	383,0	13,4	281,6	4,9	3 310,7	0,4
Sept.	3 749,2	105,9	2,0	350,7	13,1	264,3	5,8	3 134,2	0,3
Okt.	4 044,0	105,9	1,7	361,3	10,2	288,0	5,8	3 394,8	0,3
Nov.	3 893,4	106,0	1,5	330,6	9,1	271,5	4,6	3 291,3	0,3

#### A19 Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

1) Einzelheiten zur Berechnung des Index und der Wachstumsraten finden sich im Abschnitt „Technischer Hinweis“.

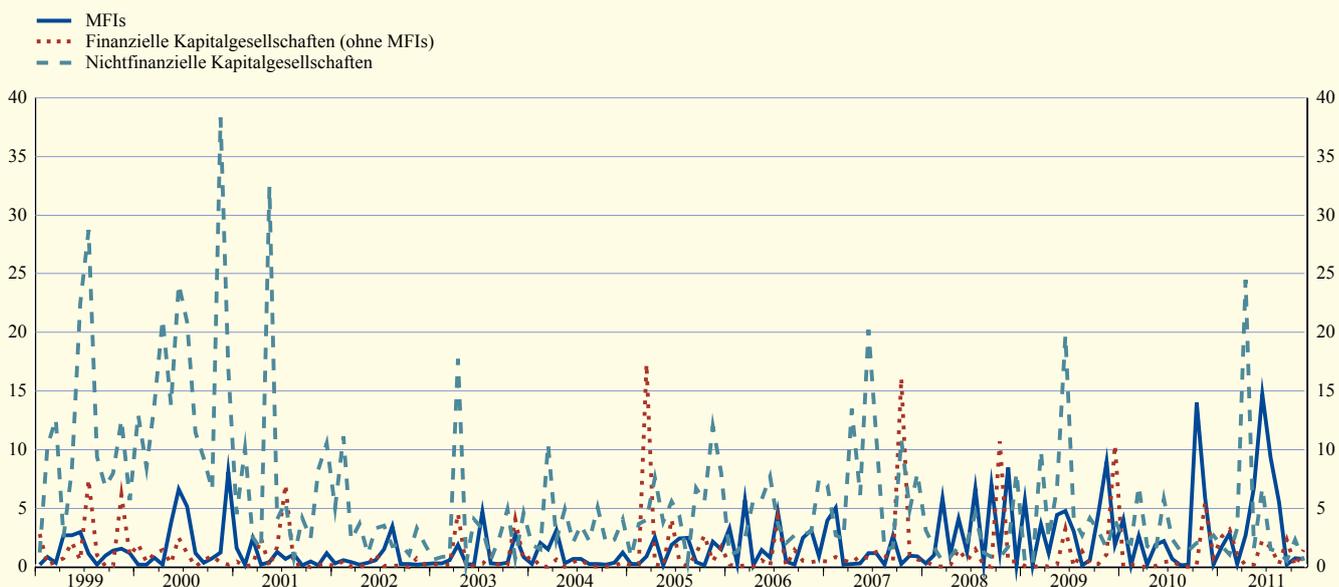
**4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet**  
(in Mrd €; Marktkurse)

**2. Während des Monats getätigte Transaktionen**

	Insgesamt			MFIs			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
	Brutto- absatz 1	Tilgungen 2	Netto- absatz 3	Brutto- absatz 4	Tilgungen 5	Netto- absatz 6	Brutto- absatz 7	Tilgungen 8	Netto- absatz 9	Brutto- absatz 10	Tilgungen 11	Netto- absatz 12
2009 Nov.	11,6	0,2	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
2009 Dez.	16,2	0,2	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 Jan.	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
2010 Febr.	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
2010 März	9,6	0,6	9,0	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,6	6,3
2010 April	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
2010 Mai	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4
2010 Juni	8,4	0,4	8,0	2,2	0,0	2,2	0,4	0,0	0,4	5,8	0,4	5,4
2010 Juli	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,5	2,4	0,8	1,6
2010 Aug.	1,4	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	0,2
2010 Sept.	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
2010 Okt.	16,3	0,2	16,0	14,0	0,0	14,0	0,2	0,1	0,1	2,0	0,2	1,9
2010 Nov.	13,5	1,5	12,0	5,9	0,0	5,9	5,5	0,1	5,4	2,1	1,4	0,7
2010 Dez.	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,9	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
2011 Jan.	6,1	1,3	4,8	1,7	0,0	1,7	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
2011 Febr.	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
2011 März	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
2011 April	27,3	18,5	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	24,5	18,5	6,0
2011 Mai	8,6	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,0
2011 Juni	23,7	1,3	22,5	14,7	0,0	14,7	2,3	0,3	2,0	6,7	1,0	5,7
2011 Juli	12,4	0,7	11,7	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,5	0,7	0,8
2011 Aug.	7,1	1,1	6,0	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,9	0,4
2011 Sept.	2,9	2,9	0,0	0,0	0,9	-0,9	2,3	0,0	2,3	0,5	2,0	-1,4
2011 Okt.	3,1	0,4	2,7	0,7	0,0	0,7	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
2011 Nov.	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,5	1,5	-1,0

**A20 Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen**

(in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen; Marktkurse)



Quelle: EZB.

## 4.5 Zinssätze der MFIs für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>

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

### 1. Einlagenzinsen (Neugeschäft)

	Einlagen privater Haushalte						Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften				Repo- geschäfte
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Mit vereinbarter Kündigungsfrist <sup>2)</sup>		Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			
		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2011 Jan.	0,43	2,38	2,61	2,77	1,53	1,85	0,54	1,29	2,42	2,52	1,02
Febr.	0,44	2,36	2,74	2,80	1,60	1,86	0,52	1,32	2,37	2,69	1,04
März	0,45	2,34	2,78	2,90	1,61	1,88	0,54	1,37	2,53	2,81	1,14
April	0,46	2,47	2,85	3,08	1,65	1,90	0,61	1,58	2,62	2,95	1,30
Mai	0,49	2,52	2,96	3,07	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30
Juni	0,49	2,58	3,25	3,15	1,70	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47
Juli	0,52	2,74	3,16	3,10	1,70	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41
Aug.	0,54	2,73	3,16	2,99	1,77	1,93	0,68	1,64	2,69	2,99	1,42
Sept.	0,55	2,73	3,15	2,92	1,79	1,94	0,69	1,71	2,72	2,79	1,47
Okt.	0,55	2,88	3,17	3,14	1,80	1,96	0,69	1,67	2,74	3,23	1,65
Nov.	0,55	2,78	3,08	3,03	1,80	1,96	0,67	1,46	2,60	2,84	1,62
Dez.	0,54	2,78	3,20	3,05	1,81	1,97	0,65	1,50	2,80	2,90	1,39

### 2. Zinssätze für Kredite an private Haushalte (Neugeschäft)

	Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten <sup>3)</sup>	Konsumentenkredite				Effektiver Jahres- zinssatz <sup>4)</sup>	Wohnungsbaukredite				Effektiver Jahres- zinssatz <sup>4)</sup>	Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit		
			Mit anfänglicher Zinsbindung			Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mit anfänglicher Zinsbindung			Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mit anfänglicher Zinsbindung		
			Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre			Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren			Mehr als 10 Jahre	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2011 Jan.	8,06	16,73	5,09	6,13	7,83	7,20	2,94	3,69	3,91	3,84	3,83	3,21	4,24	4,08	
Febr.	8,09	16,81	5,38	6,13	7,83	7,31	2,96	3,83	4,06	3,92	3,90	3,36	4,63	4,30	
März	8,04	16,88	5,44	6,22	7,82	7,32	3,01	3,82	4,15	4,01	3,93	3,43	4,69	4,43	
April	8,12	16,92	5,17	6,23	7,80	7,25	3,12	3,95	4,24	4,15	4,03	3,54	4,68	4,53	
Mai	8,19	16,91	5,35	6,37	7,99	7,49	3,23	4,01	4,30	4,18	4,09	3,75	4,81	4,60	
Juni	8,24	16,95	5,37	6,47	7,87	7,42	3,26	4,04	4,29	4,18	4,09	3,82	4,78	4,62	
Juli	8,28	16,94	5,13	6,53	7,98	7,43	3,33	4,02	4,26	4,19	4,10	3,83	4,82	4,60	
Aug.	8,31	17,10	5,34	6,54	7,97	7,57	3,47	3,96	4,20	4,15	4,16	3,95	4,96	4,39	
Sept.	8,41	17,18	5,77	6,57	7,94	7,64	3,41	3,86	4,02	4,02	4,02	3,97	4,86	4,20	
Okt.	8,43	17,18	5,60	6,53	7,94	7,54	3,44	3,79	3,86	3,94	3,95	3,98	4,76	4,16	
Nov.	8,40	17,12	5,56	6,47	7,78	7,39	3,43	3,74	3,84	3,93	3,96	4,22	4,93	4,02	
Dez.	8,38	17,08	5,27	6,44	7,64	7,16	3,48	3,74	3,81	3,95	4,02	4,13	4,84	3,92	

### 3. Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

	Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite bis zu 250 000 € mit anfänglicher Zinsbindung						Sonstige Kredite von mehr als 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung					
		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 3 Jahren	Mehr als 3 Jahre bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 3 Jahren	Mehr als 3 Jahre bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011 Jan.	4,11	3,82	4,07	4,35	4,63	4,03	3,88	2,37	2,90	2,64	3,55	3,67	3,85
Febr.	4,12	3,98	4,21	4,48	4,89	4,39	3,94	2,55	3,06	2,96	3,86	3,88	3,75
März	4,12	4,02	4,39	4,63	5,00	4,49	4,02	2,53	3,26	3,00	3,61	3,84	3,84
April	4,25	4,07	4,47	4,73	5,05	4,57	4,15	2,72	3,31	3,38	3,78	4,36	4,15
Mai	4,30	4,18	4,65	4,79	5,14	4,67	4,19	2,65	3,37	3,17	3,63	3,65	4,11
Juni	4,41	4,23	4,68	4,74	5,16	4,67	4,44	2,78	3,49	3,50	3,61	2,77	4,00
Juli	4,43	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,88	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24
Aug.	4,49	4,44	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,80	3,56	3,70	3,99	3,87	4,06
Sept.	4,55	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,74	3,63	3,64	3,74
Okt.	4,60	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,55	3,85	3,89	3,60	3,71
Nov.	4,61	4,77	5,26	4,98	5,10	4,66	4,26	2,81	3,69	3,51	3,92	3,60	3,71
Dez.	4,66	4,89	5,17	4,91	5,04	4,58	4,27	3,01	3,76	3,11	3,95	3,75	3,75

Quelle: EZB.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- Bei dieser Instrumentenkategorie werden private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zusammengefasst und dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet, da die Bestände nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Vergleich zu denen privater Haushalte aggregiert über alle Länder des Euro-Währungsgebiets verschwindend gering sind.
- Diese Instrumentenkategorie enthält keine unechten Kreditkartenkredite, d. h. Kredite, die während des Abrechnungszeitraums mit einem Zinssatz von 0 % gewährt werden.
- Der effektive Jahreszinssatz beinhaltet die gesamten Kreditkosten. Diese umfassen sowohl die Zinskomponente als auch andere kreditbezogene Kosten wie z. B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente und Garantien.

**4.5 Zinssätze der MFls für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFls im Euro-Währungsgebiet<sup>1),\*</sup>**

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

**4. Einlagenzinsen (Bestände)**

	Einlagen privater Haushalte					Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften			Reposgeschäfte
	Täglich fällig <sup>2)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist <sup>2), 3)</sup>		Täglich fällig <sup>2)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit		
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 Jan.	0,43	2,31	2,72	1,53	1,85	0,54	1,78	3,07	1,55
Febr.	0,44	2,34	2,73	1,60	1,86	0,52	1,80	3,09	1,59
März	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,85	3,13	1,65
April	0,46	2,40	2,73	1,65	1,90	0,61	1,94	3,12	1,72
Mai	0,49	2,45	2,73	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76
Juni	0,49	2,49	2,75	1,70	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93
Juli	0,52	2,54	2,77	1,70	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94
Aug.	0,54	2,58	2,77	1,77	1,93	0,68	2,12	3,14	1,97
Sept.	0,55	2,62	2,79	1,79	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07
Okt.	0,55	2,65	2,78	1,80	1,96	0,69	2,16	3,14	2,15
Nov.	0,55	2,69	2,80	1,80	1,96	0,67	2,17	3,16	2,24
Dez.	0,54	2,72	2,78	1,81	1,97	0,65	2,14	3,13	2,37

**5. Kreditzinsen (Bestände)**

	Kredite an private Haushalte						Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
	Wohnungsbaukredite nach Laufzeiten			Konsumentenkredite und sonstige Kredite nach Laufzeiten			Nach Laufzeiten		
	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 Jan.	3,70	3,80	3,80	7,85	6,40	5,18	3,59	3,44	3,42
Febr.	3,68	3,81	3,82	7,88	6,43	5,20	3,64	3,47	3,46
März	3,72	3,80	3,84	7,92	6,40	5,20	3,68	3,49	3,48
April	3,82	3,78	3,84	7,94	6,43	5,23	3,78	3,60	3,53
Mai	3,81	3,78	3,85	7,96	6,38	5,24	3,84	3,65	3,56
Juni	3,87	3,78	3,86	7,95	6,45	5,28	3,93	3,73	3,63
Juli	4,03	3,79	3,90	8,03	6,42	5,30	4,00	3,80	3,69
Aug.	4,06	3,78	3,89	8,07	6,42	5,31	4,06	3,84	3,72
Sept.	4,13	3,80	3,92	8,14	6,48	5,32	4,11	3,85	3,74
Okt.	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,18	3,87	3,74
Nov.	4,12	3,77	3,91	8,09	6,45	5,34	4,20	3,90	3,76
Dez.	4,12	3,75	3,89	8,11	6,42	5,31	4,26	3,87	3,72

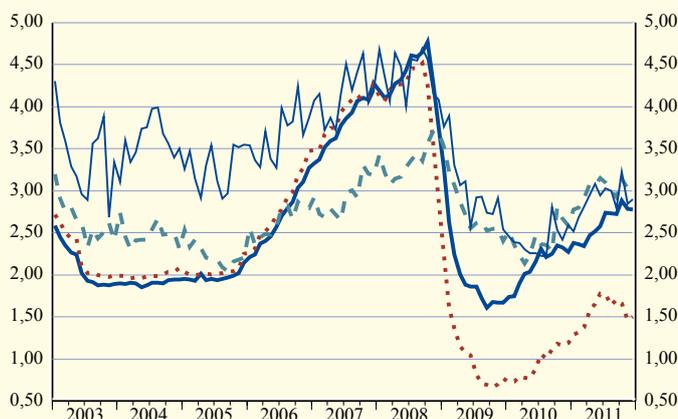
**A21 Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit**

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

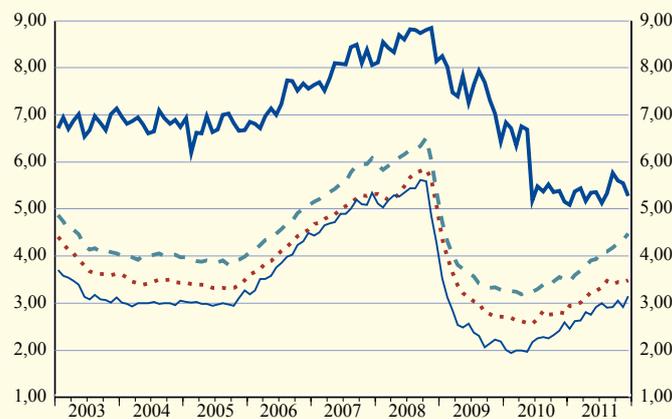
**A22 Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr**

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

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



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



Quelle: EZB.

\* Die Quelle für die Angaben in der Tabelle sowie die zugehörigen Fußnoten sind auf Seite S42 zu finden.

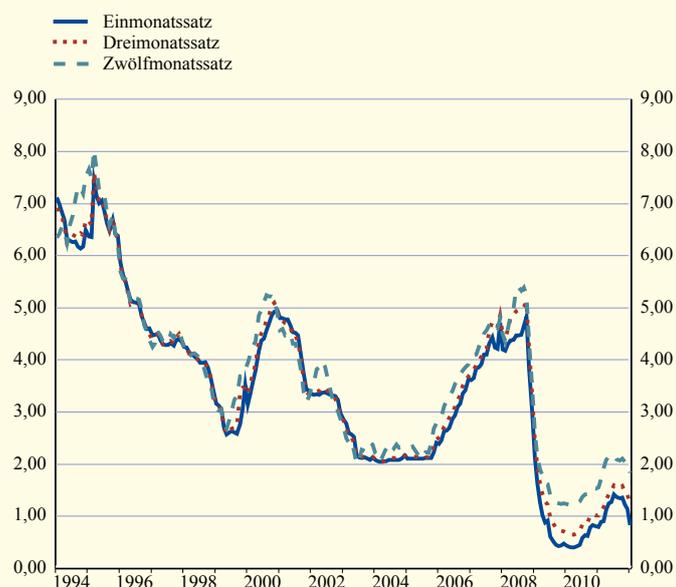
## 4.6 Geldmarktsätze

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

	Euro-Währungsgebiet <sup>1), 2)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmontatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2010 Q4	0,59	0,81	1,02	1,25	1,52	0,29	0,19
2011 Q1	0,67	0,86	1,10	1,37	1,74	0,31	0,19
Q2	1,04	1,22	1,42	1,70	2,13	0,26	0,20
Q3	0,97	1,38	1,56	1,77	2,11	0,30	0,19
Q4	0,79	1,24	1,50	1,72	2,05	0,48	0,20
2011 Jan.	0,66	0,79	1,02	1,25	1,55	0,30	0,19
Febr.	0,71	0,89	1,09	1,35	1,71	0,31	0,19
März	0,66	0,90	1,18	1,48	1,92	0,31	0,20
April	0,97	1,13	1,32	1,62	2,09	0,28	0,20
Mai	1,03	1,24	1,43	1,71	2,15	0,26	0,20
Juni	1,12	1,28	1,49	1,75	2,14	0,25	0,20
Juli	1,01	1,42	1,60	1,82	2,18	0,25	0,20
Aug.	0,91	1,37	1,55	1,75	2,10	0,29	0,19
Sept.	1,01	1,35	1,54	1,74	2,07	0,35	0,19
Okt.	0,96	1,36	1,58	1,78	2,11	0,41	0,19
Nov.	0,79	1,23	1,48	1,71	2,04	0,48	0,20
Dez.	0,63	1,14	1,43	1,67	2,00	0,56	0,20
2012 Jan.	0,38	0,84	1,22	1,50	1,84	0,57	0,20

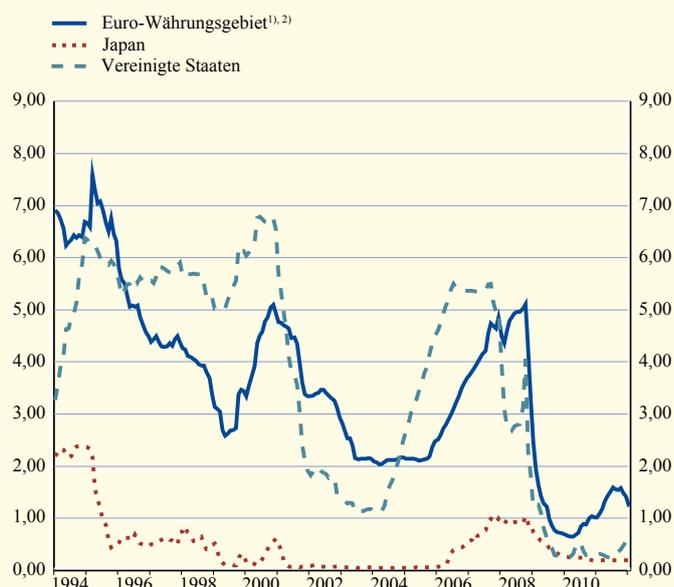
### A23 Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet<sup>1), 2)</sup>

(Monatsdurchschnitte; in % p. a.)



### A24 Dreimonats-Geldmarktsätze

(Monatsdurchschnitte; in % p. a.)



Quelle: EZB.

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

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

#### 4.7 Zinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>

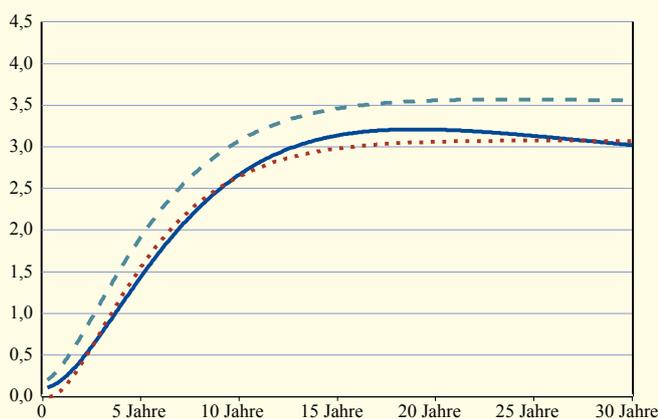
(Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets; Stand am Ende des Berichtszeitraums; Sätze in % p. a.; Spreads in Prozentpunkten)

	Kassazinssätze								Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 3 Monate (Spread)	10 Jahre - 2 Jahre (Spread)	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2010 Q4	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 Q1	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
Q2	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
Q3	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
Q4	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2011 Jan.	0,65	1,03	1,48	2,55	3,03	3,49	2,84	2,01	1,51	2,34	3,96	4,62
Febr.	0,69	1,08	1,53	2,55	3,02	3,49	2,80	1,96	1,56	2,37	3,91	4,67
März	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
April	1,02	1,41	1,86	2,80	3,19	3,55	2,53	1,70	1,90	2,67	3,96	4,46
Mai	1,03	1,32	1,67	2,52	2,93	3,37	2,34	1,69	1,69	2,34	3,69	4,51
Juni	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
Juli	1,01	1,11	1,32	2,09	2,55	3,06	2,05	1,74	1,28	1,79	3,34	4,39
Aug.	0,61	0,67	0,86	1,69	2,21	2,76	2,15	1,90	0,80	1,33	3,09	4,22
Sept.	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
Okt.	0,38	0,54	0,81	1,71	2,22	2,79	2,41	1,98	0,78	1,39	3,12	4,29
Nov.	0,20	0,38	0,74	1,92	2,51	3,07	2,87	2,33	0,69	1,53	3,64	4,41
Dez.	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 Jan.	0,11	0,21	0,45	1,44	2,03	2,67	2,55	2,22	0,39	1,03	3,07	4,26

#### A25 Kassazinnsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets<sup>2)</sup>

(in % p. a.; Stand am Ende des Berichtszeitraums)

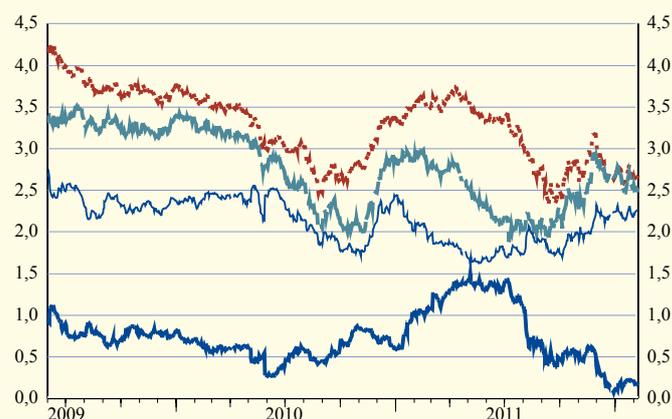
- Januar 2012
- Dezember 2011
- November 2011



#### A26 Kassazinssätze und Spreads im Euro-Währungsgebiet<sup>2)</sup>

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

- Einjahressatz (linke Skala)
- Zehnjahressatz (linke Skala)
- Spread zwischen Zehnjahres- und Dreimonatssatz (rechte Skala)
- Spread zwischen Zehnjahres- und Zweijahressatz (rechte Skala)



Quellen: EZB-Berechnungen basierend auf zugrunde liegenden Daten von EuroMTS und Bonitätseinstufungen von Fitch Ratings.

- 1) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 2) Die Daten umfassen Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets mit einem AAA-Rating.

## 4.8 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX <sup>1)</sup>												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen											
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	234,2	2 521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9 321,6
2010	265,5	2 779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1 140,0	10 006,5
2011	256,0	2 611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1 267,6	9 425,4
2010 Q4	273,4	2 817,8	513,8	176,1	361,3	309,9	175,7	361,9	227,0	333,0	399,2	405,0	1 204,6	9 842,4
2011 Q1	285,5	2 932,9	532,7	175,5	366,3	341,1	185,0	388,0	249,6	347,7	396,7	415,0	1 302,5	10 285,3
Q2	281,2	2 862,7	552,0	169,6	370,7	328,8	175,2	391,5	239,7	333,7	385,0	448,4	1 318,3	9 609,4
Q3	236,0	2 381,6	463,7	146,0	341,5	282,0	133,8	323,0	199,8	270,2	333,0	435,0	1 225,3	9 246,3
Q4	222,4	2 277,8	427,1	142,1	327,1	295,5	117,2	296,6	201,8	256,5	320,3	432,4	1 225,7	8 580,6
2011 Jan.	282,8	2 900,7	531,1	178,1	375,3	335,1	178,0	385,8	246,1	346,2	390,7	411,8	1 282,6	10 449,5
Febr.	292,3	3 015,7	540,5	179,0	369,7	348,0	193,5	393,1	257,6	359,0	402,9	418,7	1 321,1	10 622,3
März	281,9	2 890,4	527,4	170,1	355,0	340,5	184,1	385,7	245,9	339,1	396,8	414,6	1 304,5	9 852,4
April	287,5	2 947,2	557,3	172,5	366,6	343,8	182,4	397,9	250,0	346,9	402,8	435,4	1 331,5	9 644,6
Mai	284,0	2 885,8	557,0	171,7	374,9	330,4	176,3	395,5	246,5	337,8	386,4	457,8	1 338,3	9 650,8
Juni	272,9	2 766,6	542,5	164,9	370,0	314,3	168,0	382,0	224,1	318,3	368,2	450,3	1 287,3	9 541,5
Juli	270,5	2 743,5	550,7	160,8	384,4	317,4	160,6	375,7	221,0	307,8	360,0	467,4	1 325,2	9 996,7
Aug.	226,9	2 297,2	443,7	141,1	329,7	268,6	129,0	307,3	189,7	258,4	329,3	420,7	1 185,3	9 072,9
Sept.	212,6	2 124,3	401,4	137,0	312,8	262,4	113,3	289,2	190,1	246,7	311,1	419,0	1 173,9	8 695,4
Okt.	226,1	2 312,3	424,8	142,4	325,6	290,2	123,1	302,3	203,0	269,9	334,1	426,1	1 207,2	8 733,6
Nov.	219,2	2 239,6	423,6	141,5	325,9	293,5	112,8	292,2	205,7	250,6	316,6	423,3	1 226,4	8 506,1
Dez.	222,2	2 283,3	433,2	142,4	329,9	302,9	115,9	295,5	196,6	249,3	310,3	448,4	1 243,3	8 506,0
2012 Jan.	233,4	2 382,1	477,6	146,9	351,8	317,3	120,4	319,2	206,9	248,8	305,0	473,6	1 300,6	8 616,7

## A27 Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225

(Januar 1994 = 100; Monatsdurchschnitte)



Quelle: EZB.

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



# PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

## 5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

### 1. Harmonisierter Verbraucherpreisindex<sup>1)</sup>

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)						Nachrichtlich: Administrierte Preise <sup>2)</sup>		
	Index: 2005 = 100	Insgesamt			Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
		Insgesamt ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie												
Gewichte in % (2011)	100,0	100,0	82,3	58,6	41,4	100,0	11,9	7,4	28,9	10,4	41,4	88,7	11,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7	
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,8	
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5	
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5	
2010 Q4	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,5	0,4	0,3	2,0	0,4	2,0	2,3	
2011 Q1	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,9	0,4	-0,1	6,3	0,5	2,4	3,4	
Q2	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,1	0,4	0,5	2,8	0,6	2,7	3,6	
Q3	112,8	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,1	0,1	-0,3	0,4	0,5	2,6	3,5	
Q4	114,1	2,9	2,0	3,7	1,9	0,8	1,0	0,9	1,1	1,5	0,3	2,9	3,5	
2011 Aug.	112,6	2,5	1,5	3,0	1,9	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,2	0,2	2,4	3,4	
Sept.	113,5	3,0	2,0	3,7	1,9	0,5	0,4	0,2	1,2	0,9	0,1	2,9	3,5	
Okt.	113,9	3,0	2,0	3,9	1,8	0,2	0,5	0,4	0,2	0,6	0,1	3,0	3,6	
Nov.	114,0	3,0	2,0	3,9	1,9	0,2	0,2	0,4	0,1	0,7	0,1	3,0	3,5	
Dez.	114,4	2,7	2,0	3,3	1,9	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,2	2,7	3,5	
2012 Jan. <sup>3)</sup>		2,7												

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und Dienstleistungen aus dem persönlichen Bereich	Sonstige Dienstleistungen	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten
Gewichte in % (2011)	19,3	11,9	7,4	39,3	28,9	10,4	10,1	6,0	6,5	3,2	14,6	7,0
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2010 Q4	1,9	1,3	2,7	2,9	0,8	9,2	1,6	1,3	1,9	-0,8	1,2	1,5
2011 Q1	2,2	2,1	2,3	3,6	0,5	12,7	1,8	1,3	2,0	-0,4	1,5	1,9
Q2	2,6	3,0	1,9	3,7	1,0	11,5	1,9	1,4	3,2	-1,0	2,0	2,1
Q3	2,8	3,7	1,3	3,4	0,4	12,0	1,8	1,5	3,2	-1,8	2,2	2,1
Q4	3,3	4,2	1,8	3,9	1,2	11,5	1,7	1,4	3,0	-1,8	2,2	2,1
2011 Juli	2,6	3,4	1,3	3,1	0,0	11,8	1,9	1,5	3,4	-1,6	2,2	2,0
Aug.	2,7	3,6	1,1	3,1	0,0	11,8	1,8	1,5	3,3	-1,8	2,2	2,1
Sept.	3,0	4,0	1,4	4,1	1,2	12,4	1,8	1,4	3,1	-1,9	2,3	2,2
Okt.	3,3	4,3	1,8	4,2	1,3	12,4	1,7	1,4	2,9	-1,9	2,2	2,0
Okt.	3,4	4,3	1,9	4,1	1,3	12,3	1,7	1,3	2,9	-1,7	2,2	2,2
Dez.	3,1	4,1	1,6	3,4	1,2	9,7	1,7	1,4	3,2	-1,9	2,2	2,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Diese experimentellen Daten liefern nur einen Näherungswert der Preisadministrierung, da Änderungen der administrierten Preise nicht vollständig von anderen Einflüssen getrennt werden können. Eine Erläuterung der bei der Erstellung dieses Indikators verwendeten Methodik findet sich auf der Website von Eurostat unter <http://ep.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.

3) Die Schätzung basiert auf vorläufigen nationalen Veröffentlichungen, die üblicherweise rund 95 % des Euro-Währungsgebiets abdecken, sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen.

## 5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

### 2. Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Wohnimmobilien

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe										Baugewerbe <sup>1)</sup>	Preise für Wohnimmobilien <sup>2)</sup>
	Insgesamt (Index: 2005=100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie		
		Verarbeitendes Gewerbe	Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter						
						Zusammen	Gebrauchsgüter	Verbrauchsgüter				
Gewichte in % (2005)	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,9
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-3,1
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,1
2011	118,3	5,9	5,5	3,8	5,9	1,4	3,1	2,1	3,3	11,9	.	.
2010 Q4	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	1,9
2011 Q1	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,1	2,0
Q2	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	1,1
Q3	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,2	1,0
Q4	119,3	5,1	4,5	2,9	3,4	1,5	3,3	2,5	3,4	11,4	.	.
2011 Juli	118,9	6,1	5,8	4,0	6,1	1,5	3,3	1,9	3,5	11,9	-	-
Aug.	118,7	5,8	5,5	3,8	5,7	1,5	3,3	2,1	3,5	11,4	-	-
Sept.	119,0	5,8	5,4	3,5	5,0	1,5	3,4	2,5	3,5	12,2	-	-
Okt.	119,2	5,5	5,0	3,2	4,1	1,5	3,4	2,5	3,5	12,3	-	-
Nov.	119,5	5,4	4,7	3,0	3,5	1,4	3,4	2,5	3,6	12,4	-	-
Dez.	119,2	4,3	3,7	2,6	2,8	1,5	3,1	2,3	3,2	9,5	-	-

### 3. Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

	Ölpreise <sup>3)</sup> (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie						BIP-Deflatoren									
		Importgewichtet <sup>4)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>5)</sup>			Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2005=100)	Insgesamt	Inländische Verwendung				Exporte <sup>6)</sup>	Importe <sup>6)</sup>		
		Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel	Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				
																1	2
Gewichte in %		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0										
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	1,9	2,6	2,7	2,8	2,3	2,4	3,9		
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	107,1	0,9	-0,1	-0,4	2,1	-0,5	-3,3	-5,9		
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	107,9	0,7	1,5	1,7	0,8	1,1	2,7	4,9		
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	.	.	.	.	.	.	.	.		
2010 Q4	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	108,2	0,9	1,8	2,1	0,6	1,5	3,9	6,2		
2011 Q1	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,7	1,1	2,3	2,5	0,6	2,0	4,7	7,7		
Q2	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,1	1,2	2,1	2,7	0,8	1,6	3,2	5,3		
Q3	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,5	1,3	2,2	2,6	0,8	1,6	2,8	4,8		
Q4	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	.	.	.	.	.	.	.	.		
2011 Aug.	76,7	2,5	17,2	-3,6	4,1	12,7	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-		
Sept.	79,8	1,5	14,3	-3,9	1,5	7,5	-2,6	-	-	-	-	-	-	-	-		
Okt.	78,9	1,6	10,7	-2,4	2,5	10,6	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-		
Nov.	81,4	-1,9	4,7	-4,9	-0,7	6,0	-5,5	-	-	-	-	-	-	-	-		
Dez.	81,7	-6,7	-3,6	-8,1	-6,3	-2,5	-9,0	-	-	-	-	-	-	-	-		
2012 Jan.	86,2	-4,6	-4,1	-4,8	-4,1	-1,9	-5,8	-	-	-	-	-	-	-	-		

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Tabelle 2, Spalte 7 in Abschnitt 5.1 und Tabelle 3, Spalten 8-15 in Abschnitt 5.1), EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Daten von Thomson Reuters (Tabelle 3, Spalte 1 in Abschnitt 5.1) und EZB-Berechnungen (Tabelle 2, Spalte 12 in Abschnitt 5.1 und Tabelle 3, Spalten 2-7 in Abschnitt 5.1).

1) Baukostenindex für Wohngebäude.

2) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter nationaler Quellen (weitere Einzelheiten finden sich unter [www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html)).

3) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).

4) Bezogen auf die in Euro ausgedrückten Preise. Gewichtet nach der Struktur der Importe des Euro-Währungsgebiets im Zeitraum 2004-2006.

5) Bezogen auf die in Euro ausgedrückten Preise. Gewichtet nach der Inlandsnachfrage (inländische Produktion plus Importe minus Exporte) im Euro-Währungsgebiet im Zeitraum 2004-2006. Experimentelle Daten (weitere Einzelheiten finden sich unter [www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html)).

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

**5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern**  
 (Veränderung gegen Vorjahr in %)

**4. Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität**  
 (Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt (Index: 2005 = 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe/ Bau	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten<sup>1)</sup></b>												
2009	110,0	4,0	-0,6	8,9	5,4	5,3	-0,3	-2,7	-3,7	5,4	2,7	1,9
2010	109,1	-0,8	-1,4	-5,8	1,6	-1,9	-0,9	0,3	2,6	1,5	1,1	1,7
2010 Q4	109,4	-0,3	-0,9	-4,0	0,0	-1,2	-0,2	0,9	2,8	2,2	1,3	2,0
2011 Q1	109,6	0,2	0,8	-1,4	0,0	-1,2	1,8	2,8	4,4	3,0	0,8	2,3
Q2	110,3	1,2	-0,1	0,6	0,1	0,0	3,2	3,7	3,5	3,2	0,6	3,3
Q3	110,2	1,3	-1,2	0,1	-0,8	1,7	3,6	1,5	3,3	3,1	0,8	3,6
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2009	109,8	1,4	1,2	-0,6	5,5	1,4	1,3	0,8	-0,4	0,9	2,7	1,7
2010	111,5	1,6	1,5	3,6	1,0	1,3	2,5	2,0	3,5	1,3	0,8	1,1
2010 Q4	112,4	1,6	2,7	3,7	1,0	1,5	3,0	1,4	3,4	1,7	0,8	0,5
2011 Q1	113,4	2,4	4,4	4,4	4,5	2,0	2,1	2,0	2,4	2,7	1,2	1,2
Q2	114,0	2,5	3,4	4,7	2,6	1,8	2,4	3,1	2,3	2,7	1,3	2,1
Q3	114,2	2,4	3,4	3,2	2,9	2,3	2,7	2,9	3,6	2,7	1,6	2,1
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen<sup>2)</sup></b>												
2009	99,8	-2,5	1,8	-8,8	0,0	-3,6	1,6	3,6	3,4	-4,2	0,0	-0,2
2010	102,2	2,4	3,0	10,1	-0,6	3,3	3,5	1,8	1,0	-0,1	-0,3	-0,5
2010 Q4	102,7	1,9	3,6	8,0	1,0	2,7	3,3	0,5	0,6	-0,4	-0,5	-1,4
2011 Q1	103,5	2,2	3,5	5,9	4,6	3,2	0,3	-0,8	-1,9	-0,2	0,4	-1,1
Q2	103,4	1,3	3,6	4,1	2,5	1,8	-0,7	-0,5	-1,2	-0,5	0,8	-1,2
Q3	103,6	1,0	4,7	3,1	3,7	0,6	-0,8	1,4	0,3	-0,3	0,7	-1,5
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2009	112,1	3,3	2,2	3,9	7,3	2,7	1,8	2,7	1,4	2,5	3,0	3,1
2010	113,3	1,0	-0,1	1,1	1,2	1,1	1,9	1,7	2,5	0,6	0,7	1,8
2010 Q4	114,3	1,6	1,2	1,4	1,8	2,0	3,4	2,2	3,2	1,5	1,0	1,2
2011 Q1	114,7	1,8	-0,3	2,0	3,2	2,3	1,8	2,0	1,6	2,4	0,9	1,1
Q2	115,7	2,5	2,1	3,9	3,1	2,4	2,7	3,5	4,5	2,9	1,1	1,9
Q3	115,5	2,1	1,1	2,6	3,3	2,4	2,0	3,3	4,5	2,2	1,3	1,5
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde<sup>3)</sup></b>												
2009	102,2	-0,8	2,7	-4,9	1,6	-2,5	2,1	5,4	4,5	-2,9	0,3	1,2
2010	104,2	1,9	2,8	7,5	-0,8	2,8	3,0	1,2	-0,5	-0,8	-0,5	0,1
2010 Q4	104,8	1,8	3,2	5,7	1,5	3,0	3,7	0,8	-0,4	-0,4	-0,3	-0,7
2011 Q1	105,0	1,6	1,2	3,5	3,0	3,3	0,1	-1,0	-2,5	-0,3	0,1	-0,9
Q2	105,3	1,3	4,5	3,1	2,6	2,2	-0,7	-0,3	0,6	-0,2	0,5	-1,1
Q3	105,2	0,8	5,7	2,4	3,2	0,4	-1,7	1,6	0,8	-0,7	0,5	-2,3

**5. Arbeitskostenindizes<sup>3)</sup>**

	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2008 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige			Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>4)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Dienstleistungen	
Gewichte in % (2008)	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	
2009	102,7	2,7	2,6	3,0	3,0	3,7	2,4	
2010	104,3	1,6	1,5	1,9	1,0	1,8	1,8	
2010 Q4	105,1	1,7	1,6	2,0	1,3	1,5	2,0	
2011 Q1	106,2	2,5	2,3	3,3	2,4	1,9	2,6	
Q2	107,2	3,2	3,3	3,7	4,2	2,5	2,9	
Q3	107,4	2,7	2,6	3,2	2,9	2,5	2,7	

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Tabelle 4 in Abschnitt 5.1) und EZB-Berechnungen (Tabelle 5, Spalte 8 in Abschnitt 5.1).

- 1) Quotient aus dem Arbeitnehmerentgelt (in jeweiligen Preisen) je Arbeitnehmer und der Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen.
- 2) BIP insgesamt und Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen (Volumen) je Arbeitseinsatz (Erwerbstätige und geleistete Arbeitsstunden).
- 3) Indizes der Arbeitskosten pro Stunde in der Gesamtwirtschaft ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen. Differenzen zwischen geschätzten Komponenten und den Summen aufgrund des unterschiedlichen Abdeckungsgrads.
- 4) Experimentelle Daten (weitere Einzelheiten finden sich unter [www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html)).

## 5.2 Produktion und Nachfrage

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

### 1. Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)								
	Insgesamt	Inländische Verwendung					Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen	Vorratsveränderungen <sup>2)</sup>	Zusammen	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>									
2007	9 030,2	8 897,4	5 050,0	1 805,3	1 965,3	76,7	132,8	3 749,6	3 616,8
2008	9 244,3	9 158,9	5 207,0	1 898,9	1 989,8	63,2	85,3	3 882,1	3 796,8
2009	8 930,8	8 812,7	5 127,1	1 986,9	1 741,4	-42,7	118,1	3 273,6	3 155,5
2010	9 161,5	9 045,8	5 261,2	2 013,8	1 751,0	19,9	115,6	3 748,4	3 632,7
2010 Q3	2 300,7	2 268,3	1 319,4	504,3	440,7	3,9	32,4	958,8	926,4
Q4	2 309,8	2 282,7	1 333,1	504,5	440,0	5,1	27,1	978,4	951,2
2011 Q1	2 337,7	2 315,1	1 342,5	507,6	451,3	13,6	22,6	1 009,7	987,0
Q2	2 350,8	2 321,9	1 346,5	507,5	453,3	14,6	28,9	1 024,6	995,7
Q3	2 362,6	2 327,0	1 354,3	508,3	453,2	11,1	35,7	1 042,4	1 006,7
<i>In % des BIP</i>									
2010	100,0	98,7	57,4	22,0	19,1	0,2	1,3	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</i>									
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>									
2010 Q3	0,4	0,2	0,4	0,1	0,2	-	-	2,1	1,7
Q4	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,4	-	-	1,5	1,3
2011 Q1	0,8	0,5	0,0	0,2	1,8	-	-	1,8	1,1
Q2	0,2	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-	-	1,2	0,5
Q3	0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	-	-	1,2	0,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>									
2007	3,0	2,8	1,7	2,2	4,7	-	-	6,6	6,2
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,3	-3,7	-1,2	2,5	-12,0	-	-	-12,8	-11,7
2010	1,9	1,1	0,9	0,6	-0,6	-	-	11,5	9,7
2010 Q3	2,1	1,4	1,0	0,5	0,8	-	-	12,2	10,6
Q4	2,0	1,5	1,1	-0,1	1,3	-	-	12,0	11,2
2011 Q1	2,4	1,6	0,9	0,5	3,6	-	-	10,4	8,5
Q2	1,6	0,7	0,2	0,1	1,6	-	-	6,8	4,6
Q3	1,3	0,4	0,0	0,0	1,3	-	-	5,8	3,7
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>									
2010 Q3	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	-	-
Q4	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	-	-
2011 Q1	0,8	0,5	0,0	0,0	0,4	0,0	0,3	-	-
Q2	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	-	-
Q3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,2	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>									
2007	3,0	2,8	1,0	0,4	1,0	0,3	0,2	-	-
2008	0,4	0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,3	-3,7	-0,7	0,5	-2,6	-0,9	-0,6	-	-
2010	1,9	1,1	0,5	0,1	-0,1	0,6	0,8	-	-
2010 Q3	2,1	1,3	0,6	0,1	0,2	0,5	0,7	-	-
Q4	2,0	1,5	0,6	0,0	0,2	0,7	0,5	-	-
2011 Q1	2,4	1,6	0,5	0,1	0,7	0,3	0,8	-	-
Q2	1,6	0,7	0,1	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
Q3	1,3	0,4	0,0	0,0	0,2	0,1	0,9	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Sie stimmen nicht vollständig mit den Angaben in Abschnitt 3.1, Tabelle 1 in Abschnitt 7.1, Tabelle 3 in Abschnitt 7.2 sowie den Tabellen 1 und 3 in Abschnitt 7.5 überein.

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 5.2 Produktion und Nachfrage

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

## 2. Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe/ Bau	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2007	8 071,4	144,0	1 650,2	538,6	1 550,5	352,6	393,8	889,7	821,5	1 449,8	280,7	958,8
2008	8 299,0	142,0	1 652,6	560,8	1 597,8	358,5	384,9	930,3	859,4	1 520,7	291,9	945,3
2009	8 037,8	125,5	1 465,4	537,3	1 517,8	360,5	427,3	904,4	817,8	1 581,9	300,1	893,0
2010	8 222,5	137,4	1 550,9	512,8	1 561,4	357,7	437,5	922,3	830,6	1 609,2	302,7	938,9
2010 Q3	2 063,8	35,0	390,3	128,5	392,2	89,6	109,9	231,9	208,9	401,8	75,6	236,9
Q4	2 072,8	35,1	395,3	127,2	395,1	88,9	108,5	234,4	209,8	402,1	76,1	237,1
2011 Q1	2 096,0	36,7	402,4	130,9	401,6	88,8	108,1	234,9	210,8	405,2	76,6	241,7
Q2	2 107,8	37,0	406,0	130,3	404,2	88,7	107,6	238,7	212,3	406,6	76,4	243,0
Q3	2 119,8	35,7	412,1	130,5	405,1	88,7	109,2	240,7	213,3	407,4	77,1	242,8
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2010	100,0	1,7	18,9	6,2	19,0	4,4	5,3	11,2	10,1	19,6	3,7	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2010 Q3	0,4	-0,4	1,0	-0,8	1,1	0,2	-1,6	0,4	0,9	0,2	0,0	0,5
Q4	0,3	0,6	1,3	-1,2	0,3	0,8	-0,3	0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2011 Q1	0,7	1,4	1,2	1,4	1,2	-0,8	1,2	-0,2	1,0	0,3	0,0	1,0
Q2	0,2	0,3	0,6	-0,2	0,1	0,3	0,1	0,3	0,5	0,1	-0,6	-0,4
Q3	0,1	0,3	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2007	3,2	6,2	3,8	1,8	3,3	6,2	6,4	1,5	5,2	1,3	2,1	0,9
2008	0,6	2,1	-2,3	-1,2	1,1	2,7	1,0	1,2	1,8	2,0	1,5	-1,3
2009	-4,3	-0,4	-13,3	-6,8	-5,4	0,8	3,8	0,6	-6,6	1,4	0,9	-4,1
2010	2,0	2,1	6,6	-4,4	2,5	2,5	0,9	0,4	1,7	0,8	0,1	1,0
2010 Q3	2,1	1,2	6,2	-3,3	3,1	3,0	-1,0	0,7	2,4	0,8	0,1	2,1
Q4	2,1	2,2	6,7	-2,9	2,9	2,7	-0,5	0,5	2,4	0,3	-0,5	1,3
2011 Q1	2,2	1,0	5,7	0,7	3,4	1,0	-0,9	0,5	3,0	0,6	-0,1	3,7
Q2	1,7	1,9	4,2	-0,8	2,7	0,5	-0,7	0,7	2,6	0,7	-0,9	1,0
Q3	1,4	2,6	3,5	-0,6	1,7	0,4	1,5	0,3	1,8	0,6	-0,6	0,7
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2010 Q3	0,4	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q4	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2011 Q1	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2007	3,2	0,1	0,8	0,1	0,6	0,3	0,3	0,2	0,5	0,2	0,1	-
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,1	-
2009	-4,3	0,0	-2,6	-0,5	-1,0	0,0	0,2	0,1	-0,7	0,3	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,2	-0,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2010 Q3	2,1	0,0	1,1	-0,2	0,6	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
Q4	2,1	0,0	1,2	-0,2	0,5	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2011 Q1	2,2	0,0	1,1	0,0	0,7	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
Q2	1,7	0,0	0,8	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
Q3	1,4	0,0	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 5.2 Produktion und Nachfrage

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

### 3. Industrieproduktion

	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe								Baugewerbe	
	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2005 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
			Verarbeitendes Gewerbe	Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter					
							Zusammen	Gebrauchsgüter		Verbrauchsgüter		
Gewichte in % (2005)	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	-2,4	106,5	-1,6	-1,7	-1,8	-3,4	0,0	-1,9	-5,2	-1,3	0,2	-5,1
2009	-13,6	90,8	-14,8	-15,9	-16,0	-19,0	-20,9	-4,9	-17,3	-2,9	-5,3	-7,8
2010	4,1	97,5	7,4	7,8	7,8	10,1	9,1	3,4	2,5	3,5	3,8	-8,1
2010 Q4	4,5	100,1	8,0	8,4	8,5	7,9	13,9	3,0	2,0	3,1	4,9	-9,2
2011 Q1	4,6	101,1	6,6	8,2	8,2	9,0	13,2	1,4	2,9	1,2	-2,3	-2,3
Q2	2,2	101,3	4,2	5,4	5,5	4,3	9,4	2,3	1,1	2,4	-5,4	-4,9
Q3	3,6	101,8	4,0	4,9	4,9	3,8	9,8	0,9	1,9	0,8	-3,2	1,6
2011 Juni	-0,3	100,8	2,8	3,6	3,4	3,1	7,0	0,4	-2,7	0,9	-3,7	-11,0
Juli	4,0	101,7	4,3	5,2	5,2	4,3	11,7	-0,2	4,3	-0,7	-4,1	2,4
Aug.	5,3	102,9	6,0	7,1	7,2	5,4	12,9	3,0	3,0	3,1	-2,1	2,2
Sept.	1,8	100,8	2,2	2,9	2,9	2,2	5,9	0,2	-1,0	0,3	-3,4	0,5
Okt.	0,3	100,6	1,0	1,8	1,8	0,3	4,8	0,3	-3,1	0,9	-5,0	-2,4
Nov.	0,2	100,7	0,1	1,0	1,1	-0,2	4,7	-1,5	-3,0	-1,2	-6,4	0,1
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>												
2011 Juni	-1,3	-	-0,7	-1,1	-0,8	-0,8	-1,5	-0,7	-2,6	-0,8	1,1	-1,2
Juli	1,6	-	0,8	0,7	0,8	0,6	2,8	-0,2	3,5	-0,7	0,2	1,7
Aug.	0,9	-	1,2	1,5	1,1	1,4	2,2	0,9	-0,3	1,7	1,0	-0,2
Sept.	-1,8	-	-2,0	-2,5	-1,7	-2,2	-3,8	-1,0	-3,4	-1,4	-1,7	-1,4
Okt.	-0,4	-	-0,2	-0,1	-0,2	-0,9	0,9	-0,1	-1,1	0,4	-0,6	-1,4
Nov.	0,3	-	0,1	0,1	-0,1	0,6	0,3	-0,6	-0,4	-0,8	-0,1	0,7

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

	Auftragseingang in der Industrie		Umsätze in der Industrie		Einzelhandelsumsätze (einschließlich Tankstellen)							Pkw- Neuzulassungen		
	Verarbeitendes Gewerbe <sup>1)</sup> (in jeweiligen Preisen)		Verarbeitendes Gewerbe (in jeweiligen Preisen)		In jeweiligen Preisen	In konstanten Preisen						Insgesamt (saisonbereinigt; in Tsd) <sup>2)</sup>	Insgesamt	
	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2005 = 100)	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2005 = 100)	Insgesamt	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereinigt; Index: 2005 = 100)	Insgesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren		Tank- stellen			
									Textilien, Bekleidung, Schuhe	Haushalts- ausstattung				
Gewichte in % (2005)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	38,4	51,0	9,0	12,8	10,6	13	14	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	87,3	-22,7	95,6	-18,3	-4,3	100,6	-2,5	-1,7	-2,2	-1,8	-3,9	-5,7	925	3,3
2010	102,7	17,6	105,3	10,2	2,1	101,4	0,8	0,5	1,7	2,6	0,7	-2,9	843	-8,5
2011	.	.	.	.	1,6	100,8	-0,6	-0,9	-0,1	.	.	.	838	-1,1
2011 Q1	112,1	18,6	114,6	13,7	2,1	101,3	0,1	-1,1	1,2	-0,2	1,7	-1,3	867	-3,1
Q2	114,5	11,6	114,7	9,8	1,7	100,9	-0,5	-0,5	0,0	1,7	-1,2	-3,6	825	-1,8
Q3	111,2	5,4	115,2	8,8	1,7	100,9	-0,5	-0,8	0,1	-2,3	-0,1	-4,2	824	2,9
Q4	.	.	.	.	0,9	100,2	-1,3	-1,1	-1,3	.	.	.	835	-1,7
2011 Juli	112,9	8,9	115,4	9,8	1,7	101,0	-0,4	-2,4	1,7	2,3	1,5	-5,4	817	2,2
Aug.	114,9	6,0	116,6	10,3	2,1	101,1	-0,1	0,1	0,4	-1,1	-1,3	-2,9	823	6,1
Sept.	105,9	1,6	113,6	6,6	1,5	100,5	-1,2	-0,1	-1,9	-8,4	-0,4	-4,2	833	1,3
Okt.	107,5	1,5	113,7	4,8	1,9	100,6	-0,7	-0,4	-1,0	-4,1	-0,4	-4,3	822	-0,6
Nov.	106,3	-2,5	114,6	3,8	1,0	100,2	-1,5	-1,5	-1,2	-4,4	-1,4	-3,7	827	-3,3
Dez.	.	.	.	.	0,0	99,8	-1,6	-1,3	-1,5	.	.	.	857	-1,1
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>														
2011 Aug.	-	1,7	-	1,1	0,1	-	0,0	0,3	-0,2	-1,5	-0,7	1,1	-	0,8
Sept.	-	-7,9	-	-2,6	-0,4	-	-0,6	0,1	-0,8	-4,2	0,0	-0,8	-	1,2
Okt.	-	1,5	-	0,1	0,6	-	0,1	0,1	0,3	2,0	0,1	-1,2	-	-1,3
Nov.	-	-1,1	-	0,8	-0,6	-	-0,4	-0,8	-0,1	-0,4	-0,7	-0,3	-	0,6
Dez.	-	.	-	.	-0,5	-	-0,4	-0,2	-0,1	.	.	.	-	3,6

Quellen: Eurostat, außer Tabelle 4, Spalte 13 und 14 in Abschnitt 5.2 (EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Statistiken der European Automobile Manufacturers' Association).

1) Hierzu zählen Wirtschaftszweige, deren Arbeit im Wesentlichen auftragsbasiert ist; ihr Anteil am gesamten verarbeitenden Gewerbe belief sich im Jahr 2005 auf 61,2 %.

2) Die Jahres- und Quartalswerte sind Monatsdurchschnitte im betreffenden Zeitraum.

**5.2 Produktion und Nachfrage**

 (soweit nicht anders angegeben, Salden in %<sup>1)</sup>; saisonbereinigt)

**5. Branchen- und Verbraucherumfragen**

	Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>2)</sup> (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe					Kapazitätsauslastung <sup>3)</sup> (in %)	Vertrauensindikator für die Verbraucher				
		Vertrauensindikator für die Industrie				Insgesamt <sup>4)</sup>		Finanzlage in den nächsten 12 Monaten	Wirtschaftliche Lage in den nächsten 12 Monaten	Arbeitslosigkeit in den nächsten 12 Monaten	Ersparnisse in den nächsten 12 Monaten	
		Insgesamt <sup>4)</sup>	Auftragsbestand	Fertigwarenlager	Produktionserwartungen							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2008	93,5	-8,4	-13,4	10,8	-1,0	82,0	-18,4	-10,1	-25,4	23,9	-14,1	
2009	80,2	-28,7	-56,7	14,8	-14,7	70,8	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7	
2010	100,5	-4,7	-24,7	0,8	11,4	76,7	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,1	
2011	101,0	0,1	-6,9	2,3	9,4	80,3	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2	
2010 Q4	105,3	2,4	-9,8	-0,7	16,3	79,0	-10,8	-5,6	-9,2	21,4	-7,1	
2011 Q1	106,9	6,1	-2,1	-1,8	18,7	80,7	-11,0	-6,2	-10,0	20,1	-7,5	
Q2	105,2	4,0	-2,0	-0,7	13,1	80,9	-10,7	-6,7	-12,6	15,2	-8,3	
Q3	98,4	-2,8	-9,0	4,5	5,2	80,0	-15,9	-7,4	-21,8	24,1	-10,1	
Q4	93,6	-7,0	-14,6	7,0	0,6	79,8	-20,6	-9,7	-28,4	33,8	-10,8	
2011 Aug.	98,1	-2,9	-9,5	4,9	5,9	-	-16,8	-7,3	-23,5	25,7	-10,5	
Sept.	94,6	-6,0	-12,3	6,0	0,2	-	-19,3	-8,9	-27,3	30,0	-11,0	
Okt.	94,4	-6,6	-13,5	6,5	0,2	79,6	-20,1	-9,1	-28,7	32,7	-10,0	
Nov.	93,5	-7,3	-14,2	7,1	-0,5	-	-20,5	-9,2	-28,8	33,9	-10,2	
Dez.	92,8	-7,2	-16,2	7,4	2,0	-	-21,3	-10,7	-27,7	34,8	-12,2	
2012 Jan.	93,4	-7,2	-16,8	6,5	1,8	79,9	-20,7	-10,9	-27,4	33,1	-11,6	

	Vertrauensindikator für das Baugewerbe			Vertrauensindikator für den Einzelhandel				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor			
	Insgesamt <sup>4)</sup>	Auftragsbestand	Beschäftigungserwartungen	Insgesamt <sup>4)</sup>	Aktuelle Geschäftslage	Lagerbestand	Erwartete Geschäftslage	Insgesamt <sup>4)</sup>	Geschäftsklima	Nachfrage in den letzten Monaten	Nachfrage in den kommenden Monaten
2008	-14,2	-20,7	-7,7	-10,0	-11,0	15,8	-3,3	0,4	-3,8	0,5	4,7
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-15,8	-20,8	-18,2	-8,5
2010	-28,8	-39,3	-18,4	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,5	1,9	3,5	8,0
2011	-27,4	-34,9	-20,0	-5,5	-5,8	11,1	0,5	5,4	2,1	5,4	8,6
2010 Q4	-27,6	-36,5	-18,8	0,6	0,5	7,2	8,4	8,4	6,1	7,7	11,5
2011 Q1	-27,8	-38,2	-17,3	-0,9	-0,5	8,1	5,9	10,1	7,6	9,8	12,9
Q2	-26,9	-33,8	-20,0	-2,4	-1,6	9,7	4,1	9,5	7,1	9,7	11,6
Q3	-27,7	-35,0	-20,4	-7,5	-7,3	12,8	-2,3	3,5	0,3	3,7	6,6
Q4	-27,4	-32,5	-22,3	-11,1	-13,6	14,0	-5,7	-1,6	-6,4	-1,8	3,4
2011 Aug.	-26,0	-34,1	-17,9	-8,8	-7,8	13,6	-5,0	3,4	-0,2	3,6	6,9
Sept.	-29,8	-37,2	-22,4	-9,9	-11,1	14,4	-4,1	-0,3	-3,7	0,3	2,4
Okt.	-27,3	-33,6	-21,1	-9,9	-12,3	13,7	-3,8	-0,2	-3,8	-0,9	4,0
Nov.	-26,0	-30,5	-21,4	-11,2	-14,1	13,8	-5,8	-2,0	-7,0	-1,8	2,8
Dez.	-28,9	-33,5	-24,4	-12,2	-14,5	14,4	-7,6	-2,6	-8,4	-2,7	3,3
2012 Jan.	-28,3	-33,6	-23,0	-15,5	-18,3	16,1	-12,0	-0,6	-7,3	0,5	4,9

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 Indikatoren für die konjunkturelle Einschätzung über (unter) 100 zeigen ein überdurchschnittliches (unterdurchschnittliches) Konjunkturvertrauen an, berechnet für den Zeitraum von 1990 bis 2010.
- 3) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinanderfolgenden Umfragen dar. Jahresangaben werden anhand von Quartalsdurchschnitten errechnet.
- 4) Die Vertrauensindikatoren werden als einfaches Mittel der aufgeführten Teilkomponenten berechnet. Die Beurteilung der Lagerbestände (Spalte 4 und 17) und der Arbeitslosigkeit (Spalte 10) geht mit umgekehrten Vorzeichen in die Berechnung der Vertrauensindikatoren ein.

## 5.3 Arbeitsmärkte<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

### 1. Beschäftigung

	Nach Art der Erwerbstätigkeit			Nach Wirtschaftszweigen									
	Insgesamt	Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe/Bau	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<i>Stand (in Tsd)</i>													
2010	146 433	125 205	21 228	5 087	23 079	10 302	35 740	3 959	4 142	1 289	17 595	34 497	10 743
<i>Gewichte in %</i>													
2010	100,0	85,5	14,5	3,5	15,8	7,0	24,4	2,7	2,8	0,9	12,0	23,6	7,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2008	0,8	1,0	-0,3	-1,8	0,2	-2,2	0,9	1,0	0,3	1,3	3,3	1,2	1,2
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,0	-6,8	-1,8	-0,8	0,1	-2,7	-2,5	1,4	1,1
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-3,2	-3,7	-0,7	-1,0	-0,8	-0,5	1,8	1,1	0,7
2010 Q4	0,1	0,2	-0,7	-1,4	-1,2	-3,9	0,2	-0,6	-1,0	-0,2	2,8	0,8	1,0
2011 Q1	0,2	0,4	-0,9	-2,5	-0,2	-3,8	0,3	0,7	0,0	2,5	3,2	0,3	1,0
Q2	0,4	0,6	-0,8	-1,6	0,1	-3,2	0,9	1,2	-0,1	1,9	3,2	-0,1	0,4
Q3	0,3	0,5	-1,1	-2,0	0,4	-4,1	1,1	1,2	0,1	0,0	2,1	-0,1	0,9
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>													
2010 Q4	0,1	0,2	-0,3	-0,3	0,1	-1,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,1	0,4
2011 Q1	0,1	0,1	0,0	-1,6	0,2	-1,2	0,0	1,0	0,5	1,7	0,9	-0,2	0,4
Q2	0,2	0,3	-0,3	0,8	0,1	-0,3	0,5	0,3	-0,2	-0,5	0,9	-0,1	-0,1
Q3	-0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,0	-1,6	0,2	-0,2	-0,1	-1,0	-0,3	0,0	0,2
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<i>Stand (in Mio)</i>													
2010	231 190	185 633	45 556	10 516	36 433	18 211	60 091	6 363	6 521	1 974	26 791	49 145	15 145
<i>Gewichte in %</i>													
2010	100,0	80,3	19,7	4,5	15,8	7,9	26,0	2,8	2,8	0,9	11,6	21,3	6,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2008	0,8	1,2	-0,7	-2,1	-0,4	-2,5	1,0	1,6	1,6	1,3	3,5	1,6	1,6
2009	-3,4	-3,6	-2,8	-3,1	-8,9	-8,3	-2,9	-1,3	-1,5	-3,7	-3,8	1,1	-0,3
2010	0,0	0,1	-0,2	-0,7	-0,9	-3,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,9	2,5	1,3	0,1
2010 Q4	0,1	0,3	-0,5	-1,0	1,0	-4,4	-0,1	-1,0	-1,3	0,9	2,8	0,6	0,3
2011 Q1	0,8	1,0	-0,1	-0,2	2,1	-2,3	0,1	0,9	0,1	3,1	3,3	0,5	0,8
Q2	0,3	0,6	-0,7	-2,5	1,0	-3,4	0,5	1,2	-0,4	0,0	2,9	0,1	0,2
Q3	0,6	0,8	-0,3	-2,9	1,1	-3,7	1,2	2,1	-0,2	-0,4	2,5	0,1	1,8
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>													
2010 Q4	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-1,7	0,0	0,1	-0,5	0,3	0,5	-0,2	0,3
2011 Q1	0,6	0,7	0,2	-0,7	0,7	0,2	0,5	1,4	1,1	1,0	1,5	0,3	0,7
Q2	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,1	-1,1	0,2	0,3	-0,5	-1,7	0,3	0,0	-0,7
Q3	0,1	0,2	0,1	-1,6	0,2	-1,1	0,6	0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,1	1,4
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Stand (in Tsd)</i>													
2010	1 579	1 483	2 146	2 067	1 579	1 768	1 681	1 607	1 575	1 531	1 523	1 425	1 410
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2008	0,0	0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2	0,1	0,7	1,3	0,0	0,2	0,4	0,4
2009	-1,7	-1,8	-1,0	-0,9	-4,1	-1,6	-1,2	-0,5	-1,6	-1,1	-1,4	-0,3	-1,3
2010	0,5	0,5	0,5	0,2	2,4	0,2	0,4	0,5	0,6	1,4	0,6	0,1	-0,6
2010 Q4	0,0	0,1	0,1	0,4	2,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	1,0	0,0	-0,2	-0,7
2011 Q1	0,5	0,6	0,7	2,4	2,3	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,6	0,1	0,3	-0,2
Q2	-0,1	0,0	0,1	-0,9	0,9	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-1,8	-0,3	0,2	-0,1
Q3	0,3	0,2	0,8	-0,9	0,7	0,5	0,1	0,9	-0,3	-0,4	0,4	0,3	0,9
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>													
2010 Q4	3,1	3,6	1,5	-2,7	4,6	0,6	3,0	3,9	4,0	2,4	6,0	3,3	2,0
2011 Q1	0,6	0,8	-0,8	-1,7	0,5	0,3	0,4	1,0	1,9	0,7	0,2	1,7	0,6
Q2	-2,2	-3,0	1,3	4,2	-2,7	0,6	-2,0	-4,1	-4,1	-3,8	-3,9	-3,5	-1,4
Q3	-1,1	-1,0	-1,3	-0,8	-1,4	-1,0	-1,1	0,3	-1,5	0,6	-1,6	-1,3	-0,3

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

1) Die Beschäftigungszahlen basieren auf dem ESVG 95.

## 5.3 Arbeitsmärkte

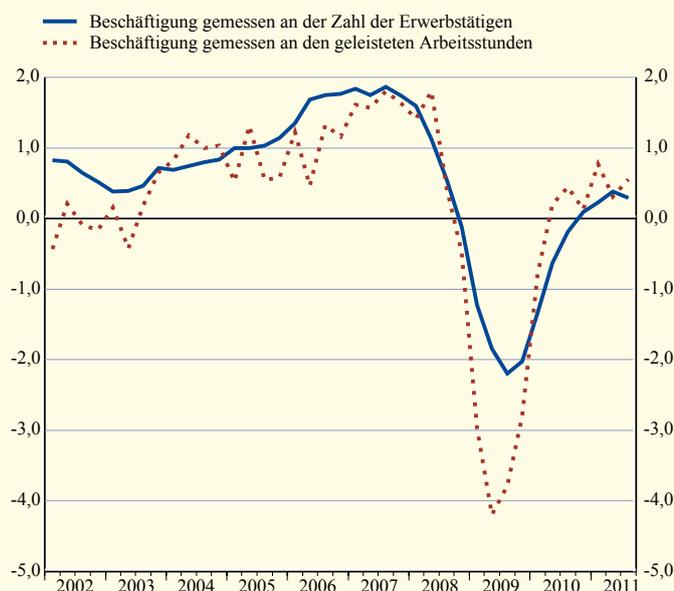
(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

### 2. Arbeitslosigkeit und offene Stellen<sup>1)</sup>

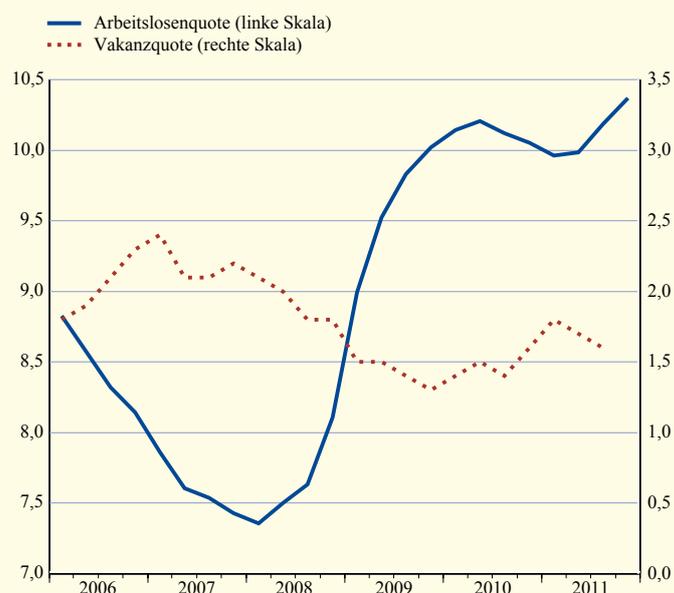
	Arbeitslosigkeit										Vakanz- quote <sup>2)</sup>
	Insgesamt		Nach Alter <sup>3)</sup>				Nach Geschlecht <sup>4)</sup>				
	Mio	In % der Erwerbs- personen	Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
			Mio	In % der Erwerbs- personen	Mio	In % der Erwerbs- personen	Mio	In % der Erwerbs- personen	Mio	In % der Erwerbs- personen	
Gewichte in % (2010)	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	11,972	7,6	9,294	6,6	2,678	16,0	6,048	7,0	5,924	8,5	1,9
2009	15,049	9,6	11,766	8,4	3,283	20,3	8,143	9,4	6,905	9,8	1,4
2010	15,924	10,1	12,651	8,9	3,273	20,9	8,590	10,0	7,333	10,3	1,5
2011	15,981	10,1	12,769	9,0	3,212	20,8	8,506	9,9	7,475	10,4	.
2010 Q4	15,802	10,1	12,609	8,9	3,192	20,6	8,445	9,8	7,357	10,3	1,6
2011 Q1	15,668	10,0	12,486	8,8	3,182	20,6	8,340	9,7	7,329	10,3	1,8
Q2	15,747	10,0	12,573	8,8	3,173	20,6	8,377	9,7	7,369	10,3	1,7
Q3	16,091	10,2	12,884	9,0	3,207	20,8	8,523	9,9	7,568	10,6	1,6
Q4	16,418	10,4	13,132	9,2	3,285	21,3	8,786	10,2	7,632	10,6	.
2011 Juli	15,975	10,1	12,783	9,0	3,192	20,7	8,460	9,8	7,516	10,5	-
Aug.	16,054	10,2	12,867	9,0	3,187	20,7	8,495	9,9	7,559	10,5	-
Sept.	16,245	10,3	13,003	9,1	3,241	21,0	8,614	10,0	7,630	10,6	-
Okt.	16,335	10,3	13,078	9,2	3,257	21,1	8,729	10,1	7,606	10,6	-
Nov.	16,449	10,4	13,141	9,2	3,307	21,4	8,782	10,2	7,667	10,7	-
Dez.	16,469	10,4	13,178	9,2	3,290	21,3	8,846	10,2	7,623	10,6	-

### A28 Beschäftigung – Erwerbstätige und geleistete Arbeitsstunden

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



### A29 Arbeitslosenquote und Vakanzquote<sup>2)</sup>



Quelle: Eurostat.

1) Die Arbeitslosenzahlen beziehen sich auf die Anzahl der Personen und wurden nach den Empfehlungen der IAO berechnet.

2) Industrie, Baugewerbe und Dienstleistungssektor (ohne private Haushalte mit Hauspersonal und extraterritoriale Organisationen und Körperschaften); nicht saisonbereinigt.

3) Erwachsene: 25 Jahre und älter; Jugendliche: unter 25 Jahren; gemessen in Prozent der Erwerbspersonen der jeweiligen Altersgruppe.

4) Gemessen in Prozent der erwerbstätigen Männer bzw. Frauen.



# ÖFFENTLICHE FINANZEN

## 6.1 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo<sup>1)</sup>

(in % des BIP)

### 1. Euro-Währungsgebiet – Einnahmen

	Ins- gesamt	Laufende Einnahmen										Vermögens- wirksame Einnahmen		Nach- richtlich: Fiska- liche Be- lastung <sup>2)</sup>
		Direkte Steuern					Indirekte Steuern		Sozial- beiträge			Verkäufe	Vermö- gens- wirksame Steuern	
		Private Haushalte	Kapital- gesell- schaften	Einnahmen von EU-Institutionen	Arbeits- geber	Arbeits- nehmer								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	44,9	44,6	11,9	9,0	2,8	13,2	0,4	15,6	8,1	4,6	2,2	0,3	0,3	40,9
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,6	0,5	40,9
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7
2006	45,3	44,9	12,3	8,8	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,4	0,3	41,3
2007	45,3	45,0	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,3	0,3	40,9
2009	44,8	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,4	0,4	40,5
2010	44,7	44,4	11,6	8,9	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,5	0,3	0,3	40,4

### 2. Euro-Währungsgebiet – Ausgaben

	Ins- gesamt	Laufende Ausgaben							Vermögens- wirksame Ausgaben				Nach- richtlich: Primäraus- gaben <sup>3)</sup>	
		Zu- sammen	Arbeitnehmer- entgelte	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Laufende Übertra- gungen	Sozialaus- gaben	Subven- tionen	Investi- tionen	Vermö- gens- transfers	Gezahlt von EU-Institu- tionen			
												Gezahlt von EU-Institu- tionen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	47,6	43,8	10,5	4,9	3,5	24,9	22,0	1,9	0,5	3,9	2,4	1,4	0,1	44,1
2003	48,0	44,1	10,6	4,9	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,7
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,2	46,9	11,0	5,7	2,9	27,4	24,2	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	50,9	46,6	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,1

### 3. Euro-Währungsgebiet – Finanzierungssaldo, Primärsaldo und Konsumausgaben des Staates

	Finanzierungssaldo					Primär- saldo	Konsumausgaben des Staates <sup>4)</sup>							Kollektiv- verbrauch	Individual- verbrauch
	Ins- gesamt	Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- siche- rung		Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelt	Vorlei- stungen	Sachtransfers über Markt- produzenten	Abschrei- bungen	Verkäufe (minus)			
													7		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2002	-2,7	-2,3	-0,5	-0,3	0,3	0,8	20,2	10,5	4,9	5,1	1,9	2,2	8,1	12,1	
2003	-3,1	-2,5	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,6	4,9	5,2	1,9	2,2	8,1	12,3	
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3	
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,3	8,0	12,4	
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4	
2007	-0,7	-1,2	0,0	-0,1	0,6	2,3	20,0	10,1	5,0	5,1	1,9	2,3	7,7	12,3	
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,5	10,3	5,2	5,3	2,0	2,3	8,0	12,6	
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,2	11,0	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,6	
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,8	5,6	5,8	2,1	2,5	8,4	13,6	

### 4. Länder des Euro-Währungsgebiets – Finanzierungssaldo<sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	-0,3	0,2	2,4	0,1	-6,5	1,9	-2,7	-1,6	3,5	3,7	-2,4	0,2	-0,9	-3,1	0,0	-1,8	5,3
2008	-1,3	-0,1	-2,9	-7,3	-9,8	-4,5	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,6	0,5	-0,9	-3,6	-1,9	-2,1	4,3
2009	-5,8	-3,2	-2,0	-14,2	-15,8	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,9	-3,7	-5,6	-4,1	-10,1	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-4,1	-4,3	0,2	-31,3	-10,6	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-1,1	-3,6	-5,1	-4,4	-9,8	-5,8	-7,7	-2,5

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

- Die Daten beziehen sich auf die 17 Euro-Länder. Daten zu Einnahmen, Ausgaben und zum Finanzierungssaldo basieren auf dem ESVG 95. Einschließlich Transaktionen, die den EU-Haushalt betreffen (konsolidierte Angaben). Transaktionen zwischen den Mitgliedstaaten sind nicht konsolidiert.
- Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.
- Umfassen Gesamtausgaben abzüglich Zinsausgaben.
- Entsprechen Konsumausgaben (P.3) der öffentlichen Haushalte im ESVG 95.
- Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen und aus Swap- sowie Zinstermingeschäften.

**6.2 Verschuldung<sup>1)</sup>**  
 (in % des BIP)

**1. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldarten und Gläubigergruppen**

	Insgesamt	Schuldart				Gläubiger				
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Inländische Gläubiger <sup>2)</sup>				Sonstige Gläubiger <sup>3)</sup>
						Zusammen	MFIs	Sonstige finanzielle Kapital- gesellschaften	Sonstige Sektoren	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	48,9	42,7	20,8	11,2	10,7	25,4
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	41,0	19,6	10,8	10,5	27,0
2003	69,1	2,1	12,4	5,1	49,6	40,3	19,8	11,3	9,2	28,9
2004	69,5	2,2	12,1	5,0	50,3	38,8	18,9	11,1	8,8	30,7
2005	70,4	2,4	12,2	4,7	51,2	37,1	18,1	11,2	7,7	33,3
2006	68,6	2,5	11,9	4,1	50,2	35,0	18,3	9,3	7,4	33,6
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7	32,7	17,1	8,5	7,1	33,6
2008	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6	33,1	17,8	7,8	7,6	36,9
2009	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2	37,3	20,6	8,9	7,8	42,5
2010	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0	40,5	23,4	9,6	7,5	44,8

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

	Insgesamt	Schuldner <sup>4)</sup>				Ursprungslaufzeit			Restlaufzeit			Währung	
		Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- siche- rung	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabler Zinssatz	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Mitglied- staats	Sonstige Währun- gen
2001	68,2	56,6	6,0	4,7	0,8	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,8	1,3
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,1
2003	69,1	56,6	6,5	5,0	1,0	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,3	0,9
2004	69,5	56,5	6,6	5,1	1,3	7,8	61,7	4,6	14,8	26,2	28,5	68,4	1,1
2005	70,4	57,1	6,7	5,2	1,4	7,8	62,6	4,6	14,9	25,7	29,8	69,2	1,2
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,4	61,2	4,3	14,4	24,2	30,0	67,8	0,8
2007	66,3	53,5	6,2	5,3	1,4	7,4	58,9	4,3	15,0	23,4	27,8	65,9	0,4
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,2	59,9	4,9	18,7	23,1	28,3	69,4	0,7
2009	79,8	64,7	7,6	5,8	1,7	12,3	67,5	5,0	21,1	26,7	32,0	79,1	0,7
2010	85,3	69,3	8,3	5,9	1,9	13,1	72,2	5,2	24,0	28,1	33,3	84,5	0,8

**3. Länder des Euro-Währungsgebiets**

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	84,1	65,2	3,7	24,8	107,4	36,2	64,2	103,1	58,8	6,7	62,1	45,3	60,2	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,1	68,2	105,8	48,9	13,7	62,2	58,5	63,8	71,6	21,9	27,8	33,9
2009	95,9	74,4	7,2	65,2	129,3	53,8	79,0	115,5	58,5	14,8	67,8	60,8	69,5	83,0	35,3	35,5	43,3
2010	96,2	83,2	6,7	92,5	144,9	61,0	82,3	118,4	61,5	19,1	69,0	62,9	71,8	93,3	38,8	41,0	48,3

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

- Die Daten beziehen sich auf die 17 Euro-Länder. Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert nach Konsolidierung zwischen den Teilssektoren des Staates. Verbindlichkeiten gegenüber öffentlichen Haushalten gebietsfremder Staaten sind nicht konsolidiert. Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert. Daten teilweise geschätzt.
- Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- Konsolidiert um Schuldverhältnisse innerhalb der öffentlichen Haushalte eines Mitgliedstaats.

## 6.3 Veränderung der Verschuldung<sup>1)</sup> (in % des BIP)

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

	Ins- gesamt	Ursache der Veränderung			Schuldarten				Gläubiger			
		Nettoneuverschuldung <sup>2)</sup>	Bewertungs- effekte <sup>3)</sup>	Sonstige Volumen- änderungen <sup>4)</sup>	Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurz- fristige Wert- papiere	Lang- fristige Wert- papiere	Inlän- dische Gläu- biger <sup>5)</sup>	MFIs	Sonstige finanzielle Kapital- gesell- schaften	Sonstige Gläubiger <sup>6)</sup>
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,3	-0,5	0,0	2,4
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,2	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	-0,1	0,5	3,6
2006	1,7	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	2,0
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,6	2,0	1,1	1,0	-0,6	4,2
2009	7,2	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,8	3,0	2,3	0,8	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3

### 2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

Schulden- stands- änderung	Finanzie- rungs- saldo <sup>7)</sup>	Deficit-Debt-Adjustments <sup>8)</sup>											Sonstige Volumen- änderungen	Sonstige <sup>9)</sup>
		Ins- gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)							Bewer- tungs- effekte	Wechsel- kurseffekte	Sonstige Volumen- änderungen		
			Zu- sammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Wert- papiere <sup>10)</sup>	Aktien und sonstige Anteils- rechte	Privati- sierungen	Kapital- zufüh- rungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	2,1	-2,7	-0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,2	-2,9	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,5	0,7	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1
2006	1,7	-1,4	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,2	-6,4	0,8	1,0	0,3	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,3	1,7	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3

Quelle: EZB.

- 1) Die Daten beziehen sich auf die 17 Euro-Länder und sind teilweise geschätzt. Jährliche Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert in % des BIP:  $[\text{Verschuldung}(t) - \text{Verschuldung}(t-1)] / \text{BIP}(t)$ . Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert.
- 2) Die Nettoverschuldung entspricht per Definition dem Saldo der Transaktionen in Schuldtiteln.
- 3) Neben den Auswirkungen von Wechselkursschwankungen auch einschließlich der Effekte aus der Bewertung zum Nennwert (z. B. Agios oder Disagios auf emittierte Wertpapiere).
- 4) Umfassen insbesondere den Einfluss von Reklassifizierungen von institutionellen Einheiten und bestimmter Arten von Schuldenübernahmen.
- 5) Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- 6) Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- 7) Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen.
- 8) Differenz zwischen der jährlichen Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert und dem Defizit in % des BIP.
- 9) Umfassen hauptsächlich Transaktionen in sonstigen Aktiva und Passiva (Handelskredite, sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten sowie Finanzderivate).
- 10) Ohne Finanzderivate.

**6.4 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis<sup>1)</sup>**  
 (in % des BIP)

**1. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Einnahmen**

	Insgesamt		Laufende Einnahmen					Vermögenswirksame Einnahmen		Nachrichtlich: Fiskalische Belastung <sup>2)</sup>
	1	2	Direkte Steuern 3	Indirekte Steuern 4	Sozialbeiträge 5	Verkäufe 6	Vermögens- einkommen 7	Vermögens- wirksame Steuern 8	9	
2005 Q3	43,4	42,7	11,2	12,5	15,1	2,2	0,7	0,7	0,3	39,2
2005 Q4	48,6	47,8	13,6	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 Q1	42,6	42,1	10,4	12,8	15,1	2,2	0,8	0,4	0,3	38,6
2006 Q2	45,6	45,2	12,5	13,1	15,1	2,3	1,4	0,5	0,3	40,9
2006 Q3	43,6	43,1	11,8	12,4	15,1	2,2	0,8	0,5	0,3	39,5
2006 Q4	49,0	48,4	14,4	14,1	15,8	2,4	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 Q1	42,3	41,9	10,4	12,8	14,7	2,2	0,9	0,4	0,3	38,3
2007 Q2	45,8	45,4	13,0	13,0	15,0	2,3	1,4	0,4	0,3	41,2
2007 Q3	43,6	43,1	12,3	12,3	14,8	2,2	0,8	0,5	0,3	39,6
2007 Q4	49,2	48,6	14,8	13,9	15,7	2,4	1,0	0,6	0,3	44,6
2008 Q1	42,5	42,2	10,9	12,3	14,8	2,3	1,1	0,3	0,2	38,2
2008 Q2	45,2	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,5
2008 Q3	43,3	43,0	12,2	12,0	15,0	2,2	0,8	0,4	0,3	39,5
2008 Q4	48,8	48,2	13,9	13,4	16,4	2,5	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 Q1	42,5	42,4	10,4	12,0	15,5	2,5	1,1	0,1	0,2	38,2
2009 Q2	45,2	44,6	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,4
2009 Q3	42,7	42,3	11,0	11,9	15,5	2,4	0,7	0,4	0,3	38,7
2009 Q4	48,4	47,6	13,0	13,6	16,4	2,6	0,9	0,8	0,5	43,5
2010 Q1	42,2	42,0	10,1	12,1	15,5	2,5	0,9	0,2	0,3	38,0
2010 Q2	45,1	44,7	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,4	0,3	40,3
2010 Q3	42,9	42,5	11,0	12,4	15,2	2,4	0,7	0,3	0,3	38,9
2010 Q4	48,3	47,5	13,1	13,4	16,4	2,7	1,0	0,7	0,3	43,2
2011 Q1	42,8	42,5	10,5	12,4	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,5
2011 Q2	45,0	44,7	12,0	12,5	15,3	2,6	1,4	0,3	0,3	40,1
2011 Q3	43,7	43,4	11,4	12,6	15,3	2,4	0,8	0,3	0,3	39,6

**2. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Ausgaben und vierteljährlicher Finanzierungssaldo**

	Insgesamt		Laufende Ausgaben						Vermögenswirksame Ausgaben			Finanzierungs- saldo	Primär- saldo
	1	Zusammen 2	Arbeitnehmer- entgelte 3	Vorleis- tungen 4	Zins- ausgaben 5	Laufende Übertra- gungen 6	Sozial- leistungen 7	Subven- tionen 8	9	Investitionen 10	Vermö- gens- transfers 11		
2005 Q3	45,8	42,3	10,0	4,8	3,0	24,6	21,2	1,2	3,5	2,6	1,0	-2,4	0,6
2005 Q4	49,6	45,0	11,3	5,8	2,7	25,2	21,6	1,3	4,6	2,9	1,7	-1,0	1,8
2006 Q1	45,9	42,6	10,1	4,6	3,0	24,9	21,4	1,1	3,3	2,1	1,3	-3,3	-0,4
2006 Q2	45,8	42,5	10,3	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,2	2,9
2006 Q3	45,3	41,8	9,8	4,7	2,9	24,3	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,7	1,2
2006 Q4	49,4	44,3	10,8	5,8	2,7	25,1	21,3	1,3	5,1	2,9	2,2	-0,5	2,2
2007 Q1	44,9	41,5	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,4	2,2	1,2	-2,7	0,3
2007 Q2	45,1	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,8	4,0
2007 Q3	44,6	41,1	9,6	4,7	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
2007 Q4	49,2	44,5	10,8	5,8	2,8	25,1	21,2	1,5	4,7	3,0	1,7	0,0	2,8
2008 Q1	45,5	42,0	9,9	4,7	3,0	24,4	20,8	1,2	3,5	2,2	1,2	-3,0	0,0
2008 Q2	45,9	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,5	2,5	1,0	-0,6	2,6
2008 Q3	45,7	42,1	9,7	4,9	3,1	24,4	21,2	1,1	3,6	2,6	1,0	-2,4	0,7
2008 Q4	51,3	46,4	11,2	6,2	2,8	26,3	22,2	1,4	4,8	3,2	1,7	-2,5	0,3
2009 Q1	49,6	45,9	10,7	5,4	2,9	26,9	22,9	1,3	3,7	2,5	1,2	-7,1	-4,2
2009 Q2	50,6	46,5	11,1	5,5	3,0	26,8	23,3	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,4	-2,4
2009 Q3	49,9	45,9	10,5	5,3	2,9	27,1	23,5	1,3	4,1	2,8	1,2	-7,2	-4,3
2009 Q4	54,4	49,3	11,8	6,5	2,6	28,4	24,0	1,5	5,1	3,1	1,9	-5,9	-3,3
2010 Q1	50,5	46,7	10,7	5,2	2,8	27,9	23,6	1,4	3,8	2,3	1,5	-8,3	-5,5
2010 Q2	49,6	46,1	10,9	5,5	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,5	-1,6
2010 Q3	50,4	45,2	10,2	5,3	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,5	2,7	-7,5	-4,7
2010 Q4	53,1	48,3	11,4	6,4	2,7	27,7	23,7	1,5	4,9	2,8	2,1	-4,8	-2,1
2011 Q1	48,7	45,7	10,4	5,2	2,9	27,1	23,1	1,3	3,0	2,1	0,9	-5,9	-2,9
2011 Q2	48,6	45,4	10,6	5,4	3,1	26,2	22,8	1,2	3,2	2,4	0,9	-3,6	-0,5
2011 Q3	47,8	44,7	10,0	5,2	3,0	26,5	23,0	1,2	3,1	2,3	0,8	-4,1	-1,1

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

- 1) Die Daten beziehen sich auf die 17 Euro-Länder. Die Daten zu Einnahmen, Ausgaben und zum Finanzierungssaldo basieren auf dem ESVG 95. Ohne Transaktionen zwischen dem EU-Haushalt und Einheiten außerhalb des Staatssektors. Ansonsten stimmen die vierteljährlichen Daten abgesehen von Unterschieden im Hinblick auf den Datenstand zum jeweiligen Übermittlungszeitpunkt mit den Jahresdaten überein. Die Daten sind nicht saisonbereinigt.
- 2) Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.

## 6.5 Vierteljährliche Verschuldung und Veränderung der Verschuldung<sup>1)</sup> (in % des BIP)

### 1. Euro-Währungsgebiet – Maastricht-Verschuldung nach Schuldarten<sup>2)</sup>

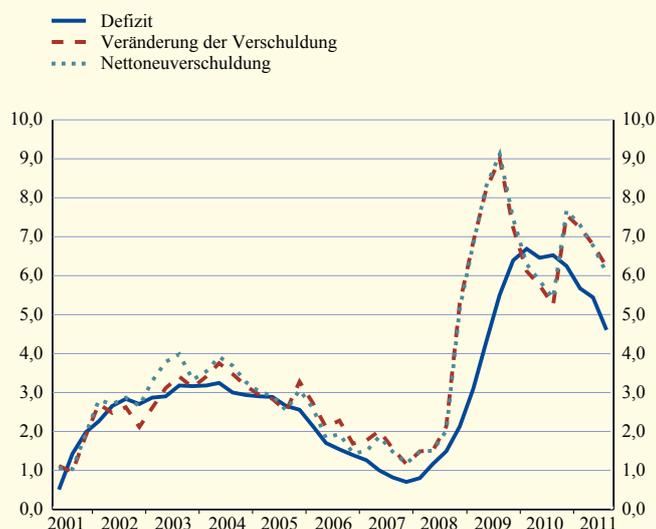
	Insgesamt		Schuldarten			
	1	2	3	4	5	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	
2008 Q4	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6	
2009 Q1	73,8	2,3	11,8	7,9	51,8	
Q2	77,0	2,4	12,2	8,4	54,0	
Q3	78,9	2,4	12,4	9,2	54,9	
Q4	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2	
2010 Q1	81,5	2,4	12,8	8,4	57,9	
Q2	82,8	2,4	13,4	8,1	59,0	
Q3	83,0	2,4	13,3	8,2	59,1	
Q4	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0	
2011 Q1	86,3	2,4	15,1	7,7	61,0	
Q2	87,2	2,4	14,9	7,8	62,0	
Q3	86,8	2,4	15,1	8,0	61,4	

### 2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

	Schuldenstandsänderung	Finanzierungs-saldo	Deficit-Debt-Adjustments								Nachrichtlich: Netto-neuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)					Bewertungs-effekte und sonstige Volumens-änderungen	Sonstige	
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Wertpapiere	Aktien und sonstige Anteilsrechte			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2008 Q4	9,2	-2,5	6,7	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,2	1,0	9,0
2009 Q1	12,8	-7,1	5,7	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-0,5	-0,5	13,3
Q2	9,1	-5,4	3,7	3,2	2,3	-0,6	0,3	1,2	-0,4	0,9	9,5
Q3	5,0	-7,2	-2,3	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,3	4,7
Q4	2,4	-5,9	-3,5	-2,8	-2,9	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,5	2,6
2010 Q1	8,1	-8,3	-0,1	0,7	0,8	0,0	-0,4	0,3	-0,3	-0,5	8,5
Q2	7,6	-4,5	3,2	3,2	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,0	7,7
Q3	3,0	-7,5	-4,5	-3,0	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-1,5	3,0
Q4	11,3	-4,8	6,5	5,9	-0,3	1,7	4,7	-0,2	0,6	0,6	11,3
2011 Q1	6,8	-5,9	0,9	0,9	2,0	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,2	7,0
Q2	6,0	-3,6	2,3	2,9	2,9	0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,8	5,7
Q3	0,8	-4,1	-3,3	-4,2	-3,8	-0,7	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,3

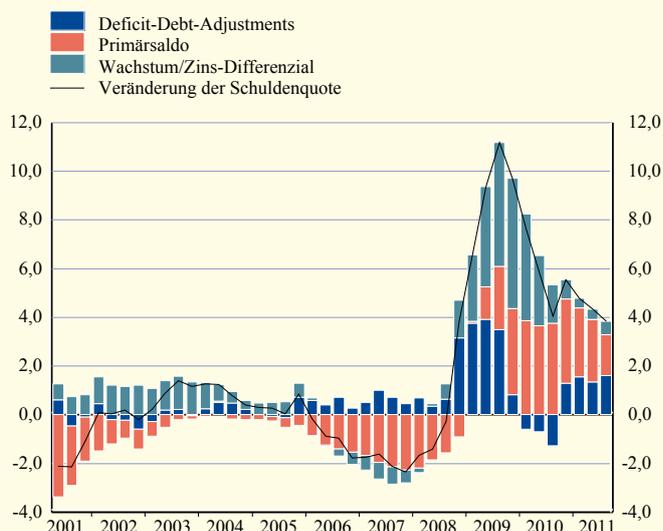
### A30 Defizit, Nettoneuverschuldung und Veränderung der Verschuldung

(gleitende Vierquartalsumme in % des BIP)



### A31 Maastricht-Verschuldung

(jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren)



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

1) Die Daten beziehen sich auf die 17 Euro-Länder. Die zwischenstaatliche Kreditgewährung im Zuge der Finanzkrise ist konsolidiert.

2) Die Bestandsdaten in Quartal t sind ausgedrückt in Prozent der Summe des BIP in Quartal t und den drei vorangegangenen Quartalen.



# AUSSENWIRTSCHAFT

## 7.1 Zahlungsbilanz – Gesamtübersicht<sup>1)</sup> (in Mrd €; Nettotransaktionen)

	Leistungsbilanz					Ver- mögens- übertra- genen	Finanzie- rungssaldo gegenüber der übrigen Welt (Spalte 1+6)	Kapitalbilanz					Rest- posten	
	Ins- gesamt	Waren- handel	Dienst- leistun- gen	Erwerbs- und Ver- mögens- ein- kommen	Laufende Übertra- genen			Ins- gesamt	Direkt- investi- tionen	Wert- papier- anlagen	Finanz- derivate	Übriger Kapital- verkehr		Wäh- rungs- reserven
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	-143,5	-21,8	42,1	-66,8	-97,0	10,0	-133,5	121,3	-231,1	261,4	-84,5	178,9	-3,4	12,2
2009	-25,9	36,0	35,1	-5,8	-91,2	7,3	-18,6	14,0	-102,8	261,4	21,1	-170,2	4,6	4,6
2010	-42,2	12,9	45,9	2,3	-103,3	5,5	-36,7	44,1	-49,9	148,0	17,4	-61,2	-10,3	-7,4
2010 Q3	-7,1	5,5	16,1	2,5	-31,2	0,8	-6,3	6,8	-52,2	11,0	6,3	46,8	-5,1	-0,5
Q4	3,4	5,5	10,5	4,3	-16,8	1,3	4,7	9,5	79,5	19,5	8,9	-96,8	-1,6	-14,2
2011 Q1	-30,2	-13,0	7,0	10,2	-34,5	2,4	-27,8	15,7	-9,9	128,5	-2,2	-89,1	-11,6	12,1
Q2	-21,0	-3,0	17,9	-14,0	-21,8	0,6	-20,4	18,4	-29,0	150,2	1,6	-108,9	4,5	2,0
Q3	-1,2	3,1	21,0	4,2	-29,5	1,8	0,6	9,8	-16,5	37,7	-15,4	0,3	3,8	-10,4
2010 Nov.	-3,4	-0,8	3,4	0,3	-6,2	0,5	-2,9	13,4	45,4	18,4	3,1	-53,5	0,0	-10,5
Dez.	3,0	0,6	3,9	0,1	-1,7	2,0	4,9	-5,8	42,7	-4,2	6,1	-49,2	-1,3	0,9
2011 Jan.	-19,9	-14,7	2,6	1,1	-8,9	0,4	-19,6	13,5	11,7	-28,9	-1,0	37,7	-6,0	6,0
Febr.	-9,3	-0,8	2,6	4,2	-15,2	2,1	-7,1	2,2	-27,9	93,6	0,8	-65,3	1,0	5,0
März	-1,0	2,5	1,8	5,0	-10,3	-0,1	-1,1	0,0	6,3	63,9	-2,1	-61,5	-6,6	1,1
April	-4,9	-3,9	4,2	1,7	-6,9	-0,1	-5,0	-4,0	-29,8	13,6	2,6	3,6	6,0	8,9
Mai	-15,9	0,3	5,6	-15,3	-6,6	0,4	-15,5	15,4	-5,0	45,1	-2,3	-19,4	-3,1	0,2
Juni	-0,2	0,5	8,1	-0,4	-8,3	0,3	0,1	7,0	5,8	91,5	1,2	-93,2	1,6	-7,1
Juli	1,4	3,8	7,4	1,2	-11,0	-0,1	1,3	-3,8	-17,2	-24,6	-0,8	40,1	-1,2	2,5
Aug.	-3,6	-4,2	5,5	3,4	-8,3	2,0	-1,5	1,4	7,7	25,6	-6,5	-28,7	3,4	0,1
Sept.	1,0	3,6	8,1	-0,3	-10,3	-0,1	0,9	12,2	-7,0	36,7	-8,1	-11,0	1,6	-13,1
Okt.	2,6	1,7	5,3	3,2	-7,6	1,5	4,1	-5,0	-7,6	-26,4	-0,9	31,0	-1,1	0,9
Nov.	1,0	6,4	2,6	1,5	-9,5	2,2	3,2	-3,6	-6,8	2,4	0,8	0,3	-0,2	0,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>														
2011 Nov.	-45,8	-4,1	57,6	5,3	-104,6	10,4	-35,3	29,5	-27,1	288,1	-10,0	-215,6	-5,9	5,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>														
2011 Nov.	-0,5	0,0	0,6	0,1	-1,1	0,1	-0,4	0,3	-0,3	3,1	-0,1	-2,3	-0,1	0,1

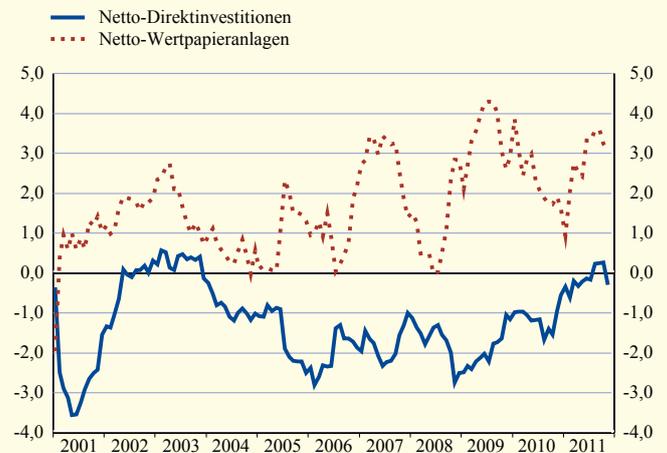
### A32 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Leistungsbilanz

(saisonbereinigt; über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP)



### A33 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen

(über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP)



Quelle: EZB.

1) Eine Erklärung der Vorzeichenregelung findet sich in den „Erläuterungen“.

## 7.2 Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen

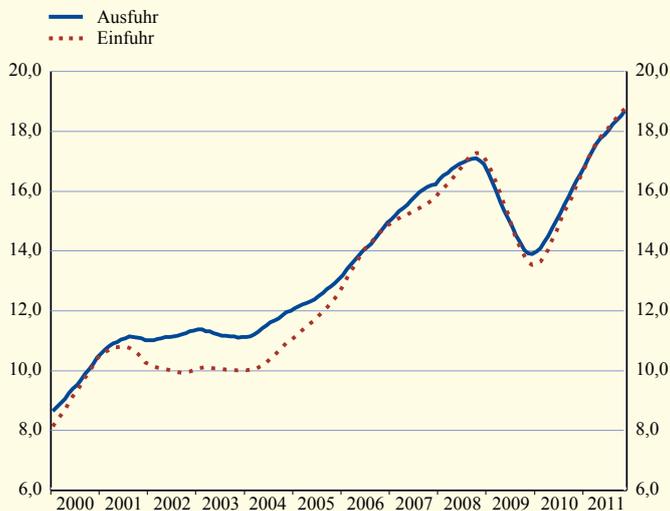
(in Mrd €; Transaktionen)

### 1. Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen – Gesamtübersicht

	Leistungsbilanz										Vermögensübertragungen					
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Erwerbs- und Vermögenseinkommen		Laufende Übertragungen		Einnahmen	Ausgaben			
	Einnahmen	Ausgaben	Saldo	Ausfuhr	Einfuhr	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Heimatüberweisungen der Gastarbeiter	11	12	Heimatüberweisungen der Gastarbeiter	13	14	15
2008	2 717,2	2 860,8	-143,5	1 588,5	1 610,4	513,3	471,2	523,6	590,4	91,8	6,9	188,8	21,6	24,7	14,7	
2009	2 292,4	2 318,3	-25,9	1 302,5	1 266,5	473,9	438,8	421,5	427,3	94,5	6,4	185,7	22,5	20,6	13,4	
2010	2 617,1	2 659,3	-42,2	1 560,0	1 547,1	518,8	472,9	450,7	448,4	87,6	6,3	190,9	22,3	21,2	15,7	
2010 Q3	666,8	674,0	-7,1	402,3	396,8	139,3	123,2	109,7	107,2	15,6	1,7	46,8	5,8	4,6	3,7	
Q4	705,7	702,2	3,4	421,7	416,2	135,7	125,2	117,3	113,0	31,0	1,6	47,8	6,0	7,1	5,9	
2011 Q1	684,5	714,7	-30,2	423,3	436,4	123,0	116,0	113,5	103,3	24,7	1,5	59,1	5,4	5,0	2,6	
Q2	719,5	740,4	-21,0	438,7	441,8	134,1	116,2	127,7	141,8	18,9	1,6	40,7	5,6	3,7	3,1	
Q3	723,1	724,2	-1,2	444,5	441,4	146,1	125,1	115,8	111,6	16,6	1,8	46,1	5,7	5,2	3,4	
2011 Sept.	249,4	248,4	1,0	155,2	151,7	48,9	40,8	39,8	40,1	5,4	.	15,7	.	0,8	0,9	
Okt.	243,6	241,0	2,6	152,4	150,7	46,6	41,4	37,0	33,8	7,6	.	15,2	.	2,4	0,9	
Nov.	247,6	246,6	1,0	159,8	153,4	43,2	40,6	38,9	37,4	5,8	.	15,3	.	3,1	0,9	
	Saisonbereinigt															
2011 Q1	707,4	717,6	-10,2	434,4	435,7	133,6	120,7	116,7	112,6	22,7	.	48,6	.	.	.	
Q2	713,5	726,8	-13,3	437,0	441,9	133,5	118,7	121,2	118,2	21,9	.	47,9	.	.	.	
Q3	727,5	729,2	-1,7	443,4	441,5	138,0	120,5	122,1	118,7	23,9	.	48,4	.	.	.	
2011 Sept.	244,0	240,1	3,9	148,2	145,0	46,8	39,8	40,7	39,6	8,2	.	15,7	.	.	.	
Okt.	241,2	247,8	-6,6	147,0	151,0	46,4	41,1	39,1	40,0	8,7	.	15,7	.	.	.	
Nov.	244,8	246,6	-1,8	153,0	148,1	44,9	40,7	41,6	41,3	5,3	.	16,6	.	.	.	
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen															
2011 Nov.	2 859,0	2 903,9	-44,9	1 749,3	1 755,5	540,2	482,5	479,5	472,6	90,1	.	193,4	.	.	.	
	Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP															
2011 Nov.	30,5	31,0	-0,5	18,7	18,8	5,8	5,2	5,1	5,0	1,0	.	2,1	.	.	.	

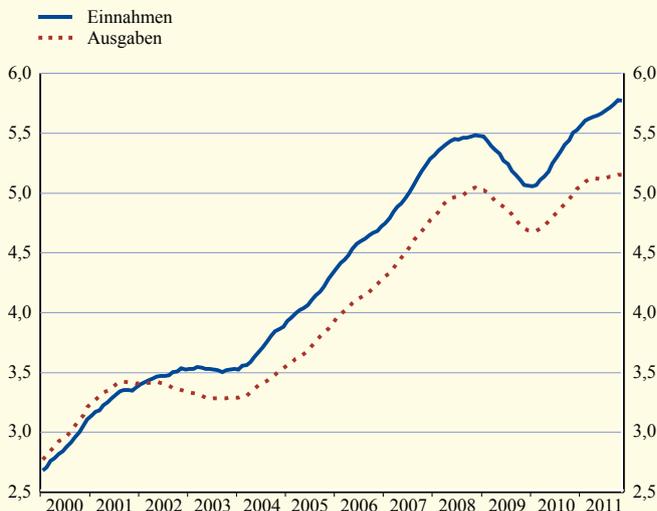
### A34 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Warenhandel

(saisonbereinigt; über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP)



### A35 Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Dienstleistungen

(saisonbereinigt; über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP)



Quelle: EZB.

**7.2 Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen**  
 (in Mrd €)

**2. Erwerbs- und Vermögenseinkommen**  
 (Transaktionen)

	Erwerbs-einkommen		Vermögenseinkommen													
	Ein-nahmen	Ausgaben	Zusammen		Direktinvestitionen				Wertpapieranlagen				Übrige Vermögens-einkommen			
			Ein-nahmen	Ausgaben	Beteiligungskapital		Kredite		Aktien und Investmentzertifikate		Schuld-verschreibungen		Ein-nahmen	Ausgaben		
					Einnahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben				
Re-investierte Gewinne	Re-investierte Gewinne	9	10	11									12	13	14	15
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2008	21,1	13,1	502,5	577,3	140,5	-7,8	117,4	20,5	31,3	26,7	39,3	111,2	119,1	128,7	172,3	193,3
2009	21,7	13,8	399,9	413,5	148,8	16,1	100,4	14,9	24,7	23,5	24,5	77,3	101,0	122,1	100,8	90,2
2010	23,3	14,2	427,3	434,2	195,6	20,1	139,6	38,4	24,0	19,9	29,1	86,3	99,3	122,7	79,3	65,6
2010 Q3	5,6	4,1	104,1	103,1	46,5	14,6	35,0	12,5	5,7	4,6	7,4	16,8	25,4	31,1	19,1	15,6
Q4	6,4	4,1	111,0	108,9	51,2	-2,0	36,0	6,4	6,7	6,2	6,4	18,5	25,5	30,0	21,2	18,2
2011 Q1	5,7	2,7	107,8	100,6	47,7	11,1	33,8	21,5	6,5	4,3	7,4	14,2	25,4	30,8	20,9	17,5
Q2	5,7	2,7	107,8	100,6	47,7	11,1	33,8	21,5	6,5	4,3	7,4	14,2	25,4	30,8	20,9	17,5
Q3	5,8	3,2	121,3	138,4	56,5	8,8	38,1	10,6	6,4	4,8	12,3	46,3	25,2	31,3	20,9	17,8

**3. Geografische Aufschlüsselung**  
 (kumulierte Transaktionen)

	Ins-gesamt	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörende EU-Mitgliedstaaten					Brasi-lien	Kana-da	Chi-na	Indien	Japa-n	Russ-land	Schweiz	Vere-inigte Staaten	Andere	
		Ins-gesamt	Däne-mark	Schwe-den	Verein-igtes König-reich	Andere EU-Mitglied-staaten										EU-Insti-tutionen
2010 Q4 bis 2011 Q3	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Einnahmen</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	2 832,7	936,1	52,2	89,6	430,4	304,4	59,4	55,0	39,0	136,7	40,2	62,0	107,1	218,5	354,4	883,9
Warenhandel	1 728,3	553,6	33,4	59,4	224,2	236,3	0,2	29,1	20,0	110,8	30,5	38,2	78,7	117,7	193,9	555,9
Dienstleistungen	538,9	168,3	11,0	15,1	104,1	31,5	6,6	8,7	8,4	17,5	7,1	13,3	17,9	55,0	78,5	164,3
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	474,4	152,6	6,7	13,4	91,4	32,7	8,3	16,8	9,8	7,8	2,4	9,7	9,9	37,6	76,0	151,7
Vermögenseinkommen	450,7	146,0	6,6	13,3	89,9	32,1	4,0	16,8	9,8	7,8	2,4	9,6	9,9	26,3	74,2	148,0
Laufende Übertragungen	91,2	61,6	1,2	1,7	10,6	3,8	44,4	0,4	0,7	0,6	0,2	0,9	0,6	8,2	6,0	12,0
<b>Vermögensübertragungen</b>	21,0	17,8	0,0	0,0	1,1	0,4	16,3	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	1,8	
<b>Ausgaben</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	2 881,6	878,1	44,6	86,1	373,5	269,8	104,2	-	31,8	-	-	93,9	-	185,6	367,4	-
Warenhandel	1 735,7	479,6	29,6	51,7	179,6	218,6	0,0	31,1	14,4	213,5	27,9	52,9	126,4	96,0	140,5	553,5
Dienstleistungen	482,5	137,8	7,9	12,9	81,8	35,0	0,2	5,2	6,4	13,0	5,9	9,5	10,1	43,0	98,8	152,8
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	469,6	144,4	6,4	20,0	100,5	11,7	5,8	-	9,2	-	-	31,0	-	39,2	121,6	-
Vermögenseinkommen	455,5	136,3	6,3	19,9	99,0	5,3	5,8	-	9,0	-	-	30,8	-	38,8	120,3	-
Laufende Übertragungen	193,8	116,4	0,7	1,5	11,6	4,4	98,1	1,5	1,8	3,6	0,7	0,5	0,7	7,4	6,6	54,6
<b>Vermögensübertragungen</b>	15,0	1,6	0,0	0,1	0,9	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,6	1,2	10,3
<b>Saldo</b>																
<b>Leistungsbilanz</b>	-48,9	58,0	7,7	3,5	56,8	34,6	-44,7	-	7,2	-	-	-32,0	-	32,9	-13,0	-
Warenhandel	-7,4	74,0	3,8	7,7	44,6	17,7	0,2	-2,0	5,6	-102,7	2,6	-14,8	-47,7	21,7	53,5	2,4
Dienstleistungen	56,4	30,5	3,1	2,2	22,3	-3,5	6,3	3,5	2,0	4,5	1,2	3,8	7,7	12,1	-20,3	11,6
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	4,7	8,2	0,3	-6,5	-9,1	21,0	2,6	-	0,7	-	-	-21,3	-	-1,6	-45,6	-
Vermögenseinkommen	-4,8	9,7	0,3	-6,6	-9,1	26,8	-1,7	-	0,8	-	-	-21,2	-	-12,5	-46,2	-
Laufende Übertragungen	-102,6	-54,7	0,5	0,1	-1,0	-0,6	-53,7	-1,1	-1,1	-3,1	-0,5	0,4	-0,1	0,7	-0,5	-42,6
<b>Vermögensübertragungen</b>	6,0	16,2	0,0	-0,1	0,2	0,0	16,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,8	-8,5

Quelle: EZB.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen und sonstige Veränderungen während des Berichtszeitraums)

### 1. Kapitalbilanz – Gesamtübersicht

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Insgesamt in % des BIP			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanzderivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungsreserven
	Aktiva 1	Passiva 2	Saldo 3	Aktiva 4	Passiva 5	Saldo 6	Aktiva 7	Passiva 8	Aktiva 9	Passiva 10		Aktiva 12	Passiva 13	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
2008	13 377,1	14 961,4	-1 584,3	144,7	161,8	-17,1	3 878,4	3 247,8	3 834,9	5 976,8	-0,5	5 290,0	5 736,7	374,2
2009	13 764,1	15 170,3	-1 406,2	154,1	169,9	-15,7	4 287,2	3 403,0	4 341,3	6 781,9	0,2	4 675,9	4 985,4	459,6
2010	15 234,8	16 461,7	-1 226,9	166,3	179,7	-13,4	4 798,2	3 714,8	4 907,5	7 442,9	-61,6	5 002,9	5 304,0	587,8
2011 Q1	15 135,4	16 377,3	-1 241,9	163,7	177,2	-13,4	4 801,9	3 739,5	4 811,3	7 469,7	-31,6	4 977,1	5 168,1	576,6
Q2	15 278,0	16 592,6	-1 314,6	164,1	178,2	-14,1	4 905,2	3 801,7	4 762,6	7 641,6	-48,6	5 077,8	5 149,4	581,0
Q3	15 432,1	16 725,3	-1 293,2	164,7	178,5	-13,8	4 960,3	3 850,3	4 574,8	7 511,6	-46,0	5 296,3	5 363,3	646,7
<b>Veränderung der Bestände</b>														
2007	1 608,0	1 858,8	-250,9	17,8	20,6	-2,8	572,8	486,8	258,7	591,3	-8,1	763,3	780,7	21,4
2008	-615,7	-305,5	-310,3	-6,7	-3,3	-3,4	151,7	25,9	-796,2	-561,3	28,4	-26,7	229,9	27,0
2009	387,1	208,9	178,1	4,3	2,3	2,0	408,8	155,2	506,4	805,1	0,7	-614,1	-751,4	85,4
2010	1 470,7	1 291,5	179,3	16,1	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2
2011 Q2	142,7	215,4	-72,7	6,1	9,1	-3,1	103,3	62,2	-48,7	171,9	-17,0	100,7	-18,7	4,4
Q3	154,0	132,7	21,4	6,6	5,7	0,9	55,1	48,7	-187,8	-129,9	2,6	218,5	214,0	65,7
<b>Transaktionen</b>														
2007	1 940,3	1 943,2	-3,0	21,5	21,5	0,0	512,9	422,5	439,5	566,3	66,9	915,8	954,4	5,1
2008	429,9	551,3	-121,3	4,7	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-128,9	-114,9	-14,0	-1,4	-1,3	-0,2	334,7	231,9	94,0	355,3	-21,1	-531,9	-702,1	-4,6
2010	490,0	534,1	-44,1	5,3	5,8	-0,5	174,9	125,0	145,6	293,6	-17,4	176,7	115,5	10,3
2011 Q1	217,2	233,0	-15,7	9,5	10,2	-0,7	89,3	79,5	27,1	155,6	2,2	86,9	-2,2	11,6
Q2	198,2	216,6	-18,4	8,4	9,2	-0,8	55,9	26,9	33,0	183,2	-1,6	115,3	6,4	-4,5
Q3	114,7	124,5	-9,8	4,9	5,3	-0,4	40,7	24,1	-64,6	-27,0	15,4	127,0	127,3	-3,8
2011 Juli	3,1	-0,7	3,8	.	.	.	25,4	8,2	-0,7	-25,3	0,8	-23,6	16,5	1,2
Aug.	62,4	63,8	-1,4	.	.	.	-6,3	1,4	-54,1	-28,5	6,5	119,7	90,9	-3,4
Sept.	49,2	61,4	-12,2	.	.	.	21,5	14,5	-9,8	26,9	8,1	31,0	19,9	-1,6
Okt.	-62,9	-67,9	5,0	.	.	.	18,3	10,6	-36,0	-62,5	0,9	-47,1	-16,1	1,1
Nov.	-47,9	-51,4	3,6	.	.	.	12,9	6,1	-22,9	-20,5	-0,8	-37,3	-37,0	0,2
<b>Sonstige Veränderungen</b>														
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3
2008	-1 045,7	-856,7	-188,9	-11,3	-9,3	-2,0	-184,9	-79,5	-801,2	-827,7	-56,0	-27,2	50,5	23,7
2009	515,9	323,8	192,2	5,8	3,6	2,2	74,1	-76,7	412,4	449,7	21,7	-82,2	-49,3	89,9
2010	980,7	757,4	223,3	10,7	8,3	2,4	336,1	186,8	420,6	367,4	-44,3	150,4	203,1	117,9
<b>Sonstige wechselkursbedingte Veränderungen</b>														
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7
2008	-49,8	27,9	-77,7	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-34,0	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3
2009	-49,6	-55,2	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-28,0	-2,7
2010	535,0	323,6	211,3	5,8	3,5	2,3	160,3	57,4	179,4	101,6	.	182,2	164,6	13,0
<b>Sonstige preisbedingte Veränderungen</b>														
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1 002,7	-975,7	-27,1	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	635,3	483,4	151,9	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,3	455,0	21,7	.	.	45,8
2010	295,0	153,7	141,3	3,2	1,7	1,5	50,1	2,2	187,3	151,5	-44,3	.	.	102,0
<b>Sonstige anpassungsbedingte Veränderungen</b>														
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3
2008	6,8	91,0	-84,1	0,1	1,0	-0,9	-0,7	15,2	1,8	45,4	.	13,4	30,4	-7,7
2009	-69,7	-104,4	34,7	-0,8	-1,2	0,4	-63,9	-110,8	17,6	27,7	.	-70,3	-21,3	46,8
2010	150,8	280,1	-129,3	1,6	3,1	-1,4	125,7	127,2	53,9	114,4	.	-31,8	38,5	2,9
<b>Veränderung der Bestände in %</b>														
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	-	.	.	.	8,6	7,3	2,4	5,9	.	-10,1	-12,2	-1,2
2010	3,5	3,4	-	.	.	.	3,9	3,5	3,2	4,2	.	3,7	2,3	2,0
2011 Q1	3,4	3,4	-	.	.	.	4,5	5,3	2,6	5,3	.	3,4	-0,4	2,9
Q2	3,8	3,8	-	.	.	.	3,7	4,5	3,1	6,3	.	4,9	-0,2	2,3
Q3	3,8	3,9	-	.	.	.	3,5	5,2	0,8	5,2	.	7,2	1,2	0,8

Quelle: EZB.

1) Finanzderivate (netto) sind in den Aktiva enthalten.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

### 2. Direktinvestitionen

	Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets						Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet							
	Insgesamt	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)			Insgesamt	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)		
		Zu-sammen	MFIs	Nicht-MFIs	Zu-sammen	MFIs	Nicht-MFIs		Zu-sammen	MFIs	Nicht-MFIs	Zu-sammen	MFIs	Nicht-MFIs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
2009	4 287,2	3 305,5	236,2	3 069,3	981,7	14,8	966,9	3 403,0	2 501,9	74,2	2 427,7	901,1	18,1	883,0
2010	4 798,2	3 667,1	277,9	3 389,2	1 131,1	17,8	1 113,3	3 714,8	2 820,2	83,2	2 737,0	894,6	12,7	881,9
2011 Q2	4 905,2	3 775,8	281,0	3 494,8	1 129,4	14,5	1 114,9	3 801,7	2 896,3	85,4	2 810,9	905,4	9,5	895,8
Q3	4 960,3	3 807,6	283,5	3 524,1	1 152,7	13,2	1 139,5	3 850,3	2 952,7	86,5	2 866,2	897,6	8,5	889,2
<b>Transaktionen</b>														
2008	336,6	193,8	9,3	184,5	142,8	-0,3	143,1	105,5	64,3	-8,2	72,5	41,1	1,6	39,6
2009	334,7	257,5	20,1	237,3	77,2	2,6	74,6	231,9	236,7	7,5	229,2	-4,8	-0,6	-4,2
2010	174,9	51,1	12,6	38,5	123,8	1,2	122,6	125,0	176,7	7,2	169,5	-51,7	-7,5	-44,2
2011 Q1	89,3	77,8	3,8	74,0	11,6	0,1	11,5	79,5	69,6	0,8	68,8	9,9	-1,5	11,4
Q2	55,9	51,2	9,4	41,8	4,7	-2,6	7,3	26,9	24,8	1,7	23,2	2,1	-1,5	3,6
Q3	40,7	27,7	2,2	25,5	13,0	-1,7	14,7	24,1	41,2	1,3	39,9	-17,0	-0,8	-16,2
2011 Juli	25,4	22,7	0,1	22,6	2,7	-1,6	4,3	8,2	13,5	0,6	12,9	-5,3	-0,5	-4,8
Aug.	-6,3	-5,9	1,4	-7,3	-0,4	0,1	-0,5	1,4	16,2	0,2	16,0	-14,8	-0,3	-14,5
Sept.	21,5	10,9	0,8	10,1	10,6	-0,2	10,9	14,5	11,4	0,5	11,0	3,1	0,0	3,1
Okt.	18,3	14,1	0,1	14,0	4,2	0,2	4,0	10,6	5,1	0,1	5,1	5,5	-0,1	5,6
Nov.	12,9	16,0	-0,9	16,9	-3,0	0,3	-3,3	6,1	2,2	0,7	1,5	3,9	0,0	3,9
<b>Wachstumsraten</b>														
2009	8,6	8,6	9,2	8,5	8,8	20,5	8,6	7,3	10,4	11,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,5
2010	3,9	1,5	5,3	1,2	12,5	7,8	12,6	3,5	6,8	9,4	6,8	-5,7	-41,3	-5,0
2011 Q1	4,5	2,9	2,1	3,0	9,9	6,4	10,0	5,3	6,3	8,7	6,2	2,0	-48,1	3,1
Q2	3,7	3,4	5,6	3,2	4,9	-12,7	5,2	4,5	5,0	8,0	5,0	2,9	-47,9	3,9
Q3	3,5	2,9	5,9	2,7	5,4	-24,0	5,9	5,2	5,2	6,6	5,2	5,5	-52,3	6,7

### A36 Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets

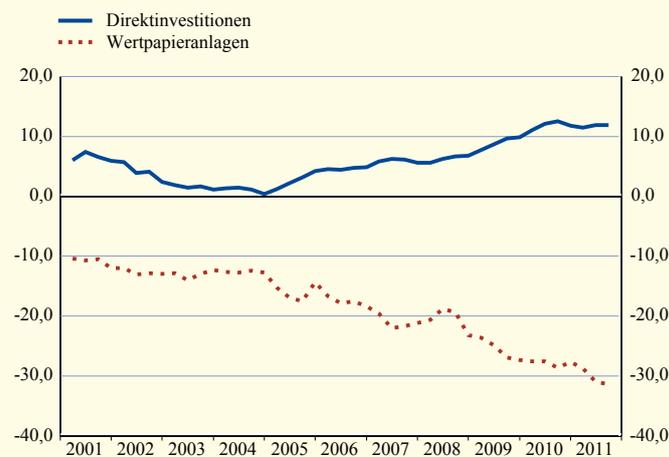
(Bestände am Ende des Berichtszeitraums; in % des BIP)



Quelle: EZB.

### A37 Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets

(Bestände am Ende des Berichtszeitraums; in % des BIP)



## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

### 3. Wertpapieranlagen (Aktiva)

	Insgesamt	Aktien und Investmentzertifikate						Schuldverschreibungen									
		Zusammen		MFIs		Nicht-MFIs		Anleihen			Geldmarktpapiere						
		1	2	3	Euro-system 4	5	Staat 6	Zusammen 7	MFIs 8	Euro-system 9	Nicht-MFIs 10	Staat 11	Zusammen 12	MFIs 13	Euro-system 14	Nicht-MFIs 15	Staat 16
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>																	
2009	4 341,3	1 514,5	80,8	3,4	1 433,6	36,6	2 426,6	924,6	17,1	1 502,0	36,6	400,2	330,2	44,9	69,9	2,0	
2010	4 907,5	1 914,2	93,8	3,6	1 820,5	47,6	2 588,8	810,7	15,6	1 778,1	75,7	404,5	314,9	41,7	89,6	0,2	
2011 Q2	4 762,6	1 838,4	94,4	3,5	1 744,0	41,6	2 552,7	761,1	17,6	1 791,6	91,3	371,6	278,8	45,7	92,8	0,4	
Q3	4 574,8	1 621,8	76,4	3,4	1 545,4	38,6	2 551,7	749,4	17,7	1 802,4	93,9	401,3	301,8	54,9	99,5	0,5	
<b>Transaktionen</b>																	
2008	5,0	-93,7	-34,3	0,7	-59,4	-0,1	72,1	37,7	3,2	34,4	2,7	26,5	49,6	13,1	-23,0	0,4	
2009	94,0	53,4	-1,3	0,0	54,8	2,5	45,7	-93,2	-3,8	138,9	17,5	-5,2	1,0	-12,9	-6,2	0,9	
2010	145,6	76,5	5,6	-0,2	70,9	1,7	109,3	-124,5	-0,8	233,8	52,8	-40,3	-55,5	-11,7	15,3	-1,9	
2011 Q1	27,1	-1,0	0,0	-0,4	-1,0	-1,8	5,3	-12,7	1,7	18,0	0,4	22,8	16,8	1,5	6,1	0,7	
Q2	33,0	18,0	3,2	0,1	14,8	-2,3	28,0	-4,4	0,4	32,4	-1,2	-12,9	-12,3	4,8	-0,5	-0,5	
Q3	-64,6	-53,3	-12,9	0,0	-40,4	-1,9	-19,9	-21,6	-0,2	1,6	0,1	8,6	8,2	3,5	0,4	0,0	
2011 Juli	-0,7	-3,0	0,5	0,0	-3,6	.	5,6	-6,5	-0,3	12,1	.	-3,3	-7,6	-3,5	4,3	.	
Aug.	-54,1	-38,3	-11,1	0,0	-27,2	.	-10,6	-7,1	0,2	-3,5	.	-5,2	-7,2	6,6	2,1	.	
Sept.	-9,8	-11,9	-2,3	0,0	-9,6	.	-14,9	-7,9	-0,1	-7,0	.	17,1	23,0	0,4	-5,9	.	
Okt.	-36,0	-6,5	-3,2	-0,1	-3,2	.	-12,6	-6,7	0,6	-5,9	.	-17,0	-22,4	-6,3	5,4	.	
Nov.	-22,9	-14,2	-0,7	0,0	-13,5	.	-11,6	-14,6	0,4	2,9	.	2,9	0,5	-1,1	2,4	.	
<b>Wachstumsraten</b>																	
2009	2,4	3,9	-2,4	-0,6	4,3	8,5	1,9	-9,5	-19,0	10,7	93,4	-2,0	-0,8	-22,3	-7,9	67,2	
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,4	-13,5	-4,9	14,9	127,8	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9	
2011 Q1	2,6	2,6	1,7	-16,4	2,6	-3,2	2,9	-14,0	2,5	12,4	131,9	0,8	-6,5	-10,2	34,8	65,6	
Q2	3,1	3,4	4,8	-9,8	3,4	-14,1	3,6	-12,4	9,7	12,2	125,5	-0,8	-4,4	9,2	13,8	93,4	
Q3	0,8	0,3	-7,3	-8,7	0,7	-15,7	0,6	-15,2	9,1	8,8	133,2	5,9	0,7	0,9	28,8	-7,4	

### 4. Wertpapieranlagen (Passiva)

	Insgesamt	Aktien und Investmentzertifikate				Schuldverschreibungen							
		Zusammen		MFIs		Anleihen			Geldmarktpapiere				
		1	2	3	4	Zusammen 5	MFIs 6	Nicht-MFIs 7	Staat 8	Zusammen 9	MFIs 10	Nicht-MFIs 11	Staat 12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>													
2009	6 781,9	2 781,9	686,2	2 095,7	3 493,1	1 093,2	2 399,9	1 481,2	506,9	66,2	440,7	409,3	
2010	7 442,9	3 150,7	658,0	2 492,7	3 823,0	1 165,4	2 657,5	1 680,3	469,2	77,2	392,0	352,6	
2011 Q2	7 641,6	3 123,9	637,8	2 486,1	3 965,7	1 166,9	2 798,8	1 785,7	551,9	140,3	411,6	359,9	
Q3	7 511,6	2 795,1	618,2	2 176,8	4 153,2	1 223,1	2 930,2	1 848,7	563,3	139,3	424,0	376,6	
<b>Transaktionen</b>													
2008	266,4	-108,6	78,1	-186,7	175,5	-15,6	191,0	159,4	199,5	-25,0	224,6	191,0	
2009	355,3	121,6	10,7	110,9	143,2	-15,6	158,8	103,7	90,5	-18,3	108,9	144,3	
2010	293,6	128,9	-14,2	143,1	174,2	57,3	116,9	189,2	-9,5	28,9	-38,4	-34,8	
2011 Q1	155,6	88,2	6,9	81,4	22,1	28,8	-6,8	31,7	45,4	35,4	10,0	20,8	
Q2	183,2	-20,1	-7,3	-12,7	175,2	44,6	130,5	97,9	28,2	21,6	6,6	-0,2	
Q3	-27,0	-31,3	-11,3	-19,9	11,0	14,6	-3,7	-16,8	-6,6	-10,3	3,7	17,9	
2011 Juli	-25,3	-4,2	-19,1	14,9	-19,1	6,7	-25,8	.	-2,0	-5,7	3,7	.	
Aug.	-28,5	-8,9	9,5	-18,4	-4,5	1,8	-6,3	.	-15,2	-5,6	-9,6	.	
Sept.	26,9	-18,2	-1,7	-16,5	34,6	6,2	28,4	.	10,6	1,0	9,5	.	
Okt.	-62,5	-10,0	2,1	-12,2	-39,2	-23,8	-15,4	.	-13,3	-4,8	-8,5	.	
Nov.	-20,5	-3,0	10,4	-13,5	-3,8	-3,6	-0,2	.	-13,6	7,6	-21,2	.	
<b>Wachstumsraten</b>													
2009	5,9	5,2	1,6	6,6	4,2	-1,3	7,2	7,4	23,0	-28,7	33,0	53,5	
2010	4,2	4,5	-2,1	6,7	4,9	5,0	4,8	12,6	-1,9	42,9	-8,9	-8,7	
2011 Q1	5,3	7,1	1,1	8,9	3,4	5,9	2,3	8,6	9,0	68,9	-1,5	0,9	
Q2	6,3	5,9	1,1	7,2	5,5	9,9	3,6	7,5	17,1	150,5	-1,3	3,3	
Q3	5,2	2,8	-2,9	4,4	6,7	10,3	5,2	8,6	8,7	60,5	-1,0	5,9	

Quelle: EZB.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

## 5. Übriger Kapitalverkehr (Aktiva)

	Ins- gesamt	Eurosistem			MFIs (ohne Eurosystem)			Staat			Übrige Sektoren				
		Zusammen	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Aktiva	Zusammen	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Handels- kredite	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Handels- kredite	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen		
														Bargeld und Einlagen	Bargeld und Einlagen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>															
2009	4 675,9	30,2	29,8	0,4	2 834,7	2 804,2	30,5	122,1	8,4	74,9	15,9	1 688,9	201,4	1 344,7	402,6
2010	5 002,9	32,6	32,0	0,7	2 972,3	2 939,9	32,4	166,3	7,6	117,6	21,0	1 831,8	214,4	1 468,5	428,6
2011 Q2	5 077,8	40,5	40,3	0,2	3 042,6	2 992,9	49,7	147,3	7,5	99,4	19,2	1 847,5	223,6	1 478,2	441,1
Q3	5 296,3	42,4	42,1	0,3	3 206,2	3 148,7	57,5	142,7	7,4	94,6	17,5	1 905,0	229,0	1 516,0	454,6
<b>Transaktionen</b>															
2008	0,5	-9,5	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	58,3	-1,1	48,0	-22,0
2009	-531,9	0,1	0,0	0,1	-420,5	-399,9	-20,5	10,7	-0,4	9,3	1,2	-122,2	7,5	-128,0	-34,6
2010	176,7	-2,9	-2,9	0,0	8,5	-0,4	8,9	40,0	-0,3	39,4	4,9	131,2	7,0	100,9	46,3
2011 Q1	86,9	3,6	3,6	0,0	63,3	55,2	8,1	-7,8	-0,1	-8,2	-4,2	27,8	11,2	-0,7	2,6
Q2	115,3	4,6	4,6	0,0	60,8	54,2	6,6	0,9	0,0	0,5	2,4	49,0	-1,1	47,9	17,2
Q3	127,0	-2,8	-2,9	0,1	82,7	68,2	14,4	-6,6	-0,1	-6,5	-1,6	53,7	4,2	36,8	16,9
2011 Juli	-23,6	0,0	.	.	-27,4	.	.	-5,8	.	.	-1,7	9,5	.	.	0,6
Aug.	119,7	0,5	.	.	105,9	.	.	-3,6	.	.	-3,0	16,8	.	.	2,4
Sept.	31,0	-3,3	.	.	4,1	.	.	2,8	.	.	3,2	27,4	.	.	13,9
Okt.	-47,1	-3,4	.	.	-72,7	.	.	6,7	.	.	7,6	22,3	.	.	20,0
Nov.	-37,3	-3,4	.	.	-47,0	.	.	9,6	.	.	6,8	3,5	.	.	6,3
<b>Wachstumsraten</b>															
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-36,9	9,8	-3,5	15,3	7,9	-6,7	3,8	-8,6	-8,1
2010	3,7	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,8	31,9	-3,1	50,8	30,6	7,6	3,4	7,3	11,1
2011 Q1	3,4	26,3	27,3	-10,9	0,5	0,1	44,7	32,3	-3,3	53,5	36,0	5,9	10,7	4,8	10,0
Q2	4,9	65,6	67,1	-1,3	2,8	2,4	37,7	18,1	-3,2	27,5	3,7	6,5	6,0	6,2	13,5
Q3	7,2	45,4	45,7	62,4	6,0	5,1	84,3	16,2	-3,6	25,0	9,1	8,0	7,4	7,6	13,3

## 6. Übriger Kapitalverkehr (Passiva)

	Ins- gesamt	Eurosistem			MFIs (ohne Eurosystem)			Staat			Übrige Sektoren				
		Zusammen	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Passiva	Zusammen	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Passiva	Zusammen	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva	Zusammen	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>															
2009	4 985,4	251,7	251,3	0,4	3 399,7	3 360,7	39,0	85,2	0,0	80,8	4,4	1 248,8	177,8	929,3	141,7
2010	5 304,0	268,8	265,7	3,1	3 508,6	3 462,6	46,0	153,9	0,0	147,2	6,6	1 372,8	200,8	1 016,2	155,8
2011 Q2	5 149,4	278,0	275,1	2,8	3 325,3	3 269,4	55,9	187,1	0,0	181,3	5,8	1 359,0	209,5	1 000,2	149,3
Q3	5 363,3	315,2	312,3	2,9	3 403,7	3 340,5	63,3	210,8	0,0	204,9	5,9	1 433,6	214,0	1 044,5	175,0
<b>Transaktionen</b>															
2008	179,4	280,9	280,9	0,0	-174,7	-186,0	11,3	9,5	0,0	10,9	-1,3	63,6	9,4	44,4	9,8
2009	-702,1	-233,2	-233,4	0,2	-352,7	-341,5	-11,2	17,8	0,0	17,8	0,0	-134,0	0,8	-126,1	-8,7
2010	115,5	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,8	6,0	64,6	0,0	63,8	0,8	52,8	15,5	13,5	23,8
2011 Q1	-2,2	9,6	12,1	-2,6	-62,9	-73,7	10,8	27,1	0,0	28,3	-1,2	24,0	6,3	-0,4	18,0
Q2	6,4	7,2	4,9	2,4	-17,9	-19,2	1,3	12,6	0,0	12,3	0,3	4,5	-1,1	3,9	1,7
Q3	127,3	29,8	29,8	0,0	21,3	5,7	15,6	23,4	0,0	23,3	0,1	52,8	3,2	30,4	19,1
2011 Juli	16,5	14,2	.	.	-19,2	.	.	6,9	.	.	.	14,5	.	.	.
Aug.	90,9	7,0	.	.	57,9	.	.	-2,5	.	.	.	28,6	.	.	.
Sept.	19,9	8,6	.	.	-17,3	.	.	19,0	.	.	.	9,7	.	.	.
Okt.	-16,1	-7,4	.	.	-34,0	.	.	2,8	.	.	.	22,6	.	.	.
Nov.	-37,0	-2,8	.	.	-38,2	.	.	-0,2	.	.	.	4,2	.	.	.
<b>Wachstumsraten</b>															
2009	-12,2	-48,1	-48,2	.	-9,3	-9,2	-19,8	25,7	.	27,4	-0,9	-9,4	0,3	-11,5	-5,8
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,8	74,2	.	78,3	11,7	4,0	8,6	1,2	15,8
2011 Q1	-0,4	9,4	9,6	.	-4,9	-5,3	26,8	99,8	.	106,7	-2,7	3,5	14,2	-0,2	14,6
Q2	-0,2	12,6	11,8	.	-5,2	-5,6	23,3	89,4	.	96,4	-12,6	4,2	8,1	1,2	18,6
Q3	1,2	25,9	25,6	.	-4,4	-5,4	72,7	102,8	.	110,0	-9,8	3,3	9,6	0,1	18,3

Quelle: EZB.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

### 7. Währungsreserven<sup>1)</sup>

	Währungsreserven													Nachrichtlich			
	Ins- gesamt	Monetäre Goldreserven		SZR- Bestän- de	Re- serven- posi- tion im IWF	Devisenreserven								Sons- tige Reser- ven	Sonstige Fremd- währungs- aktiva	Fest- stehende kurz- fristige Netto- abflüsse an Devisen- beständen	SZR- Zutei- lungen
		In Mrd €	Feinunzen (in Mio)			Zu- sammen	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere			Finanz- derivate					
							Bei Wäh- rungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Zu- sammen	Aktien und Invest- ment- zerti- fikate	Anlei- hen		Geld- markt- papiere				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>																	
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 Q1	576,6	351,5	346,987	51,1	21,6	152,4	5,6	18,2	128,2	0,5	108,6	19,0	0,4	0,0	21,3	-24,5	52,6
Q2	580,9	361,4	346,988	50,5	22,4	146,5	5,1	13,0	128,2	0,5	108,3	19,3	0,2	0,0	20,4	-18,1	52,2
Q3	646,6	416,3	346,989	52,9	26,0	151,4	5,5	11,1	135,1	0,6	120,5	14,0	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5
2011 Nov.	683,4	451,3	346,844	52,7	26,3	153,1	5,8	8,9	138,7	-	-	-	-0,2	0,0	32,7	-21,8	54,5
Dez.	667,1	422,1	346,846	54,0	30,1	160,9	5,3	7,8	148,1	-	-	-	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
<b>Transaktionen</b>																	
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2010	10,3	0,0	-	-0,1	4,9	5,4	-5,4	6,7	4,1	0,0	10,6	-6,5	0,0	0,0	-	-	-
2011 Q1	11,6	0,0	-	-1,2	6,7	6,1	-1,8	3,1	4,8	0,0	4,0	0,7	0,0	0,0	-	-	-
Q2	-4,5	0,0	-	-0,2	0,9	-5,2	-0,5	-5,4	0,8	0,0	0,4	0,4	-0,1	0,0	-	-	-
Q3	-3,8	0,0	-	0,2	2,3	-6,3	0,3	-2,9	-3,8	0,0	3,0	-6,7	0,0	0,0	-	-	-
<b>Wachstumsraten</b>																	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2011 Q1	2,9	0,0	-	-1,9	77,7	5,3	-44,7	68,6	4,0	-4,3	12,0	-27,9	-	-	-	-	-
Q2	2,3	0,0	-	-2,4	49,9	4,5	-36,6	5,3	7,3	1,9	12,4	-16,1	-	-	-	-	-
Q3	0,8	0,0	-	-2,1	65,5	-3,1	-29,3	-36,8	3,0	1,9	9,9	-42,1	-	-	-	-	-

### 8. Bruttoauslandsverschuldung

	Insgesamt	Nach Finanzinstrumenten					Nach Sektoren (ohne Direktinvestitionen)				
		Finanz- kredite, Bargeld und Einlagen	Geld- markt- papiere	Anleihen	Handels- kredite	Sonstige Verbind- lichkeiten	Direkt- investi- tionen: Kredite zwischen verbundenen Unter- nehmen	Staat	Eurosystem	MFIs (ohne Euro- system)	Übrige Sektoren
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>											
2008	10 914,5	5 340,8	398,1	3 377,9	184,1	211,8	1 401,7	1 747,0	482,7	5 006,5	2 276,5
2009	10 391,3	4 622,0	506,9	3 493,1	177,8	185,6	1 405,9	1 975,7	251,7	4 559,1	2 198,9
2010	11 016,4	4 891,7	469,2	3 823,0	200,8	211,5	1 420,2	2 186,8	268,8	4 751,3	2 389,4
2011 Q1	10 855,2	4 735,4	502,8	3 760,6	207,6	225,1	1 423,7	2 232,3	272,3	4 588,4	2 338,5
Q2	11 108,1	4 726,0	551,9	3 965,7	209,5	213,8	1 441,0	2 332,7	278,0	4 632,5	2 423,9
Q3	11 526,7	4 902,2	563,3	4 153,2	214,1	247,1	1 446,8	2 436,1	315,2	4 766,1	2 562,5
<b>Bestände in % des BIP</b>											
2008	118,2	57,8	4,3	36,6	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6
2009	116,4	51,8	5,7	39,1	2,0	2,1	15,7	22,1	2,8	51,1	24,6
2010	120,4	53,4	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1
2011 Q1	117,6	51,3	5,4	40,7	2,2	2,4	15,4	24,2	2,9	49,7	25,3
Q2	119,5	50,8	5,9	42,6	2,3	2,3	15,5	25,1	3,0	49,8	26,1
Q3	123,1	52,4	6,0	44,4	2,3	2,6	15,5	26,0	3,4	50,9	27,4

Quelle: EZB.

1) Im Einklang mit der Verfahrensweise für Währungsreserven des Eurosystems beziehen sich die Angaben auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

## 9. Geografische Aufschlüsselung

	Ins- gesamt	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörende EU-Mitgliedstaaten					Kanada	China	Japan	Schweiz	Vereinigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Inter- natio- nale Orga- nisation- nen	Andere Länder	
		Insgesamt	Däne- mark	Schwe- den	Vereinigte König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten									EU- Insti- tutionen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2010</b>	<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
<b>Direktinvestitionen</b>	1 083,3	116,9	3,8	-6,6	-170,8	291,8	-1,3	50,4	57,1	-3,9	178,9	-23,2	42,7	-0,3	664,8
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	4 798,2	1 490,8	36,2	141,7	994,2	318,7	0,0	154,7	61,5	87,2	479,5	899,7	586,7	0,0	1 037,9
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	3 667,1	1 114,0	32,2	88,8	733,5	259,4	0,0	121,4	49,5	65,8	374,0	637,1	501,8	0,0	803,6
Sonstige Anlagen	1 131,1	376,8	4,0	52,9	260,7	59,2	0,0	33,3	12,0	21,4	105,6	262,7	85,0	0,0	234,3
Im Euro-Währungsgebiet	3 714,8	1 374,0	32,5	148,4	1 165,0	26,9	1,3	104,3	4,4	91,1	300,6	922,9	544,1	0,4	373,1
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	2 820,2	1 121,1	22,5	133,9	958,4	4,9	1,3	91,7	3,4	73,5	201,8	702,5	387,3	0,1	238,8
Sonstige Anlagen	894,6	252,9	10,0	14,4	206,6	21,9	0,0	12,6	1,0	17,6	98,8	220,4	156,7	0,2	134,3
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	4 907,5	1 550,5	84,0	189,3	1 054,9	103,5	118,9	110,8	59,5	203,6	134,6	1 557,4	460,8	30,8	799,6
Aktien und Investment- zertifikate	1 914,2	379,4	13,7	46,0	300,5	18,1	1,1	44,6	57,2	106,3	117,5	574,9	243,0	1,4	390,1
Schuldverschreibungen	2 993,3	1 171,1	70,3	143,3	754,4	85,3	117,8	66,3	2,2	97,3	17,1	982,5	217,8	29,4	409,6
Anleihen	2 588,8	1 031,4	63,0	121,3	646,1	83,8	117,2	61,8	1,4	44,3	11,7	836,1	208,6	29,0	364,5
Geldmarktpapiere	404,5	139,7	7,3	21,9	108,3	1,6	0,6	4,5	0,8	53,0	5,5	146,4	9,2	0,4	45,1
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	-301,1	-241,1	54,8	1,5	-202,0	85,9	-181,2	-7,3	-8,0	19,9	-34,4	-94,6	-5,0	-25,2	94,7
<b>Aktiva</b>	5 002,9	2 295,1	112,6	96,9	1 869,7	198,5	17,4	28,5	38,7	103,7	275,2	713,1	588,7	48,8	911,2
Staat	166,3	55,0	0,8	6,5	34,6	2,1	11,0	1,9	3,2	2,6	1,2	13,7	3,6	31,8	53,2
MFIs	3 004,9	1 576,0	90,7	52,9	1 268,2	160,9	3,3	15,6	12,1	72,6	136,3	375,8	367,6	16,5	432,4
Übrige Sektoren	1 831,8	664,0	21,1	37,5	566,9	35,5	3,1	11,0	23,4	28,5	137,7	323,6	217,4	0,6	425,5
<b>Passiva</b>	5 304,0	2 536,1	57,9	95,4	2 071,7	112,6	198,6	35,8	46,7	83,8	309,6	807,8	593,6	74,0	816,5
Staat	153,9	92,1	0,2	0,5	57,1	0,2	34,1	0,1	0,1	0,1	0,8	27,3	1,7	27,6	4,1
MFIs	3 777,4	1 855,6	45,5	63,8	1 555,6	84,5	106,1	27,6	22,1	50,4	233,4	491,5	475,5	43,4	577,9
Übrige Sektoren	1 372,8	588,4	12,2	31,1	458,9	27,9	58,3	8,2	24,6	33,2	75,4	289,0	116,5	3,0	234,5
<b>2010 Q4 bis 2011 Q3</b>	<b>Kumulierte Transaktionen</b>														
<b>Direktinvestitionen</b>	-24,1	23,4	2,6	-11,2	13,6	18,4	0,0	-27,8	8,7	7,6	-16,6	-46,1	-13,3	-0,1	39,9
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	166,3	49,5	4,1	-6,5	31,0	21,0	0,0	-4,1	8,9	1,7	4,8	31,1	-2,9	0,0	77,3
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	107,0	34,2	3,5	-3,4	13,1	21,0	0,0	-1,6	3,2	1,5	4,4	24,4	-18,1	0,0	59,1
Sonstige Anlagen	59,3	15,4	0,6	-3,1	17,9	0,0	0,0	-2,5	5,7	0,3	0,4	6,7	15,2	0,0	18,2
Im Euro-Währungsgebiet	190,4	26,1	1,5	4,7	17,4	2,5	0,0	23,7	0,2	-5,9	21,3	77,2	10,4	0,1	37,3
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	145,5	37,3	1,0	2,5	34,0	-0,2	0,0	29,0	0,2	0,3	4,2	40,7	7,2	0,0	26,7
Sonstige Anlagen	44,9	-11,2	0,5	2,2	-16,6	2,8	0,0	-5,3	0,0	-6,2	17,2	36,5	3,2	0,1	10,7
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	41,6	26,9	4,2	18,9	-18,6	1,8	20,5	-4,9	5,5	-3,2	-6,6	23,7	-17,3	3,3	14,3
Aktien und Investment- zertifikate	4,4	-2,7	-0,1	1,5	-3,6	-0,8	0,4	4,0	4,3	2,2	-7,0	0,8	0,5	-0,4	2,7
Schuldverschreibungen	37,2	29,6	4,4	17,5	-15,0	2,6	20,1	-8,9	1,2	-5,4	0,5	22,8	-17,8	3,7	11,6
Anleihen	14,2	19,1	5,2	10,0	-15,4	3,1	16,2	-9,6	1,0	-4,2	2,6	6,9	-23,9	3,8	18,5
Geldmarktpapiere	23,0	10,5	-0,8	7,5	0,4	-0,4	3,9	0,7	0,1	-1,2	-2,1	15,9	6,1	-0,1	-6,9
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	294,5	-3,3	2,0	-12,8	61,7	-4,0	-50,2	1,3	-1,4	-3,0	17,0	184,8	178,0	-52,3	-26,6
<b>Aktiva</b>	354,3	88,2	3,7	13,6	70,3	0,7	-0,2	1,4	9,1	-2,8	37,0	74,3	111,0	-11,9	48,1
Staat	21,4	8,3	0,8	-0,6	7,0	1,0	0,1	0,8	0,0	2,2	0,7	7,0	0,9	0,5	1,0
MFIs	189,7	27,4	2,2	10,9	18,7	-3,0	-1,4	0,4	6,8	-6,8	17,8	57,6	82,2	-12,5	16,8
Übrige Sektoren	143,2	52,5	0,7	3,3	44,6	2,7	1,1	0,2	2,3	1,9	18,5	9,6	27,9	0,1	30,3
<b>Passiva</b>	59,8	91,4	1,7	26,5	8,6	4,7	50,0	0,1	10,5	0,3	20,1	-110,5	-67,1	40,3	74,7
Staat	108,7	62,3	0,0	0,0	38,0	0,0	24,3	0,0	0,0	-0,2	-0,8	15,7	1,1	30,5	0,1
MFIs	-95,7	-2,3	-0,1	23,4	-47,4	2,6	19,3	-1,6	7,8	0,7	13,9	-120,1	-70,9	9,8	67,0
Übrige Sektoren	46,8	31,4	1,8	3,1	17,9	2,1	6,5	1,7	2,7	-0,2	7,0	-6,0	2,7	-0,1	7,5

Quelle: EZB.

## 7.4 Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz<sup>1)</sup>

(in Mrd €; Transaktionen)

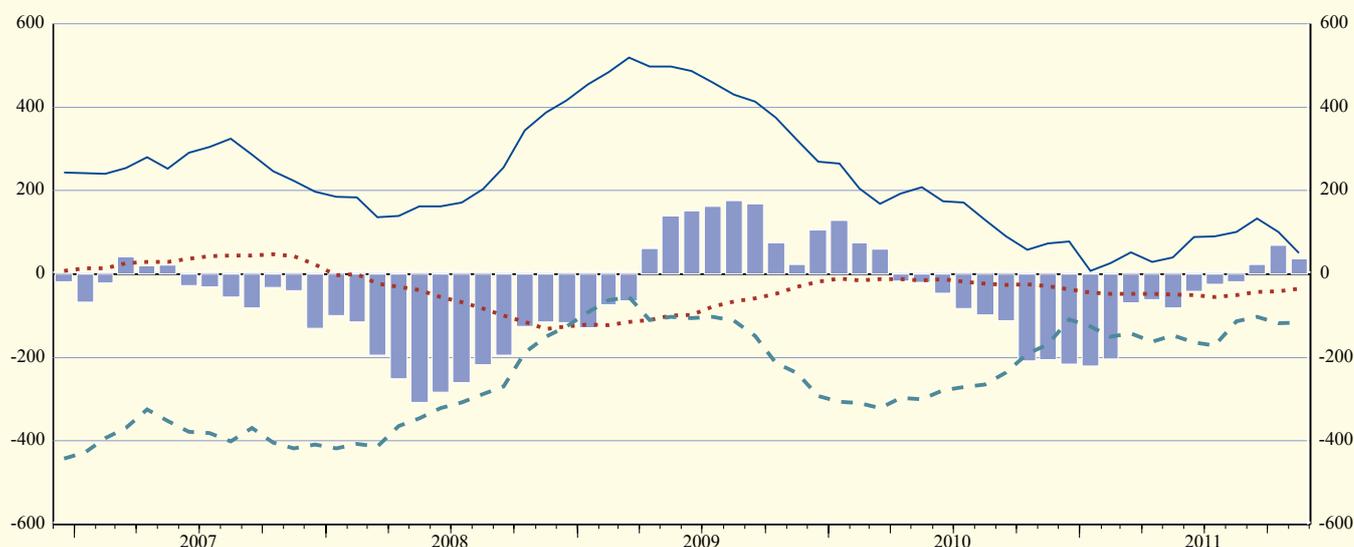
### Zahlungsbilanzposten zur Abbildung der Nettotransaktionen von MFIs

	Insgesamt	Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen	Transaktionen von Nicht-MFIs								Finanzderivate	Restposten
			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen				Übriger Kapitalverkehr			
			Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet	Forderungen		Verbindlichkeiten		Forderungen	Verbindlichkeiten		
					Aktien und Investmentzertifikate	Schuldverschreibungen	Aktien und Investmentzertifikate	Schuldverschreibungen				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	-116,9	-125,2	-327,9	112,0	59,2	-11,0	-186,9	416,4	-53,1	73,5	-84,4	10,6
2009	105,7	-19,1	-311,9	224,8	-54,8	-132,8	111,0	268,8	111,5	-115,9	21,1	3,0
2010	-216,3	-37,3	-161,3	125,2	-70,7	-249,1	143,2	77,8	-170,3	117,2	17,4	-8,4
2010 Q3	-59,5	-6,4	-49,0	-3,8	-3,8	-44,6	41,0	-43,9	-23,2	68,6	6,3	-0,6
Q4	-57,3	4,2	20,2	63,1	-37,6	-113,2	54,6	-7,4	-46,9	11,1	8,9	-14,4
2011 Q1	69,3	-27,8	-85,5	80,2	1,0	-24,0	81,4	3,2	-20,0	51,1	-2,2	12,1
Q2	5,7	-20,4	-49,2	26,8	-14,8	-31,8	-12,7	137,1	-49,9	17,1	1,6	2,0
Q3	5,8	0,6	-40,2	23,7	40,4	-2,0	-19,9	0,0	-47,2	76,2	-15,4	-10,4
2010 Nov.	-7,0	-3,0	7,8	39,5	-9,4	-23,4	-15,1	30,4	-23,3	-2,9	3,1	-10,6
Dez.	33,8	4,7	7,1	39,9	-11,0	-2,0	25,1	-45,1	3,1	4,8	6,1	1,0
2011 Jan.	-23,6	-19,6	-29,4	37,4	0,2	-12,3	10,3	-37,0	-21,4	43,2	-1,0	6,0
Febr.	3,2	-7,1	-25,6	0,5	-1,1	-12,2	43,8	10,6	0,8	-12,3	0,8	5,0
März	89,7	-1,1	-30,4	42,2	1,9	0,5	27,2	29,6	0,6	20,2	-2,1	1,1
April	-25,6	-5,0	-42,3	18,1	-7,4	-14,6	-2,7	18,9	-7,6	5,3	2,6	8,9
Mai	-5,3	-15,5	-4,7	0,0	-1,4	-18,5	-15,4	69,1	-32,2	15,5	-2,3	0,2
Juni	36,7	0,1	-2,2	8,6	-6,0	1,3	5,4	49,1	-10,1	-3,7	1,2	-7,1
Juli	-18,2	1,3	-26,9	8,1	3,6	-16,4	14,9	-22,1	-3,7	21,4	-0,8	2,5
Aug.	8,6	-1,5	7,8	1,5	27,2	1,4	-18,4	-15,9	-13,2	26,1	-6,5	0,1
Sept.	15,4	0,9	-21,0	14,1	9,6	13,0	-16,5	37,9	-30,2	28,7	-8,1	-13,1
Okt.	-39,1	4,1	-17,9	10,7	3,2	0,5	-12,2	-23,9	-29,0	25,4	-0,9	0,9
Nov.	-39,6	3,2	-13,6	5,4	13,5	-5,3	-13,5	-21,4	-13,1	4,0	0,8	0,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2011 Nov.	36,0	-35,6	-199,2	186,6	32,3	-64,7	48,1	49,9	-156,1	178,7	-10,1	6,0

### A38 Wichtige Zahlungsbilanzposten zur Abbildung der Entwicklung der Netto-Auslandstransaktionen der MFIs<sup>1)</sup>

(in Mrd €; über 12 Monate kumulierte Transaktionen)

- Abbildung der Netto-Auslandstransaktionen der MFIs insgesamt
- Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen
- Direktinvestitionen und Anlagen in Aktien und Investmentzertifikaten von Nicht-MFIs in Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets
- Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen von Nicht-MFIs in Form von Schuldverschreibungen



Quelle: EZB.

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

## 7.5 Warenhandel

 1. Werte und Volumen nach Warengruppen<sup>1)</sup>

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Ausfuhren	Einfuhren	Zusammen			Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorlei- stungsgüter	Investi- tions- güter	Konsum- güter		Vorlei- stungsgüter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2009	-18,0	-21,7	1 280,2	628,0	264,4	355,5	1 063,0	1 267,8	734,6	194,0	317,3	842,0	182,0
2010	20,1	22,5	1 533,4	765,6	311,4	420,2	1 269,3	1 547,8	946,7	230,1	348,4	1 018,4	247,4
2010 Q4	22,1	25,7	405,0	202,0	84,5	109,6	333,4	407,7	254,1	59,2	89,6	266,5	66,4
2011 Q1	21,5	24,0	427,0	214,5	86,1	116,2	350,2	435,6	275,9	59,8	91,8	277,7	75,6
Q2	13,0	12,7	429,1	215,9	86,8	116,3	350,7	436,2	280,6	58,7	89,7	275,0	78,6
Q3	9,4	9,1	436,4	218,6	87,1	118,7	358,5	438,8	280,9	58,8	91,5	275,1	80,6
2011 Juni	3,3	3,7	138,8	70,2	28,2	37,0	113,5	141,5	91,1	18,7	29,5	89,1	25,3
Juli	5,1	7,3	141,8	71,5	28,2	38,4	116,5	145,4	93,4	19,5	29,8	90,6	27,4
Aug.	13,9	12,1	148,2	73,8	29,8	40,2	122,4	149,5	95,4	20,3	31,1	94,8	26,8
Sept.	9,8	8,2	146,4	73,3	29,1	40,0	119,6	144,0	92,1	19,1	30,6	89,7	26,4
Okt.	5,8	7,5	143,5	72,5	27,7	39,5	116,9	143,0	90,9	19,5	30,2	88,9	26,4
Nov.	10,2	3,6	149,2	.	.	.	120,7	143,0	.	.	.	87,8	.
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2009	-16,5	-13,6	119,6	114,9	119,0	128,1	115,9	109,8	101,0	115,7	136,7	111,1	101,8
2010	15,0	10,8	136,8	132,5	138,5	143,7	134,0	120,9	113,1	131,2	143,3	127,9	100,9
2010 Q4	15,2	10,4	142,9	137,5	149,9	148,5	139,7	123,8	116,5	134,5	145,2	132,2	102,9
2011 Q1	13,3	7,7	146,1	141,2	149,8	152,7	143,2	125,1	117,6	133,0	145,1	133,9	98,7
Q2	8,2	2,6	146,8	140,8	152,1	154,3	144,0	123,8	116,6	133,5	143,4	134,1	94,4
Q3	5,1	2,3	148,0	141,8	151,6	155,2	146,1	124,4	117,2	134,3	142,8	133,3	99,0
2011 Mai	17,4	8,2	150,2	143,4	159,3	158,7	148,6	127,0	119,3	135,3	147,4	138,6	92,5
Juni	0,1	-4,5	142,6	137,7	147,2	148,0	139,9	119,9	113,2	126,1	140,1	129,2	93,3
Juli	1,3	1,1	144,4	139,3	147,4	150,9	142,4	124,3	117,5	134,0	140,7	132,2	100,9
Aug.	9,1	4,4	150,7	143,4	155,9	158,0	149,5	126,4	118,7	138,6	143,8	137,3	98,6
Sept.	5,4	1,6	148,8	142,8	151,4	156,7	146,3	122,7	115,5	130,4	143,8	130,6	97,4
Okt.	0,1	0,0	144,7	139,8	144,1	153,1	141,3	121,0	113,3	132,9	140,5	128,5	96,6

 2. Preise<sup>2)</sup>

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

	Industrielle Erzeugerausfahrpreise (fob) <sup>3)</sup>							Industrielle Einfuhrpreise (cif)						
	Insgesamt (Index: 2005 = 100)	Zusammen				Nachricht- lich: Gewerb- liche Er- zeugnisse	Insgesamt (Index: 2005 = 100)	Zusammen				Nachricht- lich: Gewerb- liche Er- zeugnisse		
		Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie			Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie			
Gewichte in %	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	105,4	3,8	4,8	1,4	2,2	26,3	3,8	108,9	9,9	9,7	1,5	2,9	27,5	5,9
2010	110,0	4,4	5,8	1,4	2,2	23,3	4,3	118,6	9,0	4,6	-0,1	3,8	26,5	4,0
2011 Q2	110,0	4,1	6,0	0,8	1,8	22,0	4,0	118,6	8,4	4,6	-0,7	3,3	25,6	3,5
Q3	110,4	3,9	5,0	0,9	1,8	25,5	3,9	118,8	8,0	3,0	-1,5	2,9	26,8	2,8
Q4	110,6	3,7	3,8	1,7	2,3	20,3	3,6	119,9	7,5	0,5	0,7	3,4	24,5	2,7
2011 Juli	110,4	4,0	5,3	0,8	1,7	25,9	3,9	118,8	8,2	4,0	-2,0	3,0	27,2	2,9
Aug.	110,3	3,8	4,8	0,8	1,8	23,4	3,7	118,2	7,3	2,6	-1,4	2,6	24,3	2,6
Sept.	110,6	4,0	4,7	1,1	1,9	27,2	4,0	119,3	8,5	2,5	-1,1	3,3	29,1	2,9
Okt.	110,4	4,1	4,4	1,7	2,4	24,4	4,0	119,3	8,8	1,5	0,5	4,0	28,6	3,4
Nov.	110,6	3,9	3,8	1,8	2,4	22,3	3,8	119,8	8,1	0,8	0,5	3,3	27,1	2,8
Dez.	110,7	3,1	3,1	1,7	2,1	14,6	3,0	120,5	5,8	-0,9	1,1	2,9	18,5	1,8

Quelle: Eurostat.

- Warengruppen gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories. Im Unterschied zu den in Tabelle 2 ausgewiesenen Warengruppen enthalten die Vorleistungsgüter und Konsumgüter auch Agrar- und Energieprodukte.
- Warengruppen gemäß der Klassifikation nach industriellen Hauptgruppen. Im Unterschied zu den in Tabelle 1 ausgewiesenen Warengruppen enthalten die Vorleistungsgüter und Konsumgüter keine Energieprodukte, und landwirtschaftliche Erzeugnisse werden nicht erfasst. Verglichen mit den Daten in Tabelle 1, Spalte 7 und 12, weisen die gewerblichen Erzeugnisse eine andere Zusammensetzung auf. Die aufgeführten Daten sind Preisindizes, die die reinen Preisänderungen für einen Warenkorb abbilden und keine einfachen Quotienten der in Tabelle 1 gezeigten Wert- und Volumenangaben darstellen, die Veränderungen in der Zusammensetzung und Qualität der gehandelten Waren unterliegen. Diese Indizes unterscheiden sich von den BIP-Deflatoren für die Importe und Exporte (siehe Tabelle 3 in Abschnitt 5.1) im Wesentlichen dadurch, dass diese Deflatoren sämtliche Waren und Dienstleistungen sowie den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets umfassen.
- Die industriellen Erzeugerausfahrpreise beziehen sich auf direkte Transaktionen zwischen inländischen Herstellern und gebietsfremden Kunden. Im Unterschied zu den in Tabelle 1 ausgewiesenen Wert- und Volumenangaben werden Ausfuhren von Großhändlern und Re-Exporte nicht erfasst.

## 7.5 Warenhandel

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; saisonbereinigt)

### 3. Geografische Aufschlüsselung

	Ins- gesamt	Nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörige EU-Mitgliedstaaten				Russ- land	Schweiz	Türkei	Ver- einigte Staaten	Asien		Afrika	Latein- amerika	Andere Staaten	
		Däne- mark	Schweden	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Staaten					China	Japan				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Ausfuhren (fob)</b>															
2009	1 280,2	27,4	41,5	175,3	174,6	50,1	79,0	34,8	152,5	284,4	68,9	28,6	92,0	54,4	29,3
2010	1 533,4	30,1	52,6	194,7	208,6	63,4	92,7	47,4	180,6	356,0	94,8	34,6	104,9	73,4	18,2
2010 Q2	378,9	7,3	13,2	48,0	51,0	15,3	22,8	11,5	45,3	88,8	23,6	8,7	25,7	18,5	4,7
Q3	397,1	7,6	13,4	50,0	53,9	17,1	23,9	12,1	47,8	92,2	24,0	8,9	26,8	18,9	4,2
Q4	405,0	8,2	14,1	50,3	56,2	17,4	24,6	13,3	46,2	93,4	25,5	9,0	27,5	19,2	4,0
2011 Q1	427,0	8,0	15,0	53,1	59,2	18,7	25,9	15,4	49,9	99,5	28,9	9,3	28,0	20,2	0,2
Q2	429,1	8,2	15,4	52,1	60,2	20,0	26,3	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	27,1	21,0	3,7
Q3	436,4	8,3	15,6	53,4	61,0	20,7	28,2	13,5	48,4	101,6	28,6	10,2	27,6	21,2	2,8
2011 Juni	138,8	2,7	5,0	17,1	20,0	6,5	8,2	4,5	15,5	32,1	8,9	3,1	8,8	6,6	0,7
Juli	141,8	2,7	5,2	17,2	19,8	6,6	9,3	4,5	15,6	33,0	9,2	3,2	9,0	6,9	0,9
Aug.	148,2	2,8	5,3	18,4	20,8	7,0	9,4	4,5	17,1	34,5	9,9	3,5	9,2	7,2	0,4
Sept.	146,4	2,8	5,1	17,8	20,4	7,1	9,5	4,5	15,8	34,0	9,6	3,4	9,4	7,0	1,4
Okt.	143,5	2,7	4,7	17,7	19,9	6,6	9,4	4,4	15,6	34,3	10,2	3,6	9,2	6,9	1,1
Nov.	149,2	.	.	.	.	7,1	9,4	4,3	17,4	35,4	10,2	3,5	9,4	7,2	.
<b>In % der Ausfuhren insgesamt</b>															
2010	100,0	2,0	3,4	12,7	13,6	4,1	6,0	3,1	11,8	23,2	6,2	2,3	6,9	4,8	1,2
<b>Einfuhren (cif)</b>															
2009	1 267,8	27,1	38,2	127,1	161,9	84,3	65,4	26,6	116,3	380,9	157,9	44,2	94,9	59,5	-25,4
2010	1 547,8	27,4	47,4	147,8	195,6	112,7	73,3	30,9	129,8	494,6	208,6	51,4	119,2	75,3	-49,6
2010 Q2	385,9	6,8	11,9	36,6	48,3	28,5	19,5	7,6	32,0	125,0	53,0	13,1	29,9	18,2	-14,6
Q3	400,8	6,9	12,5	37,5	50,1	28,2	18,8	7,7	34,3	130,3	55,5	13,2	29,7	19,4	-10,6
Q4	407,7	7,0	12,6	38,6	52,5	30,2	18,2	8,3	34,2	128,5	54,2	13,1	32,6	21,0	-14,5
2011 Q1	435,6	7,2	13,2	40,9	55,7	35,4	18,9	9,0	35,4	136,2	55,0	13,7	35,8	21,5	-17,9
Q2	436,2	7,5	13,4	40,7	56,3	35,1	19,6	8,9	34,1	139,4	55,9	12,7	30,6	21,9	-15,1
Q3	438,8	7,3	13,7	42,2	57,1	32,3	21,8	8,5	34,3	137,5	54,2	13,2	30,9	23,4	-11,1
2011 Juni	141,5	2,4	4,3	13,4	18,6	9,8	6,5	2,9	11,1	45,7	18,4	4,1	10,8	7,1	-3,9
Juli	145,4	2,4	4,5	13,9	18,7	11,9	6,7	2,9	11,0	46,4	18,1	4,5	9,6	7,7	-5,2
Aug.	149,5	2,4	4,7	14,0	19,1	10,0	8,2	2,9	11,5	47,0	18,9	4,5	10,8	8,1	-2,3
Sept.	144,0	2,5	4,5	14,2	19,3	10,4	6,9	2,8	11,7	44,1	17,2	4,3	10,5	7,6	-3,6
Okt.	143,0	2,5	4,2	13,6	18,9	11,7	6,7	2,8	11,8	44,3	17,4	4,3	10,3	7,7	-6,0
Nov.	143,0	.	.	.	.	11,3	6,8	2,7	11,7	43,5	16,9	4,2	10,3	7,7	.
<b>In % der Einfuhren insgesamt</b>															
2010	100,0	1,8	3,1	9,5	12,6	7,3	4,8	2,0	8,4	32,0	13,5	3,3	7,7	4,9	-3,2
<b>Saldo</b>															
2009	12,4	0,3	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,6	8,2	36,2	-96,5	-88,9	-15,6	-2,9	-5,1	54,7
2010	-14,5	2,7	5,2	46,9	13,1	-49,3	19,4	16,5	50,8	-138,6	-113,8	-16,8	-14,3	-1,8	67,8
2010 Q2	-6,9	0,5	1,3	11,4	2,6	-13,2	3,3	3,9	13,2	-36,1	-29,4	-4,4	-4,2	0,4	19,3
Q3	-3,7	0,6	0,9	12,5	3,8	-11,1	5,1	4,4	13,5	-38,1	-31,5	-4,3	-2,9	-0,5	14,8
Q4	-2,8	1,2	1,5	11,6	3,7	-12,8	6,5	5,0	12,0	-35,1	-28,8	-4,1	-5,1	-1,8	18,5
2011 Q1	-8,5	0,8	1,8	12,2	3,5	-16,7	7,0	6,4	14,5	-36,8	-26,0	-4,4	-7,7	-1,3	18,2
Q2	-7,1	0,7	2,0	11,3	4,0	-15,1	6,7	5,5	14,1	-41,0	-28,6	-3,2	-3,5	-0,9	18,8
Q3	-2,3	1,0	1,9	11,2	3,9	-11,7	6,4	5,0	14,2	-35,9	-25,6	-3,1	-3,3	-2,2	13,9
2011 Juni	-2,7	0,2	0,7	3,7	1,4	-3,3	1,7	1,6	4,5	-13,7	-9,5	-1,0	-2,1	-0,5	4,7
Juli	-3,6	0,3	0,7	3,2	1,1	-5,4	2,6	1,6	4,6	-13,4	-8,9	-1,2	-0,7	-0,7	6,1
Aug.	-1,2	0,4	0,6	4,3	1,7	-3,0	1,2	1,6	5,5	-12,4	-9,1	-1,0	-1,6	-0,9	2,7
Sept.	2,5	0,3	0,6	3,7	1,1	-3,3	2,6	1,7	4,0	-10,1	-7,6	-0,8	-1,0	-0,6	5,0
Okt.	0,5	0,3	0,5	4,1	1,0	-5,1	2,7	1,6	3,8	-10,0	-7,2	-0,7	-1,1	-0,8	7,0
Nov.	6,1	.	.	.	.	-4,2	2,6	1,6	5,7	-8,1	-6,7	-0,7	-0,9	-0,4	.

Quelle: Eurostat.



# WECHSELKURSE

## 8.1 Effektive Wechselkurse<sup>1)</sup>

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Index: 1999 Q1 = 100)

	EWK-20						EWK-40	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2009	110,6	109,2	104,3	104,8	118,7	104,8	119,7	106,8
2010	103,6	101,6	98,1	96,7	107,8	97,2	111,4	98,1
2011	103,4	100,7	97,6	.	.	.	112,1	97,6
2010 Q4	103,4	101,0	97,9	95,8	107,1	96,8	111,3	97,5
2011 Q1	102,7	100,1	97,1	94,7	105,7	95,4	110,7	96,6
Q2	105,2	102,6	99,3	97,0	108,9	97,8	113,5	99,0
Q3	103,5	100,6	97,6	95,0	107,7	95,5	112,5	97,7
Q4	102,1	99,4	96,2	.	.	.	111,6	97,0
2011 Jan.	101,4	98,9	96,0	-	-	-	109,3	95,4
Febr.	102,4	99,7	96,9	-	-	-	110,6	96,4
März	104,2	101,6	98,5	-	-	-	112,3	98,1
April	105,9	103,3	100,0	-	-	-	114,0	99,6
Mai	104,9	102,2	98,8	-	-	-	113,2	98,6
Juni	105,0	102,3	99,0	-	-	-	113,4	98,9
Juli	104,0	101,0	98,1	-	-	-	112,4	97,7
Aug.	103,8	100,8	97,9	-	-	-	112,9	98,0
Sept.	102,8	99,9	96,8	-	-	-	112,0	97,4
Okt.	103,0	100,3	97,0	-	-	-	112,6	97,8
Nov.	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,1	97,4
Dez.	100,8	98,2	95,0	-	-	-	110,3	95,7
2012 Jan.	98,9	96,4	93,2	-	-	-	108,0	93,7
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2012 Jan.	-1,8	-1,9	-1,8	-	-	-	-2,1	-2,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2012 Jan.	-2,4	-2,6	-2,8	-	-	-	-1,2	-1,8

## A39 Effektive Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index: 1999 Q1 = 100)

- Nominaler effektiver Wechselkurs, EWK-20
- Realer mit dem VPI deflationierter effektiver Wechselkurs, EWK-20



## A40 Bilaterale Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index: 1999 Q1 = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Quelle: EZB.

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

## 8.2 Bilaterale Wechselkurse

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Einheiten der nationalen Währungen je Euro)

	Bulgarischer Lew	Tschechische Krone	Dänische Krone	Lettischer Lats	Litauischer Litas	Ungarischer Forint	Polnischer Zloty	Rumänischer Leu (neu)	Schwedische Krone	Pfund Sterling	Kroatische Kuna	Neue türkische Lira
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2011	1,9558	24,590	7,4506	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	7,4390	2,3378
2011 Q2	1,9558	24,324	7,4573	0,7092	3,4528	266,42	3,9596	4,1378	9,0153	0,88274	7,3932	2,2579
Q3	1,9558	24,387	7,4506	0,7093	3,4528	275,10	4,1527	4,2587	9,1451	0,87760	7,4629	2,4535
Q4	1,9558	25,276	7,4398	0,7017	3,4528	303,47	4,4207	4,3365	9,0910	0,85727	7,4968	2,4759
2011 Juli	1,9558	24,335	7,4560	0,7092	3,4528	267,68	3,9951	4,2413	9,1340	0,88476	7,4316	2,3654
Aug.	1,9558	24,273	7,4498	0,7093	3,4528	272,37	4,1195	4,2505	9,1655	0,87668	7,4620	2,5147
Sept.	1,9558	24,556	7,4462	0,7093	3,4528	285,05	4,3379	4,2838	9,1343	0,87172	7,4936	2,4736
Okt.	1,9558	24,841	7,4442	0,7061	3,4528	296,79	4,3516	4,3244	9,1138	0,87036	7,4849	2,5089
Nov.	1,9558	25,464	7,4412	0,7015	3,4528	309,15	4,4324	4,3560	9,1387	0,85740	7,4923	2,4565
Dez.	1,9558	25,514	7,4341	0,6975	3,4528	304,19	4,4774	4,3282	9,0184	0,84405	7,5136	2,4632
2012 Jan.	1,9558	25,531	7,4353	0,6990	3,4528	307,33	4,3760	4,3417	8,8503	0,83210	7,5543	2,3759
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2012 Jan.	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	1,0	-2,3	0,3	-1,9	-1,4	0,5	-3,5
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2012 Jan.	0,0	4,4	-0,2	-0,6	0,0	11,6	12,5	1,9	-0,7	-1,8	2,1	13,6
	Australischer Dollar	Brasilianischer Real	Kanadischer Dollar	Chinesischer Renminbi Yuan	Hongkong-Dollar	Isländische Krone <sup>1)</sup>	Indische Rupie <sup>2)</sup>	Indonesische Rupiah	Israelischer Schekel	Japanischer Yen	Malaysischer Ringgit	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	-	67,3611	14 443,74	5,4668	130,34	4,9079	
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	-	60,5878	12 041,70	4,9457	116,24	4,2668	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	-	64,8859	12 206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2011 Q2	1,3550	2,2960	1,3932	9,3509	11,1932	-	64,3809	12 364,41	4,9490	117,41	4,3451	
Q3	1,3459	2,3063	1,3841	9,0653	11,0105	-	64,7000	12 181,09	5,0174	109,77	4,2666	
Q4	1,3316	2,4240	1,3788	8,5682	10,4879	-	68,5352	12 111,94	5,0172	104,22	4,2458	
2011 Juli	1,3249	2,2329	1,3638	9,2121	11,1104	-	63,3537	12 171,27	4,8801	113,26	4,2716	
Aug.	1,3651	2,2888	1,4071	9,1857	11,1846	-	65,0717	12 249,95	5,0841	110,43	4,2822	
Sept.	1,3458	2,3946	1,3794	8,7994	10,7333	-	65,5964	12 118,49	5,0788	105,75	4,2456	
Okt.	1,3525	2,4336	1,3981	8,7308	10,6616	-	67,5519	12 150,54	5,0253	105,06	4,2963	
Nov.	1,3414	2,4210	1,3897	8,6154	10,5495	-	68,8330	12 214,99	5,0521	105,02	4,2756	
Dez.	1,3003	2,4175	1,3481	8,3563	10,2496	-	69,2066	11 965,40	4,9725	102,55	4,1639	
2012 Jan.	1,2405	2,3084	1,3073	8,1465	10,0187	-	66,0601	11 709,25	4,9141	99,33	4,0151	
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2012 Jan.	-4,6	-4,5	-3,0	-2,5	-2,3	-	-4,5	-2,1	-1,2	-3,1	-3,6	
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2012 Jan.	-7,5	3,2	-1,5	-7,6	-3,6	-	8,8	-3,0	2,6	-10,0	-1,8	
	Mexikanischer Peso	Neuseeland-Dollar	Norwegische Krone	Philippinischer Peso	Russischer Rubel	Singapur-Dollar	Südafrikanischer Rand	(Süd-)Koreanischer Won	Schweizer Franken	Thailändischer Baht	US-Dollar	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1 772,90	1,5100	47,804	1,3948	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1 531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1 541,23	1,2326	42,429	1,3920	
2011 Q2	16,8752	1,7992	7,8259	62,256	40,2750	1,7842	9,7852	1 559,23	1,2514	43,592	1,4391	
Q3	17,3908	1,6976	7,7652	60,371	41,1734	1,7309	10,0898	1 532,60	1,1649	42,574	1,4127	
Q4	18,3742	1,7353	7,7602	58,566	42,0737	1,7348	10,9209	1 542,87	1,2293	41,791	1,3482	
2011 Juli	16,6491	1,6877	7,7829	60,961	39,8343	1,7359	9,7000	1 510,29	1,1766	42,949	1,4264	
Aug.	17,5456	1,7108	7,7882	60,836	41,2954	1,7340	10,1532	1 542,01	1,1203	42,875	1,4343	
Sept.	17,9370	1,6932	7,7243	59,322	42,3239	1,7229	10,3956	1 544,04	1,2005	41,902	1,3770	
Okt.	18,4315	1,7361	7,7474	59,412	42,8569	1,7493	10,9188	1 578,17	1,2295	42,297	1,3706	
Nov.	18,5646	1,7584	7,7868	58,743	41,8082	1,7476	11,0547	1 537,42	1,2307	41,969	1,3556	
Dez.	18,1174	1,7102	7,7451	57,537	41,5686	1,7070	10,7829	1 513,26	1,2276	41,099	1,3179	
2012 Jan.	17,3140	1,6132	7,6752	56,208	40,4394	1,6510	10,3405	1 474,96	1,2108	40,718	1,2905	
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2012 Jan.	-4,4	-5,7	-0,9	-2,3	-2,7	-3,3	-4,1	-2,5	-1,4	-0,9	-2,1	
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2012 Jan.	6,9	-7,5	-1,9	-4,9	0,5	-4,0	11,6	-1,4	-5,3	-0,3	-3,4	

Quelle: EZB.

1) Der letzte Kurs der isländischen Krone bezieht sich auf den 3. Dezember 2008.

2) Für diese Währung errechnet und veröffentlicht die EZB seit dem 1. Januar 2009 Referenzkurse gegenüber dem Euro. Die Angaben für frühere Zeiträume haben lediglich indikativen Charakter.



# ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

## 9.1 Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen in anderen EU-Mitgliedstaaten (soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Bulgarien 1	Tschechische Republik 2	Dänemark 3	Lettland 4	Litauen 5	Ungarn 6	Polen 7	Rumänien 8	Schweden 9	Vereinigtes Königreich 10
<b>HVPI</b>										
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011	3,4	2,1	2,7	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2011 Q3	3,1	2,0	2,6	4,4	4,6	3,4	3,7	4,2	1,6	4,7
2011 Q4	2,5	2,8	2,5	4,1	4,0	4,1	4,2	3,4	0,9	4,7
2011 Okt.	3,0	2,6	2,7	4,3	4,2	3,8	3,8	3,6	1,1	5,0
2011 Nov.	2,6	2,9	2,5	4,0	4,4	4,3	4,4	3,5	1,1	4,8
2011 Dez.	2,0	2,8	2,4	3,9	3,5	4,1	4,5	3,2	0,4	4,2
<b>Finanzierungssaldo des Staates in % des BIP</b>										
2008	1,7	-2,2	3,2	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,7	-9,5	-4,6	-7,3	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,6	-8,3	-7,0	-4,2	-7,8	-6,9	0,2	-10,3
<b>Bruttoverschuldung des Staates in % des BIP</b>										
2008	13,7	28,7	34,5	19,8	15,5	72,9	47,1	13,4	38,8	54,8
2009	14,6	34,4	41,8	36,7	29,4	79,7	50,9	23,6	42,7	69,6
2010	16,3	37,6	43,7	44,7	38,0	81,3	54,9	31,0	39,7	79,9
<b>Renditen langfristiger Staatsanleihen in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>										
2011 Juli	5,36	3,79	3,02	5,67	5,05	7,35	5,81	7,30	2,75	2,88
2011 Aug.	5,32	3,40	2,49	5,60	5,05	7,49	5,70	7,38	2,17	2,37
2011 Sept.	5,30	3,00	2,07	5,60	5,09	7,64	5,74	7,43	1,83	2,41
2011 Okt.	5,27	3,14	2,23	5,62	5,06	7,88	5,71	7,48	1,90	2,52
2011 Nov.	5,27	3,67	2,01	5,73	5,25	8,53	5,80	7,43	1,69	2,29
2011 Dez.	5,23	3,70	1,86	5,93	5,75	8,97	5,84	7,21	1,68	2,12
<b>Zinssatz für Dreimonatsgeld in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>										
2011 Juli	3,75	1,19	1,66	0,82	1,81	6,74	4,70	5,11	2,56	0,83
2011 Aug.	3,74	1,19	1,60	0,83	1,86	7,12	4,72	5,60	2,58	0,86
2011 Sept.	3,67	1,17	1,44	0,87	1,85	6,19	4,75	5,77	2,53	0,92
2011 Okt.	3,68	1,17	1,40	0,99	1,88	6,18	4,80	5,96	2,52	0,97
2011 Nov.	3,64	1,15	1,29	1,27	1,87	7,25	4,94	6,01	2,62	1,01
2011 Dez.	3,64	1,16	1,08	1,86	1,78	6,50	4,98	6,05	2,69	1,06
<b>Reales BIP</b>										
2009	-5,5	-4,7	-5,8	-17,7	-14,8	-6,8	1,6	-7,1	-5,2	-4,4
2010	0,2	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,3	5,6	2,1
2011 Q2	2,0	2,0	1,7	5,3	6,5	1,7	4,6	1,9	4,8	0,6
2011 Q3	1,6	1,2	0,0	6,1	7,3	1,5	4,2	4,4	4,6	0,5
2011 Q4	.	.	.	.	4,5	.	.	.	.	0,8
<b>Saldo aus Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen in % des BIP</b>										
2009	-7,6	-1,0	3,3	11,1	7,8	1,0	-2,2	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,5	-2,3	5,6	4,9	4,2	2,9	-2,8	-3,7	6,5	-3,1
2011 Q1	2,0	2,5	5,8	1,2	1,8	3,0	-1,7	-2,6	8,0	-1,8
2011 Q2	1,3	-6,1	7,2	1,3	-1,7	3,3	-2,1	-6,8	6,7	-1,4
2011 Q3	12,1	-4,1	8,5	2,4	6,0	4,2	-3,6	-3,3	9,3	-4,4
<b>Bruttoauslandsverschuldung in % des BIP</b>										
2009	108,3	51,6	188,5	156,5	87,0	144,7	59,4	69,0	210,8	416,9
2010	102,8	55,8	190,7	165,4	87,4	143,4	66,0	77,2	190,4	413,9
2011 Q1	98,5	55,2	185,4	158,1	85,5	137,3	68,3	74,6	188,5	416,6
2011 Q2	96,6	55,4	181,5	154,7	85,8	137,0	68,7	78,1	190,0	418,2
2011 Q3	93,7	57,5	182,7	151,4	82,6	146,3	72,4	77,8	197,8	435,6
<b>Lohnstückkosten</b>										
2009	12,7	2,4	5,7	-7,9	-1,4	2,9	2,2	3,8	4,6	5,7
2010	0,8	-0,7	-1,0	-10,2	-7,3	-3,2	2,2	-4,0	-1,7	1,7
2011 Q1	1,7	-0,2	-0,5	2,6	-3,0	2,9	1,2	-1,3	-2,4	-0,7
2011 Q2	5,3	0,6	-1,0	2,3	-0,7	5,9	0,1	9,4	-0,7	0,8
2011 Q3	7,8	0,4	0,4	1,9	-1,1	6,1	2,0	9,3	-1,0	2,1
<b>Standardisierte Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)</b>										
2010	10,3	7,3	7,4	18,6	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,1	6,8	7,6	.	.	10,9	9,6	7,3	7,5	.
2011 Q3	11,0	6,6	7,5	14,8	15,3	10,9	9,7	7,5	7,3	8,3
2011 Q4	11,0	6,7	7,8	.	.	10,8	9,9	7,2	7,5	.
2011 Okt.	10,9	6,6	7,7	.	.	10,8	9,9	7,3	7,5	8,4
2011 Nov.	11,0	6,7	7,8	.	.	10,7	9,9	7,3	7,5	.
2011 Dez.	11,2	6,8	7,8	.	.	10,9	9,9	7,0	7,5	.

Quellen: EZB, Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen sowie Eurostat), nationale Statistiken, Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

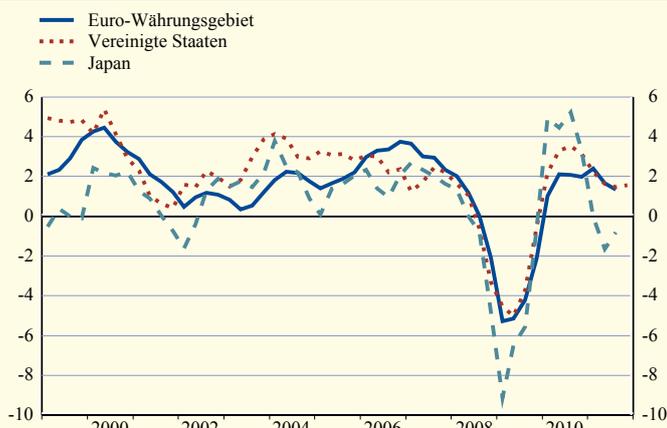
## 9.2 Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und Japan

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

	Verbraucherpreisindex	Lohnstückkosten <sup>1)</sup>	Reales BIP	Industrieproduktionsindex (verarbeitendes Gewerbe)	Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen <sup>2)</sup> (saisonbereinigt)	Weit gefasste Geldmenge <sup>3)</sup>	Zinssätze für dreimonatige Interbank-einlagen <sup>4)</sup>	Renditen zehnjähriger Nullkupon-Staatsanleihen <sup>4)</sup> Stand am Ende des Berichtszeitraums	Wechselkurs <sup>5)</sup> in nationaler Währung je Euro	Finanzierungs-saldo der öffentlichen Haushalte in % des BIP	Bruttoverschuldung des Staates <sup>6)</sup> in % des BIP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Vereinigte Staaten</b>											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,5	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-2,0	3,0	5,9	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,7	82,4
2011	3,2	1,0	1,7	4,9	9,0	7,2	0,34	2,10	1,3920	.	.
2010 Q4	1,3	-0,9	3,1	6,6	9,6	3,1	0,29	3,57	1,3583	-10,5	82,4
2011 Q1	2,1	1,3	2,2	6,6	9,0	4,6	0,31	3,76	1,3680	-9,9	83,2
Q2	3,4	1,0	1,6	4,4	9,0	5,4	0,26	3,46	1,4391	-10,2	83,0
Q3	3,8	0,5	1,5	4,2	9,1	9,1	0,30	2,18	1,4127	-9,7	84,9
Q4	3,3	1,3	1,6	4,3	8,7	9,5	0,48	2,10	1,3482	.	.
2011 Sept.	3,9	-	-	4,4	9,0	9,6	0,35	2,18	1,3770	-	-
Okt.	3,5	-	-	4,7	8,9	9,4	0,41	2,37	1,3706	-	-
Nov.	3,4	-	-	4,2	8,7	9,6	0,48	2,30	1,3556	-	-
Dez.	3,0	-	-	4,0	8,5	9,6	0,56	2,10	1,3179	-	-
2012 Jan.	.	-	-	.	8,3	.	0,57	1,97	1,2905	-	-
<b>Japan</b>											
2008	1,4	1,2	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,3	2,8	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,0
2010	-0,7	-2,6	4,5	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,4	188,4
2011	-0,3	.	.	-3,5	.	2,7	0,19	1,00	110,96	.	.
2010 Q4	-0,3	-1,3	3,3	6,0	5,0	2,5	0,19	1,18	112,10	.	.
2011 Q1	-0,5	1,2	0,0	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
Q2	-0,4	1,2	-1,7	-6,9	4,6	2,8	0,20	1,18	117,41	.	.
Q3	0,1	.	-0,8	-2,1	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
Q4	-0,3	.	.	-2,8	.	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2011 Sept.	0,0	-	-	-3,3	4,1	2,7	0,19	1,04	105,75	-	-
Okt.	-0,2	-	-	0,0	4,5	2,8	0,19	1,04	105,06	-	-
Nov.	-0,5	-	-	-4,2	4,5	3,0	0,20	1,10	105,02	-	-
Dez.	-0,2	-	-	-4,2	.	3,1	0,20	1,00	102,55	-	-
2012 Jan.	.	-	-	.	.	.	0,20	0,98	99,33	-	-

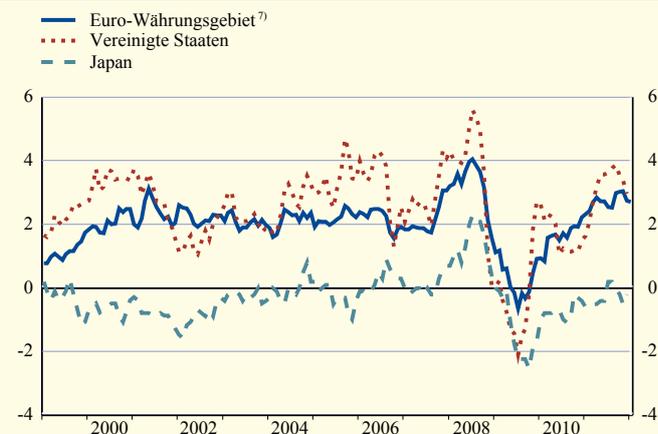
### A41 Reales Bruttoinlandsprodukt

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



### A42 Verbraucherpreisindizes

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Nationale Statistiken (Spalte 1, 2 (Vereinigte Staaten), 3, 4, 5 (Vereinigte Staaten), 6, 9 und 10); OECD (Spalte 2 (Japan)); Eurostat (Spalte 5 (Japan), Daten der Abbildungen zum Euro-Währungsgebiet); Thomson Reuters (Spalte 7 und 8) und EZB-Berechnungen (Spalte 11).

1) Saisonbereinigt. Die Angaben für die Vereinigten Staaten beziehen sich auf den privaten Unternehmenssektor (ohne Landwirtschaft).

2) In den Daten für Japan von März bis August 2011 sind die drei Präfekturen, die am stärksten von dem Erdbeben betroffen waren, nicht enthalten. Ab September 2011 wurden sie wieder aufgenommen.

3) Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Vereinigte Staaten: M2, Japan: M2 + Einlagenzertifikate.

4) In % p. a. Weitere Informationen zu den Zinssätzen für dreimonatige Interbank-einlagen finden sich in Abschnitt 4.6.

5) Weitere Informationen finden sich in Abschnitt 8.2.

6) Konsolidierte Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Stand am Ende des Berichtszeitraums).

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



## ABBILDUNGSVERZEICHNIS

A1	Geldmengenaggregate	S12
A2	Gegenposten	S12
A3	Komponenten der Geldmengenaggregate	S13
A4	Komponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten	S13
A5	Kredite an sonstige Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	S14
A6	Kredite an private Haushalte	S14
A7	Kredite an öffentliche Haushalte	S16
A8	Kredite an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S16
A9	Einlagen insgesamt, nach Sektoren (Finanzintermediäre)	S17
A10	Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren (Finanzintermediäre)	S17
A11	Einlagen insgesamt, nach Sektoren (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte)	S18
A12	Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte)	S18
A13	Einlagen öffentlicher Haushalte und Ansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S19
A14	Wertpapierbestände der MFIs	S20
A15	Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien – Umlauf und Bruttoabsatz	S35
A16	Nettoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien: saisonbereinigt und nicht saisonbereinigt	S37
A17	Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S38
A18	Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S39
A19	Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet	S40
A20	Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen	S41
A21	Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit	S43
A22	Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	S43
A23	Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet	S44
A24	Dreimonats-Geldmarktsätze	S44
A25	Kassazinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets	S45
A26	Kassazinssätze und Spreads im Euro-Währungsgebiet	S45
A27	Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225	S46
A28	Beschäftigung – Erwerbstätige und geleistete Arbeitsstunden	S55
A29	Arbeitslosenquote und Vakanzquote	S55
A30	Defizit, Nettoneuverschuldung und Veränderung der Verschuldung	S60
A31	Maastricht-Verschuldung	S60
A32	Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Leistungsbilanz	S61
A33	Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen	S61
A34	Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Warenhandel	S62
A35	Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets: Dienstleistungen	S62
A36	Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets	S65
A37	Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets	S65
A38	Wichtige Zahlungsbilanzposten zur Abbildung der Entwicklung der Netto-Auslandstransaktionen der MFIs	S70
A39	Effektive Wechselkurse	S73
A40	Bilaterale Wechselkurse	S73
A41	Reales Bruttoinlandsprodukt	S76
A42	Verbraucherpreisindizes	S76





## TECHNISCHER HINWEIS

### ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE MONETÄRE ENTWICKLUNG

Die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat  $t$  endende Quartal wird wie folgt berechnet:

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist  $I_t$  der Index des bereinigten Bestands im Monat  $t$  (siehe auch weiter unten). Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat  $t$  ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### ABSCHNITT 1.3

#### BERECHNUNG VON ZINSSÄTZEN BESTIMMTER LÄNGERFRISTIGER REFINANZIERUNGSGESCHÄFTE AM ENDE DER LAUFZEIT

Der Zinssatz bestimmter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) entspricht dem durchschnittlichen Mindestbietungssatz aller Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) während der Laufzeit des Geschäfts. Bei einer Laufzeit des LRG von  $D$  Tagen und Mindestbietungssätzen der HRGs von  $R_{1,MRO}$  (während  $D_1$  Tagen),  $R_{2,MRO}$  (während  $D_2$  Tagen) usw. und  $R_{i,MRO}$  (während  $D_i$  Tagen), wobei  $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$  sei, wird der durchschnittliche Zinssatz ( $R_{LTRO}$ ) gemäß der oben stehenden Definition am Ende der Laufzeit wie folgt berechnet:

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

### ABSCHNITT 2.1 BIS 2.6

#### BERECHNUNG DER TRANSAKTIONSBEDINGTEN VERÄNDERUNGEN

Die monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen werden anhand der um Umgruppierungen, sonstige Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen bereinigten monatlichen Bestandsdifferenzen berechnet.

$L_t$  sei der Bestand am Ende des Monats  $t$ ,  $C_t^M$  die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung im Monat  $t$ ,  $E_t^M$  die Bereinigung infolge von Wechselkursänderungen und  $V_t^M$  die aus sonstigen Neubewertungen resultierenden Anpassungen. Die transaktionsbedingten Veränderungen  $F_t^M$  im Monat  $t$  sind definiert als:

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Entsprechend sind die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen  $F_t^Q$  für das mit dem Monat  $t$  endende Quartal definiert als:

$$e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

Dabei ist  $L_{t-3}$  der Bestand am Ende des Monats  $t-3$  (d. h. am Ende des Vorquartals) und beispielsweise  $C_t^Q$  die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung in dem Quartal, das mit dem Monat  $t$  endet.

Bei den vierteljährlichen Datenreihen, für die inzwischen auch Monatswerte vorliegen (siehe unten), lassen sich die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen als Summe der drei monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen im jeweiligen Quartal berechnen.

## BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE MONATSREIHEN

Die Wachstumsraten lassen sich anhand der transaktionsbedingten Veränderungen oder des Index des bereinigten Bestands berechnen.  $F_t^M$  und  $L_t$  seien wie oben definiert, und der Index  $I_t$  des bereinigten Bestands im Monat  $t$  ist definiert als:

$$f) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis für den Index (der nicht saisonbereinigten Reihen) dient derzeit Dezember 2008 = 100. Die Zeitreihen des Index des bereinigten Bestands sind auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Monetary and financial statistics“ abrufbar.

Die Jahreswachstumsrate  $a_t$  für den Monat  $t$ , also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat  $t$ , lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$g) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die Jahreswachstumsraten auf das Ende des angegebenen Berichtszeitraums. Beispielsweise ergibt sich die Jahreswachstumsrate für das Jahr 2002 in Formel h) aus der Division des Indexwerts für Dezember 2002 durch den Indexwert für Dezember 2001.

Wachstumsraten für Zeiträume von weniger als einem Jahr können durch Anpassung von Formel h) berechnet werden. Beispielsweise kann die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vormonat  $a_t^M$  wie folgt berechnet werden:

$$i) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Den zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitt der prozentualen Veränderung von M3 gegenüber dem Vorjahr erhält man schließlich

mit der Formel  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , wobei  $a_t$  wie in den Formeln g) und h) oben definiert ist.

## BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE QUARTALSREIHEN

$F_t^Q$  und  $L_{t-3}$  seien wie oben definiert, und der Index  $I_t$  des bereinigten Bestands für das mit dem Monat  $t$  endende Quartal ist definiert als:

$$j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Die Jahreswachstumsrate für die vier Quartale, die mit dem Monat  $t$  enden (d. h.  $a_t$ ), lässt sich mit Formel h) berechnen.

## SAISONBEREINIGUNG DER MONETÄREN STATISTIKEN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS<sup>1</sup>

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung anhand des Programms X-12-ARIMA.<sup>2</sup> Die Saisonbereinigung kann eine wochentägliche Bereinigung umfassen und wird bei einigen Reihen indirekt durch eine lineare Kombination der Komponenten durchgeführt. Dies gilt auch für das Geldmengenaggregat M3, das durch Aggregation der saisonbereinigten Reihen für M1, M2 minus M1 und M3 minus M2 ermittelt wird.

Die Verfahren zur Saisonbereinigung werden zunächst auf den Index des bereinigten Be-

1 Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Monetary and financial statistics“.

2 Ausführliche Informationen in: D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto und B. C. Chen, New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program, in: Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2, 1998, S. 127-152, sowie Time Series Staff, Bureau of the Census, X-12-ARIMA Reference Manual, Washington, D.C.

Für interne Zwecke wird auch der modellgestützte Ansatz von TRAMO-SEATS verwendet. Ausführliche Informationen über TRAMO-SEATS in: V. Gomez und A. Maravall, Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User, Working Paper Nr. 9628 der Banco de España, Madrid, 1996.

stands angewandt.<sup>3</sup> Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf die Bestände und die Bereinigungen infolge von Umgruppierungen und Neubewertungen angewandt, woraus sich wiederum die saisonbereinigten transaktionsbedingten Veränderungen ergeben. Die Saisonfaktoren (und Kalenderfaktoren) werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

### ABSCHNITT 3.1 BIS 3.5

#### GLEICHHEIT VON MITTELVERWENDUNG UND MITTELAUFKOMMEN

In Abschnitt 3.1 richten sich die Angaben nach einer grundlegenden Bilanzgleichung. Bei den nichtfinanziellen Transaktionen entspricht die gesamte Mittelverwendung bei jeder Transaktionsart dem gesamten Mittelaufkommen. Diese Bilanzgleichung gilt auch für das Finanzierungskonto, d. h., bei jeder Kategorie von Finanzinstrumenten entsprechen die gesamten Transaktionen mit Forderungen den gesamten Transaktionen mit Verbindlichkeiten. Im Konto „Sonstige Forderungsänderungen“ und in der finanziellen Vermögensbilanz entspricht die Summe der Forderungen bei jeder Kategorie von Finanzinstrumenten der Summe der Verbindlichkeiten, mit Ausnahme des Währungsgolds und der Sonderziehungsrechte, die per Definition keine Verbindlichkeit irgendeines Sektors sind.

#### BERECHNUNG VON SALDEN

Die am Ende jedes Kontos in den Abschnitten 3.1, 3.2 und 3.3 aufgeführten Salden werden wie folgt ermittelt:

Die Handelsbilanz entspricht der Einfuhr abzüglich der Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets gegenüber der übrigen Welt.

Der Saldo „Betriebsüberschuss und Selbstständigeinkommen“ wird nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Differenz zwischen Bruttowertschöpfung (Bruttoinlands-

produkt zu Marktpreisen für das Euro-Währungsgebiet) und Arbeitnehmerentgelt (Mittelverwendung), sonstigen Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen (Mittelverwendung) und Abschreibungen (Mittelverwendung).

Das Nettonationaleinkommen wird nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Summe aus Betriebsüberschuss und Selbstständigeinkommen (netto), Arbeitnehmerentgelt (Mittelaufkommen), Produktionsabgaben abzüglich Subventionen (Mittelaufkommen) und Nettovermögenseinkommen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung).

Der Saldo des verfügbaren Einkommens wird ebenfalls nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Summe aus den Netto-Größen Nationaleinkommen, Einkommen- und Vermögensteuern (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung), Sozialbeiträge (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung), monetäre Sozialleistungen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) und sonstige laufende Transfers (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung).

Das Nettosparaufkommen wird für gebietsansässige Sektoren definiert und ergibt sich aus dem verfügbaren Nettoeinkommen zuzüglich der Nettoszunahme betrieblicher Versorgungsansprüche (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) und abzüglich der Konsumausgaben (Mittelverwendung). Für die übrige Welt wird der Saldo der laufenden Außentransaktionen als Summe aus Handelsbilanz und gesamtem Nettoeinkommen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) ermittelt.

Der Finanzierungssaldo wird im Vermögensbildungskonto als Nettosparen zuzüglich der Nettovermögenstransfers (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) abzüglich der Bruttoinvestitionen (Mittelverwendung) abzüglich des Nettozugangs an nichtproduzierten Vermögensgütern (Mittelverwendung) und zuzüglich Abschreibun-

<sup>3</sup> Daraus folgt, dass bei den saisonbereinigten Reihen der Index für die Basisperiode (also Dezember 2008) in der Regel vom Wert 100 abweicht, worin die Saisonfigur des betreffenden Monats zum Ausdruck kommt.

gen (Mittelaufkommen) ermittelt. Er kann auch im Finanzierungskonto als Differenz aus den Transaktionen mit Forderungen insgesamt und den Transaktionen mit Verbindlichkeiten insgesamt (auch als transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen bezeichnet) ermittelt werden. Bei den privaten Haushalten und den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften besteht eine statistische Abweichung zwischen den anhand des Vermögensbildungskontos und des Finanzierungskontos berechneten Salden.

Die transaktionsbedingten finanziellen Reinvermögensänderungen werden als Differenz aus den gesamten Transaktionen mit Forderungen und den gesamten Transaktionen mit Verbindlichkeiten ermittelt, während die sonstigen finanziellen Reinvermögensänderungen aus den (gesamten) sonstigen Forderungsänderungen abzüglich der (gesamten) sonstigen Änderungen der Verbindlichkeiten berechnet werden.

Das finanzielle Reinvermögen wird als Differenz zwischen den gesamten Forderungen und den gesamten Verbindlichkeiten berechnet, während die finanziellen Reinvermögensänderungen der Summe aus transaktionsbedingten finanziellen Reinvermögensänderungen (Finanzierungssaldo aus dem Finanzierungskonto) und sonstigen finanziellen Reinvermögensänderungen entsprechen.

Reinvermögensänderungen werden als Veränderungen des Reinvermögens durch Sparen und Vermögenstransfers zuzüglich sonstiger finanzieller Reinvermögensänderungen und sonstiger Änderungen des Sachvermögens ermittelt.

Das Reinvermögen der privaten Haushalte entspricht der Summe aus Sachvermögen und finanziellem Reinvermögen der privaten Haushalte.

#### ABSCHNITT 4.3 UND 4.4

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR SCHULDVERSCHREIBUNGEN UND BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet und enthalten daher keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen. Sie lassen sich anhand der transaktionsbedingten Veränderungen oder des Index der fiktiven Bestandsgrößen berechnen.  $N_t^M$  seien die transaktionsbedingten Veränderungen (Nettoabsatz) im Monat  $t$  und  $L_t$  der Bestand am Ende des Monats  $t$ . Der Index  $I_t$  der fiktiven Bestandsgrößen im Monat  $t$  ist definiert als:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis dient Dezember 2008, für den der Index gleich 100 gesetzt wird. Die Zuwachsrates  $a_t$  für den Monat  $t$ , also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat  $t$ , lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$l) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Bei der Berechnung der Wachstumsraten für Wertpapiere ohne Aktien wird dieselbe Methode wie für die Berechnung der Geldmengenaggregate angewandt; der einzige Unterschied besteht darin, dass ein „N“ anstelle eines „F“ verwendet wird, um zu verdeutlichen, dass der „Nettoabsatz“ für die Wertpapierstatistik und die analog berechneten „transaktionsbedingten Veränderungen“, die für die Geldmengenaggregate verwendet werden, mit verschiedenen Methoden ermittelt werden.

Die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t endende Quartal wird wie folgt berechnet:

$$n) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist  $I_t$  der Index der fiktiven Bestandsgrößen im Monat t. Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$o) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

Die in Abschnitt 4.3 zugrunde gelegte Berechnungsformel wird auch für Abschnitt 4.4 verwendet und stützt sich ebenfalls auf die Methode zur Berechnung der Geldmengenaggregate. Abschnitt 4.4 beruht auf Marktkursen, deren Berechnung auf der Basis von Finanztransaktionen erfolgt, die keine Umgruppierungen, Neubewertungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen enthalten. Wechselkursänderungen entfallen, da alle erfassten börsennotierten Aktien auf Euro lauten.

#### SAISONBEREINIGUNG DER WERTPAPIER-EMISSIONSSTATISTIKEN<sup>4</sup>

Der verwendete Ansatz beruht auf der multiplikativen Komponentenerlegung anhand des Programms X-12-ARIMA. Die Saisonbereinigung für die Wertpapieremissionen insgesamt wird indirekt durch eine lineare Kombination der nach Sektoren und Laufzeiten gegliederten Komponenten durchgeführt.

Die Verfahren der Saisonbereinigung werden zunächst auf den Index der fiktiven Bestandsgrößen angewandt. Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf den Umlauf, aus dem der saisonbereinigte Nettoabsatz abgeleitet wird,

angewandt. Die Saisonfaktoren werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

Analog zu Formel l) und m) lässt sich die Wachstumsrate  $a_t$  für den Monat t, also die Veränderung in den zurückliegenden sechs Monaten bis zum Monat t, mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$p) a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### TABELLE I IN ABSCHNITT 5.1

#### SAISONBEREINIGUNG DES HARMONISIERTEN VERBRAUCHERPREISINDEX (HVPI)<sup>4</sup>

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung anhand des Programms X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite S80). Die Saisonbereinigung des HVPI-Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet wird indirekt durch eine Aggregation der saisonbereinigten Reihen für verarbeitete und unverarbeitete Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse (ohne Energie) und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets durchgeführt. Energie wird unbereinigt hinzugefügt, da es keinen statistischen Nachweis für eine Saisonabhängigkeit gibt. Die Saisonfaktoren werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

4 Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Monetary and financial statistics“.

## TABELLE 2 IN ABSCHNITT 7.1

### SAISONBEREINIGUNG DER LEISTUNGSBILANZ

Der verwendete Ansatz beruht auf der multiplikativen Komponentenerlegung anhand der Programme X-12-ARIMA oder – je nach Position – TRAMO-SEATS. Die Ursprungswerte zum Warenhandel, zu den Dienstleistungen, den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und den laufenden Übertragungen werden um signifikante arbeitstägliche Effekte bereinigt. Beim Warenhandel und Dienstleistungsverkehr werden bei der arbeitstäglichen Bereinigung auch die nationalen Feiertage berücksichtigt. Die Saisonbereinigung der genannten Posten erfolgt anhand dieser vorbereinigten Reihen. Die Saisonbereinigung der gesamten Leistungsbilanz beruht auf der Aggregation der saisonbereinigten Reihen für den Warenhandel, die Dienstleistungen, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen und die laufenden Übertragungen für das Euro-Währungsgebiet. Die Saisonfaktoren (und die Kalenderfaktoren) werden in halbjährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

## ABSCHNITT 7.3

### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE QUARTALS- UND JAHRESREIHEN

Die Jahreswachstumsrate für das Quartal  $t$  wird auf Basis der vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderung ( $F_t$ ) und des Bestands ( $L_t$ ) wie folgt berechnet:

$$r) \quad a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Die Wachstumsrate für die jährlichen Reihen entspricht der Wachstumsrate im Schlussquartal des betreffenden Jahres.



## ERLÄUTERUNGEN

Der Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ enthält in erster Linie Statistiken für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes. Detailliertere und längere Zeiträume erfassende Datenreihen mit weiteren Erläuterungen sind in der Rubrik „Statistics“ auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) abrufbar. Daten können über das benutzerfreundlich gestaltete Statistical Data Warehouse der EZB (<http://sdw.ecb.europa.eu>), das auch eine Suchfunktion enthält, abgerufen und heruntergeladen werden. Unter „Data services“ können unter anderem verschiedene Datensätze abonniert werden, und es steht eine Datenbank mit komprimierten Daten im CSV-Format (CSV = Comma Separated Value) zur Verfügung. Weitere Informationen sind unter [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu) erhältlich.

Redaktionsschluss für die in den Monatsberichten enthaltenen Statistiken ist im Allgemeinen der Tag vor der ersten Sitzung des EZB-Rats im Monat. Für die vorliegende Ausgabe des Monatsberichts war dies der 8. Februar 2012.

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich alle Zeitreihen, die Werte für das Jahr 2011 umfassen, über die gesamte Datenreihe hinweg auf die 17 Euro-Länder (d. h. das Euro-Währungsgebiet einschließlich Estlands). Bei den Zinssätzen, den monetären Statistiken, dem HVPI und den Währungsreserven (und aus Konsistenzgründen den Komponenten und Gegenposten von M3 und den Komponenten des HVPI) beziehen sich die statistischen Zeitreihen auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

Die Zusammensetzung des Euro-Währungsgebiets hat sich im Laufe der Jahre mehrmals geändert. Als der Euro 1999 eingeführt wurde, gehörten dem Euroraum die folgenden 11 Staaten an: Belgien, Deutschland, Irland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland. Im Jahr 2001 folgte Griechenland, womit sich die Zahl der Euro-Länder auf 12 erhöhte. Slowenien trat dem Eurogebiet 2007 bei (13 Euro-Länder); Zypern und Malta zogen 2008 nach (15 Euro-Länder), gefolgt von der Slowakei im Jahr 2009 (16 Euro-Länder).

Estland schließlich kam im Jahr 2011 hinzu, sodass nunmehr 17 Staaten dem Euro-Währungsgebiet angehören.

### DATENREIHEN ZUM EURO-WÄHRUNGSGEBIET IN EINER FESTEN ZUSAMMENSETZUNG

Aggregierte statistische Datenreihen für den Euroraum in einer festen Zusammensetzung lassen dessen tatsächliche Zusammensetzung im Referenzzeitraum der betreffenden Statistik unberücksichtigt. So werden die aggregierten Zeitreihen in allen Jahren für die derzeit 17 Euro-Länder berechnet, obgleich das Eurogebiet diese Zusammensetzung erst seit dem 1. Januar 2011 aufweist. Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die statistischen Zeitreihen im Monatsbericht der EZB auf den Euroraum in seiner aktuellen Zusammensetzung.

### DATENREIHEN ZUM EURO-WÄHRUNGSGEBIET IN SEINER JEWEILIGEN ZUSAMMENSETZUNG

Aggregierte statistische Zeitreihen für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung berücksichtigen dessen tatsächliche Zusammensetzung im Referenzzeitraum der Statistik. So beziehen sich die statistischen Zeitreihen für den Zeitraum bis Ende 2000 auf elf Euro-Länder, für den Zeitraum von 2001 bis Ende 2006 auf zwölf Euro-Länder und so fort. Bei diesem Ansatz umfasst jede einzelne statistische Zeitreihe die jeweilige Zusammensetzung des Euroraums.

Für den HVPI sowie die Geldmengenaggregate und ihre Gegenposten werden jährliche Änderungsraten anhand von Kettenindizes erstellt. Dabei werden die Zeitreihen der dem Euroraum beitretenden Länder im Index vom Dezember an die Zeitreihen des Eurogebiets geknüpft. Das heißt, dass sich bei Beitritt eines Landes im Januar die jährlichen Änderungsraten bis einschließlich Dezember des Vorjahres auf die vorherige Zusammensetzung des Euroraums und ab Januar auf das erweiterte Eurogebiet beziehen. Die prozentualen Veränderungen werden

anhand eines Kettenindex unter Berücksichtigung des Euroraums in seiner jeweiligen Zusammensetzung berechnet. Absolute Veränderungen der Geldmengenaggregate und ihrer Gegenposten (transaktionsbedingte Veränderungen) beziehen sich auf die tatsächliche Zusammensetzung des Eurogebiets im Referenzzeitraum der betreffenden Statistik.

Da die Zusammensetzung der Europäischen Währungseinheit (ECU) nicht deckungsgleich mit den früheren Währungen der Länder ist, die die einheitliche Währung eingeführt haben, werden die Beträge aus dem Zeitraum vor 1999, die ursprünglich in den Teilnehmerwährungen angegeben und zu den jeweils geltenden ECU-Kursen in ECU umgerechnet wurden, von der Kursentwicklung der Währungen der EU-Mitgliedstaaten, die den Euro nicht eingeführt haben, beeinflusst. Um diesen Einfluss auf die monetäre Statistik zu vermeiden, werden die für den Zeitraum vor 1999 ausgewiesenen Daten<sup>1</sup> in Währungseinheiten ausgedrückt, die zu den am 31. Dezember 1998 unwiderruflich festgelegten Euro-Wechselkursen aus den nationalen Währungen errechnet wurden. Soweit nicht anders angegeben, beruhen die Statistiken über Preise und Kosten für den Zeitraum vor 1999 auf in nationalen Währungen angegebenen Zahlen.

Bei der Zusammenstellung der Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet wurden gegebenenfalls Aggregations- und Konsolidierungsverfahren (einschließlich einer länderübergreifenden Konsolidierung) angewandt.

Die jeweils jüngsten Daten sind häufig vorläufiger Natur und können noch revidiert werden. Rundungsdifferenzen sind möglich.

Die Gruppe „andere EU-Mitgliedstaaten“ umfasst Bulgarien, die Tschechische Republik, Dänemark, Lettland, Litauen, Ungarn, Polen, Rumänien, Schweden und das Vereinigte Königreich.

Die in den Tabellen verwendete Terminologie entspricht überwiegend internationalen Stan-

dards wie etwa dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 und dem „Balance of Payments Manual“ des IWF. Transaktionen beziehen sich auf (direkt oder indirekt ermittelte) ökonomisch motivierte Geschäftsvorfälle, während Veränderungen auch Bestandsänderungen umfassen, die sich aus Kurs- und Wechselkursänderungen, Abschreibungen und sonstigen Anpassungen ergeben.

In den Tabellen bedeutet „bis zu (x) Jahren“ „bis einschließlich (x) Jahre“.

## ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

In dieser Tabelle ist die Entwicklung der wichtigsten Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet zusammengefasst.

## MONETÄRE STATISTIK

In Abschnitt 1.4 sind Statistiken über die Mindestreserven und Liquiditätsfaktoren ausgewiesen. Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode beginnt allmonatlich jeweils am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (HRG), das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, auf der die monatliche Erörterung des geldpolitischen Kurses vorgesehen ist, und endet am Tag vor dem entsprechenden Abwicklungstag im Folgemonat. Jahres-/Quartalsangaben stellen die Durchschnittswerte der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres/Quartals dar.

Tabelle 1 in Abschnitt 1.4 zeigt die Komponenten der Mindestreservebasis der mindestreservepflichtigen Kreditinstitute. Die Verbindlichkeiten gegenüber anderen dem Mindestreservesystem des ESZB unterliegenden Kreditinstituten, der EZB und den teilnehmenden nationalen Zentralbanken (NZBen) sind von der Mindestreserve-

<sup>1</sup> Die in Abschnitt 2.1 bis 2.8 enthaltenen Angaben zur monetären Entwicklung in der Zeit vor Januar 1999 sind auf der Website der EZB unter [www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html) und im Statistical Data Warehouse (SDW) unter <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811> abrufbar.

basis ausgenommen. Sollte ein Kreditinstitut den Betrag seiner gegenüber den zuvor erwähnten Instituten bestehenden Verbindlichkeiten in Form von Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren nicht nachweisen können, kann es einen bestimmten Prozentsatz dieser Verbindlichkeiten von seiner Mindestreservebasis in Abzug bringen. Bis November 1999 betrug der Prozentsatz zur Berechnung der Mindestreservebasis 10 %, seit Dezember 1999 sind es 30 %.

Tabelle 2 in Abschnitt 1.4 enthält Durchschnittsangaben zu abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperioden. Das Mindestreserve-Soll jedes einzelnen Kreditinstituts wird zunächst errechnet, indem auf den Betrag der reservepflichtigen Verbindlichkeiten die Reservesätze der entsprechenden Verbindlichkeitskategorien auf der Grundlage der Bilanzdaten vom Ende eines jeden Kalendermonats angewendet werden; anschließend zieht jedes Kreditinstitut von dieser Größe einen Freibetrag in Höhe von 100 000 € ab. Das auf diese Weise berechnete Mindestreserve-Soll wird dann für das gesamte Euro-Währungsgebiet aggregiert (Spalte 1). Bei den Guthaben auf Girokonten (Spalte 2) handelt es sich um die aggregierten tagesdurchschnittlichen Guthaben von Kreditinstituten auf Girokonten, einschließlich solcher, die der Erfüllung des Mindestreserve-Solls dienen. Die Überschussreserven (Spalte 3) stellen die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten innerhalb einer Erfüllungsperiode dar, die über das Reserve-Soll hinausgehen. Die Unterschreitungen des Reserve-Solls (Spalte 4) sind definiert als durchschnittliche Unterschreitung der Guthaben auf Girokonten gegenüber dem Reserve-Soll innerhalb der Erfüllungsperiode, berechnet auf der Grundlage der Kreditinstitute, die ihre Mindestreservepflicht nicht erfüllt haben. Die Verzinsung der Mindestreserven (Spalte 5) entspricht dem Durchschnitt des marginalen Zuteilungssatzes für die HRGs des Eurosystems (siehe Abschnitt 1.3) während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode (gewichtet nach der Anzahl der Kalendertage).

Tabelle 3 in Abschnitt 1.4 zeigt die Liquiditätsposition des Bankensystems, die aus den Euro-

Guthaben auf den Girokonten der Kreditinstitute des Euro-Währungsgebiets beim Eurosystem besteht. Alle Angaben sind dem konsolidierten Ausweis des Eurosystems entnommen. Bei den sonstigen liquiditätsabschöpfenden Faktoren (Spalte 7) ist die von den NZBen in der zweiten Stufe der WWU initiierte Begebung von Schuldverschreibungen ausgenommen. Die sonstigen Faktoren (netto) (Spalte 10) geben die saldierten restlichen Positionen des konsolidierten Ausweises des Eurosystems wieder. Die Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten (Spalte 11) entsprechen der Differenz zwischen der Summe der liquiditätszuführenden Faktoren (Spalte 1 bis 5) und der Summe der liquiditätsabschöpfenden Faktoren (Spalte 6 bis 10). Das Basisgeld (Spalte 12) wird berechnet als Summe der Einlagefazilität (Spalte 6), des Banknotenumschlages (Spalte 8) und der Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten (Spalte 11).

## MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND SONSTIGE FINANZIELLE KAPITALGESELLSCHAFTEN

Kapitel 2 enthält die Bilanzstatistik der MFIs und sonstiger finanzieller Kapitalgesellschaften. Zu den sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften gehören Investmentfonds (mit Ausnahme der Geldmarktfonds, die zum MFI-Sektor zählen), Verbriefungszweckgesellschaften, Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen.

Abschnitt 2.1 zeigt die aggregierte Bilanz des MFI-Sektors, d. h. die Summe der harmonisierten Bilanzen aller im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs. Zu den MFIs zählen Zentralbanken, Kreditinstitute im Sinne des EU-Rechts, Geldmarktfonds und andere Finanzinstitute, deren Geschäftstätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinne von anderen Rechtssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und Kredite auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinne) zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Ein vollständiges Verzeichnis der MFIs ist auf der Website der EZB abrufbar.

In Abschnitt 2.2 ist die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors ausgewiesen, die sich aus der Saldierung der aggregierten Bilanzpositionen der MFIs im Euroraum ergibt. Aufgrund leicht unterschiedlicher Ausweispraktiken ist die Summe der Inter-MFI-Positionen nicht unbedingt null; der Saldo ist in Spalte 10 unter den Passiva ausgewiesen. Abschnitt 2.3 zeigt die Geldmengenaggregate des Euro-Währungsgebiets und ihre Gegenposten. Diese werden anhand der konsolidierten MFI-Bilanz ermittelt und umfassen neben Positionen von im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs bei gebietsansässigen MFIs auch einige monetäre Forderungen und Verbindlichkeiten der Zentralstaaten. Die Statistiken über Geldmengenaggregate und Gegenposten sind um Saison- und Kalendereffekte bereinigt. Die Bestände von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets an a) Anteilen an im Euroraum ansässigen Geldmarktfonds und b) von MFIs im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in Abschnitt 2.1 und 2.2 unter dem Posten „Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ ausgewiesen. In Abschnitt 2.3 hingegen sind sie aus den Geldmengenaggregaten herausgerechnet und dem Posten „Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ zugerechnet.

Abschnitt 2.4 enthält eine Aufschlüsselung der Kreditgewährung der im Eurogebiet ansässigen MFIs ohne Eurosystem (d. h. des Bankensystems) nach Schuldnergruppen, Arten und Ursprungslaufzeiten. In Abschnitt 2.5 sind die Einlagen beim Bankensystem des Euro-Währungsgebiets nach Gläubigergruppen und Arten aufgeschlüsselt. Abschnitt 2.6 zeigt die vom Bankensystem des Euroraums gehaltenen Wertpapiere, aufgliedert nach Emittentengruppen. In Abschnitt 2.7 werden ausgewählte, nach Währungen aufgeschlüsselte vierteljährliche Bilanzpositionen der MFIs dargestellt.

Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten außerdem auf transaktionsbedingten Veränderungen basierende Wachstumsraten, die als prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr ausgewiesen werden.

Seit dem 1. Januar 1999 wurden die statistischen Daten nach verschiedenen EZB-Verordnungen über die Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute erhoben und aufbereitet. Seit Juli 2010 erfolgt dies nach der Verordnung EZB/2008/32<sup>2</sup>. Einzelheiten zur Sektorengliederung sind in der dritten Ausgabe des „Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers“ (EZB, März 2007) zu finden.

Abschnitt 2.8 zeigt die Bestände und transaktionsbedingten Veränderungen in der Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet (ohne Geldmarktfonds, die in der MFI-Bilanzstatistik enthalten sind). Ein Investmentfonds ist eine Investmentgesellschaft, die von der Öffentlichkeit beschaffte Gelder in finanzielle und/oder nichtfinanzielle Vermögenswerte investiert. Ein vollständiges Verzeichnis der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet ist auf der Website der EZB abrufbar. Die Bilanz ist aggregiert, sodass unter den Aktiva der Investmentfonds deren Bestände an von anderen Investmentfonds begebenen Anteilen enthalten sind. Außerdem werden die von Investmentfonds emittierten Anteile in einer Aufgliederung nach Anlageschwerpunkten (Rentenfonds, Aktienfonds, Gemischte Fonds, Immobilienfonds, Hedgefonds und Sonstige Fonds) und nach Art (offene Fonds und geschlossene Fonds) ausgewiesen. In Abschnitt 2.9 sind weitere Einzelheiten zu den wichtigsten von Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet gehaltenen Vermögenswerten dargestellt. Dieser Abschnitt umfasst eine geografische Aufschlüsselung der Emittenten, deren Wertpapiere von Investmentfonds gehalten werden, sowie eine Aufgliederung der Emittenten nach Zugehörigkeit zu den Wirtschaftssektoren im Euroraum.

Seit Dezember 2008 werden auf der Grundlage der Verordnung EZB/2007/8<sup>3</sup> über die Statistik

2 ABl. L 15 vom 20.1.2009, S. 14.

3 ABl. L 211 vom 11.8.2007, S. 8.

über Aktiva und Passiva von Investmentfonds harmonisierte statistische Daten erfasst und aufbereitet. Weitere Informationen zu dieser Investmentfondsstatistik finden sich im „Manual on investment fund statistics“ (EZB, Mai 2009).

Abschnitt 2.10 zeigt die aggregierte Bilanz der im Euro-Währungsgebiet ansässigen finanziellen Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften – FMKGs (financial vehicle corporations – FVCs). FMKGs sind Einrichtungen, die gegründet werden, um Verbriefungsgeschäfte zu betreiben. Bei Verbriefungsgeschäften wird im Allgemeinen ein Vermögenswert oder ein Pool von Vermögenswerten auf eine FMKG übertragen, wobei diese Vermögenswerte in der Bilanz der FMKG als verbrieftete Kredite, Wertpapiere ohne Aktien oder sonstige verbrieftete Vermögenswerte ausgewiesen werden. Eine andere Möglichkeit besteht darin, das mit einem Vermögenswert oder einem Pool von Vermögenswerten verbundene Kreditrisiko mittels Kreditausfallswaps, Garantien oder anderer Instrumente dieser Art auf eine FMKG zu übertragen. Die von der FMKG zum Schutz vor diesem Risiko gehaltene Sicherheit ist normalerweise eine bei einem MFI gehaltene oder in Wertpapieren ohne Aktien angelegte Einlage. FMKGs verbrieften vornehmlich Kredite, die ursprünglich aus dem MFI-Sektor stammen. Sie müssen solche Kredite in ihrer Bilanz ausweisen, auch wenn die jeweils geltenden Rechnungslegungsvorschriften es dem MFI ermöglichen, die Kredite auszubuchen. Angaben zu Krediten, die von FMKGs verbrieft werden, aber in der Bilanz des betreffenden MFI (und somit auch in der MFI-Statistik) verbleiben, werden gesondert aufgeführt. Diese vierteljährlichen Daten werden gemäß Verordnung EZB/2008/30<sup>4</sup> vom Dezember 2009 erhoben.

In Abschnitt 2.11 wird die aggregierte Bilanz der im Euro-Währungsgebiet ansässigen Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen dargestellt. Zu den Versicherungsgesellschaften gehören sowohl die Versicherungen als auch die Rückversicherer, während die Pensionskassen Organe umfassen, die bei ihrer Entscheidungsfindung ungebunden sind und über eine vollständige Rechnungsführung verfügen (d. h. rechtlich

selbstständige Pensionskassen). Dieser Abschnitt enthält außerdem eine geografische und sektorale Aufschlüsselung der Emittenten der von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen gehaltenen Wertpapiere ohne Aktien.

### VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Abschnitt 3.1 zeigt die Daten der vierteljährlichen integrierten Euroraum-Konten, die ein umfassendes Bild von der Wirtschaftstätigkeit der privaten Haushalte (einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck), der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften, der finanziellen Kapitalgesellschaften und des Staates und von den Interaktionen zwischen diesen Sektoren sowie dem Euro-Währungsgebiet und der übrigen Welt vermitteln. Die nicht saisonbereinigten Daten zu jeweiligen Preisen werden in einer vereinfachten Kontenabfolge gemäß der Methodik des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 für das letzte verfügbare Quartal ausgewiesen.

Kurz zusammengefasst beinhaltet die Kontenabfolge (Transaktionskonten): 1) das Einkommensentstehungskonto, das zeigt, wie sich die Produktion in verschiedenen Einkommenskategorien niederschlägt, 2) das primäre Einkommensverteilungskonto, das die Einnahmen und Ausgaben in Bezug auf verschiedene Formen der Vermögenseinkommen erfasst (für die Gesamtwirtschaft entspricht der Saldo des primären Einkommensverteilungskontos dem Nationaleinkommen), 3) das Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept), in dem aufgeführt wird, wie sich das Nationaleinkommen eines institutionellen Sektors aufgrund der laufenden Transfers verändert, 4) das Einkommensverwendungskonto, das zeigt, inwieweit das verfügbare Einkommen für Konsumausgaben verwendet oder gespart wird, 5) das Vermögensbildungskonto, aus dem hervorgeht, wie Sparen und Nettovermögenstransfers zur Sachvermögens-

4 ABI. L 15 vom 20.1.2009, S. 1.

bildung verwendet werden (der Saldo des Vermögensbildungskontos ist der Finanzierungssaldo), und 6) das Finanzierungskonto, das den Nettozugang an Forderungen und den Nettozugang an Verbindlichkeiten erfasst. Da jeder nichtfinanziellen Transaktion eine finanzielle Transaktion gegenübersteht, entspricht der Saldo des Finanzierungskontos konzeptionell dem Finanzierungssaldo des Vermögensbildungskontos.

Darüber hinaus werden die finanziellen Vermögensbilanzen zum Jahresanfang und zum Jahresende präsentiert, die einen Eindruck vom Finanzvermögen der einzelnen Sektoren zu einem bestimmten Zeitpunkt vermitteln. Schließlich werden noch sonstige Änderungen von Finanzaktiva und -passiva (z. B. infolge der Auswirkungen von Vermögenspreisänderungen) aufgezeigt.

Die sektorale Aufschlüsselung des Finanzierungskontos und der finanziellen Vermögensbilanzen ist für die finanziellen Kapitalgesellschaften detaillierter aufgeführt; hier wurde eine Unterteilung in MFIs, sonstige Finanzintermediäre (einschließlich Kredit- und Versicherungshilftätigkeiten) sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen vorgenommen.

Abschnitt 3.2 enthält über vier Quartale kumulierte Stromgrößen (Transaktionen) für die „nichtfinanziellen Konten“ des Euro-Währungsgebiets (d. h. die vorgenannten Konten 1 bis 5), die ebenfalls in der vereinfachten Kontenabfolge dargestellt sind.

In Abschnitt 3.3 werden über vier Quartale kumulierte Stromgrößen (Transaktionen und sonstige Veränderungen) bezüglich des Einkommens, der Ausgaben und der Vermögensänderung der privaten Haushalte sowie die Bestandsgrößen der finanziellen und nichtfinanziellen Vermögensbilanz genauer analysiert. Die sektorspezifischen Transaktionen und Salden sind so dargestellt, dass Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen der privaten Haushalte deutlicher zum Ausdruck kommen, ohne

dabei von der in Abschnitt 3.1 und 3.2 gewählten Konteneinteilung abzuweichen.

In Abschnitt 3.4 werden über vier Quartale kumulierte Stromgrößen (Transaktionen) bezüglich des Einkommens und der Vermögensänderungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sowie die Bestandsgrößen der finanziellen Vermögensbilanz genauer analysiert.

Abschnitt 3.5 zeigt über vier Quartale kumulierte Finanzierungsströme (Transaktionen und sonstige Änderungen) und Bestandsgrößen der finanziellen Vermögensbilanzen von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen.

## FINANZMÄRKTE

Mit Ausnahme der Wertpapieremissionsstatistik (Abschnitt 4.1 bis 4.4), bei der sich die gesamte Zeitreihe auf die 16 Euro-Länder bezieht (feste Zusammensetzung), umfassen die Zeitreihen zur Finanzmarktstatistik des Euro-Währungsgebiets die EU-Mitgliedstaaten, die im Referenzzeitraum der jeweiligen Statistik den Euro bereits eingeführt hatten (jeweilige Zusammensetzung).

Die Statistiken über Wertpapiere ohne Aktien und die Statistiken über börsennotierte Aktien (Abschnitt 4.1 bis 4.4) werden von der EZB auf der Grundlage von Daten des ESZB und der BIZ erstellt. In Abschnitt 4.5 sind die MFI-Zinssätze für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet ausgewiesen. Die Statistiken über Geldmarktsätze, Renditen langfristiger Staatsanleihen und Börsenindizes (Abschnitt 4.6 bis 4.8) werden von der EZB auf der Grundlage der Daten von Wirtschaftsinformationsdiensten erstellt.

Die Statistiken über Wertpapieremissionen umfassen: a) Wertpapiere ohne Aktien (ohne Finanzderivate) sowie b) börsennotierte Aktien. Erstere sind in Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3 ausgewiesen, Letztere werden in Abschnitt 4.4 dargestellt. Schuldverschreibungen sind nach kurzfristigen

und langfristigen Wertpapieren aufgegliedert. Als kurzfristig werden Wertpapiere mit einer Ursprungslaufzeit von einem Jahr oder weniger (in Ausnahmefällen auch bis einschließlich zwei Jahren) bezeichnet. Wertpapiere mit a) einer längeren Laufzeit, b) fakultativen Laufzeiten, von denen eine mindestens länger als ein Jahr ist, oder c) beliebig langer Laufzeit werden als langfristige Wertpapiere klassifiziert. Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene langfristige Schuldverschreibungen werden nach festverzinslichen und variabel verzinslichen Schuldverschreibungen aufgeschlüsselt. Bei festverzinslichen Schuldverschreibungen ist der Zinssatz für die gesamte Laufzeit festgelegt. Bei variabel verzinslichen Schuldverschreibungen wird der Zinssatz in regelmäßigen Zeitabständen unter Bezugnahme auf einen Referenzzinssatz oder Index neu festgesetzt. Die in Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3 ausgewiesenen auf Euro lautenden Wertpapiere enthalten auch Papiere, die auf eine der nationalen Währungseinheiten des Euro lauten.

Abschnitt 4.1 enthält Angaben zu Wertpapieren ohne Aktien, aufgeschlüsselt nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen. Er präsentiert den Umlauf, Brutto- und Nettoabsatz der Wertpapiere ohne Aktien, aufgeschlüsselt nach: a) auf Euro lautenden Wertpapieren und auf alle Währungen lautenden Wertpapieren, b) Emissionen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Emissionen insgesamt sowie c) Wertpapieren insgesamt und langfristigen Wertpapieren. Abweichungen zwischen den Angaben zum Nettoabsatz und den Veränderungen im Umlauf haben ihre Ursache in Bewertungsänderungen, Umgruppierungen und sonstigen Bereinigungen. Der Abschnitt weist außerdem saisonbereinigte Angaben aus, darunter saisonbereinigte auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsraten für die gesamten wie auch für die langfristigen Schuldverschreibungen. Die saisonbereinigten Daten werden anhand des um saisonale Effekte bereinigten Index der fiktiven Bestandsgrößen ermittelt. Nähere Einzelheiten hierzu siehe „Technischer Hinweis“.

Abschnitt 4.2 enthält eine Gliederung des Umlaufs, des Brutto- und des Nettoabsatzes nach im Euroraum ansässigen Emittentengruppen, die dem ESVG 95 entspricht. Die EZB wird dem Eurosystem zugeordnet.

Der in Spalte 1 von Tabelle 1 in Abschnitt 4.2 ausgewiesene Umlauf der gesamten und der langfristigen Schuldverschreibungen entspricht den Angaben zum Umlauf der gesamten und der langfristigen Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Spalte 7 von Abschnitt 4.1. Der Umlauf der von MFIs insgesamt sowie langfristig begebenen Schuldverschreibungen in Spalte 2 von Tabelle 1 in Abschnitt 4.2 entspricht weitgehend den Angaben zu den Schuldverschreibungen auf der Passivseite der aggregierten Bilanz der MFIs in Spalte 8 von Tabelle 2 in Abschnitt 2.1. Der in Spalte 1 von Tabelle 2 in Abschnitt 4.2 ausgewiesene Nettoabsatz der Schuldverschreibungen insgesamt entspricht den Angaben zum gesamten Nettoabsatz von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Spalte 9 von Abschnitt 4.1. Die in Tabelle 1 in Abschnitt 4.2 ausgewiesene Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen und den langfristigen festverzinslichen sowie langfristigen variabel verzinslichen Schuldverschreibungen zusammen genommen ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

Abschnitt 4.3 enthält die saisonbereinigten und nicht saisonbereinigten Wachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen, aufgegliedert nach Laufzeiten, Instrumenten, Emittentengruppen und Währungen. Die Raten basieren auf Finanztransaktionen, d. h. Geschäften, bei denen Verbindlichkeiten von einer institutionellen Einheit eingegangen bzw. zurückgezahlt werden. Daher sind Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen nicht in den Wachstumsraten enthalten. Die saisonbereinigten Wachstumsraten sind zu Darstellungszwecken auf Jahresraten hochgerechnet. Einzelheiten hierzu finden sich im „Technischen Hinweis“.

Die Spalten 1, 4, 6 und 8 von Tabelle 1 in Abschnitt 4.4 zeigen den Umlauf börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet, aufgliedert nach Emittentengruppen. Die monatlichen Angaben zur Emission börsennotierter Aktien durch nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften entsprechen den in Abschnitt 3.4 ausgewiesenen Quartalsangaben (finanzielle Vermögensbilanz; börsennotierte Aktien).

Die Spalten 3, 5, 7 und 9 von Tabelle 1 in Abschnitt 4.4 zeigen die Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet, aufgliedert nach Emittentengruppen. Die Raten basieren auf Finanztransaktionen, d. h. Geschäften, bei denen Aktien gegen Zahlung von einem Emittenten begeben oder zurückgekauft werden (mit Ausnahme von Investitionen in eigene Aktien). Umgruppierungen, Neubewertungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen werden bei der Berechnung der Jahreswachstumsraten nicht berücksichtigt.

Abschnitt 4.5 enthält Angaben zu den Zinssätzen, die die im Euroraum ansässigen MFIs für auf Euro lautende Einlagen von bzw. Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet berechnen. Die MFI-Zinssätze für den Euroraum werden als mit dem entsprechenden Geschäftsvolumen gewichteter Durchschnitt der Zinssätze der Euro-Länder für die jeweilige Kategorie ermittelt.

Die MFI-Zinsstatistik ist nach Art des Geschäfts (Bestand, Neugeschäft), Sektoren, Instrumenten, Laufzeit des Finanzinstruments, vereinbarter Kündigungsfrist bzw. anfänglicher Zinsbindung untergliedert. Diese MFI-Zinsstatistik hat die zehn statistischen Übergangszeitreihen zu den Zinssätzen im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet ersetzt, die seit Januar 1999 im Monatsbericht veröffentlicht wurden.

In Abschnitt 4.6 sind die Geldmarktsätze für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan dargestellt. Für den Euro-

raum wird ein breites Spektrum an Geldmarktsätzen ausgewiesen, das von den Zinssätzen für Tagesgeld bis hin zum Zwölfmonatsgeld reicht. Für die Zeit vor Januar 1999 wurden für das Euro-Währungsgebiet synthetische Zinssätze anhand nationaler mit dem BIP gewichteter Sätze berechnet. Mit Ausnahme des Tagesgeldsatzes vor Januar 1999 handelt es sich bei den Monats-, Quartals- und Jahresangaben um Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Für Tagesgeld sind bis einschließlich Dezember 1998 die Zinssätze für Interbankeinlagen am Ende des Berichtszeitraums angegeben; ab Januar 1999 liegt der Durchschnittswert des Euro Overnight Index Average (EONIA) im jeweiligen Berichtszeitraum zugrunde. Die Zinsen für Ein-, Drei-, Sechs- und Zwölfmonatsgeld im Eurogebiet werden seit Januar 1999 nach den Euro Interbank Offered Rates (EURIBOR) berechnet, davor wurden sie – soweit verfügbar – nach den London Interbank Offered Rates (LIBOR) ermittelt. Bei den Vereinigten Staaten und Japan entspricht der Zinssatz für Dreimonatsgeld dem LIBOR.

Abschnitt 4.7 zeigt die Zinssätze am Ende des jeweiligen Berichtszeitraums. Diese werden anhand nominaler Kassazinsstrukturkurven auf Basis der auf Euro lautenden Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets geschätzt. Die Schätzung der Zinsstrukturkurven erfolgt anhand des Svensson-Modells<sup>5</sup>. Zudem werden die Spreads zwischen den Zehnjahressätzen und den Dreimonats- bzw. Zweijahressätzen ausgewiesen. Weitere Zinsstrukturkurven (tägliche Veröffentlichungen einschließlich Tabellen und Abbildungen) sowie die entsprechenden methodischen Hinweise sind unter [www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html) abrufbar. Tageswerte können ebenfalls heruntergeladen werden.

In Abschnitt 4.8 sind die Börsenindizes für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan ausgewiesen.

<sup>5</sup> L. E. Svensson, Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994, CEPR Discussion Papers, Nr. 1051, Centre for Economic Policy Research, London, 1994.

## PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

Die meisten in diesem Abschnitt dargestellten Daten werden von der Europäischen Kommission (hauptsächlich von Eurostat) sowie von den nationalen Statistikämtern erhoben. Die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet werden gewonnen, indem die Daten für die einzelnen Länder aggregiert werden. Die Daten sind, soweit dies möglich ist, harmonisiert und vergleichbar. Die Angaben zu den Arbeitskostenindizes, zur Verwendung des Bruttoinlandsprodukts, zur Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen, zur Industrieproduktion, zu den Einzelhandelsumsätzen, zu den Pkw-Neuzulassungen und zur Beschäftigung gemessen an den geleisteten Arbeitsstunden sind arbeitstäglich bereinigt.

Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet (Tabelle 1 in Abschnitt 5.1) liegt für den Zeitraum ab 1995 vor. Er beruht auf den nationalen HVPIs, die in allen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets nach demselben Verfahren ermittelt werden. Die Aufgliederung nach Waren und Dienstleistungen wurde aus der Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs (Coicop/HVPI) abgeleitet. Der HVPI erfasst die monetären Ausgaben für den Konsum der privaten Haushalte im Wirtschaftsgebiet des Euroraums. Die Tabelle enthält auch von der EZB erhobene saisonbereinigte Daten zum HVPI und HVPI-basierte experimentelle Schätzungen der administrierten Preise.

Maßgeblich für die Angaben zu den industriellen Erzeugerpreisen (Tabelle 2 in Abschnitt 5.1), zur Industrieproduktion, zum Auftragseingang und zu den Umsätzen in der Industrie sowie den Einzelhandelsumsätzen (Abschnitt 5.2) ist die Verordnung (EG) Nr. 1165/98 des Rates vom 19. Mai 1998 über Konjunkturstatistiken<sup>6</sup>. Seit Januar 2009 wird die überarbeitete Systematik der Wirtschaftszweige (NACE Revision 2) gemäß Verordnung (EG) Nr. 1893/2006 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Dezember 2006 zur Aufstellung der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige NACE Revision 2 und zur Änderung der Ver-

ordnung (EWG) Nr. 3037/90 des Rates sowie einiger Verordnungen der EG über bestimmte Bereiche der Statistik<sup>7</sup> zur Erstellung von Konjunkturstatistiken angewandt. Die Aufschlüsselung nach dem Endverbrauch der Güter bei den industriellen Erzeugerpreisen und der Industrieproduktion entspricht der harmonisierten Untergliederung der Industrie ohne Baugewerbe (NACE Revision 2, Abschnitt B bis E) in die industriellen Hauptgruppen gemäß der Definition in Verordnung (EG) Nr. 656/2007 der Kommission vom 14. Juni 2007<sup>8</sup>. Die industriellen Erzeugerpreise stellen die Preise der Produzenten ab Werk dar. Darin enthalten sind indirekte Steuern (ohne Mehrwertsteuer) und sonstige abzugsfähige Steuern. Die Industrieproduktion spiegelt die Wertschöpfung der betreffenden Wirtschaftszweige wider.

Die beiden in Tabelle 3 von Abschnitt 5.1 ausgewiesenen Preisindizes für Rohstoffe ohne Energie werden anhand derselben Rohstoffabdeckung, jedoch unter Verwendung zweier unterschiedlicher Gewichtungsverfahren erstellt: Ein Index basiert auf den entsprechenden Rohstoffimporten des Euro-Währungsgebiets (Spalte 2 bis 4), der andere auf der geschätzten Inlandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets bzw. der „Verwendung“ (Spalte 5 bis 7), wobei Angaben zu den Einfuhren, den Ausfuhren und der inländischen Erzeugung je Rohstoff berücksichtigt werden (der Einfachheit halber werden die Lagerbestände unter der Annahme, dass diese im Beobachtungszeitraum relativ stabil bleiben, außer Acht gelassen). Der importgewichtete Rohstoffpreisindex eignet sich zur Untersuchung der außenwirtschaftlichen Entwicklung, während der nach der Verwendung gewichtete Index speziell für die Analyse des von den internationalen Rohstoffpreisen ausgehenden Inflationsdrucks im Euro-Währungsgebiet genutzt werden kann. Der zuletzt genannte Preisindex beruht auf experimentellen Daten. Weitere Einzelheiten zur Erstellung der Rohstoffpreisindizes der EZB finden sich in Kasten 1 der Monatsberichts-ausgabe vom Dezember 2008.

<sup>6</sup> ABl. L 162 vom 5.6.1998, S. 1.

<sup>7</sup> ABl. L 393 vom 30.12.2006, S. 1.

<sup>8</sup> ABl. L 155 vom 15.6.2007, S. 3.

Die Arbeitskostenindizes (Tabelle 5 in Abschnitt 5.1) messen die Veränderungen der Arbeitskosten je geleistete Arbeitsstunde in der Industrie (einschließlich Baugewerbe) und im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen. Die Methodik ist in der Verordnung (EG) Nr. 450/2003 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. Februar 2003 über den Arbeitskostenindex<sup>9</sup> und der Durchführungsverordnung (EG) Nr. 1216/2003 der Kommission vom 7. Juli 2003<sup>10</sup> festgelegt. Die Arbeitskostenindizes stehen für das Euro-Währungsgebiet in einer Aufschlüsselung nach Arbeitskostenkomponenten (Löhne und Gehälter, Sozialbeiträge der Arbeitgeber zuzüglich Steuern zulasten des Arbeitgebers abzüglich Zuschüssen zugunsten des Arbeitgebers, sofern sie im Zusammenhang mit der Beschäftigung von Arbeitnehmern entstehen) und nach Wirtschaftszweigen zur Verfügung. Der Indikator der Tarifverdienste (nachrichtlich in Tabelle 3 von Abschnitt 5.1) wird von der EZB auf der Grundlage nicht harmonisierter nationaler Statistiken berechnet.

Die Komponenten der Lohnstückkosten (Tabelle 4 in Abschnitt 5.1), das Bruttoinlandsprodukt und seine Komponenten (Tabelle 1 und 2 in Abschnitt 5.2), die Deflatoren des BIP (Tabelle 3 in Abschnitt 5.1) sowie die Arbeitsmarktstatistik (Tabelle 1, 2 und 3 in Abschnitt 5.3) beruhen auf den Ergebnissen der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nach dem ESVG 95<sup>11</sup>. Das ESVG 95 wurde durch Verordnung (EU) Nr. 715/2010 der Kommission vom 10. August 2010<sup>12</sup> im Hinblick auf die Einführung der überarbeiteten statistischen Systematik der Wirtschaftszweige (NACE Rev. 2) geändert. Daten zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen im Euro-Währungsgebiet, die dieser neuen Systematik entsprechen, werden seit Dezember 2011 veröffentlicht.

Der Auftragseingang in der Industrie (Tabelle 4 in Abschnitt 5.2) erfasst die während des Referenzzeitraums eingegangenen Aufträge und bezieht sich auf die Wirtschaftszweige, deren Arbeit im Wesentlichen auftragsbasiert ist, insbesondere Textilgewerbe, Papiergewerbe, che-

mische Industrie, Metallherzeugung und -bearbeitung, Investitionsgüterproduzenten und Gebrauchsgüterproduzenten. Die Angaben werden in jeweiligen Preisen berechnet.

Die Indizes für die Umsätze in der Industrie und für den Einzelhandel (Tabelle 4 in Abschnitt 5.2) geben den Umsatz einschließlich aller Steuern und Abgaben (mit Ausnahme der Mehrwertsteuer) wieder, für den während des Referenzzeitraums Rechnungen erstellt wurden. Der Einzelhandelsumsatz umfasst den gesamten Einzelhandel (ohne den Handel mit Kraftfahrzeugen und ohne Reparaturen) ohne Tankstellen. Die Pkw-Neuzulassungen umfassen sowohl private als auch geschäftlich genutzte Pkw.

Die qualitativen Daten aus Erhebungen bei Unternehmen und Verbrauchern (Tabelle 5 in Abschnitt 5.2) basieren auf den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Die Arbeitslosenquoten (Tabelle 4 in Abschnitt 5.3) werden entsprechend den Richtlinien der Internationalen Arbeitsorganisation ermittelt. Sie beziehen sich auf den Teil der Erwerbspersonen, die aktiv nach Arbeit suchen, und stützen sich auf harmonisierte Kriterien und Abgrenzungen. Die Schätzungen zur Gesamtzahl der Erwerbspersonen, auf denen die Arbeitslosenquote basiert, entsprechen nicht der Summe der in Abschnitt 5.3 aufgeführten Zahlen zu Beschäftigung und Arbeitslosigkeit.

## ÖFFENTLICHE FINANZEN

Die Abschnitte 6.1 bis 6.5 zeigen die Finanzlage der öffentlichen Haushalte (Staat) im Euro-Währungsgebiet. Die Angaben sind größtenteils konsolidiert und beruhen auf der Methodik des ESVG 95. Die jährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in den Abschnitten 6.1 bis 6.3 werden von der EZB auf der Grund-

9 ABl. L 69 vom 13.3.2003, S. 1.

10 ABl. L 169 vom 8.7.2003, S. 37.

11 ABl. L 310 vom 30.11.1996, S. 1.

12 ABl. L 210 vom 11.8.2010, S. 1.

lage der von den NZBen gelieferten harmonisierten Daten berechnet, die regelmäßig aktualisiert werden. Die Angaben zum Defizit und zur Verschuldung der Euro-Länder können daher von den Daten, die die Europäische Kommission im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit verwendet, abweichen. Die vierteljährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 6.4 und 6.5 werden von der EZB auf der Grundlage der von Eurostat gelieferten Daten und nationaler Statistiken berechnet.

In Abschnitt 6.1 werden die Jahreswerte der Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Haushalte (Staat) auf der Grundlage der Definitionen in Verordnung (EG) Nr. 1500/2000 der Kommission vom 10. Juli 2000<sup>13</sup>, die das ESVG 95 ergänzt, dargestellt. Abschnitt 6.2 geht näher auf die konsolidierte Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert gemäß den Bestimmungen des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union zum Verfahren bei einem übermäßigen Defizit ein. Die Abschnitte 6.1 und 6.2 enthalten zusammengefasste Daten für die einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets aufgrund ihrer Bedeutung im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Die für die einzelnen Staaten im Euro-Währungsgebiet ausgewiesenen Angaben zum Finanzierungssaldo entsprechen dem Code „EDP B.9“, wie er in der Verordnung (EG) Nr. 479/2009 des Rates hinsichtlich der Verweise auf das ESVG 95 festgelegt wurde. In Abschnitt 6.3 werden Veränderungen der öffentlichen Verschuldung dargestellt. Der Unterschied zwischen der Veränderung der öffentlichen Verschuldung und dem öffentlichen Defizit, die Deficit-Debt-Adjustments, erklärt sich hauptsächlich durch staatliche Transaktionen in Finanzaktiva und durch Wechselkursänderungen. In Abschnitt 6.4 werden die Quartalswerte der Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Haushalte (Staat) auf der Grundlage der Definitionen in Verordnung (EG) Nr. 1221/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 10. Juni 2002 über die vierteljährlichen Konten des Staates für nichtfinanzielle Transaktionen<sup>14</sup> dargestellt. In Abschnitt 6.5 werden Quartalswerte zur konsolidierten Bruttoverschuldung der öffentlichen

Haushalte (Staat), zu den Deficit-Debt-Adjustments und zur Nettoneuverschuldung der öffentlichen Haushalte präsentiert. Zur Berechnung dieser Zahlen werden Daten verwendet, die von den Mitgliedstaaten nach Maßgabe der Verordnung (EG) Nr. 501/2004 und der Verordnung (EG) Nr. 222/2004 sowie von den NZBen zur Verfügung gestellt werden.

## AUSSENWIRTSCHAFT

Die Begriffe und Abgrenzungen, die in der Zahlungsbilanzstatistik und beim Auslandsvermögensstatus (Abschnitt 7.1 bis 7.4) verwendet werden, entsprechen in der Regel der 5. Auflage des „Balance of Payments Manual“ des IWF (Oktober 1993), der EZB-Leitlinie vom 16. Juli 2004 über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank (EZB/2004/15)<sup>15</sup> und der EZB-Leitlinie vom 31. Mai 2007 zur Änderung der Leitlinie EZB/2004/15 (EZB/2007/3)<sup>16</sup>. Weitere Hinweise zur Methodik und zu den Quellen für die Zahlungsbilanzstatistik und den Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets sind der EZB-Publikation „European Union balance of payments/international investment position statistical methods“ vom Mai 2007 und den auf der Website der EZB verfügbaren Berichten der Task Force on Portfolio Investment Collection Systems (Juni 2002), der Task Force on Portfolio Investment Income (August 2003) und der Task Force on Foreign Direct Investment (März 2004) zu entnehmen. Darüber hinaus ist auf der Website des Ausschusses für die Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzstatistiken ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) ein Bericht der Task Force on Quality der EZB/Europäischen Kommission (Eurostat) mit dem Titel „Report on the quality assessment of balance of payments and international investment position statistics“ vom Juni 2004 abrufbar. Der Jahresbericht über die Qualität der Statistiken zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets, der auf den Empfehlungen der Task

13 ABl. L 172 vom 12.7.2000, S. 3.

14 ABl. L 179 vom 9.7.2002, S. 1.

15 ABl. L 354 vom 30.11.2004, S. 34.

16 ABl. L 159 vom 20.6.2007, S. 48.

Force beruht und dem im April 2008 veröffentlichten ECB Statistics Quality Framework folgt, steht auf der Website der EZB zur Verfügung.

Die Tabellen in Abschnitt 7.1 und 7.4 entsprechen der Vorzeichenkonvention des „Balance of Payments Manual“ des IWF, d. h., Überschüsse in der Leistungsbilanz und bei den Vermögensübertragungen werden mit einem Pluszeichen dargestellt, wohingegen ein positives Vorzeichen in der Kapitalbilanz auf eine Zunahme der Passiva oder einen Rückgang der Aktiva hinweist. In den Tabellen in Abschnitt 7.2 werden sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben mit einem Pluszeichen dargestellt. Darüber hinaus wurden die Tabellen in Abschnitt 7.3 neu strukturiert, sodass ab dem Monatsbericht vom Februar 2008 die Zahlungsbilanzangaben, der Auslandsvermögensstatus und die entsprechenden Wachstumsraten zusammen ausgewiesen werden; in den neuen Tabellen werden Transaktionen in Forderungen und Verbindlichkeiten, die mit einer Zunahme der entsprechenden Bestände verbunden sind, mit einem Pluszeichen dargestellt.

Die Daten zur Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets werden von der EZB zusammengestellt. Die jeweils jüngsten Monatsangaben sind als vorläufig anzusehen. Sie werden mit der Veröffentlichung der Daten für den darauffolgenden Monat und/oder der detaillierten vierteljährlichen Zahlungsbilanzangaben revidiert. Frühere Angaben werden in regelmäßigen Abständen oder jeweils bei methodischen Änderungen bei der Erstellung der zugrunde liegenden Daten revidiert.

Tabelle 1 in Abschnitt 7.2 enthält darüber hinaus saisonbereinigte Leistungsbilanzangaben, die gegebenenfalls auch arbeitstäglich und um Schaltjahreseffekte sowie Effekte aufgrund der Osterfeiertage bereinigt sind. Tabelle 3 in Abschnitt 7.2 und Tabelle 9 in Abschnitt 7.3 zeigen eine geografische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Partnerländern bzw. Ländergruppen, wobei zwischen EU-Mitgliedstaaten, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören, und Län-

dern oder Ländergruppen außerhalb der Europäischen Union unterschieden wird. Daneben zeigt die Aufschlüsselung auch Transaktionen und Bestände gegenüber EU-Institutionen (die – mit Ausnahme der EZB – ungeachtet ihres physischen Standorts statistisch als Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets behandelt werden) und zu bestimmten Zwecken gegenüber Offshore-Finanzzentren und internationalen Organisationen. Für Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen, für Finanzderivate und Währungsreserven liegt keine geografische Aufgliederung der entsprechenden Transaktionen bzw. Bestände vor. Auch für Kapitalertragszahlungen an Brasilien, die Volksrepublik China, Indien und Russland werden keine gesonderten Daten zur Verfügung gestellt. Eine Beschreibung der geografischen Aufschlüsselung findet sich in: EZB, Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Ländern und Ländergruppen, Monatsbericht Februar 2005.

Die Angaben zur Kapitalbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 7.3 werden auf der Grundlage der Transaktionen und Bestände gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets errechnet, wobei der Euroraum als eine Wirtschaftseinheit betrachtet wird (siehe auch Kasten 9 im Monatsbericht vom Dezember 2002, Kasten 5 im Monatsbericht vom Januar 2007 und Kasten 6 im Monatsbericht vom Januar 2008). Der Auslandsvermögensstatus wird zu jeweiligen Marktpreisen bewertet. Hiervon ausgenommen sind Direktinvestitionsbestände, bei denen nicht börsennotierte Aktien und übrige Anlagen (z. B. Finanzkredite und Einlagen) zum Buchwert ausgewiesen werden. Der vierteljährliche Auslandsvermögensstatus wird nach derselben Methodik wie die entsprechenden Jahresangaben erstellt. Da einige Datenquellen nicht auf Quartalsbasis (bzw. erst mit zeitlicher Verzögerung) verfügbar sind, sind die Quartalsangaben zum Auslandsvermögensstatus anhand der Finanztransaktionen, Vermögenspreise und Entwicklung der Wechselkurse teilweise geschätzt.

Tabelle 1 in Abschnitt 7.3 fasst den Auslandsvermögensstatus und die Finanztransaktionen in der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets zusammen. Die Aufschlüsselung der Veränderung des jährlichen Auslandsvermögensstatus erhält man, indem man für die Veränderungen (ohne Transaktionen) ein statistisches Modell mit Daten aus der geografischen Aufschlüsselung und der Währungszusammensetzung der Forderungen und Verbindlichkeiten sowie Preisindizes für verschiedene finanzielle Vermögenswerte zugrunde legt. In dieser Tabelle beziehen sich die Spalten 5 und 6 auf Direktinvestitionen gebietsansässiger Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets und Direktinvestitionen gebietsfremder Einheiten im Euroraum.

In Tabelle 5 von Abschnitt 7.3 basiert die Aufgliederung in „Finanzkredite“ und „Bargeld und Einlagen“ auf der Sektorzugehörigkeit der außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässigen Kontrahenten. So werden Forderungen an gebietsfremde Banken als Einlagen erfasst, während Forderungen an die übrigen gebietsfremden Sektoren als Finanzkredite eingestuft werden. Diese Aufschlüsselung entspricht der Aufgliederung in anderen Statistiken wie der konsolidierten Bilanz der MFIs und ist mit dem „Balance of Payments Manual“ des IWF konform.

Die Bestände an Währungsreserven und sonstigen Fremdwährungsaktiva und -passiva des Eurosystems sind in Tabelle 7 in Abschnitt 7.3 ausgewiesen. Aufgrund von Unterschieden in der Erfassung und Bewertung sind diese Angaben nicht vollständig mit den Angaben im Wochenanweis des Eurosystems vergleichbar. Die Daten in Tabelle 7 entsprechen den Empfehlungen für das Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität. Die in den Währungsreserven des Eurosystems enthaltenen Aktivposten beziehen sich definitionsgemäß auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Vor dem Beitritt eines Landes zum Euroraum werden die Aktiva seiner nationalen Zentralbank unter Wertpapieranlagen (im Fall von Wertpapieren) oder unter dem übrigen Kapitalverkehr (wenn es sich um sonstige Aktiva handelt) ausgewiesen. Veränderungen der

Goldbestände des Eurosystems (Spalte 3) sind auf Goldtransaktionen im Rahmen des Goldabkommens der Zentralbanken vom 26. September 1999, aktualisiert am 27. September 2009, zurückzuführen. Weitere Informationen sind einer Veröffentlichung zur statistischen Behandlung der Währungsreserven des Eurosystems („Statistical treatment of the Eurosystem’s international reserves“, Oktober 2000) zu entnehmen, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Dort finden sich auch umfassendere Daten gemäß dem Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität.

In Tabelle 8 von Abschnitt 7.3 zur Bruttoauslandsverschuldung des Euro-Währungsgebiets wird der Bestand der tatsächlichen Verbindlichkeiten (anstelle der Eventualverbindlichkeiten) gegenüber Gebietsfremden mit Zahlung des Kapitalbetrags und/oder Zinszahlungen seitens des Schuldners zu einem oder mehreren in der Zukunft liegenden Zeitpunkten ausgewiesen. Tabelle 8 enthält eine nach Finanzinstrumenten und institutionellen Sektoren aufgegliederte Darstellung der Bruttoauslandsverschuldung.

Abschnitt 7.4 enthält eine monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets und zeigt die Transaktionen von Nicht-MFIs, die die Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets abbilden. Die Transaktionen von Nicht-MFIs enthalten Zahlungsbilanztransaktionen, für die keine sektorale Aufschlüsselung vorliegt. Sie betreffen die Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen (Spalte 2) sowie Finanzderivate (Spalte 11). Aktualisierte methodische Hinweise zur monetären Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets finden sich auf der Website der EZB in der Rubrik „Statistics“. (Siehe auch Kasten 1 im Monatsbericht vom Juni 2003.)

Abschnitt 7.5 enthält Angaben zum Außenhandel des Euro-Währungsgebiets, die auf Eurostat-Daten beruhen. Die Wertangaben und Volumensindizes sind saison- und arbeitstäglich bereinigt. In Tabelle 1 von Abschnitt 7.5 entspricht die Warengliederung in den Spalten 4 bis 6 und

9 bis 11 der Klassifizierung nach BEC (Broad Economic Categories) und den wichtigsten Güterarten im System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen. Die gewerblichen Erzeugnisse (Spalte 7 und 12) und Öl (Spalte 13) beruhen auf der Definition gemäß SITC Rev. 4. Die geografische Aufschlüsselung (Tabelle 3 in Abschnitt 7.5) weist die wichtigsten Handelspartner einzeln und in regionalen Gruppierungen zusammengefasst aus. In den Angaben zu China ist Hongkong nicht enthalten. Aufgrund von Unterschieden in der Abgrenzung, Klassifizierung, Erfassung und dem Berichtszeitpunkt sind die Außenhandelszahlen, insbesondere die Einfuhren, nicht vollständig mit der Position Warenhandel in der Zahlungsbilanzstatistik (Abschnitt 7.1 und 7.2) vergleichbar. Die Differenz ist teilweise darauf zurückzuführen, dass bei der Erfassung der Wareneinfuhren in den Außenhandelsdaten Versicherungs- und Frachtdienstleistungen berücksichtigt werden.

Die in Tabelle 2 von Abschnitt 7.5 ausgewiesenen industriellen Einfuhrpreise und industriellen Erzeugerausfahrpreise (bzw. die industriellen Erzeugerpreise des Auslandsmarktes) wurden durch Verordnung (EG) Nr. 1158/2005 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juli 2005 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1165/98 des Rates, der wichtigsten Rechtsgrundlage für die Erstellung von Konjunkturstatistiken, eingeführt. Der Einfuhrpreisindex für Industrieerzeugnisse erfasst alle industriellen Erzeugnisse, die gemäß Abschnitt B bis E der Statistischen Güterklassifikation in Verbindung mit den Wirtschaftszweigen in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (Statistical Classification of Products by Activity in the European Economic Community, CPA) aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets eingeführt wurden, sowie alle institutionellen Importsektoren außer privaten Haushalten, Regierungen und Organisationen ohne Erwerbszweck. Der Index zeigt die Preise einschließlich Kosten, Versicherung und Fracht (cif) ohne Berücksichtigung von Einfuhrzöllen und Steuern. Er bezieht sich auf die tatsächlichen Transaktionen in Euro zum Zeitpunkt der Übertragung des Eigentums an den Waren. Die industriellen Erzeugerausfahrpreise umfassen alle

Industrieerzeugnisse, die von Herstellern im Euro-Währungsgebiet gemäß Abschnitt B bis E der NACE Revision 2 direkt in ein Land außerhalb des Euroraums exportiert werden. Ausfuhren von Großhändlern sowie Re-Exporte werden nicht erfasst. Der Index bildet die Preise auf fob-Basis ab, berechnet in Euro an der Grenze des Euro-Währungsgebiets. Darin enthalten sind alle indirekten Steuern außer der Mehrwertsteuer und sonstigen abzugsfähigen Steuern. Die industriellen Einfuhrpreise und industriellen Erzeugerausfahrpreise sind nach industriellen Hauptgruppen gemäß der Definition in Verordnung (EG) Nr. 656/2007 der Kommission vom 14. Juni 2007 verfügbar. Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 11 in der Ausgabe des Monatsberichts vom Dezember 2008.

## WECHSELKURSE

In Abschnitt 8.1 sind die Indizes der nominalen und realen effektiven Wechselkurse (EWK) des Euro dargestellt, die von der EZB auf Basis der gewichteten Durchschnitte der bilateralen Wechselkurse des Euro gegenüber den Währungen ausgewählter Handelspartner des Euro-Währungsgebiets berechnet werden. Eine positive Veränderung zeigt eine Aufwertung des Euro an. Die Gewichte beruhen auf dem mit diesen Handelspartnern in den Zeiträumen von 1995 bis 1997, 1998 bis 2000, 2001 bis 2003, 2004 bis 2006 und 2007 bis 2009 getätigten Handel mit gewerblichen Erzeugnissen und spiegeln auch Drittmarkteffekte wider. Die Indizes der effektiven Wechselkurse erhält man, indem die Indikatoren am Ende eines jeden Dreijahreszeitraums auf Basis jedes dieser fünf Wägungsschemata verkettet werden. Die Basisperiode des sich daraus ergebenden EWK-Index ist das erste Quartal 1999. Die EWK-20-Gruppe der Handelspartner umfasst die zehn nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten sowie Australien, China, Hongkong, Japan, Kanada, Norwegen, die Schweiz, Singapur, Südkorea und die Vereinigten Staaten. Zur EWK-40-Gruppe zählen die EWK-20-Gruppe sowie folgende Länder: Algerien, Argentinien, Brasilien, Chile, Indien, Indonesien, Island,

Israel, Kroatien, Malaysia, Marokko, Mexiko, Neuseeland, die Philippinen, die Russische Föderation, Südafrika, Taiwan, Thailand, die Türkei und Venezuela. Die realen effektiven Wechselkurse werden anhand der Verbraucherpreisindizes, der Erzeugerpreisindizes, der BIP-Deflatoren und der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe wie auch in der Gesamtwirtschaft berechnet.

Nähere Einzelheiten zur Berechnung der effektiven Wechselkurse finden sich im entsprechenden methodischen Hinweis sowie im Occasional Paper Nr. 2 der EZB (L. Buldorini, S. Makrydakakis und C. Thimann, The effective exchange rates of the euro, Februar 2002), das von der Website der EZB heruntergeladen werden kann.

Bei den in Abschnitt 8.2 ausgewiesenen bilateralen Wechselkursen handelt es sich um die Monatsdurchschnitte der täglich für die betreffenden Währungen veröffentlichten Referenzkurse.

#### **ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS**

Die Statistiken über die anderen EU-Mitgliedstaaten (Abschnitt 9.1) werden nach denselben Grundsätzen wie die Statistiken zum Euro-Währungsgebiet erstellt, sodass die Angaben zum Saldo aus der Leistungsbilanz und den Vermögensübertragungen sowie zur Bruttoauslandsverschuldung Daten zu Zweckgesellschaften beinhalten. Die Daten zu den Vereinigten Staaten und Japan (Abschnitt 9.2) werden aus nationalen Quellen gewonnen.



## ANHANG

# CHRONIK DER GELDPOLITISCHEN MASSNAHMEN DES EUROSYSTEMS <sup>1</sup>



### 14. JANUAR UND 4. FEBRUAR 2010

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen.

### 4. MÄRZ 2010

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 12. Oktober 2010 fest. Unter anderem beschließt er, die regelmäßigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit dreimonatiger Laufzeit beginnend mit dem Geschäft, das am 28. April 2010 zugeteilt wird, wieder als Zinstender durchzuführen.

### 8. APRIL UND 6. MAI 2010

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen.

### 10. MAI 2010

Der EZB-Rat beschließt mehrere Maßnahmen, um den starken Spannungen an den Finanzmärkten entgegenzuwirken. Insbesondere beschließt er die Durchführung von Interventionen an den Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet (Programm für die Wertpapiermärkte) und die Abwicklung der regelmäßigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit im Mai und Juni 2010 als Mengentender mit Vollzuteilung.

### 10. JUNI 2010

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen. Ferner beschließt er, die regelmäßigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit dreimonatiger Laufzeit, die im dritten Quartal 2010 zugeteilt werden, als Mengentender mit Vollzuteilung abzuwickeln.

### 8. JULI UND 5. AUGUST 2010

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen.

### 2. SEPTEMBER 2010

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 11. Januar 2011 fest. Insbesondere beschließt er, die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

### 7. OKTOBER UND 4. NOVEMBER 2010

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen.

<sup>1</sup> Die Chronik der geldpolitischen Maßnahmen, die das Eurosystem von 1999 bis 2009 ergriffen hat, findet sich im Jahresbericht der EZB für das jeweilige Jahr.

## 2. DEZEMBER 2010

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 12. April 2011 fest. Insbesondere beschließt er, diese Geschäfte auch weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

## 13. JANUAR UND 3. FEBRUAR 2011

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen.

## 3. MÄRZ 2011

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 12. Juli 2011 fest. Insbesondere beschließt er, diese Geschäfte auch weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

## 7. APRIL 2011

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 13. April 2011 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 1,25 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 13. April 2011 um jeweils 25 Basispunkte auf 2,00 % bzw. 0,50 % zu erhöhen.

## 5. MAI 2011

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,25 %, 2,00 % bzw. 0,50 % zu belassen.

## 9. JUNI 2011

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,25 %, 2,00 % bzw. 0,50 % zu belassen. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 11. Oktober 2011 fest. Insbesondere beschließt er, diese Geschäfte auch weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

## 7. JULI 2011

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 13. Juli 2011 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 1,50 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 13. Juli 2011 um jeweils 25 Basispunkte auf 2,25 % bzw. 0,75 % zu erhöhen.

## 4. AUGUST 2011

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,50 %, 2,25 % bzw. 0,75 % zu belassen. Außerdem trifft er verschiedene Maßnahmen, um den erneuten Spannungen an einigen Finanzmärkten entgegenzuwirken. Insbesondere beschließt er, dass das Eurosystem ein zusätzliches liquiditätszuführendes längerfristiges Refinanzierungsgeschäft mit einer Laufzeit von rund sechs Monaten als Men-

gentender mit Vollzuteilung durchführen wird. Ferner legt er die Einzelheiten zu den Tenderverfahren und Modalitäten für die Refinanzierungsgeschäfte bis zum 17. Januar 2012 fest. Insbesondere beschließt er, diese Geschäfte auch weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung abzuwickeln.

### 8. SEPTEMBER 2011

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,50 %, 2,25 % bzw. 0,75 % zu belassen.

### 6. OKTOBER 2011

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,50 %, 2,25 % bzw. 0,75 % zu belassen. Des Weiteren verständigt sich der EZB-Rat auf die Einzelheiten zu den Refinanzierungsgeschäften in der Zeit von Oktober 2011 bis zum 10. Juli 2012. So beschließt er insbesondere, zwei längerfristige Refinanzierungsgeschäfte durchzuführen, eines im Oktober 2011 mit einer Laufzeit von ungefähr 12 Monaten und ein weiteres im Dezember 2011 mit einer Laufzeit von rund 13 Monaten, und alle Refinanzierungsgeschäfte weiterhin als Mengentender mit vollständiger Zuteilung abzuwickeln. Ferner fasst der EZB-Rat den Beschluss, im November 2011 ein neues Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen einzuführen.

### 3. NOVEMBER 2011

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 9. November 2011 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 1,25 % zu verringern. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Ein-

lagefazilität mit Wirkung vom 9. November 2011 um jeweils 25 Basispunkte auf 2,00 % bzw. 0,50 % zu senken.

### 8. DEZEMBER 2011

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 14. Dezember 2011 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 1,00 % zu verringern. Er fasst ferner den Beschluss, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 14. Dezember 2011 um jeweils 25 Basispunkte auf 1,75 % bzw. 0,25 % zu senken. Außerdem beschließt er die Einführung weiterer Sondermaßnahmen, und zwar a) die Durchführung von zwei längerfristigen Refinanzierungsgeschäften mit einer Laufzeit von jeweils etwa drei Jahren, b) die Erhöhung der Verfügbarkeit von Sicherheiten, c) eine Absenkung des Mindestreservesatzes auf 1 % und d) eine bis auf Weiteres gültige Aussetzung der am letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperioden durchgeführten Feinsteuerungsoperationen.

### 12. JANUAR 2012

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen.

### 9. FEBRUAR 2012

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 1,00 %, 1,75 % bzw. 0,25 % zu belassen. Darüber hinaus genehmigt er für eine Reihe von Ländern spezifische nationale Zulassungskriterien und Risikokontrollmaßnahmen bezüglich der temporären Hereinnahme zusätzlicher Kreditforderungen als Sicherheiten für die Kreditgeschäfte des Eurosystems.





## PUBLIKATIONEN DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK

Die EZB erstellt eine Reihe von Publikationen, die Auskunft über ihre Kerntätigkeiten in den Bereichen Geldpolitik, Statistik, Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungssysteme, Finanzstabilität und Bankenaufsicht, internationale und europäische Zusammenarbeit sowie rechtliche Angelegenheiten geben. Zu diesen Publikationen gehören:

### SATZUNGSGEMÄSS VORGESCHRIEBENE PUBLIKATIONEN

- Jahresbericht
- Konvergenzbericht
- Monatsbericht

### FORSCHUNGSPAPIERE

- Legal Working Paper Series
- Occasional Paper Series
- Research Bulletin
- Working Paper Series

### SONSTIGE/THEMENSPEZIFISCHE PUBLIKATIONEN

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- Die Europäische Zentralbank – Geschichte, Rolle und Aufgaben
- The international role of the euro
- Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet („Allgemeine Regelungen“)
- Die Geldpolitik der EZB
- The payment system

Darüber hinaus veröffentlicht die EZB Broschüren und Informationsmaterial zu einer Vielzahl von Themenbereichen wie den Euro-Banknoten und -Münzen sowie Seminar- und Konferenzbände.

Ein vollständiges Verzeichnis der im PDF-Format verfügbaren Publikationen der EZB und des Europäischen Währungsinstituts (der Vorgängerinstitution der EZB von 1994 bis 1998) kann auf der Website der EZB unter [www.ecb.europa.eu/pub/](http://www.ecb.europa.eu/pub/) abgerufen werden. Ländercodes zeigen, in welchen Sprachen die jeweiligen Publikationen zur Verfügung stehen.

Soweit nicht anders angegeben, können Druckfassungen (sofern vorrätig) kostenlos über [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu) bezogen bzw. abonniert werden.





## GLOSSAR

Dieses Glossar enthält ausgewählte Begriffe, die im Monatsbericht häufig verwendet werden. Ein umfassenderes Glossar in englischer Sprache kann auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)) abgerufen werden.

**Abschreibung** (write-off): Streichung eines in einer MFI-Bilanz ausgewiesenen Kredits, wenn dieser als vollständig uneinbringlich erachtet wird.

**Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer bzw. je geleistete Arbeitsstunde** (compensation per employee or per hour worked): Sämtliche Geld- oder Sachleistungen, die von einem Arbeitgeber an einen Arbeitnehmer erbracht werden, d. h. die Bruttolöhne und -gehälter sowie Sonderzahlungen, Überstundenvergütungen und die Sozialbeiträge der Arbeitgeber, geteilt durch die Gesamtzahl der Arbeitnehmer oder durch die geleisteten Gesamtarbeitsstunden der Arbeitnehmer.

**Arbeitsproduktivität** (labour productivity): Produktionsergebnis bei einem bestimmten Arbeitseinsatz. Die Arbeitsproduktivität lässt sich zwar auf verschiedene Arten berechnen, doch wird sie meist als (reales) BIP dividiert durch die Gesamtzahl der Beschäftigten oder durch die geleisteten Gesamtarbeitsstunden gemessen.

**Auslandsvermögensstatus** (international investment position – i.i.p.): Bestandsstatistik, die den Wert und die Zusammensetzung der finanziellen Nettoforderungen und -verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland ausweist.

**Außenhandel** (external trade in goods): Warenausfuhren und -einfuhren im Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets, angegeben als Wert, Volumen- und Durchschnittswertindizes. Die Außenhandelsstatistik ist nicht mit den in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ausgewiesenen Exporten und Importen vergleichbar, da Letztere sowohl grenzüberschreitende Transaktionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets als auch den Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets erfassen und darüber hinaus nicht zwischen Waren und Dienstleistungen unterscheiden. Auch mit der Position Warenhandel in der Zahlungsbilanzstatistik ist sie nicht gänzlich vergleichbar. Neben methodischen Anpassungen liegt der Hauptunterschied darin, dass bei der Erfassung der Einfuhren in der Außenhandelsstatistik Versicherungs- und Frachtdienstleistungen berücksichtigt werden, während die Warenimporte in der Zahlungsbilanzstatistik ohne diese beiden Dienstleistungen (FOB – free on board) erfasst werden.

**Autonome Liquiditätsfaktoren** (autonomous liquidity factors): Liquiditätsfaktoren, die normalerweise nicht aus dem Einsatz geldpolitischer Instrumente resultieren. Dazu zählen unter anderem der Banknotenumlauf, die Einlagen öffentlicher Haushalte bei der Zentralbank und die Netto-Fremdwährungsposition der Zentralbank.

**Befristete Transaktion** (reverse transaction): Geschäft, bei dem die NZB im Rahmen einer Rückkaufsvereinbarung Vermögenswerte verkauft (Repogeschäft) oder kauft (Reverse Repo) oder gegen Überlassung von Sicherheiten Kredite gewährt.

**Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen:** Teilbilanz der Zahlungsbilanz, in der zwei Arten von Transaktionen mit Gebietsfremden erfasst sind, nämlich a) Transaktionen im Zusammenhang mit Arbeitnehmerentgelten, die an Gebietsfremde (z. B. Grenzgänger, Saisonarbeiter und sonstige kurzfristig beschäftigte Arbeitskräfte) gezahlt werden, sowie b) Transaktionen im Zusammenhang mit Kapitaleinnahmen und Kapitalzahlungen aus finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets, wobei letztere

Transaktionen Zahlungszuflüsse und -abflüsse aus Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen und dem übrigen Kapitalverkehr sowie die Einkommen aus Währungsreserven umfassen.

**Bilanz der laufenden Übertragungen:** Technische Teilbilanz der Zahlungsbilanz, in welcher der Wert realer und finanzieller Leistungen erfasst wird, die ohne wirtschaftliche Gegenleistung übertragen werden. Zu den laufenden Übertragungen zählen sämtliche Transaktionen, bei denen es sich nicht um Vermögensübertragungen handelt.

**Breakeven-Inflationsrate** (break-even inflation rate): Renditeabstand zwischen einer nominalen Anleihe und einer inflationsindexierten Anleihe mit gleicher (oder möglichst ähnlicher) Laufzeit.

**Bruttoauslandsverschuldung** (gross external debt): Bestand der tatsächlichen Verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft (d. h. ohne Eventualverbindlichkeiten), für die zu einem zukünftigen Zeitpunkt Tilgungs- und/oder Zinszahlungen an ausländische Anleger zu leisten sind.

**Bruttoinlandsprodukt (BIP)** (gross domestic product – GDP): Wert der Gesamtproduktion von Waren und Dienstleistungen einer Volkswirtschaft nach Abzug der Vorleistungen zuzüglich der um Subventionen verminderten Produktions- und Importabgaben. Das BIP lässt sich nach Entstehungs-, Verwendungs- oder Verteilungskomponenten aufgliedern. Die wichtigsten Verwendungskomponenten des BIP sind private Konsumausgaben, Konsumausgaben des Staates, Bruttoanlageinvestitionen, Vorratsveränderungen sowie Importe und Exporte von Waren und Dienstleistungen (einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets).

**Deficit-Debt-Adjustments (öffentliche Haushalte/Staat)** (deficit-debt adjustment – general government): Differenz zwischen dem öffentlichen Defizit und der Veränderung der öffentlichen Verschuldung.

**Defizit (öffentliche Haushalte/Staat)** (deficit – general government): Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte, d. h. die Differenz zwischen den Gesamteinnahmen und -ausgaben des Staates.

**Defizitquote (öffentliche Haushalte/Staat)** (deficit ratio – general government, budget deficit ratio, fiscal deficit ratio): Verhältnis zwischen dem Defizit der öffentlichen Haushalte und dem BIP zu Marktpreisen. Die Defizitquote ist Gegenstand eines der in Artikel 126 Absatz 2 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union festgelegten finanzpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

**Deflation** (deflation): Starker und anhaltender Rückgang der Preise einer sehr breiten Palette von Konsumgütern und verbrauchernahen Dienstleistungen, der sich in den Erwartungen verfestigt.

**Direktinvestitionen** (direct investment): Grenzüberschreitende Investitionen mit dem Ziel, eine langfristige Beteiligung an einem in einer anderen Volkswirtschaft ansässigen Unternehmen zu erwerben (in der Praxis durch den Erwerb von mindestens 10 % der Stammaktien bzw. des Stimmrechts). Zu den Direktinvestitionen zählen Beteiligungskapital, reinvestierte Gewinne und sonstige Anlagen im Zusammenhang mit Transaktionen zwischen verbundenen Unternehmen. Erfasst werden die Nettotransaktionen/-positionen der Investitionen von Gebietsansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets („Direktinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“) sowie die Nettotransaktionen/-positionen der Investitionen von Gebietsfremden im Euro-Währungsgebiet („Direktinvestitionen im Euro-Währungsgebiet“).

**Disinflation** (disinflation): Prozess rückläufiger Inflationsraten, der auch zu vorübergehend negativen Teuerungsraten führen kann.

**Dividendenwerte** (equities): Wertpapiere, die Eigentumsrechte an Kapitalgesellschaften repräsentieren, z. B. Aktien, die an Börsen gehandelt werden (börsennotierte Aktien), nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. Sie erbringen in der Regel Erträge in Form von Dividenden.

**Effektiver Wechselkurs (EWK) des Euro (nominal/real)** (effective exchange rate (EER) of the euro – nominal/real): Gewichtetes Mittel der bilateralen Euro-Wechselkurse gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets. Die effektiven Wechselkursindizes für den Euro werden gegenüber verschiedenen Gruppen von Handelspartnern berechnet: der EWK-20-Gruppe, die die zehn nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten sowie zehn Handelspartner außerhalb der EU umfasst, und der EWK-40-Gruppe, die sich aus der EWK-20-Gruppe und 20 weiteren Ländern zusammensetzt. Die zugrunde gelegten Gewichtungen spiegeln den Anteil der einzelnen Partnerländer am Handel des Euro-Währungsgebiets mit gewerblichen Erzeugnissen wider und berücksichtigen den Wettbewerb an Drittmärkten. Der reale effektive Wechselkurs ist ein nominaler effektiver Wechselkurs, deflationiert mit dem gewichteten Mittel von ausländischen Preisen oder Kosten im Verhältnis zu den entsprechenden inländischen Preisen und Kosten. Damit ist er ein Indikator für die preisliche und kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit.

**Einlagefazilität** (deposit facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die zugelassenen Geschäftspartnern die Möglichkeit bietet, auf eigene Initiative täglich fällige Einlagen bei der NZB ihres Landes zu einem im Voraus festgesetzten Zinssatz anzulegen. Dieser Zinssatz bildet im Allgemeinen die Untergrenze des Tagesgeldsatzes.

**EONIA (Euro Overnight Index Average)**: Auf der Basis effektiver Umsätze berechneter Durchschnittszinssatz für Tagesgeld im Euro-Interbankengeschäft. Er wird als gewichteter Durchschnitt der Sätze für unbesicherte Euro-Übernachtkontrakte, die von einer Gruppe bestimmter Institute im Euro-Währungsgebiet gemeldet werden, berechnet.

**Erwerbspersonen** (labour force): Gesamtzahl der Beschäftigten und Arbeitslosen.

**Erweiterte Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe** (enhanced credit support): Von der EZB/vom Eurosystem während der Finanzkrise eingeleitete Sondermaßnahmen mit dem Ziel, die Finanzierungsbedingungen und Kreditströme über das Maß hinaus zu stützen, das durch Senkungen der EZB-Leitzinsen allein erreichbar gewesen wäre.

**EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate)**: Durchschnittszinssatz, zu dem ein als erstklassig eingestuftes Kreditinstitut bereit ist, einem anderen Kreditinstitut mit höchster Bonität Euro-Gelder zur Verfügung zu stellen. Der EURIBOR wird täglich anhand der Zinssätze ausgewählter Banken für Laufzeiten von bis zu zwölf Monaten berechnet.

**Eurosystem** (Eurosystem): Zentralbanksystem, das sich aus der EZB und den NZBen der EU-Mitgliedstaaten zusammensetzt, deren Währung der Euro ist.

**Euro-Währungsgebiet (Euroraum, Eurogebiet)** (euro area): Gebiet, das jene EU-Mitgliedstaaten umfasst, in denen der Euro gemäß dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union als gemeinsame Währung eingeführt wurde.

**Finanzielle Mantelkapitalgesellschaft/Verbriefungsgesellschaft (FMKG)** (financial vehicle corporation – FVC): Unternehmen, dessen Haupttätigkeit in der Durchführung von Verbriefungen besteht. Eine FMKG emittiert in der Regel marktfähige Wertpapiere, die öffentlich angeboten oder privat platziert werden. Diese Wertpapiere sind durch ein von der FMKG gehaltenes Forderungsportfolio (in der Regel Kredite) gedeckt. Mitunter können an einem Verbriefungsgeschäft auch mehrere FMKGs beteiligt sein, wobei eine Gesellschaft die verbrieften Forderungen hält und eine andere die durch diese Forderungen gedeckten Wertpapiere emittiert.

**Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung** (financial accounts): Teil des Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (für das Euro-Währungsgebiet), der die Finanzpositionen (Bestände oder Bilanzen), die finanziellen Transaktionen und die sonstigen Veränderungen der verschiedenen institutionellen Sektoren einer Volkswirtschaft nach Art der Forderung und Verbindlichkeit ausweist.

**Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)** (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP): Messgröße für die Verbraucherpreisentwicklung, die von Eurostat ermittelt wird und für alle EU-Mitgliedstaaten harmonisiert ist.

**Hauptrefinanzierungsgeschäft (HRG)** (main refinancing operation – MRO): Regelmäßiges Offenmarktgeschäft, das vom Eurosystem in Form einer befristeten Transaktion durchgeführt wird. HRGs werden über wöchentliche Standardtender mit einer Laufzeit von in der Regel einer Woche durchgeführt.

**Implizite Volatilität** (implied volatility): Erwartete Volatilität (d. h. Standardabweichung) der Veränderungsrate des Preises eines Vermögenswerts (z. B. einer Aktie oder Anleihe). Die implizite Volatilität kann anhand von Optionspreismodellen wie dem Black-Scholes-Modell aus dem Preis und der Fälligkeit des Vermögenswerts, dem Ausübungspreis der Optionen auf diesen Wert sowie der risikofreien Rendite abgeleitet werden.

**Index der Arbeitskosten pro Stunde** (hourly labour cost index): Messgröße für die Arbeitskosten pro tatsächlich geleisteter Arbeitsstunde (inklusive Überstunden), die die Bruttolöhne und –gehälter (in Form von Geld- und Sachleistungen, einschließlich Sonderzahlungen) sowie die sonstigen Arbeitskosten (Sozialbeiträge und beschäftigungsbezogene Steuern der Arbeitgeber abzüglich der den Arbeitgebern gewährten Subventionen) umfasst.

**Index der Tarifverdienste** (index of negotiated wages): Messgröße für das unmittelbare Ergebnis der Tarifverhandlungen in Bezug auf die Grundvergütung (d. h. ohne Sonderzahlungen) im Euro-Währungsgebiet. Sie bezieht sich auf die implizite durchschnittliche Veränderung der monatlichen Löhne und Gehälter.

**Industrielle Erzeugerpreise** (industrial producer prices): Abgabepreise der Industrie (ohne Transportkosten) für alle von der Industrie (ohne Baugewerbe) auf den heimischen Märkten der Euro-Länder abgesetzten Produkte (ohne Importe).

**Industrieproduktion** (industrial production): Bruttowertschöpfung der Industrie in konstanten Preisen.

**Inflation** (inflation): Anstieg des allgemeinen Preisniveaus, z. B. des Verbraucherpreisindex.

**Inflationsindexierte Staatsanleihen** (inflation-indexed government bonds): Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte, bei denen Kuponzahlungen und Kapitalbetrag an einen bestimmten Verbraucherpreisindex gekoppelt sind.

**Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds)** (investment funds (except money market funds)): Finanzinstitute, die beim Publikum beschaffte Gelder bündeln und in finanzielle und nichtfinanzielle Vermögenswerte investieren. Siehe auch MFIs.

**Kapitalbilanz** (financial account): Teilbilanz der Zahlungsbilanz, die Transaktionen zwischen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Gebietsfremden im Zusammenhang mit Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, dem übrigen Kapitalverkehr, Finanzderivaten und Währungsreserven umfasst.

**Kaufkraftparität** (purchasing power parity – PPP): Umrechnungskurs, zu dem eine Währung in eine andere konvertiert wird, um die Kaufkraft der beiden Währungen auszugleichen, indem die Unterschiede im Preisniveau der betreffenden Länder beseitigt werden. In ihrer einfachsten Ausprägung gibt die Kaufkraftparität das Verhältnis des Preises für ein Produkt in nationaler Währung zum Preis für die gleiche Ware oder Dienstleistung in anderen Ländern an.

**Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors** (consolidated balance sheet of the MFI sector): Bilanz, die durch Saldierung der in der aggregierten MFI-Bilanz enthaltenen Inter-MFI-Positionen (z. B. an MFIs vergebene Kredite und Einlagen bei MFIs) erstellt wird. Sie enthält Statistikinformationen über die Forderungen und Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (z. B. öffentlichen Haushalten und sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet) und gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die konsolidierte Bilanz der MFIs ist die wichtigste statistische Grundlage für die Berechnung der monetären Aggregate und dient als Basis für die regelmäßige Analyse der Bilanzgegenposten von M3.

**Kreditbedarf (öffentliche Haushalte/Staat)** (borrowing requirement – general government): Nettokreditaufnahme der öffentlichen Haushalte (Staat).

**Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten der MFIs** (MFI longer-term financial liabilities): Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren, Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten, Schuldverschreibungen von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren sowie Kapital und Rücklagen des MFI-Sektors im Euroraum.

**Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (LRG)** (longer-term refinancing operations – LTRO): Offenmarktgeschäft mit einer Laufzeit von mehr als einer Woche, das vom Eurosystem in Form einer befristeten Transaktion durchgeführt wird. Die regelmäßigen monatlichen Geschäfte haben eine Laufzeit von drei Monaten. Während der Finanzmarkturbulenzen, die im August 2007 begannen, wurden zusätzliche Geschäfte mit Laufzeiten von einer Mindestreserveperiode bis zu 36 Monaten durchgeführt, wobei die Häufigkeit dieser Operationen variierte.

**Leistungsbilanz** (current account): Teilbilanz der Zahlungsbilanz, die Transaktionen mit Waren und Dienstleistungen, Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie laufende Übertragungen zwischen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Gebietsfremden umfasst.

**Leitkurs** (central parity, central rate): Wechselkurs der am WKM II teilnehmenden Währungen gegenüber dem Euro, um den herum die Bandbreiten des WKM II festgelegt sind.

**Leitzinsen der EZB** (key ECB interest rates): Zinssätze, die vom EZB-Rat festgelegt werden und den geldpolitischen Kurs der EZB widerspiegeln. Hierbei handelt es sich um den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität.

**Liquiditätsabsorbierendes Geschäft** (liquidity-absorbing operation): Geschäft, durch welches das Eurosystem Liquidität abschöpft, um überschüssige Liquidität zu verringern oder eine Liquiditätsknappheit herbeizuführen. Diese Geschäfte können über die Begebung von Schuldverschreibungen oder mithilfe von Termineinlagen durchgeführt werden.

**Lohnstückkosten** (unit labour costs): Messgröße der Gesamtarbeitskosten je Produkteinheit, die für das Euro-Währungsgebiet als Quotient aus dem gesamten Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und der Arbeitsproduktivität (definiert als (reales) BIP je Erwerbstätigen) berechnet wird.

**M1:** Eng gefasstes Geldmengenaggregat, das den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen bei MFIs und bei Zentralstaaten (z. B. bei der Post oder dem Schatzamt) umfasst.

**M2:** Mittleres Geldmengenaggregat, das M1 sowie Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (d. h. kurzfristige Spareinlagen) und Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (d. h. kurzfristige Termineinlagen) bei MFIs und bei Zentralstaaten umfasst.

**M3:** Weit gefasstes Geldmengenaggregat, das M2 sowie marktfähige Finanzinstrumente, insbesondere Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und von MFIs gegebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren umfasst.

**Mengentender** (fixed rate tender): Tendersverfahren, bei dem der Zinssatz im Voraus von der Zentralbank festgelegt wird und die teilnehmenden Geschäftspartner den Geldbetrag bieten, für den sie zum vorgegebenen Zinssatz abschließen wollen.

**Mengentender mit Vollzuteilung** (fixed rate full-allotment tender procedure): Tendersverfahren, bei dem der Zinssatz von der Zentralbank vorab festgelegt wird (Festzins) und die Geschäftspartner den Geldbetrag bieten, den sie zu diesem Zinssatz aufnehmen wollen. Dabei wissen sie im Voraus, dass alle ihre Gebote zugeteilt werden (Vollzuteilung).

**MFI-Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet** (MFI credit to euro area residents): Buchkredite der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich öffentlicher Haushalte und des privaten Sektors) sowie der MFI-Bestand an von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet gegebenen Wertpapieren (Aktien und sonstigen Dividendenwerten sowie Schuldverschreibungen).

**MFIs (monetäre Finanzinstitute)** (MFIs – monetary financial institutions): Finanzinstitute, die in ihrer Gesamtheit den Geldschöpfungssektor des Euro-Währungsgebiets bilden. Hierzu zählen a) das Eurosystem, b) ansässige Kreditinstitute im Sinne des Unionsrechts, c) alle anderen Finanzinstitute, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinn von

anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinn) Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren, sowie E-Geld-Institute, die in ihrer Hauptfunktion finanzielle Mittlertätigkeiten in Form der Ausgabe von E-Geld ausüben, und d) Geldmarktfonds, d. h. Investmentgesellschaften, die in kurzfristige und risikoarme Anlageformen investieren.

**MFI-Zinssätze** (MFI interest rates): Zinssätze, die von gebietsansässigen Kreditinstituten und sonstigen MFIs (ohne Zentralbanken und Geldmarktfonds) für auf Euro lautende Einlagen und Kredite gegenüber im Euro-Währungsgebiet ansässigen privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften angewendet werden.

**Mindestbietungssatz** (minimum bid rate): Niedrigster Zinssatz, zu dem Geschäftspartner bei einem Zinstender Gebote abgeben können.

**Mindestreservepflicht** (reserve requirement): Verpflichtung von Instituten, während einer Erfüllungsperiode Mindestreserven bei der Zentralbank zu unterhalten. Die Erfüllung der Mindestreservepflicht bemisst sich anhand des tagesdurchschnittlichen Mindestreserveguthabens auf den Reservekonten innerhalb der Erfüllungsperiode.

**Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets** (MFI net external assets): Forderungen des MFI-Sektors im Euroraum gegenüber Gebietsfremden (z. B. in Form von Gold, nicht auf Euro lautenden Banknoten und Münzen, von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begebenen Wertpapieren sowie an Gebietsfremde vergebenen Krediten) abzüglich der Verbindlichkeiten des MFI-Sektors im Euroraum gegenüber Ansässigen außerhalb des Eurogebiets (wie Einlagen und Repogeschäfte von Gebietsfremden sowie deren Geldmarktfondsanteile und von MFIs des Euroraums begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren).

**Offene Stellen** (job vacancies): Sammelbegriff für neu geschaffene Stellen, unbesetzte Stellen und Stellen, die in naher Zukunft nicht mehr besetzt sein werden und für die der Arbeitgeber in letzter Zeit aktiv nach geeigneten Kandidaten gesucht hat.

**Offenmarktgeschäft** (open market operation): Auf Initiative der Zentralbank durchgeführtes Finanzmarktgeschäft. Zu den Offenmarktgeschäften zählen befristete Transaktionen, endgültige Käufe bzw. Verkäufe, Termineinlagen, die Begebung von Schuldverschreibungen und Devisenswapgeschäfte. Durch Offenmarktgeschäfte kann Liquidität zugeführt oder abgeschöpft werden.

**Öffentliche Haushalte (Staat)** (general government): Sektor, der laut ESVG 95 gebietsansässige Einheiten umfasst, deren Hauptfunktion darin besteht, nicht marktbestimmte Waren und Dienstleistungen für den Individual- und Kollektivkonsum bereitzustellen und/oder die Einkommen und Vermögen umzuverteilen. Darin enthalten sind die Teilspektoren Zentralstaat, Länder, Gemeinden und Sozialversicherung. Einrichtungen der öffentlichen Hand mit Erwerbszweck, wie beispielsweise öffentliche Unternehmen, zählen nicht zum Staatssektor.

**Preisstabilität** (price stability): Gemäß der Definition des EZB-Rats ein Anstieg des HVPI für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Der EZB-Rat hat außerdem deutlich gemacht, dass er in seinem Streben nach Preisstabilität darauf abzielt, mittelfristig eine Preissteigerungsrate von unter, aber nahe 2 % beizubehalten.

**Referenzwert für das M3-Wachstum** (reference value for M3 growth): Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3, die als mit dem Ziel der Preisstabilität auf mittlere Frist vereinbar gilt.

**Schuldenquote (öffentliche Haushalte/Staat)** (debt-to-GDP ratio – general government): Verhältnis zwischen dem öffentlichen Schuldenstand und dem BIP zu Marktpreisen. Die Schuldenquote ist Gegenstand eines der in Artikel 126 Absatz 2 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union festgelegten finanzpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

**Schuldenstand (öffentliche Haushalte/Staat)** (debt – general government): Bruttoschuldenstand (Bargeld und Einlagen, Kredite und Schuldverschreibungen) zum Nominalwert am Jahresende nach Konsolidierung innerhalb und zwischen den Teilssektoren des Staates.

**Schuldverschreibung** (debt security): Versprechen des Emittenten (d. h. des Schuldners), dem Inhaber (Gläubiger) (eine) Zahlung(en) zu einem oder mehreren bestimmten Terminen zu leisten. In der Regel sind Schuldverschreibungen festverzinslich (mit einem Kupon ausgestattet) und/oder werden mit einem Abschlag vom Nennwert verkauft. Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr werden als langfristig eingestuft.

**Sicherheiten** (collateral): Als Kreditrückzahlungsgarantie verpfändete bzw. anderweitig übertragene Vermögenswerte sowie im Rahmen von Rückkaufsvereinbarungen veräußerte Vermögenswerte. Für befristete Transaktionen des Eurosystems verwendete Sicherheiten müssen bestimmte Zulassungskriterien erfüllen.

**Spitzenrefinanzierungsfazilität** (marginal lending facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die zugelassenen Geschäftspartnern die Möglichkeit bietet, auf eigene Initiative von der NZB ihres Landes in Form einer befristeten Transaktion einen Übernachtkredit zu einem im Voraus festgelegten Zinssatz zu erhalten. Der Zinssatz für im Rahmen der Spitzenrefinanzierungsfazilität gewährte Kredite bildet im Allgemeinen die Obergrenze des Tagesgeldsatzes.

**Survey of Professional Forecasters (SPF)**: Umfrage, die von der EZB seit dem Jahr 1999 vierteljährlich durchgeführt wird. Darin werden die gesamtwirtschaftlichen Prognosen einer Gruppe von Fachleuten aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Institutionen in der EU in Bezug auf Inflation, reales BIP-Wachstum und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ermittelt.

**Übriger Kapitalverkehr/übrige Anlagen** (other investment): Posten der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus, der die Finanztransaktionen/-positionen gegenüber Gebietsfremden im Zusammenhang mit Handelskrediten, Finanzkrediten und Bankeinlagen sowie sonstigen Aktiva und Passiva umfasst.

**Umfrage zum Kreditgeschäft** (Bank Lending Survey – BLS): Umfrage zur Kreditvergabepolitik, die vom Eurosystem seit Januar 2003 vierteljährlich durchgeführt wird. Darin werden einer fest vorgegebenen Gruppe von Banken im Euro-Währungsgebiet qualitative Fragen zur Entwicklung der Kreditrichtlinien, der Kreditkonditionen und der Kreditnachfrage im Geschäft mit Unternehmen sowie privaten Haushalten gestellt.

**Umfragen der Europäischen Kommission** (European Commission surveys): Im Auftrag der Europäischen Kommission in allen EU-Mitgliedstaaten durchgeführte harmonisierte Branchen- und Verbraucherumfragen. Die Fragebögen richten sich an Führungskräfte im verarbeitenden Gewerbe,

im Baugewerbe, im Einzelhandel und im Dienstleistungssektor sowie an die Verbraucher. Die Ergebnisse der monatlichen Umfragen werden zu einzelnen Indikatoren zusammengefasst (Vertrauensindikatoren).

**Umfragen zum Einkaufsmanagerindex für das Euro-Währungsgebiet** (Eurozone Purchasing Managers' Surveys): Umfragen zur Geschäftslage im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor in einer Reihe von Euro-Ländern, die zur Berechnung von Indizes verwendet werden. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet ist ein gewichteter Indikator, der aus Indizes der Produktion, des Auftragseingangs, der Beschäftigung, der Lieferzeiten der Anbieter und des Einkaufsbestands ermittelt wird. Die Umfrage im Dienstleistungssektor stellt Fragen zur gegenwärtigen und zukünftig erwarteten Geschäftsentwicklung, zu den Auftragsbeständen, zum Neugeschäft, zur Beschäftigung sowie zu den Vorleistungs- und Verkaufspreisen. Der Mehrkomponentenindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Composite Index) ergibt sich aus den kumulierten Umfrageergebnissen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor.

**Verbriefung** (securitisation): Transaktion, bei der ein Vermögenswert oder ein Pool von Cashflow erzeugenden Vermögenswerten, bei denen es sich häufig um Buchkredite (Hypothekarkredite, Verbraucherkredite usw.) handelt, vom Originator (in der Regel einem Kreditinstitut) auf eine finanzielle Mantelkapitalgesellschaft (FMKG) übertragen wird. Die FMKG wandelt die Vermögenswerte dann in marktfähige Wertpapiere um, indem sie festverzinsliche Wertpapiere emittiert, deren Tilgungs- und Zinszahlungen durch den vom Forderungspool erzeugten Cashflow bedient werden.

**Vermögensbildungskonten** (capital accounts): Teil des Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (für das Euro-Währungsgebiet), der die Veränderung des Reinvermögens durch Sparen und Nettovermögenstransfers sowie die Sachvermögensbildung umfasst.

**Vermögensübertragungsbilanz** (capital account): Teilbilanz der Zahlungsbilanz, die Vermögensübertragungen sowie den Erwerb/die Veräußerung von immateriellen, nicht produzierten Vermögensgütern zwischen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Gebietsfremden umfasst.

**Verschuldung (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung)** (debt – financial accounts): Kredite an private Haushalte sowie Kredite, Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen (aufgrund der unmittelbaren Pensionsverpflichtungen der Arbeitgeber gegenüber ihren Arbeitnehmern) nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, bewertet zu Marktpreisen am Periodenende.

**Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen** (insurance corporations and pension funds): finanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften, die in ihrer Hauptfunktion als Folge der Zusammenfassung von Versicherungsrisiken finanzielle Mittlertätigkeiten ausüben.

**Volatilität** (volatility): Schwankungsgrad einer Variablen.

**Währungsreserven** (international reserves): Auslandsforderungen, die den Währungsbehörden schnell verfügbar sind und von ihnen kontrolliert werden, sodass über Devisenmarktinterventionen eine direkte Finanzierung oder Regulierung von Zahlungsbilanzungleichgewichten erfolgen kann. Die Währungsreserven des Euro-Währungsgebiets umfassen nicht auf Euro lautende Forderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums sowie Gold, Sonderziehungsrechte und die Reservepositionen des Eurosystems beim Internationalen Währungsfonds.

**Wechselkursmechanismus II (WKM II)** (exchange rate mechanism II – ERM II): Bildet den Rahmen für die wechselkurspolitische Zusammenarbeit zwischen den Ländern des Euro-Währungsgebiets und den EU-Mitgliedstaaten, die nicht an der dritten Stufe der WWU teilnehmen.

**Wertberichtigung** (write-down): Wertminderung eines in einer MFI-Bilanz ausgewiesenen Kredits, wenn dieser als teilweise uneinbringlich erachtet wird.

**Wertpapieranlagen** (portfolio investment): Anlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Wertpapieren von Gebietsfremden (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Aktiva) und Anlagen Gebietsfremder in Wertpapieren von Ansässigen im Euroraum (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Passiva). Darin enthalten sind Aktien und Investmentzertifikate sowie Schuldverschreibungen (Anleihen und Geldmarktpapiere). Transaktionen werden zu den tatsächlich gezahlten oder vereinnahmten Preisen abzüglich Kosten und Provisionen erfasst. Bei den Wertpapieranlagen werden nur Unternehmensbeteiligungen, die weniger als 10 % der Stammaktien bzw. des Stimmrechts umfassen, verbucht.

**Zahlungsbilanz** (balance of payments – b.o.p.): Systematische Darstellung der wirtschaftlichen Transaktionen einer Volkswirtschaft mit der übrigen Welt über einen bestimmten Zeitraum.

**Zinsstrukturkurve** (yield curve): Grafische Darstellung des Verhältnisses von Zinssatz bzw. Rendite und Restlaufzeit von hinreichend homogenen Schuldverschreibungen mit unterschiedlichen Fälligkeiten zu einem gegebenen Zeitpunkt. Die Steigung der Zinsstrukturkurve lässt sich als die Differenz zwischen den Zinssätzen für zwei ausgewählte Restlaufzeiten berechnen.

**Zinstender** (variable rate tender): Tenderverfahren, bei dem die Geschäftspartner Betrag sowie Zinssatz des Geschäfts bieten, das sie mit der Zentralbank tätigen wollen.

ISSN 1561-0292



9 771561 029007